ZPRÁVA O INFLACI / III

2012

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

ZPRÁVA O INFLACI / III

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

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.

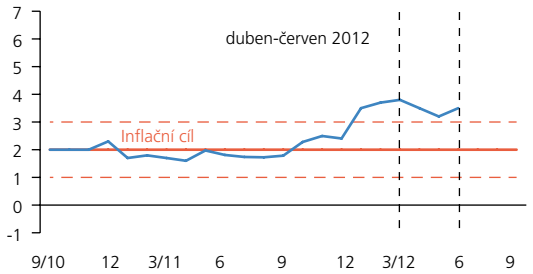
Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. srpna 2012 a obsahuje informace dostupné k 20. červenci 2012. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na webových stránkách ČNB. 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.

PŘEDMLUVA 3
OBSAH 5
I SHRNUTÍ 6
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA 8
II.1 Vnější předpoklady prognózy 8
II.2 Prognóza 10
II.3 Srovnání s minulou prognózou 20
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy 23
II.4.1 Citlivostní scénář nižší zahraniční poptávky 23
II.4.2 Citlivostní scénář kurzu 24
II.5 Prognózy ostatních subjektů 25
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ 27
III.1 Inflace 27
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle 27
III.1.2 Současný vývoj inflace 29
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců 32
III.2.1 Dovozní ceny 32
III.2.2 Ceny výrobců 33
III.3 Poptávka a nabídka 36
III.3.1 Domácí poptávka 36
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka 38
III.3.3 Nabídka 39
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky 41
III.4 Trh práce 43
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost 43
III.4.2 Mzdy a produktivita 44
III.5 Finanční a měnový vývoj 46
III.5.1 Peníze 46
III.5.2 Úvěry 47
BOX 1 Šetření úvěrových podmínek bank 49
III.5.3 Úrokové sazby 50
III.5.4 Měnový kurz 53
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků 54
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností 55
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí 57
III.6 Platební bilance 59
III.6.1 Běžný účet 59
III.6.2 Kapitálový účet 60
III.6.3 Finanční účet 60
III.7 Vnější prostředí 62
III.7.1 Eurozóna 62
III.7.2 Spojené státy 64
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám 65
BOX 2 Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty 66
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit 67
BOX 3 Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit 69
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU 70
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU 73
POUŽITÉ ZKRATKY 74
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI 75
GLOSÁŘ POJMŮ 78
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY 82

Graf I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

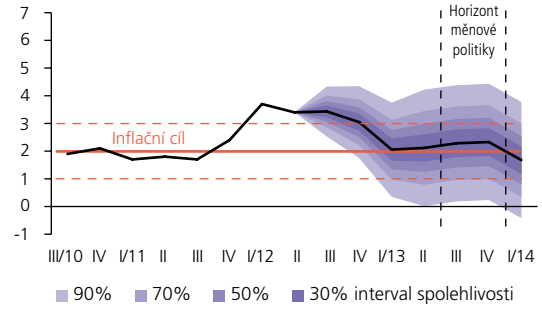
Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2012 pohybovala nad horní hranicí tolerančního pásma
(meziroční změny v %)



Graf I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

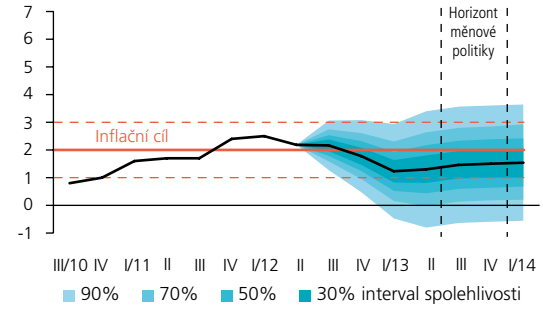
Celková inflace na přelomu letošního a příštího roku klesne k cíli ČNB, v roce 2013 se v důsledku daňových změn bude pohybovat lehce nad ním
(meziroční změny v %)



Graf I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace na konci letošního roku klesne pod cíl, kde se bude pohybovat i na horizontu měnové politiky
(meziroční změny v %)



I. SHRNUTÍ

Český HDP v prvním čtvrtletí 2012 klesl s přispěním všech složek s výjimkou čistého vývozu. Celková inflace se pohybuje nad horní hranicí tolerančního pásma, měnověpolitická inflace lehce nad cílem ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny, ceny komodit a minulé oslabení měnového kurzu. Vývoj domácí ekonomiky cenový růst naopak tlumí. Hrubý domácí produkt se v letošním roce sníží v důsledku výrazného zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumené domácí poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. Reálná ekonomická aktivita mírně oživí až v roce 2013. Celková inflace na přelomu letošního a příštího roku klesne k cíli ČNB, na horizontu měnové politiky se v důsledku daňových změn bude pohybovat lehce nad ním. Měnověpolitická inflace na konci letošního roku klesne pod cíl a ve spodní polovině tolerančního pásma setrvá až do konce roku 2014. Dopady daňových změn do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014.

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2012 meziročně klesla o 0,7 %, když jediným zdrojem růstu byl čistý vývoz. Příspěvky ostatních složek byly záporné, nejvíce u spotřeby domácností a investic do zásob. Ve druhém čtvrtletí 2012 prognóza předpokládá zmírnění meziročního poklesu HDP na -0,4 %.

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2012 pohybovala nad horní hranicí tolerančního pásma (Graf I.1), měnověpolitická inflace lehce nad cílem ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny, ceny komodit a postupné prosakování minulého oslabení měnového kurzu do cen. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot nadále odráží protiinflační působení domácí ekonomiky.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně**[1] se v prvním čtvrtletí 2012 udrželo na 1,7 %, do konce letošního roku se však výrazně sníží. Za celý rok 2012 je očekáván růst o 0,7 %. Jeho kladná hodnota přitom odráží vyšší dynamiku hlavních obchodních partnerů ČR vůči průměru eurozóny, která jako celek zaznamená mírnou recesi. Nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje uvolnění měnové politiky ECB a útlum ekonomické aktivity v eurozóně. To se spolu s pokračující dluhovou krizí v eurozóně odráží i ve výhledu kurzu eura vůči dolaru, který zůstává poblíž aktuální oslabené hodnoty. U cen ropy se předpokládá mírně klesající trajektorie vycházející z relativně nízké úrovně po jejich nedávném poklesu.

Dle prognózy celková inflace klesne na přelomu letošního a příštího roku k cíli ČNB. V roce 2013 se v důsledku zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod bude pohybovat lehce nad inflačním cílem, po odeznění daňového efektu na počátku roku 2014 se sníží mírně pod cíl (Graf I.2).

1 Efektivní ukazatele eurozóny aproximují její vliv na českou ekonomiku. Podrobněji viz Glosář pojmů a BOX Efektivní ukazatele zahraničního vývoje, publikovaný ve Zprávě o inflaci z července 2006.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se na konci letošního roku sníží pod cíl a až do konce roku 2014, tj. i na horizontu měnové politiky, se bude pohybovat ve spodní polovině tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.3). Celkové tlaky na růst cen se v nejbližších čtvrtletích zmírní, když bude slábnout proinflační vliv dovozních cen. Protiinflační tlaky z domácí ekonomiky odezní na začátku roku 2013. Výraznější impulsy pro růst cen se však až do konce predikčního horizontu v domácí ekonomice neobjeví, a to v souvislosti se slabou domácí poptávkou a nízkým růstem mezd. Prognóza předpokládá plné promítnutí daňových změn do cen, naopak druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do mírně kladných hodnot ve zbývající části letošního roku a v roce 2013 se dále zvýší. Růst regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot naopak zpomalí.

S prognózou je konzistentní pokles tržních **úrokových sazeb** v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014 (Graf I.4). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především nízký růst domácí ekonomické aktivity a mezd, který odráží výrazné zpomalení zahraniční poptávky a restriktivní domácí fiskální politiku, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto protiinflační faktory jen částečně kompenzovány aktuálně zvýšenou inflací, tlaky z dovozních cen a výhledem regulovaných cen. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasný nárůst celkové inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. Prognóza očekává velmi pozvolné posilování **kurzu koruny** vůči euru (Graf I.5). V krátkodobém horizontu je kurz ovlivněn aktuální zvýšenou nejistotou vyplývající z prohloubení dluhové krize v eurozóně. K posilování koruny v delším horizontu přispěje růst nominálního čistého vývozu díky oživení zahraniční poptávky a zlepšení směnných relací.

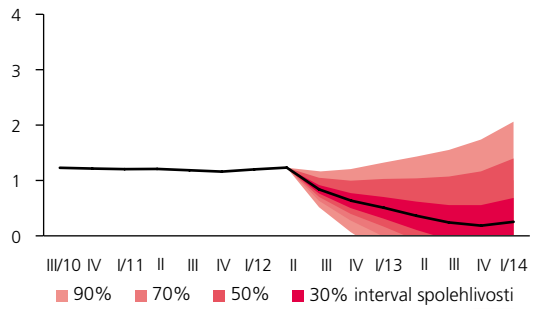
Výrazné zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumená domácí poptávka při pokračující fiskální konsolidaci vyústí v letošním roce v pokles **české ekonomiky** o 0,9 % (Graf I.6). Jedinou složkou s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity bude čistý vývoz, ostatní složky poptávky ji budou brzdit. V příštím roce v souvislosti s pozvolným oživením zahraniční poptávky český HDP vzroste o 0,8 %, zdrojem růstu přitom budou kromě vládní spotřeby všechny ostatní výdajové složky. Uvedený vývoj ekonomiky se na **trhu práce** projeví poklesem celkové zaměstnanosti a nárůstem míry nezaměstnanosti. K opětovnému růstu, byť nevýraznému, se celková zaměstnanost vrátí až na konci roku 2013. Zhruba stagnující růst mezd v podnikatelské sféře bude v letošním i příštím roce odrážet útlum české ekonomiky. Růst mezd mírně zrychlí až v roce 2014 s výraznějším oživením ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře budou zhruba stagnovat.

Na svém měnověpolitickém zasedání 2. srpna 2012 bankovní rada většinou hlasů rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je realizace dodatečných fiskálních opatření v roce 2014 (nad rámec těch již zapracovaných do prognózy). Naopak proinflační riziko představují vyšší světové ceny energetických a zemědělských komodit.

Graf I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

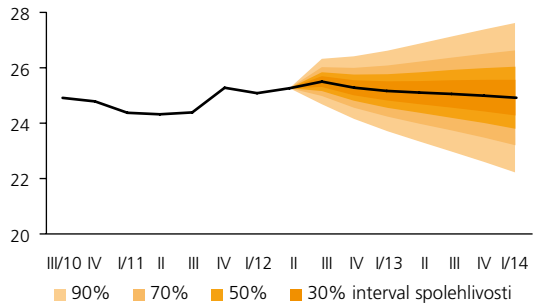
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014
(3M PRIBOR v %)



Graf I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

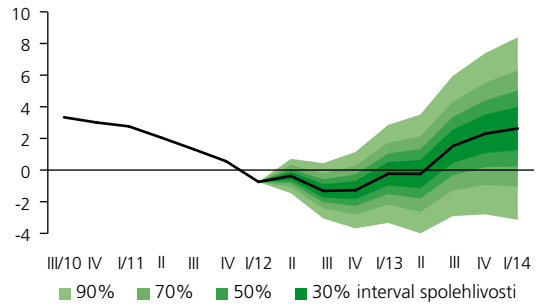
Nominální měnový kurz bude velmi pozvolna posilovat
(CZK/EUR)



Graf I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

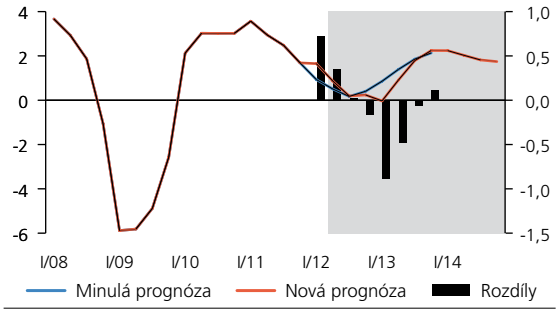
HDP v letošním roce klesne, mírně oživí až v příštím roce
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

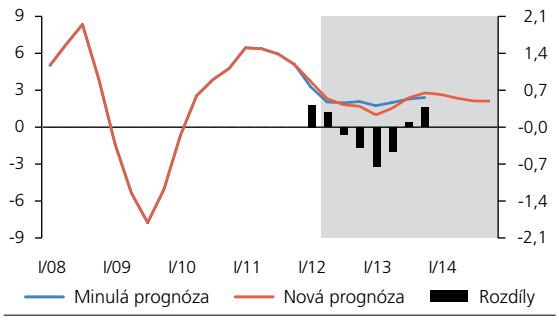
V roce 2012 se očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu efektivní eurozóny
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

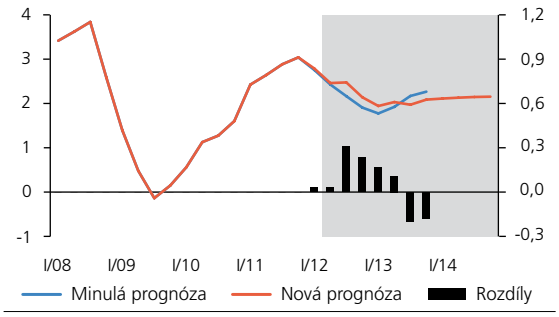
Tempo růstu výrobních cen zpomalí vlivem utlumené ekonomické aktivity a nižších cen průmyslových komodit
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Graf II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Efektivní inflace by se v následujících dvou letech měla snížit ke 2 %
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně v letošním roce výrazně zpomalí, opětovné oživení se očekává až v následujících dvou letech. Pokles cen průmyslových komodit a útlum ekonomické aktivity se promítají do výhledu zpomalujícího růstu cen průmyslových výrobců. Také tempo růstu spotřebitelských cen vlivem uvedených faktorů zvolní, i když opačným směrem bude působit zejména nárůst nepřímých daní. Trajektorie trhem očekávaných úrokových sazeb 3M EURIBOR odráží červencové snížení refinanční a diskontní sazby ECB v reakci na prohlubování dluhové krize a zpomalování ekonomického růstu eurozóny, přičemž je oproti minulé prognóze nižší. Pokračující nervozita na finančních trzích posouvá výhled kurzu USD/EUR k aktuálně výrazně oslabeným hodnotám eura. U ceny ropy Brent se předpokládá postupný klesající trend, a to z výrazně nižší výchozí hodnoty než u předchozí predikce.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce výrazné zpomalení ekonomického růstu na 0,7 %, což je o 2 procentní body méně ve srovnání s rokem 2011 (Graf II.1.1).[2] Pokračující fiskální konsolidace bude výrazně tlumit domácí poptávku v jednotlivých členských zemích. Naopak vyšší cenová konkurenceschopnost vývozně orientovaných ekonomik v důsledku slabšího kurzu eura by měla působit proti zpomalení ekonomické aktivity. Opětovné zrychlování ekonomického růstu v efektivní eurozóně se očekává od roku 2013, kdy by jeho tempo mělo dosáhnout 1,2 %. Další zrychlení na 2 % je předpokládáno v roce 2014. Vzhledem k pokračující dluhové krizi zůstávají rizika ekonomického růstu v eurozóně pro letošní i příští rok vychýlena směrem dolů.

Pokles cen průmyslových komodit doprovázený zpomalením ekonomické aktivity se odráží ve výhledu **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2). Ten se pro letošní rok nachází na úrovni 2,4 %, což je o 3,6 procentního bodu níže ve srovnání s rokem 2011. Vliv oproti minulé prognóze nižších cen průmyslových vstupů se přitom nejvýrazněji projevuje na přelomu let 2012 a 2013. V příštím roce by tempo růstu výrobních cen v eurozóně mělo v průměru dosáhnout 1,9 % a v roce 2014 zrychlit na 2,3 %.

I přes očekávané výrazné zpomalení ekonomické aktivity se výhled růstu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** pohybuje v letošním roce jen o 0,2 procentního bodu níže než skutečnost roku 2011, tedy na úrovni 2,5 % (Graf II.1.3). Vliv utlumené poptávky je kompenzován růstem nepřímých daní. Prognózovaný růst

2 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z červencového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 9. červenci 2012. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

spotřebitelských cen v roce 2012 odráží také vysoké ceny pohonných hmot v první polovině roku, nedávné zvýšení cen zemědělských komodit a pokračující oslabování kurzu eura. V příštím roce zůstává výhled inflace spotřebitelských cen v efektivní eurozóně na hodnotě 2 %. V roce 2014 by inflace měla nepatrně zrychlit na 2,1 %.

Trajektorie očekávaných zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží snížení základní refinanční sazby ECB z 1 % na 0,75 % a diskontní sazby z 0,25 % na nulu (5. července). ECB tímto reagovala na prohlubující se dluhovou krizi v eurozóně, zřetelné zpomalování ekonomické aktivity a odeznívání inflačních tlaků. Tržní výhled se proto na celém horizontu prognózy posouvá směrem dolů (Graf II.1.4). Oproti minulému roku se tak pro letošní rok očekává pokles zahraničních sazeb 3M EURIBOR o 0,7 procentního bodu v průměru na 0,7 %. Pod touto hladinou by se měla trajektorie zahraničních sazeb pohybovat až do konce roku 2014. Analytici oslovení v rámci CF předpokládají, že v polovině roku 2013 se bude sazba 3M EURIBOR pohybovat na úrovni 0,7 %, tj. o 0,2 procentního bodu výše než tržní výhled pro toto období.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** odráží pokračující nervozitu na finančních trzích, spojenou s prohlubováním dluhové krize v eurozóně (Graf II.1.5), která se projevila na vývoji kurzu USD/EUR během posledních měsíců. Pro letošní rok tak prognóza předpokládá oslabení průměrné hodnoty eura z 1,39 USD/EUR na 1,27 USD/EUR. Na slabších úrovních by euro mělo setrvat i v letech 2013 a 2014, kdy se očekává kurz 1,24 USD/EUR, resp. 1,25 USD/EUR. Rizika budoucího vývoje zůstávají obousměrná. Směrem ke slabšímu kurzu eura může působit další prohloubení dluhové krize v eurozóně, naopak dolar by mohl oslabit v případě nižšího růstu americké ekonomiky či dalšího kola kvantitativního uvolňování ze strany Fedu.

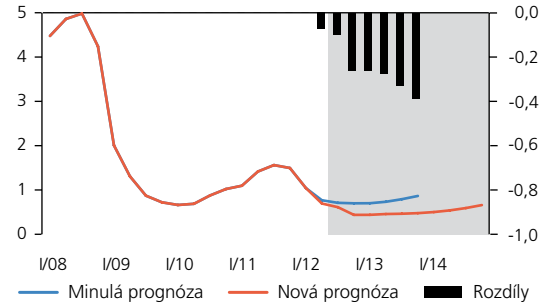
Výhled trajektorie **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů odráží pokles ceny pozorovaný v minulých měsících (Graf II.1.6). V letošním roce by tak průměrná cena ropy Brent měla činit 106 USD/barel. Mírně klesající trajektorie očekávaných cen, vycházející ze současné relativně nízké úrovně, znamená další pokles průměrné ceny na 96 USD/barel v roce 2013, resp. 94 USD/barel v roce 2014. Ve srovnání s minulou prognózou tak dochází na celém horizontu prognózy k přehodnocení směrem dolů cca o 14 %. Výrazné snížení výhledu odráží nedávný pokles cen ropy, vyvolaný především očekávaným pomalejším růstem světové ekonomiky, silnějším kurzem USD a prohlubováním dluhové krize v eurozóně při dočasném snížení napětí na Blízkém východě. Přehodnocení trajektorie ceny ropy Brent dle tržních výhledů na nižší hladinu odpovídá rovněž očekáváním analytiků oslovených v rámci CF, kteří snížili svá očekávání ohledně ceny ropy WTI v ročním horizontu o 12 % na 95 USD/barel.

Graf II.1.4

3M EURIBOR

Další uvolnění měnové politiky ECB a útlum ekonomické aktivity v eurozóně se promítá do velmi nízkého výhledu úrokových sazeb

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

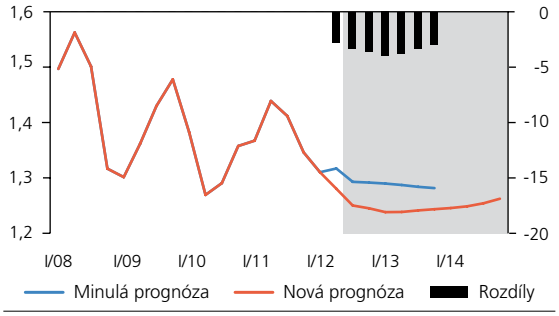


Graf II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Na celém horizontu prognózy se očekává setrvání kurzu eura vůči americkému dolaru blízko aktuální oslabené hodnoty

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

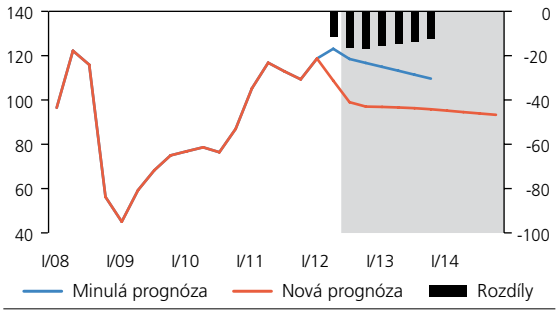


Graf II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled na celém horizontu prognózy leží pod hranicí 100 USD/barel

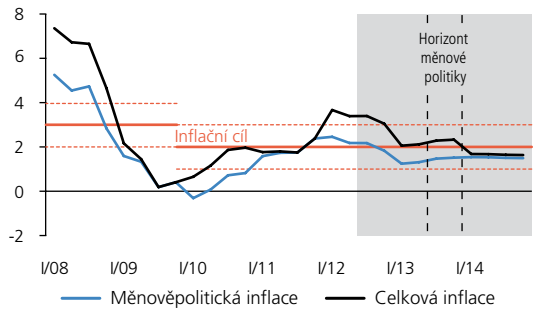
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



Graf II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

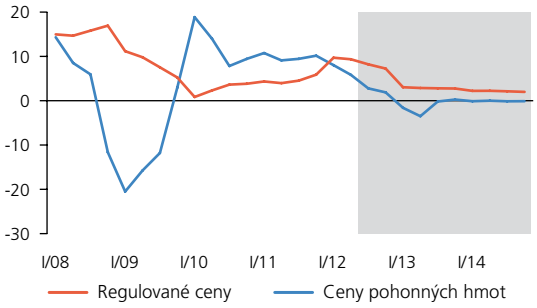
Celková inflace na přelomu let 2012 a 2013 klesne k cíli ČNB, měnověpolitická inflace se sníží pod cíl, kde setrvá i na horizontu měnové politiky
(meziroční změny v %)



Graf II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen bude zpomalovat, ceny pohonných hmot dočasně meziročně klesnou
(meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



Tab. II.2.1

PROGNÓZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za růstem regulovaných cen bude stát zejména zvýšení cen energií
(meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

	2011		2012		2013		2014	
	skutečnost		progn.		progn.		progn.	
Regulované ceny[a)]	7,0	1,22	6,2	1,17	2,7	0,51	2,0	0,37
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	7,7	0,12	12,0	0,14	5,0	0,06	2,0	0,02
Ceny elektřiny	4,8	0,17	4,2	0,18	3,3	0,15	2,0	0,09
Ceny zemního plynu	22,2	0,55	3,4	0,10	1,0	0,03	1,8	0,05
Ceny tepla	1,9	0,05	8,5	0,18	2,9	0,06	2,0	0,04
Regulované ceny ve zdravotnictví	7,0	0,15	8,0	0,14	2,6	0,05	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		0,00		0,99		0,70		0,14

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

II.2 PROGNÓZA

Celková inflace ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 3,4 %, měnověpolitická inflace 2,2 %. Zdrojem inflace jsou daňové změny, ceny komodit a postupné prosakování minulého oslabení měnového kurzu do cen. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot odráží protiinflační působení domácí ekonomiky. Celková inflace na přelomu letošního a příštího roku klesne k cíli ČNB, měnověpolitická inflace se sníží pod cíl. Na horizontu měnové politiky se v důsledku daňových změn bude celková inflace pohybovat lehce nad inflačním cílem, měnověpolitická inflace setrvá ve spodní polovině tolerančního pásma. V nejbližším období bude slábnout proinflační vliv dovozních cen. Protiinflační tlaky z domácí ekonomiky odezní až na začátku příštího roku. Výrazné zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumená domácí poptávka v podmínkách pokračující fiskální konsolidace vyústí v letošním roce v pokles HDP o 0,9 %. V příštím roce v souvislosti s pozvolným oživením zahraniční poptávky HDP vzroste o 0,8 %. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014.

Meziroční **celková inflace** ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 3,4 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období 2,2 %, a pohybovala se tak lehce nad cílem. Celková inflace na přelomu let 2012 a 2013 klesne k cíli, měnověpolitická inflace se sníží pod cíl (Graf II.2.1). V příštím roce se v důsledku zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod bude celková inflace pohybovat lehce nad inflačním cílem, po odeznění daňového efektu na počátku roku 2014 se sníží mírně pod cíl. Měnověpolitická inflace se bude v celém příštím roce, tj. i na horizontu měnové politiky, nacházet ve spodní polovině tolerančního pásma cíle ČNB v souvislosti s vyprcháváním aktuálních nákladových tlaků a celkově utlumenou ekonomickou aktivitou.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve druhém čtvrtletí 2012 v průměru zpomalil na 9,4 %. Do konce letošního roku se bude jejich dynamika podle prognózy nadále pozvolna zmírňovat, přičemž částečně půjde o vliv srovnávací základny (Graf II.2.2). Na počátku roku 2013 růst regulovaných cen výrazně zpomalí především vlivem nižšího růstu cen energií pro domácnosti, regulovaného nájemného, cen v dopravě a zdravotnictví (Tab. II.2.1). V návaznosti na předpokládaný výrazný pokles světových cen zemního plynu prognóza očekává meziroční snížení cen plynu pro domácnosti během první poloviny příštího roku. Na druhé straně budou ceny elektřiny ovlivněny avizovaným snížením příspěvku státu na podporu obnovitelných zdrojů. V lednu 2013 se do regulovaných cen rovněž promítne zvýšení DPH. Jejich meziroční dynamika se tak bude během roku 2013 v souhrnu nacházet na hodnotách kolem 3 %.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen během druhého čtvrtletí 2012 dosáhl v průměru cca 1,2 procentního bodu. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku přitom činil cca 1,1 procentního bodu. Souběžně s tím

došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace 0,1 procentního bodu. Toto opatření se do cen cigaret z důvodu předzásobení promítalo se zpožděním, zejména v průběhu druhého čtvrtletí. Prognóza předpokládá zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně dojde k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Obdobná úprava spotřební daně je očekávána rovněž pro leden 2014. Prognóza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen, naopak druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** ve druhém čtvrtletí 2012 dále zpomalila v průměru na 1 % (Graf II.2.3), když zvolnily všechny její složky s výjimkou korigované inflace bez pohonných hmot, která zaznamenala posun do méně záporných hodnot. V následujícím období bude čistá inflace zhruba stagnovat, přičemž se vzájemně vykompenzuje zrychlující korigovaná inflace bez pohonných hmot na straně jedné a postupné zvolňování meziročního růstu cen potravin a cen pohonných hmot na straně druhé. Teprve ve druhé polovině roku 2013 převáží vliv odeznění domácích protiinflačních tlaků spolu s opětovným zrychlením dovozních cen. Čistá inflace se tak zvýší na hodnoty kolem 1,4 %, kde setrvá i v roce 2014.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve druhém čtvrtletí 2012 opět posunula do méně záporných hodnot (Graf II.2.3). Oslabení kurzu koruny přispívající k výraznému růstu dovozních cen bylo z velké části kompenzováno slabou domácí ekonomickou aktivitou, která držela marže prodejců i domácí nákladové inflační tlaky na nízké úrovni. Prognóza očekává postupný posun korigované inflace bez pohonných hmot do mírně kladných hodnot ve zbytku letošního roku. Její plynulé zvyšování pak bude pokračovat i v průběhu roku 2013, a to na hodnoty kolem 1,3 %, kde setrvá i v roce 2014. V uvedeném vývoji se bude projevovat odeznění protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky, postupné obnovování marží prodejců a později i opětovné mírné zvýšení inflačních tlaků z dovozních cen.

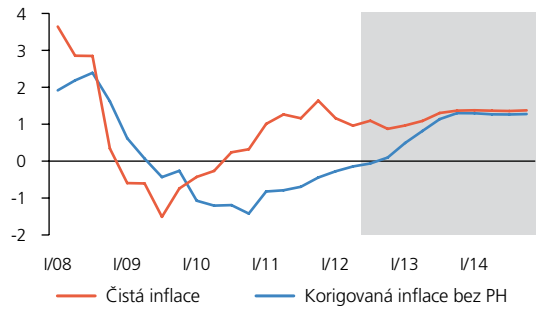
Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) ve druhém čtvrtletí 2012 zpomalil v průměru na 2,5 %, mimo jiné vlivem srovnávací základny a částečné korekce předchozího skokového nárůstu cen vajec. V nejbližším období se meziroční růst cen potravin zvýší mírně nad 3 %, poté bude postupně zpomalovat až k hodnotám pod 2 % ve druhé polovině roku 2013 (Graf II.2.4). V uvedeném vývoji se přitom bude nejprve promítat pokles cen zemědělských výrobců z první poloviny letošního roku, v delším horizontu prognózy pak jejich obnovený meziroční růst. V roce 2014 ceny potravin porostou tempem okolo 2 %.

Meziroční růst cen **pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2012 znatelně zvolnil v důsledku poklesu světových cen ropy, ačkoli ten byl částečně vyvažován výrazným meziročním oslabením kurzu CZK/USD.

Graf II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

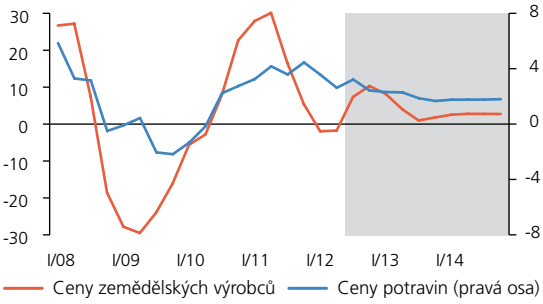
Korigovaná inflace bez pohonných hmot pozvolna naroste
(meziroční změny v %)



Graf II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

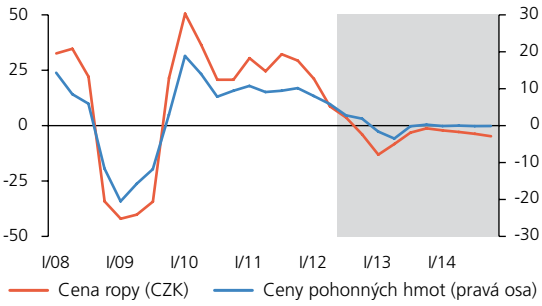
Růst cen potravin lehce zpomalí, ačkoli u cen zemědělských výrobců dojde k obnovení růstu
(meziroční změny v %)



Graf II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

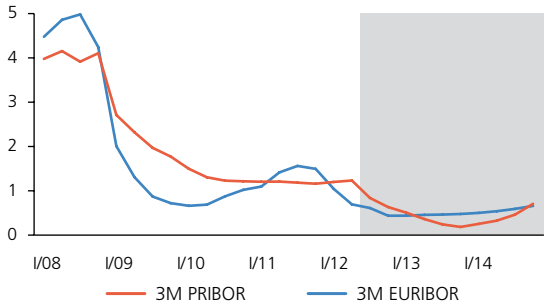
Klesající výhled ceny ropy vyústí v příštím roce do dočasného poklesu cen pohonných hmot
(meziroční změny v %)



Graf II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

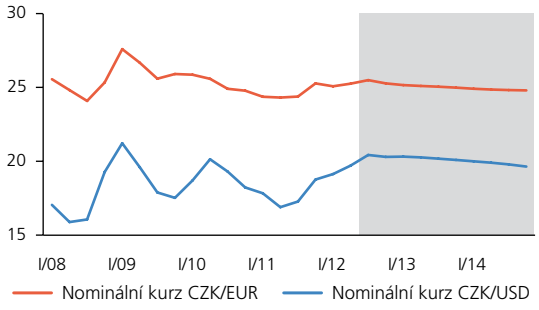
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014
(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



Graf II.2.7

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

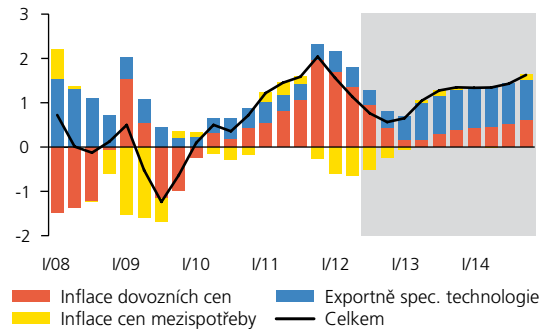
Nominální měnový kurz koruny vůči euru na prognóze velmi pozvolna posiluje
(CZK/EUR a CZK/USD)



Graf II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se v nejbližším období výrazně zmírní, když se sníží proinflační vliv dovozních cen
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Prognóza předpokládá další zpomalování dynamiky cen pohonných hmot a jejich přechod do meziročního poklesu počátkem příštího roku. V podmínkách předpokládaného pokračujícího poklesu cen ropy na světových trzích bude dynamika cen pohonných hmot klesat až na hodnoty kolem -4 % v průběhu roku 2013 (Graf II.2.5). Předpokládaná stabilizace cen na světovém trhu s ropou spolu s velmi pozvolným posilováním kurzu CZK/USD pak povede zhruba ke stagnaci cen pohonných hmot v roce 2014.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu v průběhu druhého čtvrtletí 2012 stagnovaly, až v jeho závěru po snížení repo sazby klesly. Sazby s delší než roční splatností se převážně snižovaly. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014 (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především nízký růst domácí ekonomické aktivity a mezd, který odráží výrazné zpomalení zahraniční poptávky a restriktivní domácí fiskální politiku, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto protiinflační faktory jen částečně kompenzovány aktuálně zvýšenou inflací, tlaky z dovozních cen a výhledem regulovaných cen. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasný nárůst celkové inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní, na které je standardně uplatňován institut výjimek.

Koruna vůči euru ve druhém čtvrtletí 2012 oslabila. Aktuální zvýšená nejistota vyplývající z prohloubení dluhové krize v eurozóně ovlivňuje i krátkodobou prognózu kurzu pro třetí čtvrtletí 2012, která je nastavena na průměrné úrovni 25,5 CZK/EUR (Graf II.2.7). V delším horizontu prognózovaný kurz velmi pozvolna posiluje, k čemuž přispívá růst nominálního čistého vývozu díky oživení zahraniční poptávky a zlepšení směnných relací. Při výhledu zhruba stabilního kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to také znamená výhled velmi pozvolného posilování kurzu CZK/USD.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil. Dovozní ceny působí nadále proinflačně v důsledku minulého oslabení měnového kurzu a růstu světových cen komodit, avšak jejich vliv postupně slábne (Graf II.2.8). Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, jsou naopak protiinflační vlivem přetrvávající slabé domácí poptávky spolu s nadále relativně nízkým růstem mezd očištěným o jednorázové vlivy (viz kapitola III.4). 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 již delší dobu oproti období před krizí méně výrazný.

Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se v následujících čtvrtletích zmírní. Ve druhé polovině letošního roku bude dále slábnout proinflační vliv dovozních cen, který v první polovině roku 2013 přechodně téměř vymizí v souvislosti se zmírněním cenového růstu v zahraničí a obnoveným pozvolným posilováním měnového kurzu.

Protiinflační působení domácí ekonomiky na počátku roku 2013 odezní, výraznější tlaky na růst cen se však až do konce predikčního horizontu v domácí ekonomice neobjeví. Pozvolný návrat růstu exportně specifické technologie k dlouhodobým hodnotám odráží předpoklad trendového zhodnocování rovnovážného reálného kurzu.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovaly v poklesu, i když ten se poněkud zmírnil. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře očištěný o jednorázové vlivy totiž zůstal nadále poměrně nízký, byl částečně vyvažován pokračujícím – byť pomalým – růstem práci zhodnocující technologie a navíc nadále klesala odhadovaná cena kapitálu (Graf II.2.9), v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost. Domácí nákladové tlaky zůstanou na horizontu prognózy utlumené z důvodu nízkého růstu mezd, který sice bude mírně zrychlovat, ale bude z velké části podložen růstem práci zhodnocující technologie. Záporný příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů, odrážející slabou zahraniční poptávku a nízké ceny investičních statků, bude na horizontu prognózy pozvolna vyprchávat.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** byla ve druhém čtvrtletí 2012 i nadále záporná, když nákladové tlaky z dovozních cen převážily nad vlivem vyšších spotřebitelských cen (Graf II.2.10). Prognóza předpokládá zápornou mezeru až do poloviny roku 2013, protože slabá poptávka při celkově utlumené ekonomické aktivitě neumožní rychlou obnovu marží. Spolu s pozvolným oživením zahraniční ekonomické aktivity a domácí poptávky by se marže měly vrátit ke své dlouhodobé hodnotě ve druhé polovině roku 2013.

Produktivita práce na úrovni národního hospodářství se ve druhém čtvrtletí 2012 dále mírně snížila. Ve druhé polovině roku tempo jejího poklesu zrychlí až k hodnotám okolo -1 %. Po stagnaci na začátku roku 2013 oživí růst produktivity vlivem obnovení růstu ekonomické aktivity při jen pozvolném zvýšení zaměstnanosti a na začátku roku 2014 tak dosáhne hodnoty 2,5 %. Poblíž této hladiny se bude pohybovat po celý rok 2014.[3]

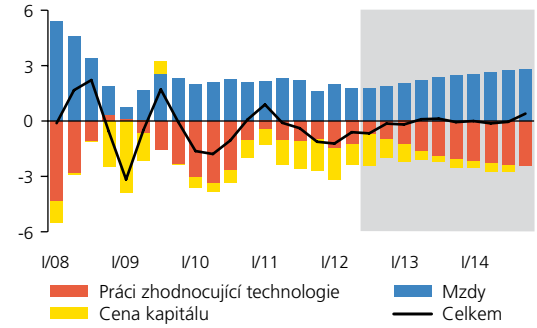
Meziroční růst průměrné nominální **mzdy v podnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2012 zhruba stagnoval (po sezonním očištění) na hodnotě 3,2 %[4], přičemž byl zčásti zvyšován některými jednorázovými vlivy. Ve druhém čtvrtletí 2012 si mzdy v podnikatelské sféře zachovaly stejné tempo růstu; v této krátkodobé predikci je přitom zohledněn pozorovaný poměrně vysoký růst mezd v průmyslu v květnu 2012. Po mírném zpomalení mzdového růstu v nejbližších čtvrtletích dojde od třetího čtvrtletí 2013 k postupnému zrychlování růstu mezd v návaznosti na oživení ekonomické aktivity. Na konci predikčního horizontu tak růst mezd dosáhne 4% úrovně. Za celý rok 2012 i 2013

3 V letošním roce tak produktivita práce v průměru poklesne o 0,7 %, v následujícím roce překmitne k růstu o 1,1 %, který v roce 2014 zrychlí na 2,4 %.
4 Bez sezonního očištění průměrná mzda vzrostla o 3,6 %.

Graf II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

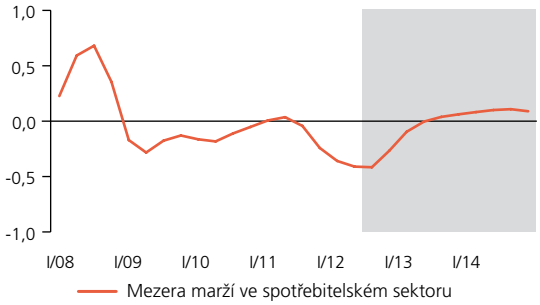
Pozvolna zrychlující mzdy budou vyvažovány růstem produktivity práce a nízkou cenou kapitálu
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Graf II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

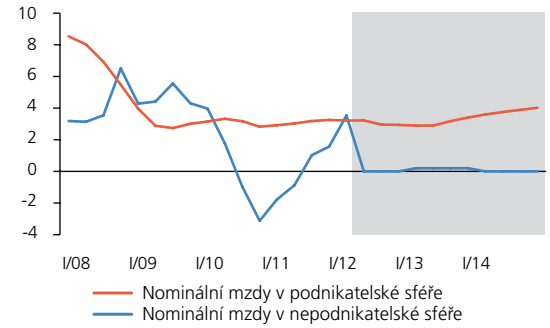
Mezera marží se v záporných hodnotách bude pohybovat až do poloviny roku 2013
(v %)



Graf II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

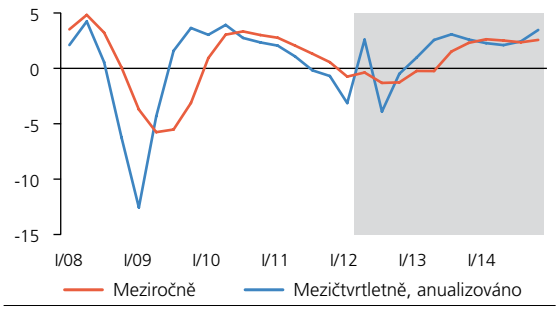
Růst mezd v podnikatelském sektoru začne zvolna zrychlovat až ve druhé polovině roku 2013, mzdy v nepodnikatelské sféře budou téměř stagnovat
(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



Graf II.2.12

PROGNÓZA RŮSTU HDP

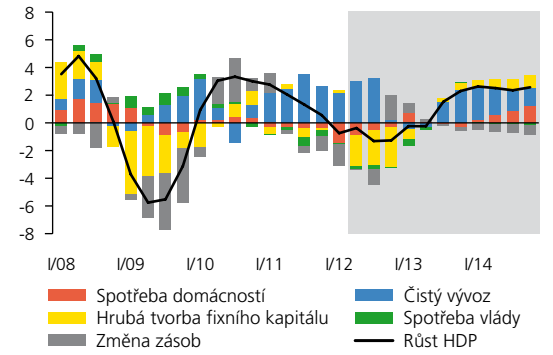
HDP v letošním roce klesne
(změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladný příspěvek k růstu HDP v roce 2012 vykáže jen čistý vývoz, domácí poptávka se sníží
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



průměrná mzda v podnikatelské sféře poroste tempem lehce nad 3 %, v roce 2014 pak zrychlí na 3,8 % (Graf II.2.11).

Pokračující konsolidace veřejných rozpočtů se promítne do vývoje nominální průměrné **mzdy v nepodnikatelské sféře**. Prognóza očekává, že realizace vládních úsporných opatření se odrazí ve stagnaci průměrné mzdy ve zbývající části letošního roku, což implikuje v celém letošním roce růst průměrné mzdy o 0,8 %. V roce 2013 se průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vlivem růstu mezd u vybraných profesí[5] zvýší o cca 0,2 %. V roce 2014 v důsledku pokračující fiskální konsolidace prognóza předpokládá stagnaci nominálních mezd.

Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2012 v meziročním srovnání klesl o 0,7 %, mezičtvrtletně se snížil o 0,8 % (Graf II.2.12). K tomu přispěla většina složek poptávky, nejvíce spotřeba domácností a zásoby. Jedinou složkou s významně kladným příspěvkem byl čistý vývoz.

Prognóza předpokládá, že meziročně **ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí 2012** poklesne o 0,4 % (Graf II.2.13). Krátkodobá prognóza spotřeby domácností zčásti kompenzuje nečekaně výrazný pokles v prvním čtvrtletí 2012, když v meziročním vyjádření očekává její pokles o 1,7 %, což ale v mezičtvrtletním vyjádření znamená nárůst. Investice a spotřeba vlády zřejmě přispěly k růstu HDP záporně. Pokračující kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity v meziročním vyjádření tak vykáže pouze čistý vývoz.

V **roce 2012** se reálný HDP celkově sníží o 0,9 %, když s výjimkou čistého vývozu dojde k poklesu u všech výdajových složek. Pokles reálné spotřeby domácností bude ovlivněn zvýšením snížené sazby DPH od ledna letošního roku při slabém růstu nominálního disponibilního důchodu odrážejícím utlumený růst objemu mezd a platů. Reálná spotřeba vlády mírně poklesne z důvodu pokračujících úsporných opatření. Pokles investic odráží pozorovaný vývoj v prvním čtvrtletí 2012 spolu se slabou zahraniční poptávkou a celkově nízkou ekonomickou aktivitou. I přes nízký růst zahraniční poptávky přispěje čistý vývoz k růstu ekonomické aktivity kladně, mimo jiné kvůli utlumené domácí poptávce v jejích dovozně náročných složkách (spotřeba, investice).

V **roce 2013** se HDP zvýší o 0,8 %. Vedle nízkého, avšak postupně oživujícího, výhledu efektivního zahraničního HDP a nadále utlumené domácí poptávky bude růst ekonomické aktivity ovlivněn také fiskálními konsolidačními opatřeními. Ty budou působit především na spotřebu domácností, která v příštím roce poroste jen nepatrně. Také investice v příštím roce porostou v důsledku mírného zvýšení zahraniční poptávky a růstu investic ve vládním sektoru. Příspěvek čistého vývozu bude celkově opět kladný. Jedinou složkou, která bude v roce 2013 přispívat k růstu HDP záporně, bude vládní spotřeba.

5 Jedná se o představitele státní moci a soudce.

V **roce 2014** vzroste HDP o 2,5 %, když odezní tlumící efekty z předchozích let. Prognóza předpokládá pokračující oživení zahraniční poptávky a méně restriktivní působení fiskální politiky. Obnoví se růst spotřeby domácností a vzroste i příspěvek čistého vývozu. Růst investiční aktivity bude oproti roku 2013 vyšší jen mírně. Reálná spotřeba vlády bude opět jedinou složkou se záporným příspěvkem k růstu HDP.

Během prvního čtvrtletí 2012 **celková zaměstnanost** slabě meziročně vzrostla. Vlivem pokračujícího útlumu ekonomické aktivity se však od druhého čtvrtletí vrátí k poklesu. Teprve od začátku roku 2014 začne celková zaměstnanost v návaznosti na ekonomické oživení opět mírně růst (Graf II.2.14).[6] Zaměstnanost v nepodnikatelské sféře přitom v roce 2012 mírně klesne a poté bude stagnovat. V soukromé sféře bude v nejbližším období pokračovat nárůst počtu podnikatelů při poklesu počtu zaměstnanců. Od roku 2014 se bude počet podnikatelů naopak snižovat a počet zaměstnanců zvyšovat.

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během druhého čtvrtletí 2012 mírně vzrostla na 7 %. Během letošního roku dojde vlivem poklesu celkové zaměstnanosti a růstu pracovní síly k pozvolnému nárůstu míry nezaměstnanosti, a to až na hodnotu 7,4 % na konci roku (Graf II.2.14). Vzhledem k pouze mírnému oživení ekonomické aktivity během roku 2013 pak bude míra nezaměstnanosti zhruba stagnovat. K jejímu znatelnějšímu poklesu dojde až v roce 2014, kdy vzroste zaměstnanost a souběžně se z důvodu demografických změn sníží pracovní síla. Obdobný vývoj lze očekávat i u sezonně očištěné **míry registrované nezaměstnanosti celkem**, která bude postupně narůstat až k 9 % v závěru letošního roku. Z této hodnoty se v příštím roce sníží jen nepatrně.

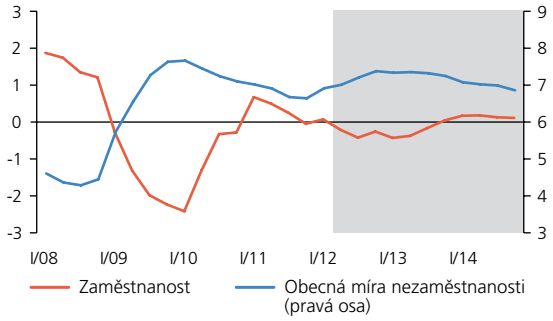
Reálná **spotřeba domácností** po poklesu v roce 2011 a především v prvním čtvrtletí 2012 zůstane utlumená ve zbývající části letošního roku i v roce 2013 (Graf II.2.15). Celkový pokles reálné spotřeby domácností v letošním roce (-1,5 %) bude odrazem slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů související s utlumeným vývojem na trhu práce. Současně bude reálnou spotřebu brzdit také zvýšený růst cen, a to zejména v důsledku letošní změny DPH. Utlumenou spotřebitelskou poptávku potvrzují i dostupné předstihové indikátory, jako nízký indikátor spotřebitelské důvěry a pokles tržeb v maloobchodu (viz kapitola III.3). V roce 2013 se spotřeba domácností nepatrně zvýší, a to v situaci pozvolna zrychlujícího růstu nominálních mezd při skokovém zpomalení inflace (i přes další zvýšení DPH). V roce 2014 bude zrychlování dynamiky spotřeby pokračovat v důsledku pokračujícího oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího dalšího zrychlení růstu objemu mezd při současném dalším zřetelném poklesu inflace.

Graf II.2.14

PROGNÓZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost bude klesat až do sklonku roku 2013, míra nezaměstnanosti vzroste

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

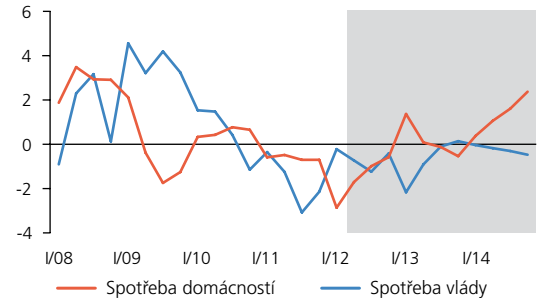


Graf II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností oživí až v roce 2014, spotřeba vlády bude převážně klesat

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

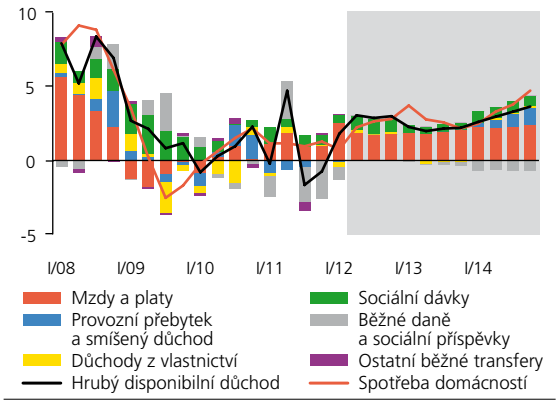


6 Celkově v letošním i příštím roce zaměstnanost klesne o 0,2 %. V roce 2014 přejde celková zaměstnanost k mírnému růstu o 0,2 %.

Graf II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

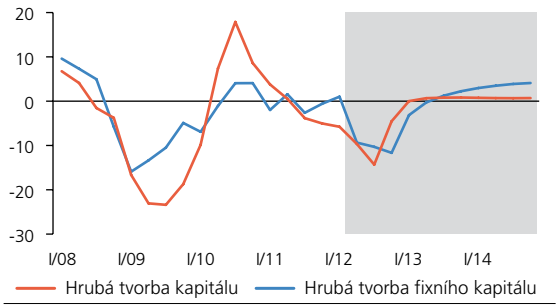
Disponibilní důchod bude zvolna růst vlivem zvyšujícího se objemu mezd a platů i sociálních dávek
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf II.2.17

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

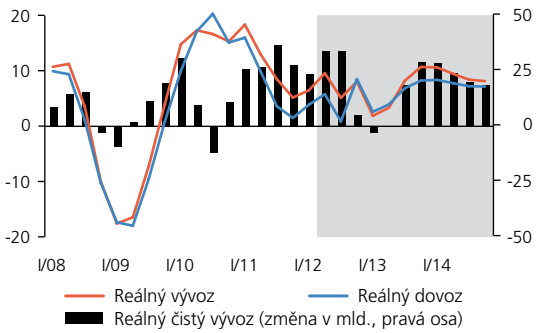
V nejbližším období bude hrubá tvorba kapitálu výrazně klesat, mírně poroste až v průběhu roku 2013
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Graf II.2.18

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Tempo růstu vývozu i dovozu bude do poloviny roku 2013 převážně mírné, příspěvek čistého vývozu k růstu HDP zůstane kladný téměř v celém horizontu
(meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



Utlumenou nominální spotřebu domácností na prognóze lze do značné míry spojit s umírněným vývojem **hrubého disponibilního důchodu**. Jeho tempo růstu by mělo do konce letošního roku stagnovat. Nejvýznamnější složka disponibilního důchodu, tj. objem mezd a platů, bude v nejbližší době růst zhruba stabilním tempem. V příštím roce však její tempo růstu začne pozvolna zrychlovat ve vazbě na postupné ekonomické oživení a výše popsaný vývoj na trhu práce (Graf II.2.16). Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla rovněž vykázat kladné příspěvky na celém horizontu prognózy, tempo jejich růstu však zbrzdí od roku 2013 pomalejší valorizace penzí. Od druhé poloviny 2013 v souvislosti s lepšící se situací na trhu práce porostou odvody na sociální a zdravotní pojištění a zaplacené daně. Příspěvek provozního přebytku a smíšeného důchodu začne narůstat až v roce 2014. Celkově v letech 2013 a 2014 hrubý disponibilní důchod poroste tempem 2,4 %, resp. 2,7 %.

Prognóza očekává pozvolný pokles **míry úspor** ze současných hodnot těsně nad 10 % na celém horizontu prognózy. Její profil bude odrážet podmínky na trhu práce a umírněný vývoj disponibilního důchodu. Prognóza míry úspor zároveň obsahuje schválenou důchodovou reformu včetně tzv. druhého pilíře důchodového pojištění (viz BOX Reforma penzijního systému ze ZoI IV/2011), když úspory narostou o zdroje přesměrované z průběžného do fondového pilíře.[7]

Reálná **spotřeba vlády** klesá od konce roku 2010 v důsledku vládních úsporných opatření. Prognóza očekává, že tento trend bude pokračovat téměř na celém jejím horizontu v souvislosti s výdajovými škrty ve snaze dosáhnout rozpočtových cílů vlády.

Hrubá tvorba kapitálu v prvním čtvrtletí 2012 poklesla meziročně o 5,8 %. Tento výsledek byl ovlivněn zejména změnou stavu zásob. Záporné meziroční růsty by měly pokračovat až do konce letošního roku. Růst fixních investic se očekává ve druhé polovině roku 2013, příspěvek změny stavu zásob překmitne do kladných hodnot koncem letošního roku. Obnovu zásob by měly podpořit především nové zakázky ze zahraničí, když v nedávné minulosti byl vývoz realizován ve zvýšené míře právě ze zásob. Obnovování stavu materiálů a nedokončené výroby v nejbližších obdobích potvrzují i výsledky společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR. Celkově v roce 2012 hrubá tvorba kapitálu poklesne meziročně o 8,7 %. V roce 2013 v návaznosti na zvolna oživující ekonomickou aktivitu vzroste o 0,6 % a v roce 2014 o 0,7 % (Graf II.2.17).

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** v prvním čtvrtletí 2012 zrychlil. Očekávané zpomalení zahraniční poptávky se však do konce letošního roku odrazí v nižší dynamice mezičtvrtletního růstu vývozu. Podle prognózy tak vývoz v roce 2012 vzroste v průměru

7 Dodatečná 2 % vyměřovacího základu odváděná do druhého pilíře budou zřejmě přesměrována v rámci úspor domácností, což je důsledkem předpokladu o zapojení domácností spíše s vyššími příjmy.

o 7,3 %, což zčásti odráží dobré výsledky obchodní bilance v prvním pololetí. Od druhého čtvrtletí 2013 začne růst vývozu opět zrychlovat v souladu s vývojem zahraniční poptávky (Graf II.2.18).

Při zrychlení růstu vývozu zboží a služeb v prvním čtvrtletí 2012 vykázal nárůst tempa i reálný **dovoz zboží a služeb** (na 3,9 %). I přes pokles domácí soukromé i vládní spotřeby a investic vzroste dovoz zboží a služeb v letošním roce v průměru o 4,7 % a v příštím roce o 5,4 %. Především v souvislosti s oživováním dovozně náročného vývozu v roce 2014 růst dovozu zboží a služeb dále zrychlí na 7,6 %.

Čistý vývoz v prvním čtvrtletí 2012 vykázal kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (2,1 procentního bodu). Prognóza očekává kladné příspěvky čistého vývozu na celém svém horizontu s výjimkou prvního pololetí 2013. Vyšší příspěvky čistého vývozu budou dosahovány v roce 2012 (v průměru za celý rok ve výši 2,1 procentního bodu), v dalších letech dojde k jejich snížení (na 0,8 procentního bodu v roce 2013 a 1,7 procentního bodu v roce 2014) v souvislosti s oživením domácích složek poptávky.

Prognóza platební bilance předpokládá poměrně výrazné snížení deficitu **běžného účtu** v letošním roce oproti roku 2011 a jeho další snižování v letech 2013 a 2014 (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu ze 2,9 % HDP v roce 2011 na 2,1 % v letošním roce a 1,4 % v příštím roce. Příčinou očekávaného snížení deficitu běžného účtu v roce 2012 je předpokládané výrazné zvýšení přebytku obchodní bilance. Rostoucí přebytek je spojen na jedné straně s meziročním poklesem celkové domácí poptávky, zpomalujícím tempa dovozu, a na druhé straně s mírným růstem zahraniční poptávky, podporujícím růst vývozu. Naopak ve směru nižšího přebytku obchodní bilance bude v roce 2012 nadále působit nepříznivý vývoj směnných relací. V návaznosti na očekávaný pokles cen surovin pak v příštím roce přebytek obchodní bilance dále vzroste. K vyššímu očekávanému přebytku obchodní bilance přispívá i předpoklad rychlejšího oživení zahraniční než domácí poptávky. Saldo bilance služeb by v letošním roce mělo mírně klesnout vlivem rychlého růstu výdajů za ostatní služby (zejména zprostředkovatelské služby spojené s vývozem zboží, obchodní, profesní a technické služby). V roce 2013 by se celkové kladné saldo mělo opět zvýšit přibližně na úroveň roku 2011, a to vlivem velmi mírného zlepšení všech dílčích bilancí. Schodek bilance výnosů se v letošním roce prohloubí v důsledku zvýšení zisků nerezidentů z přímých investic a růstu čistých úrokových nákladů. Oba tyto faktory mírně prohloubí záporné saldo bilance výnosů i v roce 2013. Bilance běžných převodů by měla nadále setrvat v přibližné rovnováze, když nižší čisté čerpání zdrojů z EU v roce 2012 oproti roku 2011 se projeví zejména na kapitálového účtu. Ten bude navíc ovlivněn poklesem cen a snížením obchodů s emisními povolenkami na evropském trhu.

Deficit běžného účtu bude financován mírným přebytkem **kapitálového účtu** (čerpáním prostředků ze zdrojů EU, v roce 2013 též prodejem kmitočtů pro telekomunikace) a především přebytkem **finančního účtu** (zejména čistým přílivem přímých a portfoliových investic).

Tab. II.2.2

PROGNÓZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod mírně vzroste až v roce 2014
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2011 skut.	2012 progn.	2013 progn.	2014 progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-1,3	-1,0	-0,3	0,5
Zaměstnanost celkem	0,3	-0,2	-0,2	0,2
Míra nezaměstnanosti (v %) a)	6,8	7,1	7,3	7,0
Produktivita práce	1,4	-0,7	1,1	2,4
Průměrná nominální mzda	2,4	2,7	2,6	3,1
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,9	3,2	3,1	3,8
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-2,9	-2,1	-1,4	-1,1
M2	3,4	6,4	6,2	6,0

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

Tab. II.2.3

PROGNÓZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se přebytek obchodní bilance bude snižovat deficit běžného účtu
(v mld. Kč)

	2011 skut.	2012 progn.	2013 progn.	2014 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-109,1	-80,0	-55,0	-45,0
Obchodní bilance	94,0	160,0	190,0	215,0
Bilance služeb	66,3	60,0	65,0	70,0
Bilance výnosů	-271,9	-300,0	-310,0	-330,0
Běžné převody	2,5	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,7	8,0	23,0	18,0
C. FINANČNÍ ÚČET	90,8	80,0	60,0	30,0
Přímé investice	75,2	80,0	85,0	90,0
Portfoliové investice	5,8	40,0	15,0	-20,0
Finanční deriváty	-3,0			
Ostatní investice a)	9,8	-40,0	-40,0	-40,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-10,7			
E. ZMĚNA REZERV (-=nárůst)	-17,2			

a) prognóza bez operací bankovního sektoru

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNÓZA

S pokračující fiskální konsolidací se bude podíl deficitu na HDP v letech 2013 a 2014 dále snižovat
(v % nominálního HDP)

	2011 skut.	2012 progn.	2013 progn.	2014 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,3	40,4	41,2	41,2
Výdaje vládního sektoru	43,4	43,7	43,6	43,1
z toho: úrokové platby	1,4	1,5	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-3,1	-3,3 [f]	-2,4	-1,9
z toho:				
primární saldo [a]	-1,7	-1,7	-0,8	-0,3
mimořádné jednorázové operace [b]	-0,2	0,0 [f]	-0,3	-0,4
UPRAVENÉ SALDO [c]	-2,9	-3,3	-2,1	-1,5
Cyklická složka (metoda ESCB) [d]	-0,1	-0,7	-0,9	-0,7
Strukturální saldo (metoda ESCB) [d]	-2,8	-2,6	-1,2	-0,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) [e]	1,9	0,2	1,4	0,4
Cyklická složka (metoda EK) [d]	0,0	-0,6	-0,5	0,1
Strukturální saldo (metoda EK) [d]	-2,9	-2,7	-1,5	-1,6
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) [e]	1,5	0,2	1,1	-0,1
Dluh vládního sektoru	41,2	43,9	45,0	45,0

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby
b) V letech 2013 a 2014 je do této položky z ekonomických důvodů 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 restrikci, záporná hodnota fiskální expanzi).
f) Případné vstoupení zákona o církevních restitucích v platnost v roce 2012 bude mít jednorázový negativní dopad na saldo vládního sektoru ve výši 1,5 % HDP.

Čistý příliv přímých investic se v letech 2012 i 2013 oproti roku 2011 mírně zvýší vlivem předpokládaného růstu reinvestovaného zisku. Čistý příliv kapitálu do základního a ostatního kapitálu v obou letech bude blízký nule. Mírné meziroční zlepšení celkového salda v roce 2013 je způsobeno nižším objemem očekávaných dezinvestic v ČR. V oblasti portfoliových investic jsou hlavním faktorem očekávaného meziročního zvýšení čistého přílivu kapitálu v letošním roce zahraniční emise vládních dluhopisů a dluhopisů firem kontrolovaných státem, u ostatních položek prognóza očekává mírně vyšší čistý odliv kapitálu. Nižší saldo portfoliových investic v roce 2013 je ovlivněno především předpokladem o nižším čerpání zahraničních zdrojů ze strany vlády (cca 1 mld. EUR).

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** pro roky 2012–2014 (Tab. II.2.4). Prognóza fiskálního vývoje zohledňuje zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od počátku letošního roku a zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod, tj. na 15 a 21 %, od počátku roku 2013. Součástí prognózy na rok 2013 jsou i další rozpočtová konsolidační opatření, která již byla schválena vládou a následně Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR (v minulé prognóze byla tato opatření součástí alternativního scénáře). Prognóza dále obsahuje vliv penzijní reformy, která bude spuštěna v roce 2013.

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

V **roce 2013** by měl vládní deficit poklesnout na 2,4 % HDP v důsledku konsolidačních opatření v rozsahu téměř 1,3 % HDP.[8] Nejvýraznější dopad na snížení vládního schodku budou mít zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod, nižší valorizace důchodů, stagnace platů zaměstnanců ve vládním sektoru a omezení výdajových paušálů pro samostatně výdělečně činné osoby. Celý balík restriktivních fiskálních opatření zbrzdí ekonomický růst v příštím roce přibližně o 0,8 procentního bodu. Vliv na ekonomiku se bude realizovat jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení obou sazeb daně z přidané hodnoty, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu, přičemž oba tyto faktory budou snižovat reálnou spotřebu domácností. Podle prognózy poklesne v příštím roce i reálná spotřeba vlády, zatímco vládní investice obnoví svůj (poměrně výrazný) růst. Prognóza zároveň předpokládá pro rok 2013 postupně nabíhající výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení v souvislosti se spuštěním penzijní reformy ve výši 12 mld. Kč (blíže viz BOX Reforma penzijního systému ze ZoI IV/2011).

8 Prognóza obsahuje opatření, která již byla Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR postoupena Senátu.

V **roce 2014** povede pokračující dopad konsolidačních opatření z roku 2013 (především nižší valorizace důchodů a očekávaná stagnace platů ve vládním sektoru) spolu s oživením růstu domácí poptávky a celkové ekonomické aktivity k dalšímu snížení vládního deficitu na 1,9 % HDP. Prognóza předpokládá pro rok 2014 dopad vyvedení části příspěvků na penzijní spoření do druhého pilíře důchodového systému ve výši 15 mld. Kč. V roce 2014 bude působení fiskální politiky na růst HDP mírně restriktivní ve výši přibližně 0,2 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2011 klesl pod 3 % HDP, a v souvislosti s přijatými konsolidačními opatřeními se očekává (po očištění o vliv penzijní reformy) jeho další postupný pokles až pod 2 % HDP v roce 2014. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede ke stabilizaci vládního zadlužení na úrovni 45 % HDP v letech 2013–2014.

Rizikem fiskální prognózy směrem k vyššímu schodku v roce 2012 je definitivní schválení zákona o církevních restitucích.[9] Rizikem směrem k nižšímu schodku a restriktivnějšímu působení fiskální politiky v roce 2014 je realizace dodatečných konsolidačních opatření, která byla v dubnu 2012 ohlášena vládou a následně zapracována do letošní aktualizace Konvergenčního programu ČR, ale která ještě nebyla dostatečně podrobně specifikována. Další riziko představuje možné neproplacení dotací z evropských fondů, které by se projevilo v revizi minulého hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95, a pravděpodobně také v budoucím vývoji vládních investic nebo dalších nemandatorních výdajů.

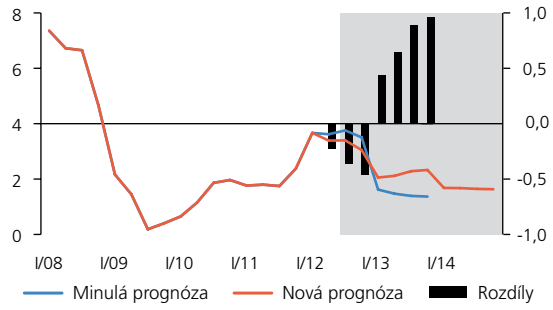
9 Zákon v souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví, který vedle naturálních restitucí poskytne církvím finanční kompenzace v hodnotě 59 mld. Kč, byl Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR schválen a postoupen Senátu. Dopad těchto finančních kompenzací bude v prognóze zohledněn po jejich definitivním schválení; ve statistice národních účtů bude zákonné přiznání nároků církví promítnuto jednorázovým navýšením deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 v rozsahu cca 1,5 % HDP. Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude tato kompenzace výjimkována a neovlivní výpočet fiskální pozice (a fiskálního impulsu).

Graf II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se do konce letošního roku snížila, v příštím roce se naopak v důsledku dopadu daňových změn posouvá směrem nahoru

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

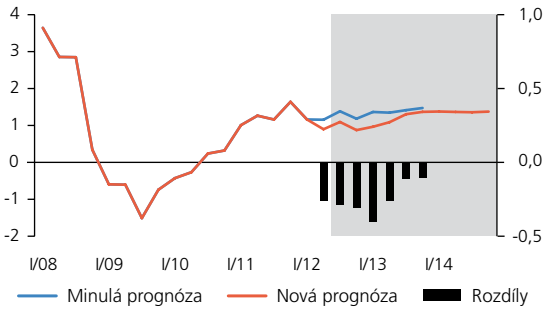


Graf II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace leží v letošním i příštím roce níže

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

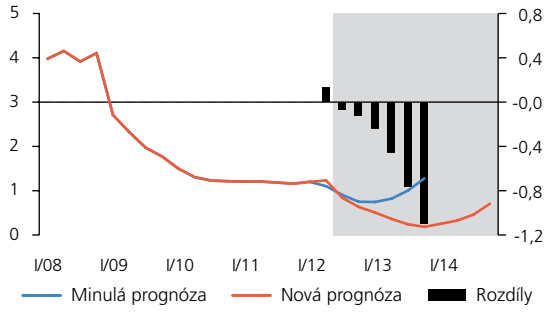


Graf II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb je přehodnocena směrem dolů

(3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé predikci do konce letošního roku snížila, když výhledy čisté inflace i regulovaných cen byly přehodnoceny směrem dolů. V roce 2013 se však celková inflace v důsledku daňových změn posouvá výše. Trajektorie úrokových sazeb se oproti minulé predikci snižuje zejména ve vzdálenějším horizontu, a to z důvodu nižšího výhledu zahraničních sazeb a zapracování fiskálních konsolidačních opatření na rok 2013. Tempo růstu HDP je přehodnoceno níže, když vedle výrazněji utlumené domácí poptávky na začátku roku 2012 nová prognóza zahrnuje také rozpočtová konsolidační opatření pro rok 2013. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře je v letošním roce mírně vyšší, v roce 2013 se naopak snižuje.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci pro druhou polovinu letošního roku snížila, pro příští rok se naopak zvýšila (Graf II.3.1). Přehodnocení celkové inflace v roce 2013 směrem nahoru je dáno změnou nepřímých daní, když nová prognóza pracuje se zvýšením obou sazeb DPH o 1 procentní bod, zatímco základní scénář minulé prognózy předpokládal sjednocení obou sazeb na 17,5 %. Nová prognóza rovněž předpokládá zvýšení spotřební daně na cigarety v roce 2013, která také mírně přispěje k vyšší celkové inflaci. Růst regulovaných cen i čistá inflace budou v letošním i příštím roce nižší, směrem dolů se posouvá i prognóza **měnověpolitické inflace**.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je oproti minulé prognóze nižší zejména v důsledku výrazného snížení výhledu světových cen zemního plynu na celém horizontu prognózy, které bude jen částečně kompenzováno slabším kurzem CZK/USD. Ve stejném směru působí v roce 2012 nižší regulované nájemné a slabší růst cen ve zdravotnictví. Změněné předpoklady úprav obou sazeb DPH v roce 2013 (viz výše) působí ve směru vyšších cen elektřiny a zemního plynu, které se nacházejí v základní sazbě DPH, na druhé straně tlumí růst cen tepla, cen v dopravě a dalších regulovaných položek se sníženou sazbou DPH. Celkově je tak vliv změny DPH na regulované ceny v roce 2013 oproti minulé prognóze jen mírně vyšší. K vyšším cenám elektřiny přispěje také avizované snížení příspěvku státu na podporu obnovitelných zdrojů.

Meziroční **čistá inflace** je oproti minulé prognóze pro letošní i příští rok nižší (Graf II.3.2). V roce 2012 je to způsobeno především nižšími cenami pohonných hmot, odrážejícími pokles světové ceny ropy, a nižší korigovanou inflací bez pohonných hmot. V čisté inflaci přitom ve srovnání s minulou prognózou převažuje vliv utlumených domácích inflačních tlaků spolu se slabším působením Balassova-Samuelsonova efektu nad proinflačním působením dovozních cen. Navíc v souvislosti se změnou DPH v příštím roce nová prognóza předpokládá nulové okamžité sekundární dopady, zatímco minulá prognóza je očekávala kladné.

U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k poklesu trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně

a snížení sazeb ECB (viz kapitola II.1). Předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se pro rok 2012 lehce zvýšilo, v roce 2013 je naopak přehodnoceno směrem dolů. Meziroční tempa růstu cen zahraničních výrobců jsou do poloviny roku 2013 přehodnocena směrem dolů, poté leží mírně výše.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se oproti minulé predikci snižuje s tím, že odchylka je vyšší ve vzdálenějším horizontu (Graf II.3.3).[10] Ve směru nižších sazeb působí zejména výhled zahraničí, kde dominantní vliv má přehodnocení budoucí trajektorie sazeb v eurozóně, a působení domácí fiskální politiky, které zahrnuje záporné příspěvky vládní spotřeby a konsolidační opatření v roce 2013. Na počátku predikčního horizontu přispívají k nižším sazbám také nižší výhled růstu regulovaných cen a krátkodobá prognóza inflace. Proti těmto faktorům působí ve směru vyšších sazeb počáteční podmínky, což vyplývá zejména z vyššího tempa růstu mezd a nízké investiční aktivity, a krátkodobá prognóza měnového kurzu (Graf II.3.4).

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je přehodnocena na slabší úroveň na celém horizontu prognózy (Graf II.3.5). Za touto změnou stojí pozorovaná slabší hodnota kurzu ve druhém čtvrtletí 2012 a krátkodobá predikce kurzu pro třetí čtvrtletí 2012. V delším horizontu měnový kurz pozvolna posiluje podobně jako v minulé prognóze, ovšem na vyšší hladině.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** je přehodnocena dolů (Graf II.3.6). Vedle výrazněji utlumené domácí poptávky na začátku roku 2012 totiž nová prognóza zahrnuje také rozpočtová konsolidační opatření na rok 2013. Vliv na ni má též přehodnocení výhledu zahraniční poptávky (viz výše).

Nová prognóza očekává v letech 2012 a 2013 nižší růst **spotřeby domácností**. V letošním roce je změna dána zejména výrazně nižším růstem spotřeby v prvním čtvrtletí 2012. V příštím roce bude spotřeba domácností ovlivněna fiskální konsolidací včetně zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod. Také tempo růstu **hrubé tvorby kapitálu** je oproti minulé predikci nižší, když její vývoj odráží utlumenou ekonomickou aktivitu a slabé údaje o investicích za první čtvrtletí 2012.

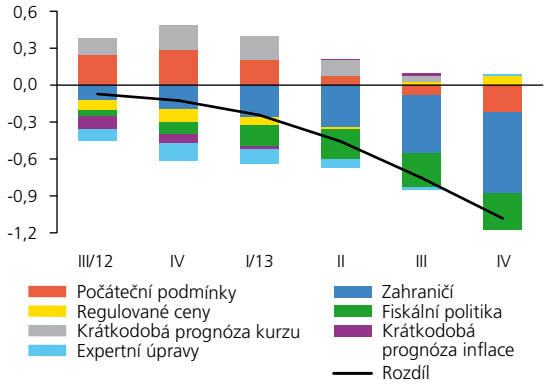
Prognóza **vývozu a dovozu** je ovlivněna vysokými tempy růstu obratu zahraničního obchodu v první polovině roku 2012. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude v letošním roce oproti minulé prognóze vyšší, když růst dovozu je oproti dynamice vývozu tlumen nižší spotřebou domácností a investicemi. V roce 2013 jsou růstová tempa vývozu a dovozu ve srovnání s minulou prognózou mírně nižší v důsledku sníženého výhledu zahraniční poptávky a v případě dovozu i utlumenější domácí ekonomické aktivity.

10 Oproti alternativnímu scénáři z minulé prognózy je změna úrokových sazeb až do poloviny roku 2013 zanedbatelná.

Graf II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNÓZY ÚROKOVÝCH SAZEB

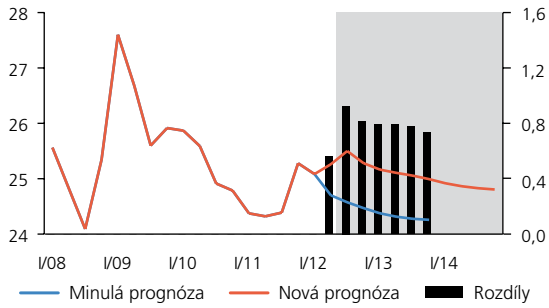
Ve směru nižších sazeb působí zejména výhled zahraničí a fiskální politika
(3M PRIBOR, v procentních bodech)



Graf II.3.5

ZMĚNA PROGNÓZY KURZU

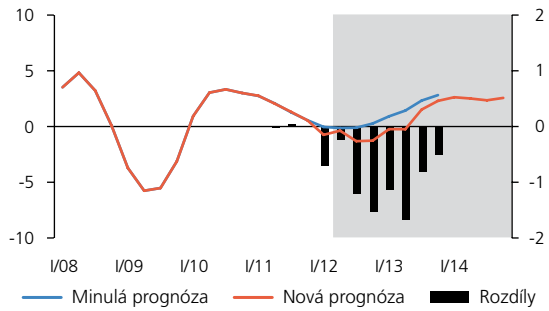
Predikce kurzu je na celém horizontu prognózy podstatně slabší
(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Graf II.3.6

ZMĚNA PROGNÓZY HDP

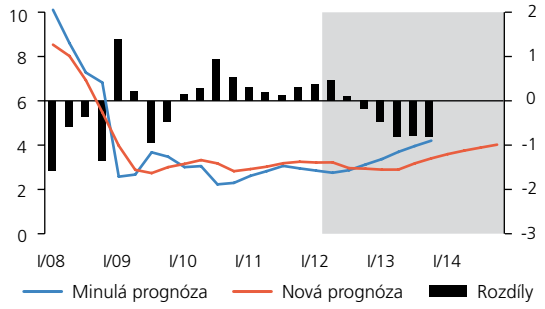
Prognóza vývoje HDP je oproti minulé predikci přehodnocena výrazně směrem dolů
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Graf II.3.7

ZMĚNA PROGNÓZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru je v letošním roce mírně vyšší, v příštím roce se naopak snižuje
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze pro rok 2012 mírně zvyšuje v souvislosti s vyšší pozorovanou hodnotou v prvním čtvrtletí 2012 a aktuálním vývojem mezd v průmyslu (Graf II.3.7). V příštím roce bude mzdový růst naopak nižší o 0,7 procentního bodu v návaznosti na slabší ekonomickou aktivitu.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno riziko možného méně příznivého vývoje zahraničního HDP v souvislosti s prohloubením dluhové krize v eurozóně. To vedlo ke zpracování citlivostního scénáře s nezměněným výhledem úrokových sazeb 3M EURIBOR, avšak s hlubším útlumem zahraniční poptávky, inflace a slabším kurzem eura ve srovnání se základním scénářem prognózy. Citlivostní scénář vede k výraznějšímu ochlazení domácí ekonomické aktivity a slabší hladině kurzu koruny, na což měnová politika reaguje vyššími úrokovými sazbami oproti základnímu scénáři. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.

II.4.1 Citlivostní scénář nižší zahraniční poptávky

Motivací pro zpracování citlivostního scénáře je riziko, že vývoj zahraniční ekonomické aktivity může být nepříznivější, než naznačuje červencový výhled Consensus Forecasts. Není přitom vyloučeno, že tržní výhled úrokových sazeb pro eurozónu již toto riziko zohledňuje, když se pohybuje na velmi nízkých hodnotách po celý horizont predikce a je zároveň níže než výhled analytiků z CF. Proto byl pomocí modelu NiGEM[11] nasimulován alternativní výhled zahraničních veličin, který odpovídá aktuálnímu tržnímu výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR. Výsledky jsou podobné jako v alternativním scénáři „stagnace eurozóny“, který byl zpracován v rámci ZoI IV/2011.[12]

Citlivostní scénář zachycuje výraznější **útlum HDP efektivní eurozóny** téměř na celém horizontu prognózy. V letošním a příštím roce konkrétně oproti základnímu scénáři prognózy očekává pomalejší tempo růstu zahraniční ekonomické aktivity téměř o 0,5 procentního bodu. To vychází z předpokladu, že ke zpomalení ekonomické aktivity oproti základnímu scénáři dojde zejména v důsledku zesílení fiskálních restrikcí, nárůstu averze k riziku a utlumení úvěrové dynamiky v jednotlivých členských zemích s brzdícím efektem na spotřebu domácností a investice. Vývoj čistého vývozu bude na druhou stranu podporován vyšší cenovou konkurenceschopností v souvislosti s oslabením kurzu eura na celém horizontu výhledu. Slabší kurz eura vůči americkému dolaru se v letošním roce promítá také v mírně vyšším růstu spotřebitelských a výrobních cen. V roce 2013 však utlumená ekonomická aktivita přispěje k jejich výraznému zpomalení. Výhled ceny ropy Brent reaguje na snížení poptávky ze zemí eurozóny nepatrným poklesem. Reakce ECB za těchto okolností v modelu NiGEM odpovídá aktuálnímu tržnímu výhledu úrokových sazeb. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce (Tab. II.4.1) ve formě odchylek od předpokladů základního scénáře prognózy.

Tab. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍ ZAHRANIČNÍ POPTÁVKY – ZAHRANIČNÍ VELIČINY

Aktuální tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR je konzistentní s výrazným ochlazením zahraniční ekonomické aktivity
(odchylky od základního scénáře)

	Efektivní inflace PPI (v p.b.)	3M EURIBOR (v p.b.)	Efektivní HDP (v p.b.)	Křížový kurz USD/EUR (v %)
II/12	0,2	0,0	-0,5	0,0
III/12	0,2	0,0	-0,4	-1,7
IV/12	0,2	0,0	-0,7	-1,7
I/13	0,2	0,0	-1,0	-1,7
II/13	-0,1	0,0	-0,8	-1,8
III/13	-0,3	0,0	-0,5	-1,8
IV/13	-0,4	0,0	-0,1	-1,6
I/14	-0,6	0,0	0,0	-1,5
II/14	-0,5	0,0	0,1	-1,4
III/14	-0,6	0,0	-0,3	-1,3
IV/14	-0,6	0,0	-0,1	-1,1

11 Jedná se o celosvětový model několika ekonomických celků umožňující simulovat kompletní odezvu zahraničních veličin na zavedené exogenní a endogenní šoky.

12 V tomto případě se jedná pouze o citlivostní scénář, nikoliv o plnohodnotný alternativní scénář. To znamená, že domácí ekonomika reaguje pouze na změny zahraničních výhledů, nejsou tedy zapracovány další doprovodné vlivy, např. dopady do regulovaných cen, nabídkové strany ekonomiky apod.

Tab. II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍ ZAHRANIČNÍ POPTÁVKY – DOMÁCÍ EKONOMIKA

Nižší zahraniční poptávka se významně promítá do domácího HDP a mezd, měnový kurz je slabší, a to i při vyšších domácích úrokových sazbách
(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)	Nominální mzdy (v p.b.)
III/12	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,1
IV/12	0,0	0,4	-0,4	0,2	-0,3
I/13	0,0	0,7	-0,9	0,4	-0,5
II/13	0,0	0,6	-1,2	0,5	-0,6
III/13	0,1	0,5	-0,7	0,6	-0,6
IV/13	0,1	0,4	0,0	0,7	-0,5
I/14	0,2	0,3	0,1	0,8	-0,3
II/14	0,2	0,2	0,2	0,9	-0,1
III/14	0,2	0,0	-0,4	0,9	0,0
IV/14	0,2	-0,3	-0,3	0,9	0,2

Vývoj efektivní zahraniční poptávky se v citlivostním scénáři přenáší do **domácí ekonomiky** a negativně ovlivňuje všechny složky HDP (kromě vládních výdajů). Pokles růstu vývozu ve srovnání se základním scénářem prognózy je reakcí na propad zahraniční poptávky, je však tlumen slabším výhledem kurzu koruny, který zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců. Růst hrubé tvorby kapitálu rovněž klesá s očekáváním nástupu fáze výrazného zpomalení ekonomické aktivity. Vlivem pomalejšího růstu mezd a nepříznivého vývoje na trhu práce se oproti základnímu scénáři prognózy snižuje spotřeba domácností. Dovoz se ve srovnání se základním scénářem také snižuje, a zmírňuje tak pokles HDP. Výraznější oslabování kurzu, vyvolané zhoršením čistého vývozu, je tlumeno domácí měnovou politikou v podobě vyšší úrovně sazeb 3M PRIBOR oproti hodnotám ze základního scénáře. Na inflaci směrem dolů působí utlumenější ekonomická aktivita a pomalejší růst mezd, v opačném směru má vliv slabší měnový kurz. V souhrnu proto odchylky celkové inflace od základního scénáře nejsou významné. V tabulce (Tab. II.4.2) jsou shrnuty výsledky simulace dopadů do domácího ekonomického vývoje, rovněž vyjádřené ve formě odchylek od základního scénáře prognózy.

II.4.2 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy odchylku nominálního kurzu o ±3 % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v základním scénáři. Hodnota kurzu pro třetí čtvrtletí 2012 tak činí 24,7 CZK/EUR, resp. 26,3 CZK/EUR oproti 25,5 CZK/EUR v základním scénáři.

Tab. II.4.3

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 kurz (CZK/EUR)
III/12	0,0	0,0	0,1	0,8
IV/12	0,1	0,3	0,2	0,2
I/13	0,1	0,3	0,1	0,0
II/13	0,2	0,2	0,0	0,0
III/13	0,2	0,2	-0,2	0,0
IV/13	0,2	0,0	-0,3	0,0
I/14	0,0	-0,1	-0,2	0,1
II/14	0,0	0,0	-0,1	0,0
III/14	0,0	-0,1	0,0	0,1
IV/14	0,0	0,0	0,0	0,1

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.3). Scénář silnějšího nominálního kurzu vede 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 dočasně vyšším inflačním tlakům. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti základnímu scénáři v nejbližších čtvrtletích výše. V reakci na zpřísnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně zpomaluje mírně pod úroveň základního scénáře, poté se na konci horizontu prognózy vrací k jeho hodnotám.

II.5 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu se mírně zvýšila, v tříletém horizontu stagnovala. V obou horizontech aktuálně mírně přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají pokles HDP v letošním roce a jeho mírný růst v příštím roce. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci základních sazeb ČNB. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB téměř všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Výhled tržních sazeb je lehce klesající, v celém horizontu se však pohybuje nad trajektorií konzistentní s novou prognózou.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu se ve druhém čtvrtletí 2012 mírně zvýšila, zřejmě v reakci na ohlášené zvýšení obou sazeb DPH od ledna 2013. Očekávání podnikových manažerů se již delší dobu příliš nemění, v červnu 2012 se jen nepatrně snížila. Inflační očekávání v horizontu jednoho roku se tak u obou skupin respondentů pohybují cca 0,5 procentního bodu nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků stagnovala lehce nad 2% cílem ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se v minulých dvou letech pozvolna zvyšoval ze záporných hodnot a na přelomu let 2011 a 2012 se dostal do mírně kladného salda (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Na konci druhého čtvrtletí letošního roku se tento indikátor mírně snížil. Indikátor **očekávané inflace** se v kladných hodnotách pohybuje již delší dobu. 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 (největší skupinu však dlouhodobě představují respondenti s očekáváním mírného cenového nárůstu). Také indikátor očekávané inflace se ve druhém čtvrtletí 2012 mírně snížil.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce HDP klesne (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla vzrůst přibližně o 1 %, nepatrně zrychlit by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z července 2012 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 4 %, resp. 1,2 %. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB devět analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění, jeden analytik očekával jejich snížení o 0,25 procentního bodu. Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stagnaci na stávající úrovni, přičemž jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 0,25 až 1,00 %. Od začátku letošního roku se prognózy úrokových sazeb včetně tržních posunuly na nižší hladinu.

V **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají analytici mírně vyšší tempo růstu (resp. méně výrazný pokles) reálného HDP pro letošní i příští rok. Inflace očekávaná v ročním horizontu leží lehce výše než v prognóze ČNB. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu

Tab. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

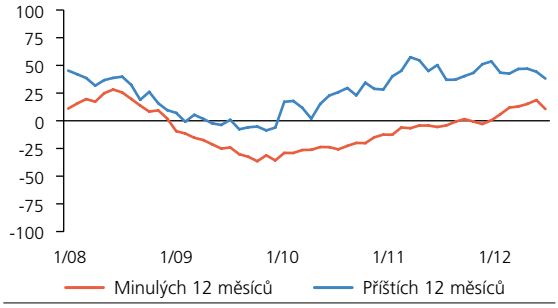
Inflační očekávání se pohybují mírně nad cílem ČNB
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/12	4/12	5/12	6/12	7/12
IOFT:					
Index spotř. cen	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2
Reálný HDP v roce 2012	0,1	0,2	0,0	-0,5	-0,6
Reálný HDP v roce 2013	2,0	1,9	1,8	1,3	1,2
Nominální mzdy v roce 2012	2,6	2,8	2,7	2,8	2,8
Nominální mzdy v roce 2013	3,3	3,4	3,6	3,2	2,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,1	23,9	24,2	24,4	24,4
2T repo (v %)	0,9	0,9	0,7	0,5	0,6
1R PRIBOR (v %)	1,9	2,0	1,8	1,6	1,6
Podniky:					
Index spotř. cen	2,6			2,5	

Graf II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností ve druhém čtvrtletí 2012 mírně klesla
(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

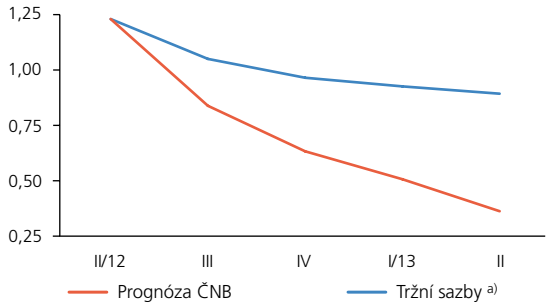
Analytici předpokládají, že ekonomika v letošním roce klesne
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/12	4/12	5/12	6/12	7/12
Reálný HDP v roce 2012	0,1	0,2	-0,1	-0,5	-0,7
Reálný HDP v roce 2013	1,9	1,9	1,9	1,3	1,1
Nominální mzdy v roce 2012	2,8	2,9	2,8	3,0	2,9
Nominální mzdy v roce 2013	3,4	3,5	3,6	3,1	3,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,6	24,6	24,6	25,0	25,1
3M PRIBOR (v %)	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1

Graf II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNÓZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pohybuje nad sazbami prognózovanými ČNB
(v %)



a) pro II/12 a III/12 3M PRIBOR, pro IV/12 až II/13 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. 7. 2012

se od ČNB liší jen u analytiků dotázaných v rámci šetření IOFT, kteří očekávají silnější kurz o 2,7 %, zatímco výhled kurzu dle CF odpovídá prognóze ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se pohybují výše, než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní se základním scénářem prognózy ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled je lehce klesající, nicméně v celém horizontu se pohybuje nad trajektorií konzistentní s touto prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v červnu 2012 meziroční hodnoty 3,5 %, a nacházela se tak nad horní hranou tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 2,2 % pak byla lehce nad tímto cílem. Na snížení meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2012 se podílely regulované i tržní ceny s výjimkou korigované inflace bez pohonných hmot, která se posunula do méně záporných hodnot. Na vývoj tržních cen měla významný vliv přetrvávající absence inflačních tlaků z domácí ekonomiky v podmínkách nízké domácí poptávky. V opačném směru na cenový vývoj působil poměrně rychlý růst dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh, který byl zapříčiněn zejména oslabením měnového kurzu.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2012 nacházela zřetelně nad úrovní inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace byla jen lehce nad cílem. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve druhém čtvrtletí roku 2012 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od října 2010 do června 2011 (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 I/2011 s následným vývojem.

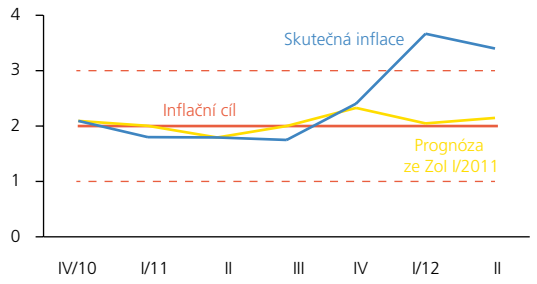
Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2011 očekávala, že celková inflace se bude na celém horizontu prognózy pohybovat v blízkosti 2% inflačního cíle (Graf III.1.1). V první polovině roku 2011 měly postupně odeznít dopady změn nepřímých daní z počátku roku 2010. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nebyly na začátku prognózy významné navzdory postupujícímu oživení ekonomické aktivity. Také dovozní ceny (s výjimkou bezprostředního dopadu světových cen komodit) působily zhruba neutrálně, neboť posilující kurz kompenzoval růst cen zahraničních výrobců. Na horizontu prognózy měly postupně narůstat inflační tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu a postupným zvyšováním marží. Tyto tlaky měly být částečně vyvažovány posilováním měnového kurzu, které z hlediska dovozních cen mělo převážit nad vlivem růstu cen v zahraničí. Dovozní ceny proto až do začátku roku 2012 měly působit protiinflačně.

Celková **inflace se ve skutečnosti** po většinu predikčního horizontu pohybovala přibližně v souladu s prognózou, ovšem od počátku roku 2012 byla oproti předpokladům výrazně vyšší. Odchylka v celkové in-

Graf III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace ve druhém čtvrtletí 2012 výrazně přesáhla prognózu ze Zol I/2011
(meziroční změny v %)



Tab. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Regulované ceny a úprava DPH působily výrazně ve směru vyšší inflace, korigovaná inflace bez PH byla naopak nižší ve srovnání s prognózou
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol I/2011	Skutečnost 2. čtvrtletí 2012	Příspěvek k celkovému rozdílu[b)]
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	3,4	1,3
z toho:			
regulované ceny	4,1	9,4	0,9
primární dopady změn nepřímých daní	0,1	0,9	0,9
ceny potravin[a)]	1,4	2,5	0,3
ceny pohonných hmot (PH)[a)]	2,8	5,8	0,1
korigovaná inflace bez PH[a)]	1,7	-0,2	-0,9

a) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.
b) Součet jednotlivých příspěvků nemusí odpovídat celkovému rozdílu z důvodu zaokrouhlení, příspěvky jsou ovlivněny i změnou vah ve spotřebním koši od ledna 2012.

Tab. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

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

		I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12
HDP v eurozóně [a), b), c)]	p	3,1	2,2	1,8	1,9	2,1	2,3
	s	3,6	2,9	2,5	1,7	1,7	-
PPI v eurozóně [b), c)]	p	4,0	2,9	2,5	2,2	2,2	2,3
	s	6,4	6,4	5,9	5,1	3,7	2,3
3M EURIBOR	p	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6
(v %)	s	1,1	1,4	1,6	1,5	1,0	0,7
Kurz USD/EUR	p	1,32	1,31	1,31	1,32	1,33	1,32
(úroveň)	s	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28
Cena ropy Brent	p	94,2	95,6	95,9	96,1	96,2	96,1
(USD/barel)	s	105,2	116,8	112,9	109,3	118,7	108,7

p – předpoklad, s – skutečnost
a) ve stálých cenách
b) sezonně očištěno
c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze ZoI I/2011

Tab. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Domácí ekonomická aktivita rostla v roce 2011 přibližně v souladu s prognózou, počátkem roku 2012 reálný HDP klesl

		I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12
3M PRIBOR	p	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9
(v %)	s	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kurz CZK/EUR	p	24,5	24,3	24,1	24,0	23,9	23,8
(úroveň)	s	24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3
Reálný HDP [a)]	p	2,5	1,9	1,3	0,6	1,8	2,6
(mzr. změny v %)	s	2,7	2,1	1,3	0,6	-0,7	-
Nominální mzdy [b)]	p	2,8	3,2	4,0	4,6	4,9	5,1
(mzr. změny v %)	s	3,3	3,2	2,7	2,6	3,6	-

p – prognóza, s – skutečnost
a) sezonně očištěno
b) v podnikatelském sektoru

flaci byla způsobena výrazně vyšším růstem regulovaných cen (včetně vlivu změny DPH), když více rostly ceny energií a regulované nájemné. Neméně významným faktorem odchylky se stalo zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku, které prognóza ze ZoI I/2011 nepředpokládala. Oproti předpokladům byl mírně vyšší i růst cen potravin a pohonných hmot. Ve směru výrazně nižší inflace naopak působila korigovaná inflace bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách zejména vlivem utlumených domácích inflačních tlaků (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti předpokladům prognózy došlo zpočátku k výraznějšímu oživení zahraniční ekonomické aktivity a následně k jejímu neočekávanému útlumu na přelomu let 2011 a 2012. Zároveň světové ceny ropy i výrobní ceny v zahraničí rostly rychleji. Zahraniční úrokové sazby se nejprve pohybovaly na mírně vyšších úrovních, od začátku roku 2012 však klesly výrazně pod předpokládanou úroveň (Tab. III.1.2). Vývoj v zahraničí tak v souhrnu působil převážně směrem k vyšší domácí inflaci, a to v segmentu tržních i regulovaných cen.

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 se nejprve pohyboval v blízkosti hodnot předpokládaných prognózou, v závěru roku 2011 však koruna výrazně oslabila pod vlivem prohloubení dluhové krize v eurozóně. Na slabších hodnotách koruna zůstala i v první polovině roku 2012 (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. Domácí HDP byl v roce 2011 zhruba v souladu s prognózou, když proti rychlejšímu růstu v zahraničí působila utlumenější domácí poptávka. Na počátku roku 2012 se však dostal pozorovaný růst HDP výrazně pod prognózu z důvodu výraznějšího než očekávaného snížení dynamiky zahraniční poptávky a dalšího oslabení domácí poptávky. Také růst mezd byl oproti prognóze utlumenější. Uvedené faktory spolu s výrazným růstem regulovaných cen a změnou DPH od ledna 2012 přispěly k tomu, že ve druhém čtvrtletí 2012 se celková inflace nacházela výrazně nad cílem. Nízká hladina domácích úrokových sazeb odrážela vedle utlumených domácích inflačních tlaků rovněž uvolněnou měnovou politiku ve světě a zhoršené zahraniční výhledy vlivem prohlubování dluhové krize v eurozóně.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi říjnem 2010 a červnem 2011 bankovní rada hodnotila rizika prognóz převážně jako vyrovnaná, resp. proinflační (avšak pouze u celkové inflace vlivem očekávané změny DPH, na jejíž primární cenové dopady měnová politika nereaguje). Tržní úrokové sazby zůstaly stabilní v celém sledovaném období, a na jeho konci se tak mírně odchýlily od pro-

gnóz, které předpokládaly jejich postupný nárůst v závěru roku 2011. Celková inflace se zpočátku pohybovala lehce pod cílem ČNB, na konci roku 2011 a především na počátku roku 2012 se však její hodnoty zvýšily výrazně nad cíl zejména z důvodu nárůstu snížené sazby DPH. Měnověpolitická inflace se postupně zezdola navracela k cíli a na přelomu let 2011 a 2012 zřejmě jen dočasně překmitla nad něj. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika byla v období od října 2010 do června 2011 zhruba adekvátní.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Po výrazném nárůstu na počátku roku 2012 se **meziroční inflace**[13] ve druhém čtvrtletí poněkud snížila (Graf III.1.2). V červnu byla o 0,3 procentního bodu nižší než v březnu a dosáhla 3,5 %. Na zpomalení růstu spotřebitelských cen se podílel jak vývoj regulovaných, tak tržních cen s výjimkou korigované inflace bez pohonných hmot, která zaznamenala mírný posun k méně záporným hodnotám (Graf III.1.3).

Ve **struktuře meziroční inflace** ve druhém čtvrtletí 2012 nadále převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. V červnu se na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen podílely administrativní vlivy zhruba ze tří čtvrtin (Graf III.1.4). Vliv tržních cen se přitom oproti předchozímu čtvrtletí lehce snížil.

V důsledku zvýšení snížené sazby DPH a harmonizačního zvýšení spotřebních daní u cigaret z počátku letošního roku činil příspěvek změny **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen v červnu cca 1 procentní bod. Celkový primární dopad do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl přibližně 1,3 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní, se tak nadále nacházela výrazně pod celkovou meziroční inflací, přičemž v červnu dosáhla 2,2 % (Graf III.1.2).

Stejně jako v předchozím čtvrtletí se nejvíce podílely na meziroční inflaci **regulované ceny** (Graf III.1.4), nicméně jejich meziroční růst koncem druhého čtvrtletí 2012 zpomalil na 8,6 %. Tato změna byla ovlivněna efektem srovnávací základny, do které se výrazně promítlo zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti z června předchozího roku. Ve druhém čtvrtletí 2012 došlo zejména ke zvýšení regulovaného nájemného, cen tepla a regulovaných cen ve zdravotnictví. Meziroční růst regulovaných cen byl ale především ovlivněn úpravami většiny regulovaných položek z počátku roku 2012, kdy současně došlo k promítnutí změny DPH do těchto cen. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

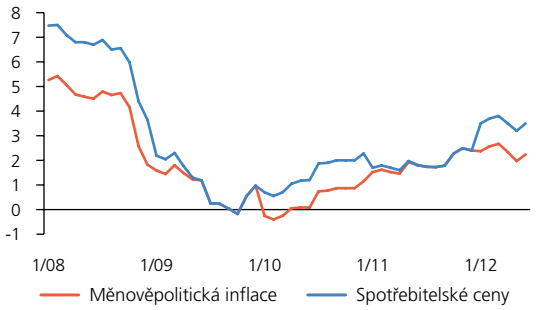
Vývoj **tržních cen**, měřený čistou inflací, byl i ve druhém čtvrtletí 2012 kolísavý. Za tímto vývojem nadále stály především zřetelné změny v dy-

13 Měřeno meziročním růstem indexu spotřebitelských cen.

Graf III.1.2

INFLACE

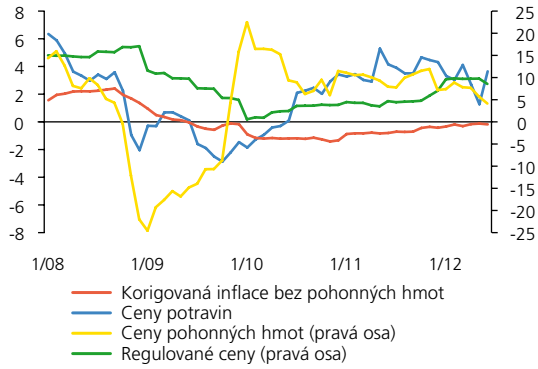
Ve druhém čtvrtletí 2012 se inflace snížila
(meziroční změny v %)



Graf III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

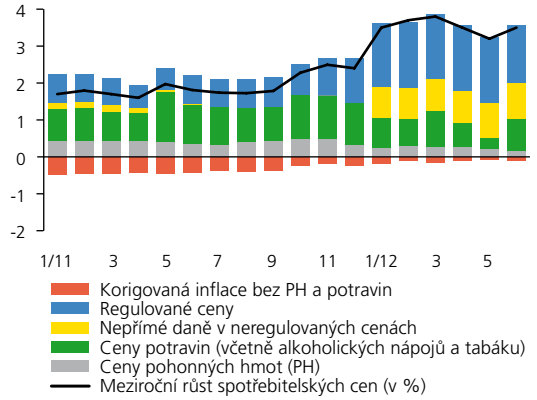
Ke snížení inflace ve druhém čtvrtletí 2012 přispěla většina jejích složek
(meziroční změny v %, s výjimkou regulovaných cen bez vlivu změn nepřímých daní)



Graf III.1.4

STRUKTURA INFLACE

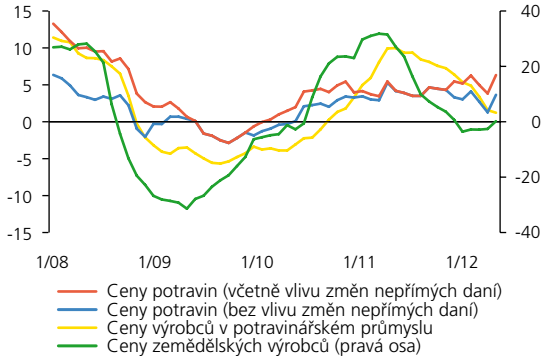
Na inflaci se nejvíce podílely nepřímé daně, regulované ceny a ceny potravin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.1.5

CENY POTRAVIN

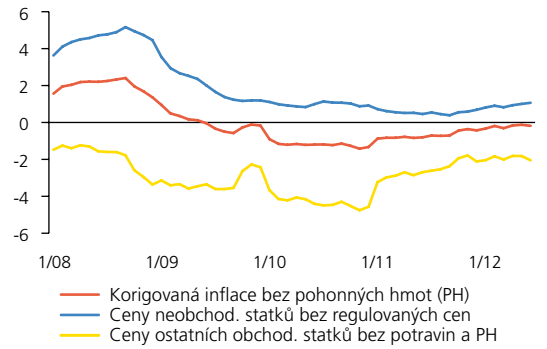
Vývoj cen potravin byl značně kolísavý, jejich růst se ale celkově zmírnil
(meziroční změny v %)



Graf III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnil
(meziroční změny v %)



namice růstu cen potravin, neboť ceny pohonných hmot postupně zpomalovaly svůj růst a korigovaná inflace bez pohonných hmot vykázala jen velmi pozvolné změny směrem k mírnějším záporným hodnotám. Celkově meziroční růst tržních cen ve druhém čtvrtletí 2012 dále zvolnil, oproti březnu byl v červnu nižší o 0,2 procentního bodu a dosáhl 1,2 %. To svědčilo především o absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky, jejíž vliv nebyl převážen ani poměrně rychlým růstem dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh, který se odvíjel od výrazného oslabení měnového kurzu.

Meziroční růst **cen potravin** (bez vlivu změn nepřímých daní) ve druhém čtvrtletí 2012 zvolnil na 3,6 % v červnu; v průměru byl jejich růst nižší o 1 procentní bod než v předchozím čtvrtletí. Jejich rozkolísaný vývoj v průběhu čtvrtletí (Graf III.1.5) byl důsledkem výrazných cenových výkyvů některých komodit. Na počátku druhého čtvrtletí to byla zejména částečná korekce výrazného nárůstu cen vajec z března, které bylo důsledkem omezení jejich nabídky na domácím trhu (zákaz vstupu na trh některým dodavatelům při nedodržení evropských směrnic pro chov drůbeže).[14] V závěru druhého čtvrtletí 2012 pak přispělo k opětovnému nárůstu cen potravin výrazné zvýšení cen brambor.

Směrem dolů působil na vývoj cen potravin pokračující meziroční pokles cen zemědělských výrobců v dubnu a květnu a snižování dynamiky růstu cen v potravinářském průmyslu na velmi nízkou úroveň (Graf III.1.5). V opačném směru mělo vliv oslabení měnového kurzu prostřednictvím rostoucích dovozních cen potravin a energetických surovin. V souhrnu dosáhl v červnu meziroční růst cen potravin včetně vlivu zvýšení DPH 6,3 %.

Také **ceny pohonných hmot** rostly ve druhém čtvrtletí 2012 pomaleji než v předchozím čtvrtletí (o 4,1 % v červnu; Graf III.1.3). Jejich vývoj ovlivnilo výrazné zpomalení růstu světových cen ropy a jejich následný pokles ve druhém čtvrtletí.[15] Nicméně jejich dopad do dynamiky korunových cen pohonných hmot byl částečně kompenzován zrychlujícím meziročním oslabením kurzu CZK/USD, které v červnu dosáhlo 21 %.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot, zahrnující ceny produktů s vyšším stupněm zpracování a služby, setrvala ve druhém čtvrtletí 2012 v záporných hodnotách (Graf III.1.6), které se oproti březnu jen lehce zmírnily (na -0,2 % v červnu). V její struktuře bylo patrné zrychlení tempa růstu cen neobchodovatelných statků[16], jejich meziroční růst přesto dosáhl jen 1,1 %. Přetrvávající nízký růst těchto cen a meziroční pokles cen obchodovatelných statků kolem 2 % nadále svědčily o silném vlivu utlumené domácí poptávky. Ta vyvažovala vliv meziročního oslabení kurzu CZK/EUR, který byl pozorován v dynamice růstu dovozních cen průmyslového spotřebního zboží.

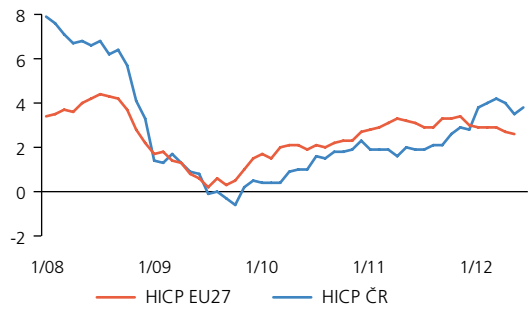
14 Meziroční růst cen vajec se zmírnil ze 124 % v březnu na 62,9 % v dubnu.
15 Dolarové ceny ropy v červnu 2012 výrazně prohloubily svůj meziroční pokles na 16 %.
16 Rozumí se bez regulovaných cen.

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR již druhé čtvrtletí v řadě výrazněji než v průměru zemí EU (Graf III.1.7). Podle posledního odhadu Eurostatu zpomalil v červnu oproti březnu meziroční růst HICP v ČR na 3,8 %, přičemž v průměru zemí EU se ve stejném období zmírnil na 2,6 %. Meziroční inflace v ČR měřená HICP byla nadále vyšší než inflace měřená CPI zejména z důvodu zahrnutí vlivu imputovaného nájemného do národního cenového indexu, které v HICP obsaženo není.

Graf III.1.7

HICP

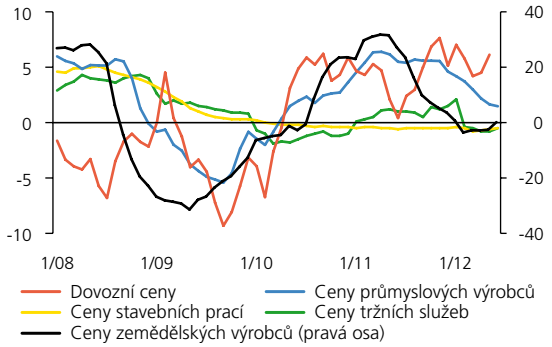
Meziroční inflace měřená HICP byla v ČR vyšší než v průměru zemí EU
(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



Graf III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

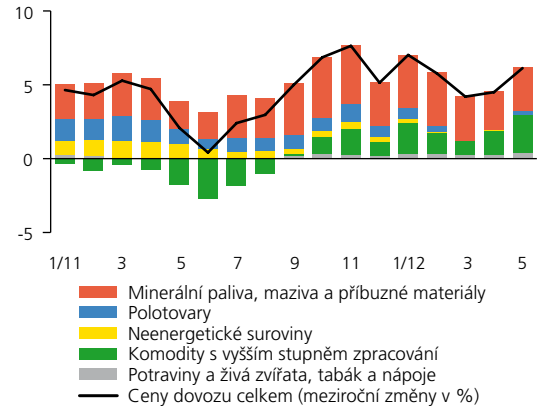
Růst dovozních cen v květnu zrychlil na 6 %, růst cen průmyslových výrobců naopak dále zpomalil
(meziroční změny v %)



Graf III.2.2

DOVOZNÍ CENY

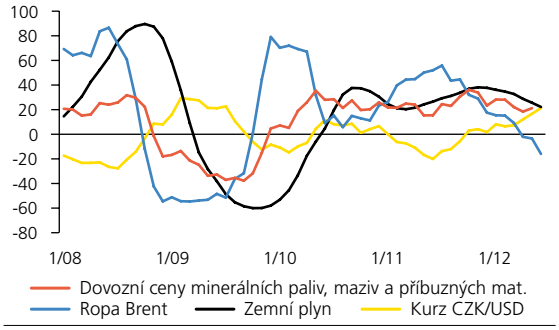
Růst dovozních cen byl tažen cenami dovážených energetických surovin a cenami komodit s vyšším stupněm zpracování
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Zpomalování dynamiky vývoje světových cen energetických surovin bylo vyvažováno meziročním oslabením kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Klesající trend růstu dovozních cen byl v květnu 2012 zastaven oslabením kurzu koruny. Zpomalující růst cen klíčových surovin na světových trzích přispěl ke zmírnění tempa růstu dovozních cen surovin a polotovarů, byl však do značné míry kompenzován oslabením měnového kurzu. Dovozní ceny energetických surovin tak i přes meziroční pokles světových cen ropy stále vykazovaly vysoká tempa růstu. Dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování zároveň vlivem kurzového vývoje zřetelně zrychlily svůj meziroční růst. Meziroční růst cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2012 dále zvolnil, zatímco ceny zemědělských výrobců se z meziročního poklesu vrátily zpět do nepatrného růstu. Ceny stavebních prací a ceny tržních služeb setrvaly při nadále nízké poptávce v mírném poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

Pokračující růst **dovozních cen** byl i v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2012 převážně tažen vývojem dovozních cen energetických komodit a komodit s vyšším stupněm zpracování (Graf III.2.2). Podle posledních údajů ČSÚ meziroční růst dovozních cen opět zrychlil (na 6,1 % v květnu), především vlivem zřetelného oslabení měnového kurzu.

Podíl cen dovážených **minerálních paliv** na dosaženém meziročním růstu dovozních cen byl i v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2012 nejvyšší (Graf III.2.2). Hlavní příčinou byl stále ještě rychlý růst světových cen zemního plynu. Přestože v průběhu první poloviny roku 2012 ceny zemního plynu dále zpomalovaly svůj meziroční růst z vysokých hodnot dosažených v závěru roku 2011 (okolo 40 %), rostly v květnu ještě velmi rychle (meziročně o 26 %). Naproti tomu světové ceny ropy již od dubna mírně meziročně klesaly (o 2,1 %). V květnu se pak jejich pokles prohloubil na 3,4 %. I když světové ceny ropy již meziročně klesaly a dynamika růstu cen zemního plynu se výrazně snížila, rostly dovozní ceny minerálních paliv ještě poměrně rychle (meziročně v květnu o 21,2 %). Příčinou bylo výrazné meziroční oslabení kurzu CZK/USD[17] (Graf III.2.3).

Vliv oslabení měnového kurzu (zejména CZK/USD) se projevil i ve vývoji cen některých ostatních skupin dovozu. V dubnu a květnu opětovně zrychlil meziroční růst dovozních cen **chemikálií** a příbuzných výrobků (na 5,1 %; Tab. III.2.1). Nejvýrazněji ale vzrostly dovozní ceny **potravin** (o 6,4 % v květnu). Meziroční zvýšení dovozních cen **polotovarů** bylo jen mírné a ve skupině **neenergetických surovin** po nevýrazném nárůstu v dubnu dovozní ceny v květnu meziročně klesaly.

17 Měnový kurz CZK/USD v květnu meziročně oslabil o 16,6 %.

Z pohledu domácích výrobců rostly ceny dovážených **energetických vstupů** v dubnu a květnu v průměru pomalejším tempem než v prvním čtvrtletí 2012. Meziroční růst dovozních cen některých ostatních surovin, polotovarů a potravin vlivem oslabení měnového kurzu zrychlil, avšak u většiny komodit v průměru nepřevýšil tempo růstu z prvního čtvrtletí 2012. V souhrnu byl jejich podíl na celkovém meziročním růstu dovozních cen již nevýrazný (Graf III.2.2). Zřetelný vliv meziročního oslabení měnového kurzu byl pozorován u dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**[18], což se projevilo ve zvýšení jejich příspěvku k meziročnímu růstu dovozních cen ve druhém čtvrtletí 2012 (Graf III.2.2). V květnu již přesáhl růst dovozních cen v této skupině úroveň 4 %.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovalo zpomalování meziročního růstu **cen průmyslových výrobců**, které je pozorováno od konce roku 2011. V porovnání s březnem zpomalil meziroční růst cen průmyslových výrobců o dalšího 1,5 procentního bodu na 1,5 % v červnu (Graf III.2.4).

Podrobnější pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců naznačoval, že zpomalení jejich růstu bylo výsledkem dalšího snížení intenzity působení nákladových faktorů. Především se výrazně snížil příspěvek cen dovážených energetických surovin, jejichž meziroční dynamika se – i přes výrazné oslabení kurzu CZK/USD – dále zmírnila. Vliv dovážených neenergetických surovin a polotovarů byl již jen slabý. U převážné většiny dovážených vstupů tak došlo k dalšímu snížení nákladových tlaků na ceny výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce (Graf III.2.4 a Graf III.2.5). Zmírnil se též růst cen výrobců ve skupině energií. Zároveň pokračovalo postupné zpomalování růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu odrážející s určitým zpožděním vývoj cen agrárních vstupů.

Nejvýrazněji přispělo ke zmírnění meziročního růstu cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2012 **odvětví koksu a rafinérských ropných produktů**. V návaznosti na značně zpomalující růst světových cen ropy a jejich následný pokles se jejich příspěvek k celkovému růstu cen průmyslových výrobců snížil na 0,4 procentního bodu (Graf III.2.4). Meziroční růst cen výrobců se v tomto odvětví pohyboval již na úrovni jednociferných hodnot a v červnu dosáhl 4,7 %. Rovněž ceny výrobců v **potravinářském průmyslu** výrazně zpomalily svůj meziroční růst (na 1,2 % v červnu s příspěvkem k růstu cen průmyslových výrobců pouze 0,2 procentního bodu), zejména v souvislosti se zřetelným oslabováním růstu, resp. poklesem cen agrárních vstupů domácího původu. Příspěvek **odvětví základních kovů a kovoděl-**

18 Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží. Jejich ceny ovlivňuje zejména kurz CZK/EUR, který v květnu meziročně oslabil o 3,8 %.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

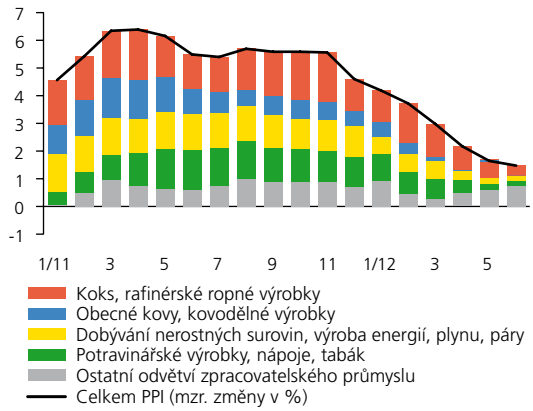
Ceny rostly ve většině skupin dovozu, nejvýrazněji u dovážených energetických surovin
(meziroční změny v %)

	2/12	3/12	4/12	5/12
DOVOZ CELKEM	5,8	4,2	4,5	6,1
z toho:				
potraviny a živá zvířata	5,1	3,6	3,8	6,4
nápoje a tabák	10,1	10,1	10,6	9,4
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	3,7	0,2	2,3	-0,6
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	28,1	22,1	18,4	21,2
živočišné a rostlinné oleje	4,9	0,3	3,5	2,2
chemikálie a příbuzné výrobky	3,6	2,6	3,5	5,1
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	1,7	-0,2	0,1	1,2
stroje a dopravní prostředky	1,6	1,1	2,5	4,5
průmyslové spotřební zboží	3,7	2,5	3,2	4,3

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

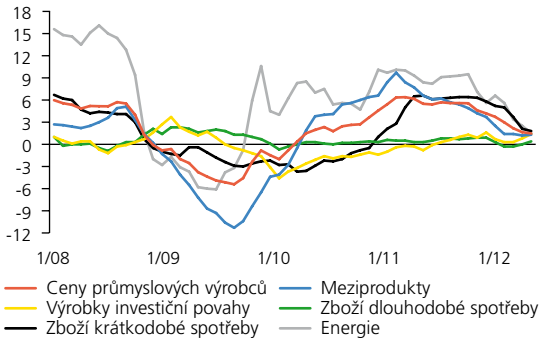
Ceny průmyslových výrobců rostly ve druhém čtvrtletí 2012 jen mírně
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Růst cen výrobců se u většiny hlavních průmyslových skupin dále zmírnil
(meziroční změny v %)



Graf III.2.6

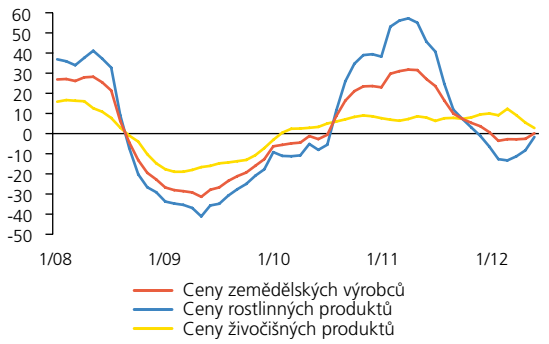
CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

Ceny výrobců v odvětví koksu a rafinérských ropných produktů i výrobců v odvětví kovů reagují s krátkým zpožděním na vývoj dovozních cen hlavních vstupů
(meziroční změny v %)

Graf III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

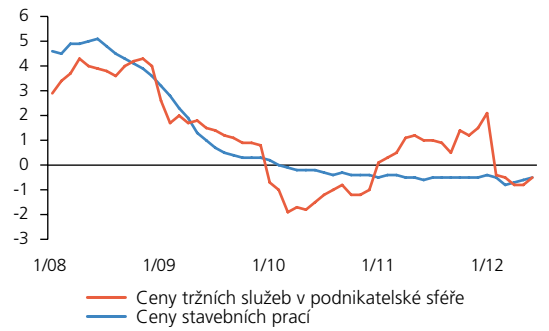
Ceny zemědělských výrobců v červnu jen nepatrně vzrostly
(meziroční změny v %)



Graf III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací i ceny tržních služeb klesají
(meziroční změny v %)



ných výrobků k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců byl v červnu nulový (Graf III.2.6).

V **odvětví elektřiny, plynu a páry** cenový růst meziročně stagnoval na nízké úrovni z předchozího čtvrtletí (1,7 % v červnu). Také v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami rostly ceny víceméně stejným tempem jako v prvním čtvrtletí (8 % v červnu). V odvětví těžby a dobývání ale došlo ve druhém čtvrtletí 2012 k rychlému cenovému poklesu, který v červnu dosáhl 5,8 %. V souhrnu se tak příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí 2012 výrazně snížil a v červnu dosáhl pouze 0,2 procentního bodu.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, cenový růst postupně zrychloval, byl však nadále umírněný. Jejich podíl na celkovém meziročním růstu cen průmyslových výrobců se v červnu oproti březnu zhruba zdvojnásobil a dosáhl 0,8 procentního bodu (Graf III.2.4). Ceny rostly zejména u chemických látek a výrobků, pryžových a plastových výrobků a dopravních prostředků, naopak ceny elektrických zařízení mírně klesaly.

Ceny zemědělských výrobců

V dubnu a květnu 2012 pokračoval mírný meziroční pokles **cen zemědělských výrobců**, který v červnu přešel v nepatrný růst (o 0,2 %). Na tomto vývoji se podílely především ceny produktů rostlinné výroby (Graf III.2.7). Jejich meziroční pokles se v průběhu druhého čtvrtletí dále pozvolna snižoval a v červnu dosáhl -1,7 %. Ceny produktů živočišné výroby naopak ve stejném období výrazně zmírnily svůj meziroční růst (oproti březnu o téměř 10 procentních bodů na 2,8 % v červnu).

Převažující mírný meziroční pokles cen zemědělských výrobců v první polovině letošního roku byl důsledkem faktorů působících v roce 2011, zejména výrazně příznivějších klimatických podmínek a s tím spojeným návratem některých tradičních exportérů na světové trhy. Kromě toho loňská domácí sklizeň byla z dlouhodobějšího pohledu výrazně nadprůměrná. Působení těchto faktorů v souhrnu převážilo dlouhodobý trend růstu poptávky po potravinách, tažený zejména rozvíjejícími se zeměmi. Na ceny živočišné výroby působilo rovněž skokové zvýšení cen vajec na počátku roku 2012 vlivem zpřísnění veterinárních pravidel v EU a s tím souvisejícího výpadku části produkce.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách trvající nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** i ve druhém čtvrtletí 2012 v mírném meziročním poklesu (-0,5 % v červnu; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví 2012 v červnu stále mírně rostly (o 1,3 %).

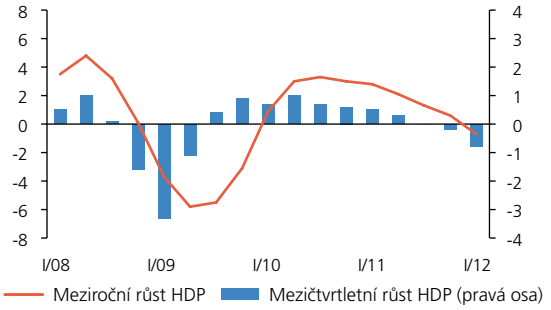
Také ve vývoji **cen tržních služeb** byl nadále patrný vliv slabé domácí poptávky, který se projevil pokračujícím mírným meziročním poklesem (-0,5 % v červnu). Přispěly k tomu zejména ceny za reklamní

služby a průzkum trhu, kde meziroční pokles dosáhl v květnu -4,1 %. V červnu se pak zmírnil na -0,9 %. Také ceny za architektonické a inženýrské služby, odrážející zejména přetrvávající nízkou poptávku po investicích do staveb, nadále klesaly (-2,7 % v červnu). V menší míře klesaly ceny i za služby v oblasti nemovitostí, telekomunikací a některých dalších služeb. U dalších sledovaných odvětví pokračoval ve druhém čtvrtletí jen mírný cenový růst.

Graf III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

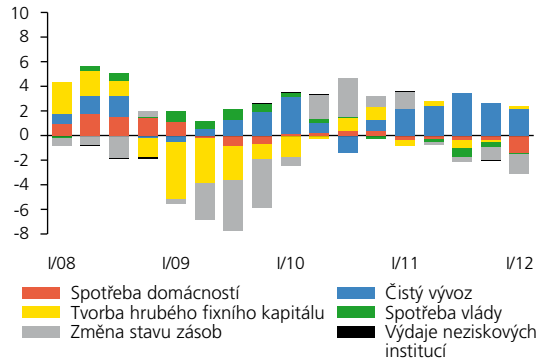
HDP se v prvním čtvrtletí 2012 snížil
(meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

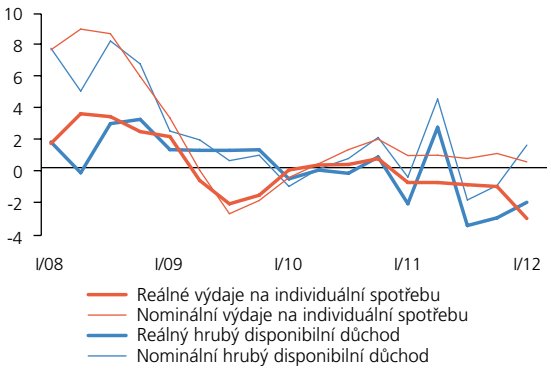
Kladně k reálnému vývoji HDP přispěl především čistý vývoz, záporně většina složek domácí poptávky
(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Klesající spotřeba domácností byla ovlivněna vývojem reálného disponibilního důchodu
(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

V prvním čtvrtletí 2012 se reálný hrubý domácí produkt meziročně snížil (-0,7 %).[19] V mezičtvrtletním srovnání HDP poklesl o 0,8 %. Nejvíce k dosaženému meziročnímu poklesu produktu přispěla spotřeba domácností a zásoby, zatímco fixní investice v prvním čtvrtletí lehce vzrostly. Prorůstově působil při trvajícím předstihu růstu vývozu před dovozem čistý vývoz, avšak v menší míře než v předchozím čtvrtletí. Na straně nabídky podpořil tvorbu produktu nejvíce zpracovatelský průmysl, jeho kladný příspěvek se ale výrazně snížil. Zároveň v řadě ostatních odvětví (zejména ve stavebnictví, obchodu a některých službách) hrubá přidaná hodnota klesala. Odhadovaná mezera výstupu se v prvním čtvrtletí 2012 rozevírala hlouběji do záporných hodnot.

III.3.1 Domácí poptávka

V prvním čtvrtletí 2012 pokračovala **domácí poptávka** v meziročním poklesu, který se dále prohloubil. Nejvíce se na tomto vývoji podílelo zesílení poklesu spotřeby domácností (Graf III.3.2) a nadále výrazně záporná meziroční změna stavu zásob. Záporný příspěvek výdajů vlády na konečnou spotřebu byl nevýrazný. Fixní investice naopak lehce meziročně vzrostly.

Konečná spotřeba

V prvním čtvrtletí 2012 **spotřeba domácností** výrazně poklesla, oproti čtvrtému čtvrtletí 2011 se její meziroční pokles prohloubil o více než 2 procentní body na -2,9 % (Graf III.3.3). Pokles spotřeby, pozorovaný od počátku roku 2011, nadále souvisel zejména s probíhající fiskální konsolidací a v poslední době také se stagnací na trhu práce a zvyšujícími se nejistotami o budoucím ekonomickém vývoji. Snižování spotřeby domácností bylo přitom patrné ve většině sledovaných skupin spotřebních statků, tj. u předmětů krátkodobé i dlouhodobé spotřeby a služeb. Pouze reálné výdaje na předměty střednědobé spotřeby se v prvním čtvrtletí mírně meziročně zvýšily.

Nominální hrubý disponibilní důchod, který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností, v prvním čtvrtletí 2012 opět vzrostl (o 1,8 %). Jeho nárůst byl v rozhodující míře podpořen zrychleným růstem mezd a platů, který byl převážně spojen s působením mimořádných faktorů (viz kapitola III.4). Kladné příspěvky k meziročnímu vývoji disponibilního důchodu zaznamenaly také ostatní běžné transfery a sociální dávky, při nízké dynamice jejich růstu však byly tyto příspěvky nevýrazné (Graf III.3.4). Ve skupině váhově poměrně významných příjmů podnikatelů (hrubý provozní přebytek a smíšený důchod) pokračoval mírný meziroční pokles. Také důchody z vlastnictví mírně klesaly. Největší záporný příspěvek byl nadále vykazován u placených daní a sociálních příspěvků.

19 Hodnocení výdajů i zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů čtvrtletních národních účtů.

Přesto **reálná kupní síla** hrubého disponibilního důchodu i v prvním čtvrtletí 2012 meziročně klesala (Graf III.3.3), neboť byla ještě více než v předchozím čtvrtletí snižována meziroční inflací[20]. Díky nominálnímu nárůstu byl však reálný pokles hrubého disponibilního důchodu v prvním čtvrtletí mírnější (-1,8 %), než tomu bylo v závěru roku 2011. Hlavní příčinu prohloubení poklesu spotřeby domácností v prvním čtvrtletí tak lze vidět spíše v opatrném chování domácností pod vlivem výrazných ekonomických nejistot.

Vývoj **míry hrubých úspor** odrážel umírněné spotřební chování domácností. Je pravděpodobné, že mírné snížení míry úspor ve druhé polovině roku 2011 bylo reakcí domácností na rychle se snižující reálnou kupní sílu jejich důchodů, kdy již nebyly schopny vytvářet úspory na předchozí úrovni, pokud chtěly udržet dosavadní úroveň spotřeby. Návrat míry úspor domácností na úroveň 10 % v prvním čtvrtletí 2012 při příznivějším vývoji důchodů pak signalizoval, že domácnosti mají zájem vytvářet v podmínkách trvajících nejistot na trhu práce a očekávání dalších restriktivních fiskálních opatření finanční rezervy. Domácnosti zároveň nadále snižovaly financování svých spotřebních výdajů prostřednictvím spotřebitelských úvěrů (viz kapitola III.5.2).

Poslední dostupné **předstihové indikátory** zatím nenaznačují, že by mělo dojít ke zřetelnému oživení spotřeby domácností v následujícím období. Květnové sezonně očištěné reálné tržby v maloobchodu včetně motoristického segmentu meziročně klesly. V jejich rámci poklesl růst tržeb z prodeje motorových vozidel, zatímco ostatní maloobchodní tržby mírně rostly díky rostoucím tržbám z prodeje nepotravinářského zboží. Tržby z prodeje potravin ale klesaly. Rovněž poslední červnové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ nesignalizují znatelnou změnu v obezřetném spotřebním chování domácností, neboť pokračuje trend poklesu indikátoru spotřebitelské důvěry, který se tak nyní přibližuje k rekordním minimům z let 1998 a 1999. Za tímto poklesem stojí zejména zhoršující se očekávání domácností o budoucím vývoji celkové hospodářské situace a nezaměstnanosti.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2012 zmírnily svůj meziroční pokles na -0,2 %. Pokračující pokles je důsledkem realizace vládních úsporných opatření.

Investice

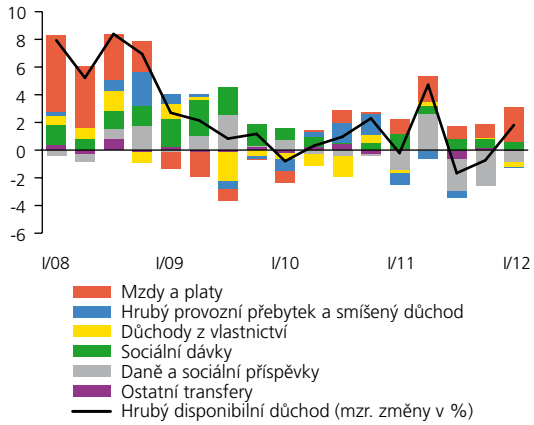
Vývoj investic v prvním čtvrtletí 2012 odrážel přetrvávající značné nejistoty o budoucím vývoji poptávky. **Fixní investice** sice lehce meziročně vzrostly (o 1 %), jejich nárůst byl však ovlivněn nízkou srovnávací základnou předchozího roku; v mezičtvrtletním srovnání se naopak výrazně snížily (o 8,6 %).

20 Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosáhl deflátor spotřeby domácností meziroční hodnoty 2,1 % a v prvním čtvrtletí 2012 se zvýšil na 3,7 %, zejména vlivem promítnutí zvýšené DPH do spotřebitelských cen a nárůstu regulovaných cen.

Graf III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

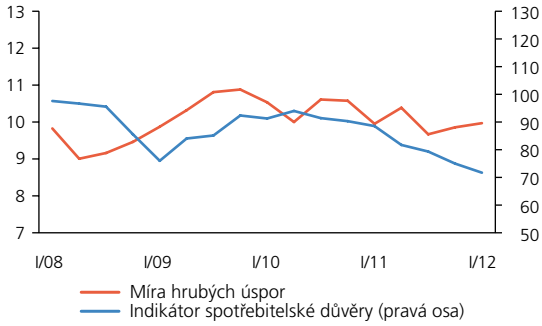
Nominální hrubý disponibilní důchod domácností mírně vzrostl zejména s příspěvkem mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)



Graf III.3.5

MÍRA ÚSPOR A INDIKÁTOR SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

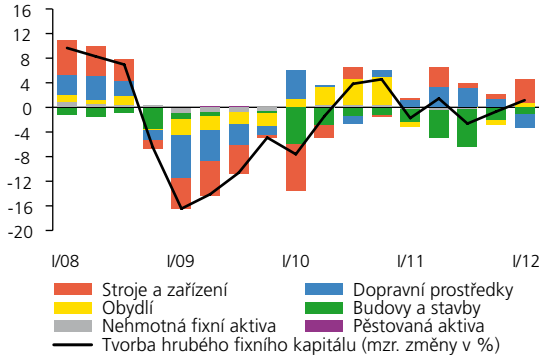
Míra hrubých úspor se vrátila na úroveň 10 %
(v %, bazický index, rok 2005 = 100, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.6

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice se lehce zvýšily
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny)



Tab. III.3.1

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

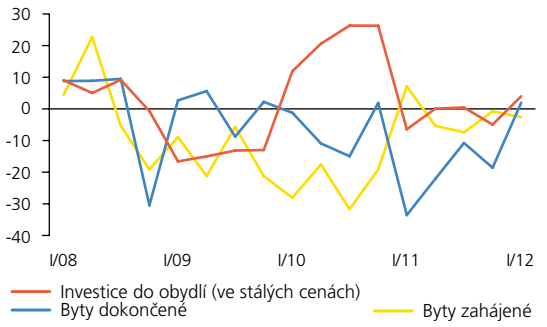
Investice mírně rostly pouze v sektoru nefinančních podniků a neziskových institucí
(stálé ceny, propočet ČNB)

	II/11	III/11	IV/11	I/12
Meziroční změny v %				
Nefinanční podniky	10,3	3,7	7,0	4,0
Domácnosti	-1,8	-2,9	-8,1	-1,6
Vládní instituce	-19,1	-17,9	-11,4	-4,3
Finanční instituce	-30,0	-31,5	-29,5	-14,0
Neziskové instituce	7,0	1,9	4,3	3,4
Podíl na celkových fixních investicích v %				
Nefinanční podniky	62,5	59,3	60,3	62,5
Domácnosti	21,5	23,3	22,4	20,7
Vládní instituce	14,1	15,5	15,3	15,1
Finanční instituce	1,6	1,6	1,7	1,5
Neziskové instituce	0,2	0,2	0,2	0,3

Graf III.3.7

INVESTICE DO OBYDLÍ

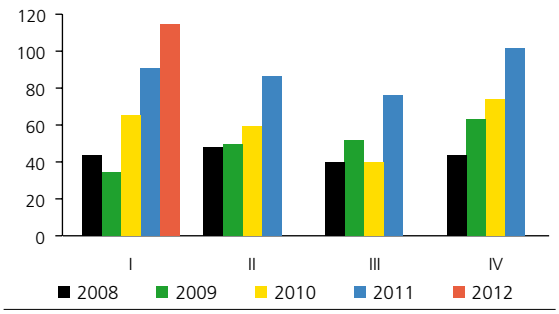
Investice do obydlí a počty dokončených bytů v prvním čtvrtletí 2012 vzrostly
(meziroční změny v %)



Graf III.3.8

ČISTÝ VÝVOZ

V prvním čtvrtletí 2012 se čistý vývoz opět výrazně meziročně zvýšil
(v mld. Kč, stálé ceny roku 2005, sezonně očištěné údaje)



V sektoru **nefinančních podniků**, který tvoří více než 60 % celkových investic, však fixní investice dále rostly, i když pomaleji než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 4 %; Tab. III.3.1). Jejich růst byl tažen investicemi do strojů a zařízení, zatímco investice do budov a staveb od počátku finanční krize klesají. Podle posledních březnových výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy jsou výhledy vývoje investic v sektoru nefinančních podniků mírně optimističtější než v předchozím čtvrtletí. Nasvědčuje tomu překmit salda očekávaných investičních výdajů v horizontu 6 měsíců do kladných hodnot a zvýšení kladné hodnoty salda u výdajů v horizontu 12 měsíců.

V **sektoru domácností** se meziroční pokles investic výrazně zmírnil (na -1,6 %). Investice do obydlí, které tvoří významnou složku investic domácností, po kolísání mezi poklesy a stagnací v průběhu minulého roku v prvním čtvrtletí 2012 opět vzrostly (meziročně o 4 %; Graf III.3.7). Vývoj předstihových indikátorů[21] však zatím neposkytuje přesvědčivé signály o oživení poptávky po bydlení v následujícím období. Stále záporné nebo pouze mírně kladné hodnoty meziročních změn těchto indikátorů spíše svědčí o obezřetném přístupu developerů i domácností k investicím do obydlí zejména pod vlivem nejistot o budoucím vývoji ekonomiky a návazně situace na trhu práce. Pokles investic v **sektoru vlády** (meziročně o 4,3 %) byl v prvním čtvrtletí 2012 patrně ovlivněn zejména problémy s čerpáním finančních zdrojů z evropských fondů. Nejvýrazněji klesaly investice v sektoru finančních institucí, jejichž vliv na vývoj celkových investic však je méně významný.

Záporný příspěvek změny stavu **zásob** k tvorbě HDP se v prvním čtvrtletí 2012 opět prohloubil (na -1,6 procentního bodu; Graf III.3.2). V posledním konjunkturním šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z června bylo ale vykázáno kladné saldo odpovědí podniků u předpokládané meziroční změny zásob surovin, materiálů a polotovarů a nedokončené výroby ve třetím čtvrtletí 2012. To koresponduje s očekávaným zlepšením vývoje zakázek těchto podniků v horizontu 6 měsíců.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Při trvajícím poklesu převážné většiny složek domácí poptávky byl **čistý vývoz zboží a služeb** hlavním prorůstovým faktorem tvorby HDP v prvním čtvrtletí 2012 (Graf III.3.2). Meziročně rostl již šesté čtvrtletí v řadě, v samotném prvním čtvrtletí 2012 dosáhl jeho přebytek 114,6 mld. Kč, což bylo o téměř 24 mld. Kč více než ve stejném období předchozího roku. Také v mezičtvrtletním srovnání se čistý vývoz zvýšil (Graf III.3.8). Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl meziroční růst čistého vývozu nejvíce ovlivněn vývojem přebytku obchodní bilance, v menším rozsahu se na něm pak v prvním čtvrtletí podílel i růst přebytku bilance služeb.

21 Rozumí se zejména údaje o zahájených a dokončených bytech.

Meziroční růst celkového obratu zahraničního obchodu ve srovnání s předchozím čtvrtletím opět zrychlil (Graf III.3.9). Předstih tempa růstu vývozu před růstem dovozu se však dále zmírnil (na 2,6 procentního bodu), neboť dovoz zrychlil dynamiku meziročního růstu výrazněji než vývoz. **Celkový vývoz** vzrostl v prvním čtvrtletí o 6,5 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se tempo jeho růstu zvýšilo o 1,3 procentního bodu. Tento příznivý výsledek byl dosažen i přes stagnaci meziročního růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů a přetrvávající nejistoty ohledně budoucího hospodářského vývoje. Přispěla k tomu především solidní konkurenceschopnost některých strojírenských oborů.

Výrazné zrychlení meziročního růstu **celkového dovozu** v prvním čtvrtletí 2012 (oproti předchozímu čtvrtletí o 2,4 procentního bodu na 3,9 %) bylo spojeno s růstem dovozu zboží pro mezispotřebu k zajištění produkce na vývoz. V ostatních skupinách z pohledu užití byl patrný vliv slábnoucí domácí poptávky, který se projevil ve zpomalení meziročního růstu, resp. poklesu dovozu.

III.3.3 Nabídka

Postupné zpomalování meziročního růstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách v průběhu roku 2011 vyústilo v prvním čtvrtletí 2012 v její mírný pokles (o 0,2 %; Graf III.3.10). Podobně jako v předchozích čtvrtletích byla klesající dynamika hrubé přidané hodnoty výsledkem souběhu zpomalujícího růstu přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu a klesající přidané hodnoty ve stavebnictví, obchodu a některých službách (viz níže). U jiných služeb naopak přidaná hodnota mírně rostla. Slábnoucí domácí i zahraniční poptávka se tak nadále promítala do výkonu jednotlivých odvětví s různou intenzitou.

Největší kladné příspěvky k meziročnímu vývoji přidané hodnoty v základních cenách byly i v prvním čtvrtletí 2012 vytvářeny v odvětvích **zpracovatelského průmyslu**, jehož produkce je ve značné míře směrována na vývoz. Kladný příspěvek tohoto odvětví se však v podmínkách slabé poptávky a stále ještě rychle rostoucích cen některých významných výrobních vstupů výrazně snížil na 0,6 procentního bodu v prvním čtvrtletí (Graf III.3.10). V ostatních odvětvích průmyslu[22] již přidaná hodnota víceméně stagnovala. Celkový příspěvek průmyslu k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty tak nedosáhl v prvním čtvrtletí 2012 úrovně 1 procentního bodu.

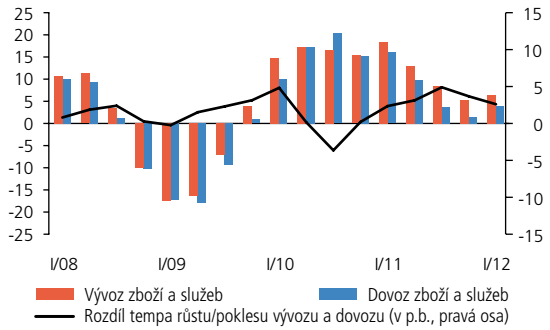
Bližší pohled do struktury vývoje **průmyslové produkce** zároveň naznačoval, že nízká poptávka se odrazila ve vývoji produkce většiny odvětví.[23] Růst produkce si udržela především vývozní odvětví, i když se jeho dynamika oproti předchozímu roku převážně snížila. Nasvěd-

22 Odvětví těžby a dobývání a výroby a rozvodu energií.
23 V prvním čtvrtletí 2012 u více než poloviny sledovaných odvětví průmyslová produkce reálně klesala.

Graf III.3.9

VÝVOZ A DOVOZ

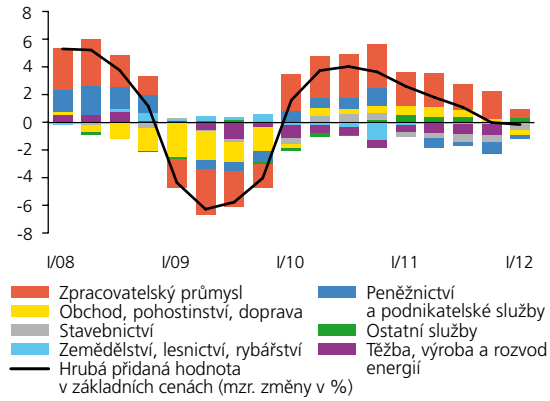
Růst obratu zahraničního obchodu v prvním čtvrtletí 2012 mírně zrychlil, vývoz rostl nadále rychleji než dovoz
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



Graf III.3.10

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

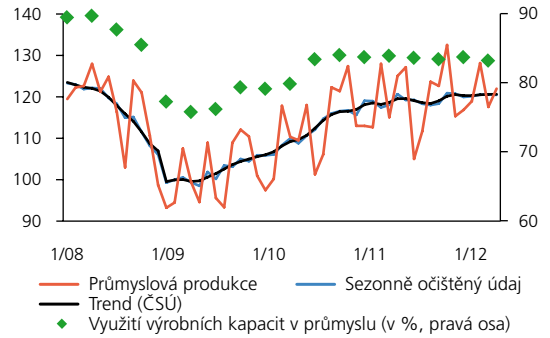
V prvním čtvrtletí 2012 hrubá přidaná hodnota v meziročním srovnání mírně klesla
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.3.11

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

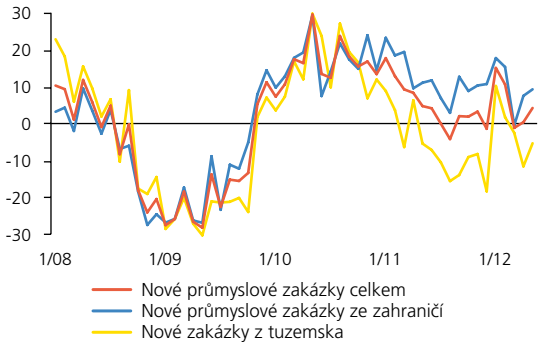
Sezonně očištěný objem průmyslové produkce v dubnu a květnu víceméně stagnoval
(bazický index, rok 2005 = 100)



Graf III.3.12

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

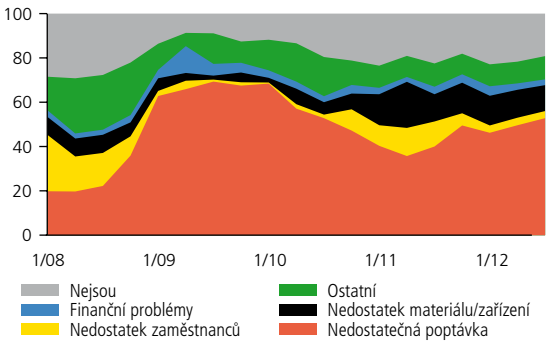
Růst nových průmyslových zákazek je tažen zakázkami ze zahraničí
(meziroční změny v %)



Graf III.3.13

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

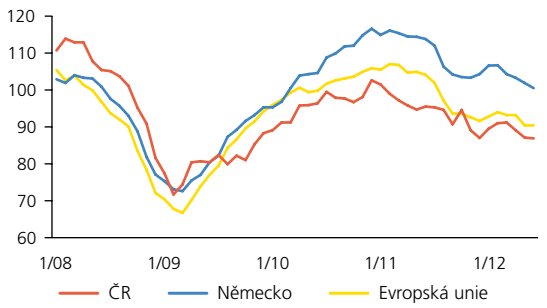
Vliv nedostatečné poptávky jakožto bariéry růstu zůstává dominantní a dále se zvyšuje
(v %)



Graf III.3.14

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Ve druhém čtvrtletí 2012 se ekonomický sentiment zhoršil jak v ČR, tak v Německu i EU jako celku
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



čoval tomu i zpomalující růst tržeb z přímého vývozu v běžných cenách, dosahující ale stále poměrně vysokých hodnot (na 8,4 % v prvním čtvrtletí 2012). Tyto výsledky také odpovídají zpomalujícímu, ale stále zřetelnému růstu vývozu zboží podle národních účtů (meziročně reálně o 6,7 %).

Zpomalování tempa meziročního růstu průmyslové produkce pokračovalo podle sezonně očištěných údajů i v dubnu 2012. V květnu se pak po více než dvou letech sezonně očištěná průmyslová produkce vlivem souběžného poklesu domácí a zahraniční poptávky meziročně snížila (o 0,1 %) při klesajících tržbách z tuzemska i přímého vývozu.[24] S těmito údaji korespondují červencové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ v průmyslu, podle kterých se opět částečně zvýšil vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu** (Graf III.3.13) a zároveň se mírně snížilo **využití výrobních kapacit** v průmyslu (Graf III.3.11).

Poslední údaje o vývoji **nových průmyslových zakázek** jsou poněkud optimističtější, neboť po březnovém meziročním poklesu vykázaly v dubnu a květnu opět kladné hodnoty, především díky zrychlení růstu zakázek ze zahraničí. Tuzemské zakázky ale zůstaly v meziročním poklesu (Graf III.3.12).

V podmínkách trvající nízké poptávky zůstal příspěvek odvětví **služeb a obchodu** k celkovému růstu hrubé přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2012 v záporných hodnotách (-0,3 procentního bodu). Přispěla k tomu nejvíce odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, kde přidaná hodnota ještě v roce 2011 rostla rychlým tempem, a také odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství (Graf III.3.10). Pouze v některých odvětvích s převahou netržních služeb růst přidané hodnoty pokračoval.[25] Podle květnových údajů ČSÚ celkový pokles tržeb v maloobchodu[26] zatím nesignalizuje, že by odvětví obchodu zřetelně podpořilo vývoj přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2012.

Ve **stavebnictví** přetrvával i v prvním čtvrtletí 2012 silný meziroční pokles hrubé přidané hodnoty (o 7,4 %). Za tímto výsledkem stál dvouciferný propad inženýrského stavitelství i pokles váhově významnějšího pozemního stavitelství (o 5,2 %). Nepříznivý je i výhled stavební produkce na nejbližší měsíce. Počet vydaných stavebních povolení v květnu meziročně poklesl o 15,3 % a zároveň se výrazně propadla i orientační hodnota stavebních ohlášení a povolení. Uvedený vývoj se projevuje i v pokračujícím poklesu zaměstnanosti ve stavebnictví.[27] Podle konjunkturálního šetření ČSÚ mezi podnikateli ve stavebnictví nadále výrazně převládají pesimistická očekávání.

24 Tržby z přímého vývozu se meziročně snížily o 0,5 % a domácí tržby byly meziročně nižší o 2,4 %.
25 Růst přidané hodnoty pokračoval v prvním čtvrtletí 2012 v odvětví veřejné správy a obrany, vzdělávání, zdravotní a sociální péče, profesní vědecké, technické a administrativní činnosti.
26 Blíže viz kapitola III.3.1.
27 Týká se segmentu s 50 a více zaměstnanci.

Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ **souhrnný indikátor důvěry** ve druhém čtvrtletí 2012 po předchozím zvýšení opět klesal. Zejména se snížil indikátor důvěry podnikatelů, zatímco nálada spotřebitelů se po předchozím poklesu v červnu mírně zlepšila. Přesto se spotřebitelský indikátor nadále pohybuje na výrazně nižších hodnotách než indikátor podnikatelský. V podnikatelském sektoru opětovně převažovaly optimistické vyhlídky v odvětví služeb a obchodu, zatímco saldo indikátoru důvěry podnikatelů v průmyslu přešlo ve druhém čtvrtletí 2012 do mírných záporných hodnot. Z mezinárodního srovnání je patrné, že i v Německu a celé EU se ekonomický sentiment ve druhém čtvrtletí 2012 zhoršil (Graf III.3.14).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

V prvním čtvrtletí 2012 pokračovalo zpomalování odhadovaného meziročního tempa růstu potenciálního produktu a rozevírání mezery výstupu dále do záporných hodnot. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**[28] zpomalilo tempo růstu potenciálního produktu v tomto období na 1,0 %[29] (Graf III.3.15) a mezera výstupu se rozevřela na -1,5 % potenciálního produktu (Graf III.3.16). Výpočet naznačuje, že tempo růstu potenciálního produktu bude dále zpomalovat a k mírně vyšším hodnotám se vrátí až ve druhé polovině roku 2013. Související mezera výstupu by měla dle propočtu produkční funkce pokračovat v rozevírání do záporných hodnot až do konce roku 2012. V roce 2013 se naopak začne postupně uzavírat. K překmitu do kladných hodnot však dojde až ve druhé polovině roku 2014.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že za zpomalováním tempa růstu potenciálního produktu v prvním čtvrtletí 2012 stály snižující se příspěvky kapitálu a souhrnné produktivity, zatímco záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti postupně odezníval (Graf III.3.17). Pozvolna klesající příspěvky kapitálu a souhrnné produktivity budou ovlivňovat trajektorii potenciálního produktu i po zbytek roku 2012.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**[30] nadále indikuje mírně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (1,2 % v prvním čtvrtletí 2012) oproti výpočtu pomocí produkční funkce. Mezera výstupu vychází aktuálně i pro zbytek roku 2012 oběma metodami obdobně, HP filtr však naznačuje pozvolnější uzavírání mezery výstupu v roce 2013 a 2014. **Kalmanův filtr**, nově počítán na datech včetně prognózy, indikuje nižší tempo růstu potenciálního produktu v prvním čtvrtletí 2012

28 Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Zatímco první (základní) varianta pracuje s rovnovážnou zaměstnaností, do druhé varianty vstupuje celková zaměstnanost. Třetí varianta se od základní liší použitím mírně odlišných koeficientů α. Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient λ = 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.

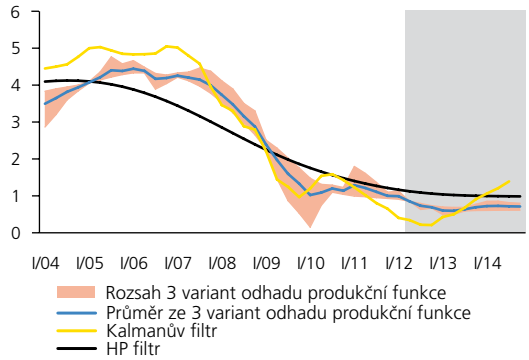
29 Průměry ze tří variant výpočtu.

30 V odhadu pomocí HP filtru byl rovněž použit koeficient λ = 10 000.

Graf III.3.15

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

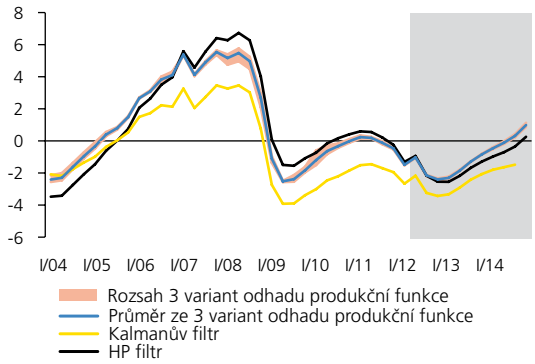
Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce v prvním čtvrtletí 2012 opětovně mírně zpomalilo
(meziroční změny v %)



Graf III.3.16

MEZERA VÝSTUPU

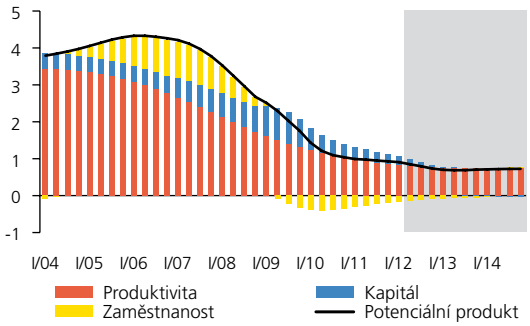
Mezera výstupu se v prvním čtvrtletí 2012 rozevírala více do záporných hodnot
(v % z potenciálního produktu)



Graf III.3.17

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Ke zpomalení tempa růstu potenciálního produktu přispívá hlavně pokles příspěvku kapitálu
(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



(0,4 %) a naopak větší otevření mezery výstupu do záporných hodnot (-2,7 % z potenciálu). Přetrvávající rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod ukazuje míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu. Všechny zmiňované metody však shodně naznačují pokračující zpomalování tempa růstu potenciálního produktu a rozevírání mezery výstupu do záporných hodnot po zbytek roku 2012.

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl v prvním čtvrtletí 2012 ovlivňován postupným oslabováním ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost meziročně víceméně stagnovala. Obecná míra nezaměstnanosti se mezičtvrtletně mírně zvýšila, zatímco míra registrované nezaměstnanosti se v posledním období příliš nemění. Meziroční růst průměrné nominální mzdy zřetelně zrychlil, z velké části však vlivem mimořádných faktorů. Národohospodářská produktivita práce překmitla do meziročního poklesu a mzdová náročnost produktu se výrazně zvýšila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Celková zaměstnanost[31] se po mírném poklesu v závěru roku 2011 v prvním čtvrtletí 2012 jen nepatrně zvýšila (o 0,1 %; Graf III.4.1), což v absolutním vyjádření znamenalo růst počtu zaměstnaných osob o 2,5 tis. Rovněž v mezičtvrtletním srovnání (po sezonním očištění) se zaměstnanost zvýšila jen nepatrně (o 0,1 %). Za touto nevýraznou změnou celkové zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2012 se přitom skrývaly protisměrné změny ve vývoji zaměstnanosti ve skupině zaměstnanců a podnikatelů. Zatímco počet podnikatelů dále zrychlil svůj meziroční růst (z 1,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011 na 3,1 %) a dosáhl již téměř 900 tis.[32], ve skupině zaměstnanců[33] naopak došlo k mírnému prohloubení meziročního poklesu z předchozího čtvrtletí (na -0,6 %).[34]

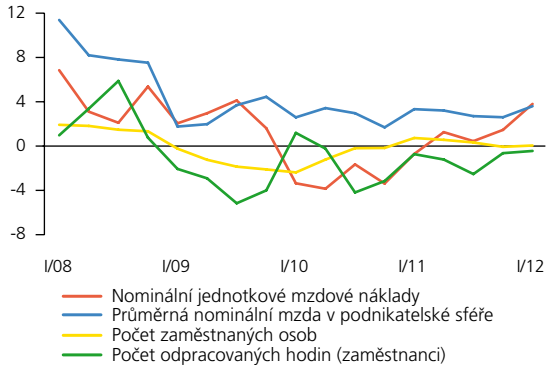
Příčiny uvedeného vývoje lze vidět především ve slábnoucím výkonu ekonomiky a trvajících značných nejistotách. Došlo k překmitu příspěvku **průmyslu** k meziroční změně celkové zaměstnanosti do záporných hodnot při současném zřetelném zvýšení kladného příspěvku **tržních služeb** (Graf III.4.2) díky meziročnímu nárůstu počtu v nich zaměstnaných osob o 1,6 % (tj. 26,4 tis. osob). V netržních službách zaměstnanost víceméně stagnovala po předchozích výrazných poklesech ovlivněných realizací úsporných opatření vlády. Bližší pohled do struktury zaměstnanosti ve službách přitom naznačoval, že zaměstnanci po ztrátě zaměstnání hledali uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti, zejména v oblasti nemovitostí a velkoobchodu a maloobchodu.

V ostatních odvětvích národního hospodářství zaměstnanost klesala. V **průmyslu** se počet zaměstnaných osob v prvním čtvrtletí 2012 meziročně snížil o 0,8 % (tj. 11 tis. osob; Graf III.4.2). Ve **zpracovatelském průmyslu** zaměstnanost ještě rostla, avšak výrazně pomalejším tempem než ve čtvrtém čtvrtletí 2011 (o 0,3 %, tj. 3,6 tis. osob). Je pravděpodobné, že tento vývoj bude pokračovat i ve druhém čtvrtletí

Graf III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

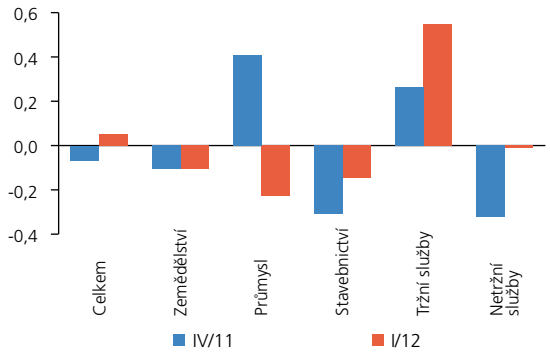
V prvním čtvrtletí 2012 zaměstnanost víceméně stagnovala, růst průměrné nominální mzdy výrazně zrychlil
(meziroční změny v %)



Graf III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Nepatrný růst zaměstnanosti byl tažen odvětvím tržních služeb, v průmyslu a stavebnictví zaměstnanost klesala
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)

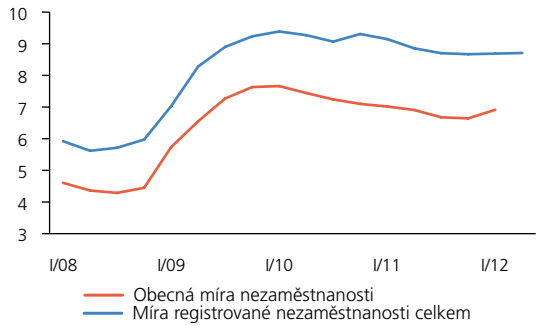


31 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.
32 Jejich podíl na celkové zaměstnanosti se zvýšil na rekordní hodnotu 18,6 %.
33 Včetně členů produkčních družstev.
34 V absolutním vyjádření meziročně vzrostl počet podnikatelů o 26,7 tis. a počet zaměstnanců se snížil o 24,2 tis.

Graf III.4.3

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

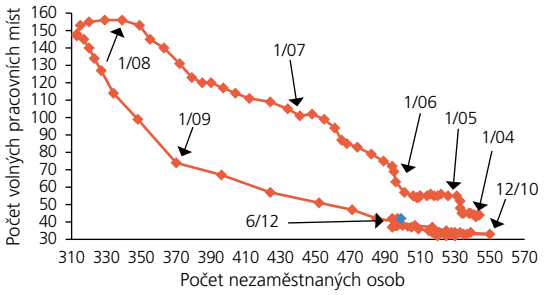
Míra registrované nezaměstnanosti v mezičtvrtletním srovnání stagnuje
(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



Graf III.4.4

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký
(sezonně očištěné počty v tis.)



Tab. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zřetelně zrychlil
(meziroční změny v %)

	II/11	III/11	IV/11	I/12
Průměrná mzda v ČR				
nominální	2,4	2,4	2,4	3,6
reálná	0,6	0,6	0,0	-0,1
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	3,2	2,7	2,6	3,6
reálná	1,4	0,9	0,2	-0,1
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	-0,9	1,0	1,6	3,5
reálná	-2,7	-0,8	-0,8	-0,2
NHPP	1,8	1,2	0,2	-0,6
NJMN	1,3	0,4	1,5	3,8

2012, neboť podle posledních údajů ČSÚ v dubnu vzrostl průměrný evidenční počet zaměstnanců meziročně jen o 0,1 % a v květnu pak stagnoval.[35] V **zemědělství** setrval meziroční pokles zaměstnanosti na úrovni předchozího čtvrtletí (-3,6 %). Ve **stavebnictví** se její meziroční pokles naopak výrazně zmírnil (na -1,7 % v prvním čtvrtletí 2012).

Při souběhu jen mírného nárůstu zaměstnanosti a stagnace pracovní síly, se v prvním čtvrtletí 2012 **obecná míra nezaměstnanosti**[36] meziročně snížila o 0,1 procentního bodu. Mezičtvrtletně po sezonním očištění se však zvýšila o 0,3 procentního bodu na hodnotu 6,9 %. Obdobně se vyvíjela i **míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV), která ve stejném období meziročně poklesla o 0,4 procentního bodu na 9,4 %. Výraznější pokles míry registrované nezaměstnanosti je dán jednorázovým zvýšením na počátku roku 2011, které bylo dáno reakcí na legislativní změny v oblasti trhu práce.[37] V mezičtvrtletním srovnání stagnovala na hodnotě 8,7 %[38]. Na stejné hodnotě pak setrvala i ve druhém čtvrtletí 2012 (Graf III.4.3).

Vývoj **Beveridgeovy křivky**[39] ani v prvním čtvrtletní 2012 nenaznačoval znatelné pozitivní změny v poptávce po práci. Počet volných pracovních míst jen mírně vzrostl, zatímco počet nezaměstnaných víceméně stagnoval. V průběhu druhého čtvrtletí 2012 pokračoval počet volných pracovních míst v mírném růstu, zároveň však vzrostl i počet nezaměstnaných (Graf III.4.4).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Meziroční růst **průměrné nominální mzdy** v prvním čtvrtletí 2012 oproti očekávání výrazně zrychlil na 3,6 %. Při ještě výraznějším zvýšení meziroční inflace však průměrná reálná mzda poklesla o 0,1 % (Tab. III.4.1). Zrychlení růstu průměrné nominální mzdy, ke kterému došlo po stagnaci v předchozím roce na hodnotě 2,4 %, bylo zaznamenáno jak v podnikatelské, tak nepodnikatelské sféře.

V **podnikatelské sféře** bylo meziroční zesílení růstu průměrné nominální mzdy v prvním čtvrtletí 2012 (z 2,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011 na 3,6 %) ovlivněno především vývojem mezd ve zpracovatelském průmyslu. Při 4% nárůstu průměrné mzdy dosáhl příspěvek tohoto odvětví k meziročnímu růstu průměrné mzdy 0,6 procentního bodu.

35 Jedná se o data z podniků s 50 a více zaměstnanci bez agenturních pracovníků.
36 Týká se věkové skupiny 15—64 let. Měřeno metodikou ILO dle VŠPS.
37 Blíže viz Zpráva o inflaci I/2011, kapitola III.4 Trh práce.
38 Pro mezičtvrtletní vyjádření jsou používány sezonně očištěné údaje.
39 Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1. 1. 2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

Poměrně významný byl i příspěvek odvětví profesní, vědecké a technické činnosti (0,4 procentního bodu).[40] Růst průměrné mzdy pokračoval i ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru[41], jeho dynamika byla však značně různorodá.

Podle ČSÚ byl nárůst průměrné mzdy v prvním čtvrtletí 2012 výrazně ovlivněn výplatou mimořádných (nepravidelných) odměn a prémií. Ve výčtu možných faktorů zmiňuje také zvyšující se podíl placené neodpracované doby, který nasvědčuje tomu, že zaměstnanci v průběhu kratší nemoci čerpají finančně výhodnější dovolenou. Vývoj průměrné mzdy pravděpodobně ovlivnilo také propouštění zaměstnanců v odvětvích s průměrnou mzdou nižší než je celkový průměr a přijímání nových zaměstnanců v odvětvích s průměrnou mzdou převyšující celkový průměr.

I v **nepodnikatelské sféře** došlo v prvním čtvrtletí 2012 k výraznému zrychlení růstu průměrné nominální mzdy (na 3,5 %). Nejvíce k němu přispěl obnovený meziroční růst průměrné mzdy v odvětví veřejné správy a obrany (o 2,2 %), doprovázený poklesem počtu zaměstnanců. Reálně však mzdy v nepodnikatelské sféře nadále klesaly.

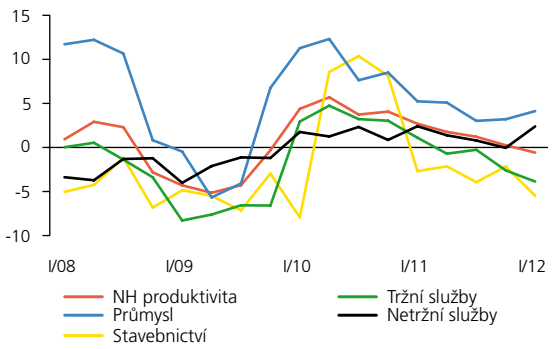
Pokračující postupné zpomalování meziročního růstu **národohospodářské produktivity**[42] překmitlo v prvním čtvrtletí 2012 do poklesu (-0,6 %; Graf III.4.5). Ten byl výsledkem souběhu zřetelného poklesu HDP a nepatrného růstu zaměstnanosti. V rámci odvětvové struktury byly ale nadále pozorovány výrazné rozdíly ve vývoji produktivity. Nejrychleji rostla ve zpracovatelském průmyslu, kde pokračující – avšak zpomalující – meziroční růst přidané hodnoty spolu se znatelným poklesem zaměstnanosti vyústil v nárůst produktivity o 4,3 %. Mírně se také zvýšila produktivita v netržních službách (o 2,4 %), zatímco v tržních službách při pokračujícím růstu zaměstnanosti a poklesu přidané hodnoty se meziroční pokles produktivity prohloubil na -3,9 %. Rovněž ve stavebnictví klesala produktivita vlivem silného poklesu přidané hodnoty výrazněji než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 5,5 %).

Za uvedených okolností pokračoval růst **mzdové náročnosti produktu**[43] i v prvním čtvrtletí 2012. Další zřetelné zvýšení jeho dynamiky (na 3,8 %) bylo především důsledkem zrychlení růstu objemu mezd a platů (Graf III.4.6).[44] V prvním čtvrtletí již NJMN rostly ve všech sledovaných odvětvích, nejvíce vlivem propadu přidané hodnoty ve stavebnictví (o 7,8 %) a v tržních službách (o 4,8 %). Nejméně mzdová náročnost produktu vzrostla v průmyslu, kde byl zrychlený růst objemu mezd a platů ve velké míře kompenzován nárůstem přidané hodnoty.

Graf III.4.5

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

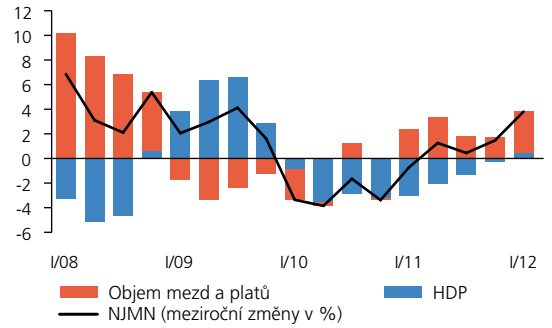
Národohospodářská produktivita v prvním čtvrtletí 2012 meziročně klesla
(meziroční změny v %)



Graf III.4.6

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

V prvním čtvrtletí 2012 NJMN výrazně vzrostly
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

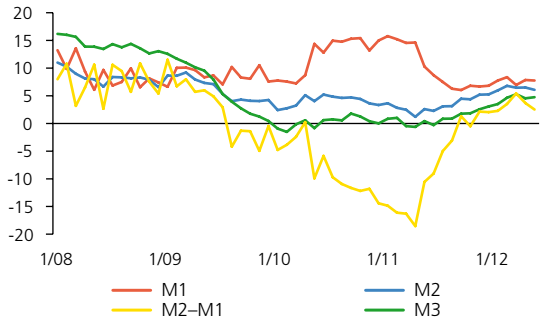


40 V prvním čtvrtletí 2012 se průměrná mzda v tomto odvětví po delším období poklesu meziročně zvýšila o 5,3 %.
41 S výjimkou činností v oblasti nemovitostí, výroby a rozvodu elektřiny a vzdělávání.
42 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.
43 Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.
44 Provedená revize dat objemu mezd a platů za rok 2011 znamenala výrazný posun trajektorie NJMN směrem nahoru (v průměru o 1,2 procentního bodu). V roce 2011 tak NJMN meziročně vzrostly o 0,6 %.

Graf III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

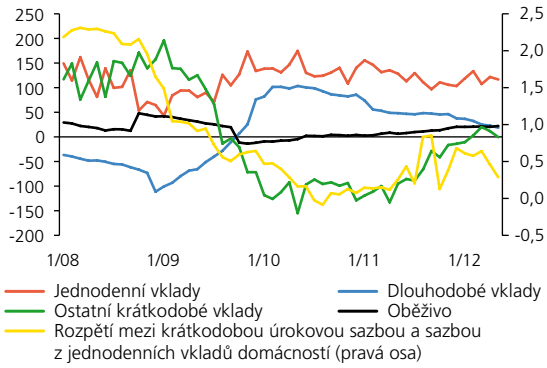
Růst peněžních agregátů mírně zpomalil
(meziroční změny v %)



Graf III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

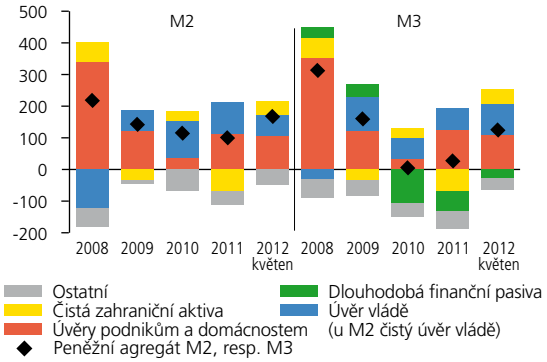
Snížil se přírůstek krátkodobých a dlouhodobých vkladů
(roční toky v mld. Kč, rozpětí v procentních bodech)



Graf III.5.3

TVORBA PENĚZ

V rychlejším růstu peněz se v letošním roce odráží zvýšení čistých zahraničních aktiv, v opačném směru působí nižší růst úvěrů soukromému sektoru
(průměrné roční toky v mld. Kč)



Poznámka: Dlouhodobá finanční pasiva MFI 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 peněžních agregátů mírně zpomalil. Dynamika úvěrů podnikům a domácnostem se rovněž dále snižovala, když klesala poptávka podniků po úvěrech na investice a poptávka domácností byla limitována zhoršenou spotřebitelskou důvěrou. Úvěrové standardy a podmínky bank při schvalování úvěrů se zpřísnily především vlivem zhoršeného ekonomického výhledu, pouze u úvěrů na bydlení se uvolnily. Klientské úrokové sazby u některých typů úvěrů slabě rostly, zůstávaly však blízko svých historicky nejnižších hodnot. Finanční indikátory podniků se spíše zhoršily. Poměry dluhu podniků a domácností k HDP se výrazněji neměnily. Nabídkové ceny bytů v Praze meziročně vzrostly, alternativní ukazatele však výrazné oživení cen nemovitostí nenaznačují.

III.5.1 Peníze

Meziroční růst **širokých peněžních agregátů** po předchozím zrychlování v průběhu druhého čtvrtletí 2012 mírně zpomalil. Tempo růstu M2 dosáhlo v květnu 6,1 % (Graf III.5.1). Podobně se vyvíjel peněžní agregát M3, jehož zrychlování roční míry růstu (v květnu 4,7 %) se také v průběhu druhého čtvrtletí zastavilo.[45] Zpomalení dynamiky M2 v podmínkách utlumené ekonomické aktivity bylo doprovázeno poklesem rychlosti obratu širokých peněz.

Na nižším růstu M2 se podílely krátkodobé a dlouhodobé vklady zahrnuté v kvazi penězích (Graf III.5.2). Dynamika **vysoce likvidních peněz** agregátu M1 naopak stagnovala na úrovni 7,8 %. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů se snižovalo vlivem poklesu sazby z krátkodobých vkladů, což podporovalo růst jednodenních vkladů. Ostatní krátkodobé vklady zpomalily k téměř nulovým hodnotám. Dlouhodobé termínované vklady se dále snížily při pokračující sestupné tendenci úrokových sazeb v tomto segmentu.

Z hlediska **tvorby peněz** se v letošním roce oproti předchozímu roku zvyšoval přírůstek čistých zahraničních aktiv zejména v důsledku pokračujícího příznivého vývoje obchodní bilance a emise podnikových a v prvním čtvrtletí i vládních dluhopisů v zahraničí (Graf III.5.3). Rostlo i financování vlády u tuzemských bank, které se pozvolna vyrovnávalo přírůstku úvěrů poskytovaných soukromému sektoru. Přírůstek úvěrů soukromému sektoru naopak dále zpomaloval.

Růst klientských **vkladů** u bank (bez vkladů vládních institucí) v posledních měsících meziročně mírně zpomalil a v květnu dosáhl 6 %. Tempo růstu vkladů domácností se dále snížilo na 4 %, což je zhruba o 1 procentní bod pod úrovní z konce roku 2011 (Graf III.5.4). Tyto

45 V eurozóně zůstává růst peněžního agregátu M3 nadále umírněný, když v květnu dosáhl 2,9 %.

vklady a vklady finančních neměnových institucí se podílely na nižším růstu širokých peněžních agregátů. Naopak dynamika vkladů nefinančních podniků vykazovala rostoucí tendenci a v květnu činila 10,4 %. Více rostly vklady ve zpracovatelském průmyslu a u developerů, zatímco růst vkladů v odvětvích energetiky, peněžnictví a pojišťovnictví zpomalil.

III.5.2 Úvěry

Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu druhého čtvrtletí 2012 dále pozvolna snižoval a v květnu dosáhl 4,4 % (Graf III.5.5). V prvním čtvrtletí letošního roku pokračoval i pokles poměru toků úvěrů k HDP, a to vlivem poklesu toků úvěrů domácnostem při slabě vyšších tocích úvěrů nefinančním podnikům (Graf III.5.6). Poměr stavu úvěrů k HDP zůstal na úrovni cca 54 %.

Podle nově zavedeného čtvrtletního šetření úvěrových podmínek bank (viz BOX 1 Šetření úvěrových podmínek bank) se **poptávka po úvěrech** ve druhém čtvrtletí 2012 spíše zvýšila (Tab. III.5.1). Na straně nabídky se úvěrové standardy vyvíjely různorodě; u podnikových a spotřebitelských úvěrů se zpřísnily zejména vlivem vnímaných rizik ze strany bank ohledně výhledu odvětví a celé ekonomiky, u úvěrů na bydlení se uvolnily vlivem zvýšené konkurence mezi bankami.

V **eurozóně** roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru zpomalila k nulovým hodnotám v důsledku poptávkových a v některých zemích i nabídkových faktorů. Na straně poptávky působila současná fáze hospodářského cyklu a zvýšená averze k riziku posílená poměrně vysokou zadlužeností podniků a domácností v některých zemích eurozóny. Na nabídkové straně byla dostupnost úvěrů snížená vlivem úprav kapitálových pozic některých bank k pokrytí potenciálních ztrát s cílem dostát novým kapitálovým požadavkům. Dopad tříletých refinančních operací (LTROs) do vývoje úvěrů lze očekávat až se zpožděním několika čtvrtletí s tím, že bude záviset zejména na zlepšení ekonomického výhledu, úpravě bilancí bank a na snížení napětí spojeného s dluhovou krizí (viz Monthly Bulletin ECB, July 2012).[46]

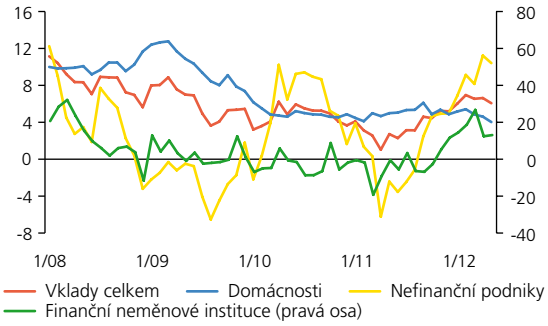
Meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** se v ČR v průběhu druhého čtvrtletí dále snížil a v květnu činil 4,2 %. V posledním období méně rostly zejména dlouhodobé úvěry a z hlediska odvětví úvěry zpracovatelskému průmyslu. Růst nových podnikových úvěrů byl poměrně kolísavý.

46 Dle posledního šetření „Bank Lending Survey" se v eurozóně v prvním čtvrtletí 2012 oproti předchozímu období výrazně snížilo zpřísnění úvěrových standardů vlivem poklesu napětí na straně zdrojů a likviditních pozic bank a očekávané ekonomické aktivity. Poptávka po úvěrech poklesla ve všech segmentech úvěrového trhu. Na druhé čtvrtletí banky v eurozóně očekávaly zmírnění uvedených tendencí (viz Monthly Bulletin ECB, May 2012).

Graf III.5.4

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

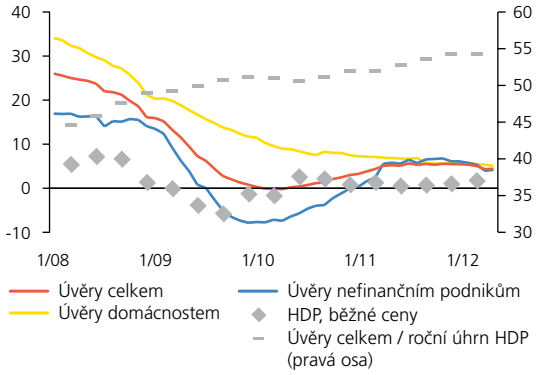
Dynamika vkladů domácností a finančních neměnových institucí se snižovala
(meziroční změny v %)



Graf III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

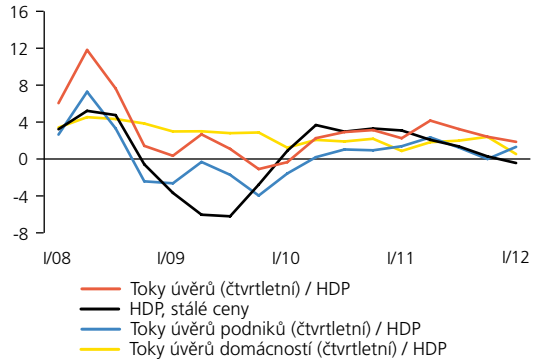
Růst úvěrů soukromému sektoru dále zpomalil
(meziroční změny v %, poměry v %)



Graf III.5.6

ÚVĚRY A HDP

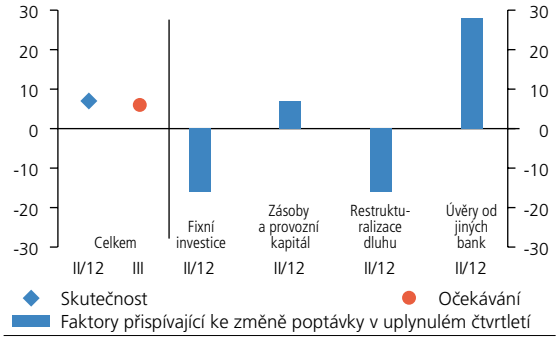
Poměr toků úvěrů k HDP se snižoval
(poměry v %, meziroční změny v %)



Graf III.5.7

POPTÁVKA PODNIKŮ PO ÚVĚRECH

Poptávka podniků po úvěrech k financování investic ve druhém čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí klesala
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = růst poptávky, záporná hodnota = pokles poptávky)

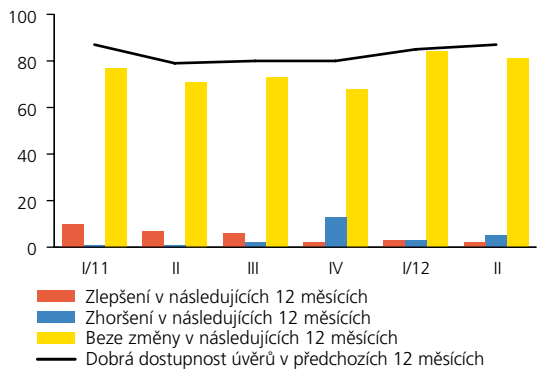


Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly růst poptávky, a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly pokles poptávky. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

Graf III.5.8

DOSTUPNOST ÚVĚRŮ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Dostupnost úvěrů se výrazně nezměnila, její zhoršení v následujících dvanácti měsících předpokládá jen malá část podniků
(procento podniků na celkovém počtu dotázaných podniků)

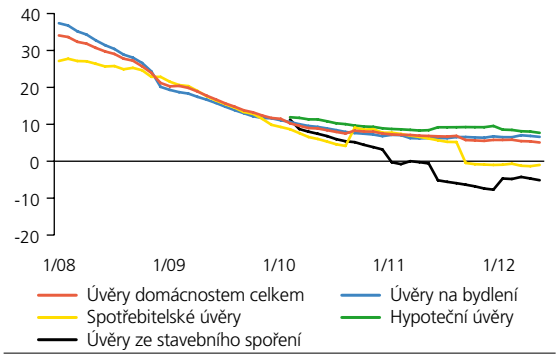


Poznámka: Zbývající procento podniků vypovídajících ohledně následujících dvanácti měsíců nečerpalo úvěr, a tudíž nemohlo dostupnost úvěrů posoudit.

Graf III.5.9

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Tempo růstu úvěrů domácnostem od bank dále pozvolna zpomalovalo
(meziroční změny v %)



Z **poptávkových faktorů** se ve vývoji podnikových úvěrů dle výše uvedeného Šetření úvěrových podmínek bank odrážela zejména utlumená ekonomická aktivita. Zatímco se zvyšovala poptávka po úvěrech určených k financování zásob a provozního kapitálu, poptávka po úvěrech k financování fixních investic a restrukturalizace dluhu klesala. Růst poptávky po úvěrech byl dále ovlivňován přechodem klientů od jiných bank. Neutrální vliv měly faktory související s využitím alternativních forem financování podniků (vnitřní zdroje, emise dluhových cenných papírů apod.) a s financováním fúzí/akvizic a restrukturalizací podniků. Ve třetím čtvrtletí by se vývoj poptávky dle vnímání bank neměl výrazněji měnit (Graf III.5.7).

Na **nabídkové straně** byla dostupnost podnikových úvěrů ve druhém čtvrtletí dle konjunkturálního šetření ČNB nadále relativně dobrá (Graf III.5.8). Podle Šetření úvěrových podmínek bank zpřísnily banky úvěrové standardy u velkých podniků v důsledku zhoršeného výhledu některých odvětví, celkové ekonomické aktivity a rizik spojených s požadovanými zástavami a částečně v souvislosti s vyššími náklady spojenými s kapitálovou pozicí a situací v oblasti likvidity. U podmínek při schvalování úvěrů rozšířily nejvýrazněji marže u rizikovějších úvěrů (Tab. III.5.1). Přitom tuzemské banky disponovaly dostatkem primárních zdrojů, poměr klientských vkladů k úvěrům se v průběhu druhého čtvrtletí zvýšil o 1 procentní bod na cca 131 %.

Meziroční růst **úvěrů domácnostem** v průběhu druhého čtvrtletí 2012 rovněž zpomalil a v květnu dosáhl 5,1 % (Graf III.5.9). Nové úvěry domácnostem meziročně zpomalily ve všech segmentech úvěrového trhu.

U **úvěrů na bydlení** se snížil růst hypoték o necelý 1 procentní bod na 7,7 % při prohloubení poklesu úvěrů ze stavebního spoření na 5,1 %. Hypoteční trh tak po minulém zrychlení (též vlivem refinancování starých hypoték, viz Zpráva o inflaci II/2012) naznačoval tendenci ke zpomalování růstu (Graf III.5.10). Podíl nových úvěrů na bydlení s krátkodobými fixacemi poklesl na 26 % (z toho podíl úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do tří měsíců dosáhl 23 %). Hlavní podíl mají nadále úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (53 %). Investice do bydlení přitom v prvním čtvrtletí překmitly do mírného růstu v běžných i stálých cenách. Poměr stavu hypoték ke hrubému disponibilnímu důchodu se nadále pohyboval okolo 33 %. Růst poptávky po úvěrech na bydlení byl dle Šetření úvěrových podmínek bank ovlivňován přechodem klientů od jiných bank a úbytkem jiných zdrojů financování – zejména úvěrů ze stavebního spoření ve prospěch hypotečních úvěrů (Graf III.5.11). Nepříznivě naopak působila zhoršená spotřebitelská důvěra a zvýšené výdaje domácností na spotřebu nesouvisející s bydlením při neutrálním vlivu vyhlídek trhu rezidenčních nemovitostí. Na straně nabídky banky uvolnily úvěrové standardy a podmínky při schvalování úvěrů. Podle nových údajů Hypoindexu v červnu 2012 počet hypoték překmitl z meziročního poklesu do slabého růstu (0,8 %).

Spotřebitelské úvěry od bank pokračují v mírném poklesu (Graf III.5.9). Meziroční pokles spotřebitelských úvěrů od bank dosáhl 1 % (po úpravě o netransakční vlivy tyto úvěry slabě rostly, a to o cca 1 %). Úvěry od nebankovních subjektů (tj. leasingových a splátkových společností) naopak poklesly o 5,7 %. V souhrnu dle Šetření úvěrových podmínek bank působila snížená spotřebitelská důvěra při zvýšené poptávce vlivem přechodu klientů od jiných bank a růstu výdajů za zboží dlouhodobé spotřeby (auta, nábytek apod.). Banky přitom zpřísnily úvěrové standardy zejména v důsledku zhoršeného výhledu ekonomické aktivity, marže však v tomto segmentu úvěrového trhu poklesly.

Podíl **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech je nadále ve srovnání s předkrizovým obdobím zvýšený ve všech segmentech úvěrového trhu. Zatímco u nefinančních podniků dále pozvolna klesal na 7,9 %, u obyvatelstva se zvýšil na 5,2 %. V posledních měsících však dochází ke zrychlování meziročního růstu či zastavení předchozího prohlubování poklesu nesplácených úvěrů ve všech segmentech úvěrového trhu, zejména pak u úvěrů domácnostem.

BOX 1
Šetření úvěrových podmínek bank

Česká národní banka v červenci 2012 zveřejnila výsledky prvního kola **nově zavedeného čtvrtletního Šetření úvěrových podmínek bank**. Jeho hlavním cílem je získat kvalitativní informace o vývoji na bankovním úvěrovém trhu.

Nové šetření zachycuje vnímání bank ohledně minulých a očekávaných změn **nabídky a poptávky po úvěrech**. Účastní se ho necelých dvacet vybraných bank (včetně poboček zahraničních bank), které mají více než 90% podíl na tuzemském bankovním úvěrovém trhu. Strukturovaný dotazník zahrnuje 17 otázek zaměřených na vývoj úvěrové politiky bank a na bankami vnímanou poptávku po úvěrech ze strany nefinančních podniků a domácností.

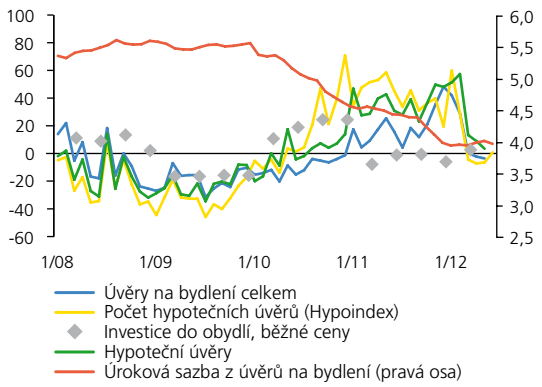
V mnoha zemích probíhá obdobné šetření o vývoji úvěrových podmínek (tzv. Bank Lending Survey nebo Senior Loan Officers Opinion Survey) již řadu let. Jeho standardizovaný a pravidelně se opakující soubor otázek tak umožňuje i mezinárodní srovnání. Jak ukazuje studie Bondt et al. (2010)[47], údaje získané ze šetření mohou být zároveň relevantním **předstihovým ukazatelem** vývoje úvěrů a ekonomické aktivity.

47 „The euro area Bank Lending Survey matters: empirical evidence for credit and output growth“, Bondt et al., 2010, ECB, Working paper No. 1160.

Graf III.5.10

NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

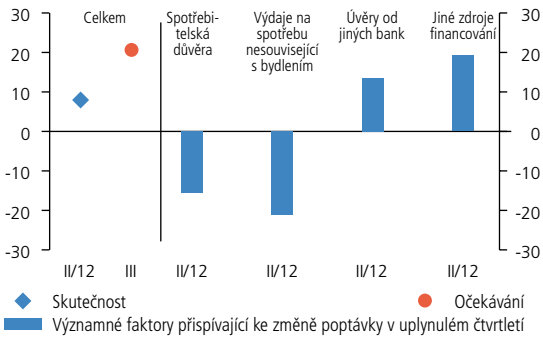
Dynamika nových úvěrů na bydlení propadla
(nové obchody, meziroční změny v %, úroková sazba v %)



Graf III.5.11

POPTÁVKA PO ÚVĚRECH NA BYDLENÍ

Poptávka po úvěrech na bydlení rostla ve druhém čtvrtletí vlivem přechodů klientů od jiných bank a jiných faktorů
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = růst poptávky, záporná hodnota = pokles poptávky)



Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly růst poptávky, a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly pokles poptávky. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

Tab. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Podmínky na straně nabídky úvěrů se s výjimkou úvěrů na bydlení ve druhém čtvrtletí spíše zpřísnily
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

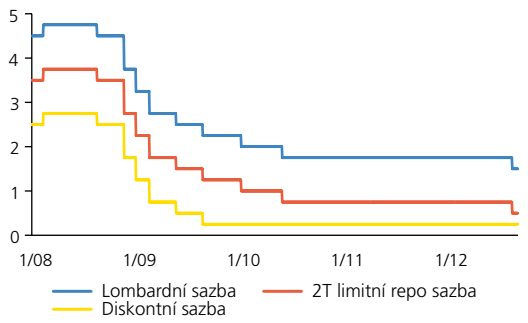
	Nabídka			Poptávka
		Úvěrové podmínky: z toho		
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	Poptávka po úvěrech
Úvěry nefinančním podnikům				
II/12 skutečnost	14	6	23	7
III/12 očekávání a)	18			6
Úvěry na bydlení				
II/12 skutečnost	-25	-34	13	8
III/12 očekávání a)	10			21
Spotřebitelské úvěry				
II/12 skutečnost	10	-29	-15	26
III/12 očekávání a)	0			-29

Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky), a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.
a) Očekávání bank na třetí čtvrtletí 2012 uvedené ve druhém čtvrtletí 2012.

Graf III.5.12

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB v červnu 2012 snížila dvoutýdenní repo sazbu a lombardní sazbu
(v %)



Z **výsledků prvního kola šetření** vyplývá, že ve druhém čtvrtletí 2012 banky v souhrnu spíše zpřísnily úvěrové standardy u podnikových a spotřebitelských úvěrů, zatímco u úvěrů na bydlení je nepatrně uvolnily.[48] Poptávka po bankovních úvěrech se zvýšila (Tab. III.5.1). Ve třetím čtvrtletí 2012 banky v souhrnu očekávají zpřísnění standardů a růst poptávky u úvěrů podnikům (ale nikterak plošně) i u úvěrů na bydlení. Naopak u spotřebitelských úvěrů je očekáván pokles poptávky.

Detailní **zpráva o výsledcích šetření** včetně agregovaných údajů a grafů bude pravidelně čtyřikrát ročně zveřejňována na webových stránkách ČNB: (http://www.cnb.cz/cs/uverove_setreni/index.html).

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2012 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013. Rizika minulé prognózy byla na květnovém zasedání bankovní rady posouzena jako proinflační a **základní úrokové sazby** byly ponechány beze změny. Na červnovém zasedání bankovní rada vyhodnotila, že rizika prognózy jdou ve směru vyšší celkové inflace a nižší měnověpolitické inflace při nižším výhledu úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře zachycujícího připravovaná fiskální opatření. V souladu s tímto hodnocením bankovní rada rozhodla většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace a lombardní sazbu o 0,25 procentního bodu, diskontní sazba zůstala nezměněna. S účinností od 29. června 2012 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,50 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,50 % (Graf III.5.12).

Na svém měnověpolitickém zasedání 2. srpna 2012 bankovní rada většinou hlasů rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je realizace dodatečných fiskálních opatření v roce 2014 (nad rámec těch již zapracovaných do prognózy). Naopak proinflační riziko představují vyšší světové ceny energetických a zemědělských komodit.

48 Výsledky šetření jsou vyjádřeny tzv. čistým procentním podílem (tj. rozdílem tržního podílu bank, které zpřísnily, resp. uvedly růst poptávky, a těch, které uvolnily úvěrové standardy/podmínky, resp. uvedly pokles poptávky). Odpovědi každé banky jsou váženy jejím tržním podílem v daném segmentu úvěrového trhu.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové **sazby na peněžním trhu** se ve druhém čtvrtletí 2012 téměř nezměnily, až na konci června po snížení repo sazby se sazby ve všech splatnostech snížily o 0,15 až 0,20 procentního bodu (Graf III.5.13). Derivátové **sazby FRA** se během května snížily ve všech splatnostech (až o 0,4 procentního bodu). Tento pokles byl výsledkem několika faktorů: zveřejnění klesající trajektorie úrokových sazeb konzistentní s minulou prognózou ČNB (včetně jejího alternativního scénáře), výsledku hlasování na květnovém zasedání bankovní rady a následně komunikace několika jejích členů o možném snížení klíčových sazeb. Ve stejném směru působily i makroekonomické údaje potvrzující útlum české ekonomiky a snižující se výhled úrokových sazeb v eurozóně. Během června sazby FRA částečně korigovaly předchozí rychlý pokles, avšak v červenci se opět mírně snížily. Tržní výhled 3M sazeb FRA z konce července je lehce klesající, v celém horizontu se ale pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se tato odchylka zvyšuje (viz kapitola I a II).

Úrokové sazby s delší splatností poměrně výrazně klesaly v návaznosti na vývoj v zahraničí, kde přesun investorů do bezpečných instrumentů vedl k téměř každodennímu překonávání historických minim (v některých zemích byly nominální výnosy dluhopisů s kratší dobou splatnosti přechodně dokonce záporné). Vedle přetrvávající vysoké averze k riziku a nejistoty spojené s dalším vývojem v eurozóně přispěla k poklesu sazeb také zveřejňovaná makrodata v hlavních ekonomikách potvrzující zpomalování globálního růstu. Sazby IRS klesaly především v průběhu dubna a května, a to až o 0,6 procentního bodu, přičemž největší pokles byl zaznamenán v nejdelších splatnostech. Během června došlo k částečné korekci, avšak v červenci sazby s delší splatností opět mírně klesly.

Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za druhé čtvrtletí 2012 dosáhla 1,2 %, tj. lehce vyšší hodnoty, než předpokládala minulá prognóza. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní prémií. Rozpětí 3M PRIBOR-2T repo sazba se lehce zvýšilo, v průměru za druhé čtvrtletí 2012 činilo 0,49 procentního bodu. Po snížení repo sazby na konci června se uvedené rozpětí lehce zvýšilo.

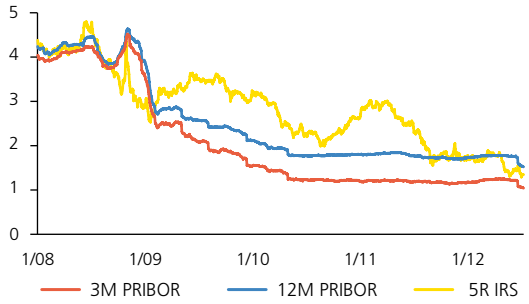
Kladně skloněná **výnosová křivka PRIBOR** se od začátku roku téměř nezměnila, až po snížení repo sazby na konci června se posunula na nižší hladinu. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR stagnovalo na 0,9 procentního bodu. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu druhého čtvrtletí 2012 posunovala na nižší hladinu a zároveň se zmírnil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v červnu 0,4 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 0,8 procentního bodu. Během července výnosová křivka IRS stagnovala.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely snížení základních sazeb v ČR a eurozóně i vývoj na zahraničních finančních trzích. Při přibližné stagnaci sazeb na americkém peněžním trhu se

Graf III.5.13

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

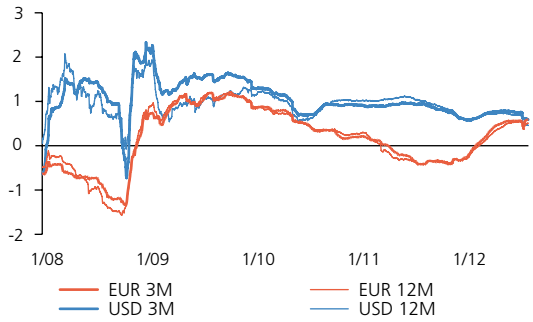
Úrokové sazby s kratší i delší splatností se snížily
(v %)



Graf III.5.14

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

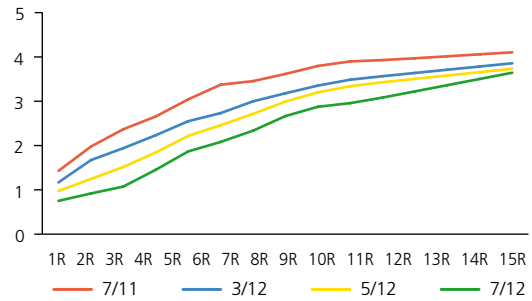
Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se v posledních měsících pohybovaly v kladných hodnotách
(v procentních bodech)



Graf III.5.15

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

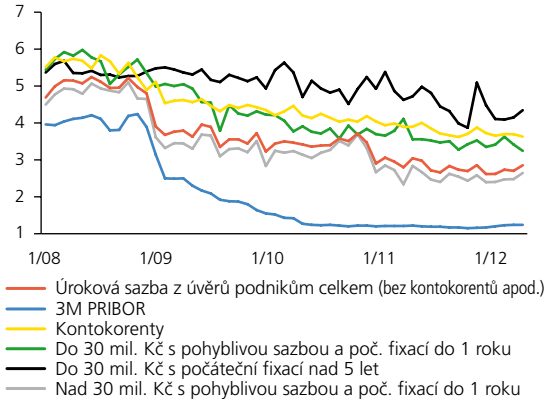
Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu
(v %)



Graf III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

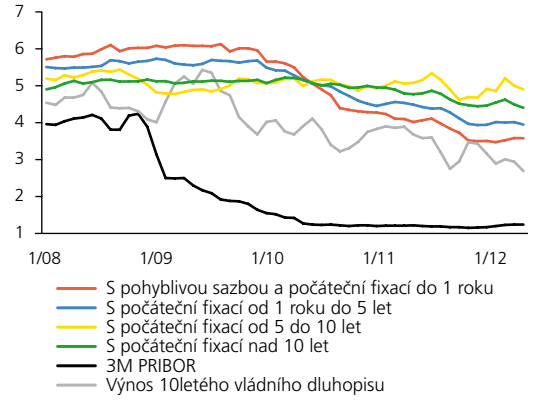
Úrokové sazby z podnikových úvěrů se slabě zvýšily zejména u velkých úvěrů
(nové obchody, v %)



Graf III.5.17

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

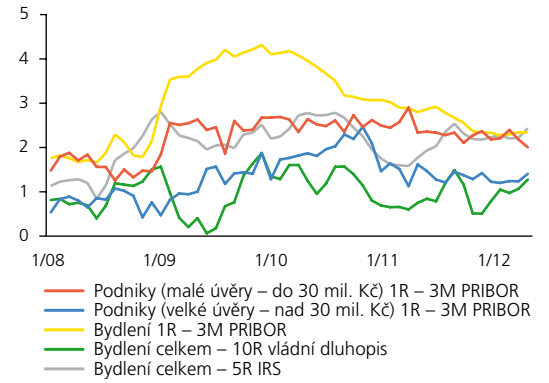
Sazby z úvěrů na bydlení se neměnily či mírně klesaly
(nové obchody, v %)



Graf III.5.18

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rozpětí mezi klientskými a tržními sazbami se zvýšilo u velkých podnikových úvěrů i u úvěrů na bydlení
(v procentních bodech)



diferenciály vůči dolarovým sazbám lehce snížily, zatímco vůči eurovým sazbám se lehce zvýšily (Graf III.5.14). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve druhém čtvrtletí 2012 činil průměrně 0,5 procentního bodu, k 20. 7. dosahoval 0,6 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku dubna uskutečnilo šest aukcí dluhopisů s pevným kuponem a sedm aukcí dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 57,3 mld. Kč. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, v některých aukcích výrazně. To znamená, že ani v podmínkách zvýšené averze k riziku ministerstvo financí nemělo problém upsat na primárním trhu státní dluhopisy, a to s nižším výnosem. Ministerstvo financí také vydalo druhou emisi státních spořících dluhopisů ve výši 15,3 mld. Kč; zároveň byl podstatně rozšířen okruh upisovatelů těchto dluhopisů. Agentura Fitch Ratings na začátku května potvrdila hlavní rating České republiky na úrovni A+ se stabilním výhledem. V červenci agentura Moody's potvrdila hodnocení závazků ČR na stupni A1 rovněž se stabilním výhledem. Výnosová křivka státních dluhopisů se během druhého čtvrtletí 2012 posunula na nižší hladinu vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích, přičemž její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.15).

Klientské úrokové sazby

Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v průběhu druhého čtvrtletí slabě zvýšila a v květnu dosáhla 2,9 % (Graf III.5.16). Mírně rostly krátkodobé sazby s fixací do jednoho roku u velkých úvěrů, zatímco u malých úvěrů se tyto sazby snížily. Úrokové sazby s delší fixací po předchozím poklesu rovněž slabě vzrostly. U sazeb z velkých úvěrů poskytovaných obvykle velkým podnikům se při stagnaci sazeb peněžního trhu projevoval slabý nárůst rizikových prémií. Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se u těchto úvěrů lehce zvýšilo (Graf III.5.18), zatímco u malých úvěrů dále pokleslo. V delším pohledu je sazba z podnikových úvěrů zhruba na úrovni konce loňského roku a nadále blízko rekordně nízkým hodnotám. V eurozóně úrokové sazby z podnikových úvěrů naopak mírně klesaly vlivem snížení sazby z malých úvěrů, zatímco sazby z velkých úvěrů se obdobně jako v ČR zvýšily. Sazby z podnikových úvěrů se v eurozóně pohybují okolo 3 %.

U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** po mírném zvýšení zaznamenaném v minulých měsících zůstala v květnu na úrovni 4 % (Graf III.5.17). Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se po předchozím poklesu dále neměnilo (Graf III.5.18). Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu naopak vzrostlo vlivem poklesu dlouhodobých tržních sazeb. V delším pohledu jsou sazby na mírně vyšší úrovni ve srovnání s koncem loňského roku u všech fixací. Podle nových údajů Hypoindexu se v červnu 2012 sazba z hypoték opětovně slabě snížila. Tento vývoj pokračoval i v červenci, kdy některé banky reagovaly na červnový pokles repo sazby ČNB. V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení klesaly a byly mírně nižší než v ČR (pohybují se v intervalu 3–4 %).

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů v průběhu druhého čtvrtletí kolísala lehce nad 14 %. Obdobně se vyvíjela sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů (rovněž cca 14 %) i z úročeného úvěru z kreditních karet (cca 24 %). Ve druhém čtvrtletí banky zpřísnily úvěrové standardy, průměrná marže i marže u rizikovějších úvěrů však poklesly. Sazby zůstávají výrazně vyšší oproti eurozóně, kde dosahují 6–8 % (z úročeného úvěru z kreditních karet cca 17 %).

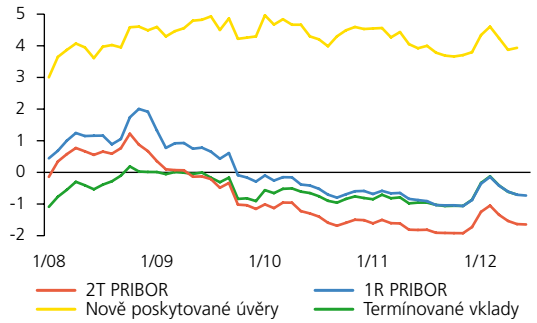
Úrokové sazby z vkladů se v průběhu druhého čtvrtletí nadále výrazně neměnily s výjimkou sazby z vkladů s dohodnutou splatností, která se zejména u krátkodobých splatností po zvyšování v roce 2011 aktuálně snižovala. Tato sazba z vkladů domácností poklesla na 0,9 % (obdobná sazba činí u celkových termínovaných vkladů 1,1 %). Mírně se snižovala i sazba z vkladů s dlouhodobou splatností. Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností přetrvávala na úrovni 0,7 % a z vkladů s výpovědní lhůtou ve výši 2 %. Průměrná sazba z vkladů domácností dosáhla 1,1 %. Sazby z podnikových vkladů setrvávaly na nižší úrovni (0,4 %).

Reálné klientské úrokové sazby[49] v průběhu druhého čtvrtletí 2012 klesly, resp. prohloubily své záporné hodnoty v souvislosti s nárůstem očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v květnu dosáhly 3,9 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,7 % (Graf III.5.19).

GRAF III.5.19

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

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



III.5.4 Měnový kurz

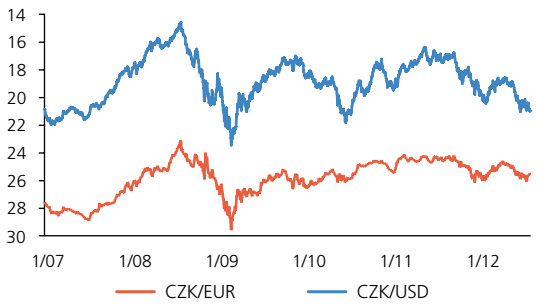
Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2012 hodnoty 25,3 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení o 3,9 % a mezičtvrtletní oslabení o 0,7 % (Graf III.5.20). Trend posilování koruny vůči euru, který byl patrný od počátku letošního roku, se v polovině dubna zastavil a koruna začala opět oslabovat z hodnot kolem 24,6 CZK/EUR až na cca 25,9 CZK/EUR koncem června. Vrátila se tak k úrovním, na nichž se pohybovala koncem minulého roku. V první polovině července koruna postupně mírně posílila až na 25,4 CZK/EUR. Bez ohledu na červencovou korekci patřilo oslabování koruny ve sledovaném období (od počátku druhého čtvrtletí 2012 do poloviny července) mezi volně směnitelnými měnami k nejvýraznějším (po rumunském lei).

Koruna, podobně jako většina evropských měn s výjimkou britské libry, ve druhém čtvrtletí výrazně oslabovala vůči americkému dolaru vlivem opětovné eskalace dluhové krize v Evropě. Vzrostly zejména obavy o schopnost Španělska a Itálie financovat nadále své vládní dluhy prostřednictvím finančních trhů a výrazně se zvýšila nedůvěra ve španělský bankovní sektor. Oslabování koruny vůči euru bylo zřejmě způsobeno obavami trhů z vysoké závislosti české ekonomiky na klesající evropské poptávce. Vysvětlením oslabování koruny vůči dalším regionálním

GRAF III.5.20

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Ve druhém čtvrtletí 2012 koruna vůči euru i dolaru oslabila



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

měnám (polskému zlotému a maďarskému forintu) s méně příznivými fundamentálními charakteristikami (jako jsou vnější a vnitřní nerovnováha, devizové rezervy, stav bankovního sektoru apod.) je zřejmě záporný úrokový diferenciál. Vliv ostatních domácích faktorů na kurzový vývoj zůstával ve sledovaném období marginální.

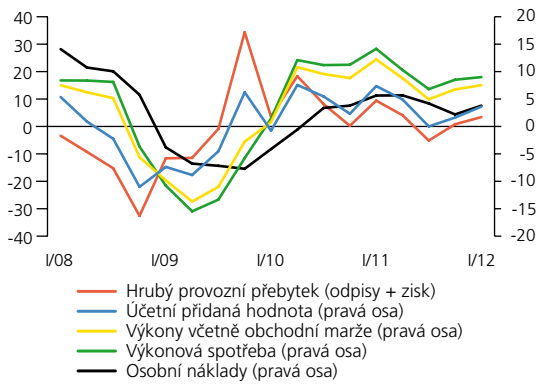
Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2012 činil 19,7 CZK/USD, což představovalo oslabení o 16,7 % meziročně a 3,1 % mezičtvrtletně. Trend oslabování koruny vůči dolaru je patrný od září loňského roku, kdy koruna oslabila z hodnot kolem 16,5 CZK/USD až na cca 20,3 CZK/USD ke konci roku 2011. Poté koruna spolu s dalšími evropskými měnami posílila až na 18,5 CZK/USD koncem března 2012 vlivem poklesu averze k riziku na finančních trzích v souvislosti s masivním dodáním likvidity evropským bankám ze strany ECB. Odeznění tohoto vlivu však vedlo k opětovnému postupnému oslabování koruny až na 20,7 CZK/USD koncem druhé červencové dekády.

Graf III.5.21

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

V prvním čtvrtletí 2012 došlo ke zlepšení hlavních ukazatelů hospodaření

(meziroční změny v %)



Tab. III.5.2

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Pokračoval růst materiálové náročnosti a pokles mzdové náročnosti výkonů

(meziroční změny v %)

	1. čtvrtletí 2011	1. čtvrtletí 2012	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč)[a)]	1 305,6	1 403,8	7,5
Osobní náklady (mld. Kč)	190,4	197,6	3,8
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	947,4	1 032,6	9,0
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	358,2	371,2	3,6
Tržby (mld. Kč)	1 664,7	1 800,3	8,2
	v %	**v %**	**Meziroční změny v p.b.**
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě[a)]	53,1	53,2	0,1
Podíl výkonové spotřeby na výkonech[a)]	72,6	73,6	1,0
Podíl osobních nákladů na výkonech[a)]	14,6	14,1	-0,5
Podíl přidané hodnoty na výkonech[a)]	27,4	26,4	-1,0

a) propočet ČNB

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**[50] došlo v prvním čtvrtletí 2012 ke zlepšení hlavních sledovaných ukazatelů. Zrychlení tempa meziročního růstu tržeb a výkonů přispělo k zesílení růstu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.21). Příznivěji se vyvíjel v prvním čtvrtletí i hrubý provozní přebytek (meziročně růst o 3,4 %), i když osobní náklady zrychlily ve srovnání s předchozím čtvrtletím svůj růst výrazněji než celkové výkony.

V prvním čtvrtletí 2012 byl růst výkonů nadále doprovázen výraznějším růstem výkonové spotřeby, což se projevilo v meziročním zvýšení **materiálové náročnosti výkonů**[51] (o 1 procentní bod, Tab. III.5.2). Oproti předchozímu čtvrtletí byl její nárůst mírnější, což se také příznivě projevilo v růstu přidané hodnoty a hospodářského výsledku. Za tímto vývojem stál především pokračující – ale zpomalující – růst dovozních cen energetických surovin, jejichž dopad na vývoj materiálové náročnosti výkonů byl nejvíce patrný v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu.

Mzdová náročnost výkonů[52] naopak dále meziročně klesala (o 0,5 procentního bodu, Tab. III.5.2), i když mírněji než ve čtvrtém čtvrtletí 2011. Přispělo k tomu již zmíněné zřetelné zrychlení dynamiky růstu osobních nákladů, které bylo doprovázeno méně výrazným zrychlením růstu výkonů.[53] Ke zrychlení růstu osobních nákladů přitom došlo v prvním čtvrtletí při poklesu počtu zaměstnanců a současném zrychlení růstu průměrné mzdy z důvodů blíže rozvedených v kapitole III.4.

50 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2012 přes 9,3 tis. nefinančních podniků.
51 Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.
52 Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.
53 Meziroční růst osobních nákladů zrychlil v prvním čtvrtletí 2012 oproti čtvrtému čtvrtletí 2011 o 1,6 procentního bodu, zatímco u výkonů to bylo o 0,8 procentního bodu.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci[54]) ukazují obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. Stejně jako v roce 2011 byl v porovnání se širším segmentem podniků zaznamenán rychlejší růst jak výkonů a výkonové spotřeby, tak i celkových tržeb. Zaměstnanost rovněž zpomalila, avšak ještě si udržela mírný růst.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Finanční toky podniků a domácností byly v prvním čtvrtletí 2012 poměrně významně ovlivňovány vedle transakčních faktorů i netransakčními vlivy.[55] Růst **vnějšího financování** podniků v prvním čtvrtletí 2012 překmitl do meziročního poklesu v rozsahu 3,6 % (Graf III.22). K tomu přispíval propad dluhových cenných papírů, kotovaných akcií a ostatních závazků při téměř nulovém růstu úvěrů. Klesaly dlouhodobé úvěry při zrychlení dynamiky krátkodobých úvěrů. Celkové financování podniků, zahrnující navíc vlastní jmění v podobě nekotovaných akcií a jiných účastí, se v prvním čtvrtletí rovněž snížilo, a to o 2,1 %. Zpomalování růstu vnějšího financování bylo v posledních čtvrtletích ovlivňováno zejména ostatními závazky souvisejícími s časovým nesouladem mezi transakcemi a platbami, obchodní úvěry přitom slabě rostly. Podíl tržního financování podniků realizovaného prostřednictvím cenných papírů na vnějším financování se nadále pohyboval na úrovni cca 19 %. Poměr dluhového financování podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění poklesl ze 102 % na 99 % v důsledku snížení dluhu a naopak mírného růstu vlastního jmění.

Slabá meziroční dynamika **celkových podnikových úvěrů** odrážela nižší růst úvěrů od domácích bankovních institucí i od ostatních (nebankovních) finančních institucí, téměř neměnné úvěry ze zahraničí a mírný pokles úvěrů od tuzemských nefinančních podniků (Graf III.5.23).[56]

Finanční investice podniků se v prvním čtvrtletí rovněž meziročně snížily, a to o 5 %. V jejich struktuře poklesly vlivem přecenění investice do dluhových cenných papírů a účastí. Naopak dynamika likvidních finančních aktiv podniků ve formě oběživa a vkladů zrychlila. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se výrazněji nezměnil (cca 21 %).

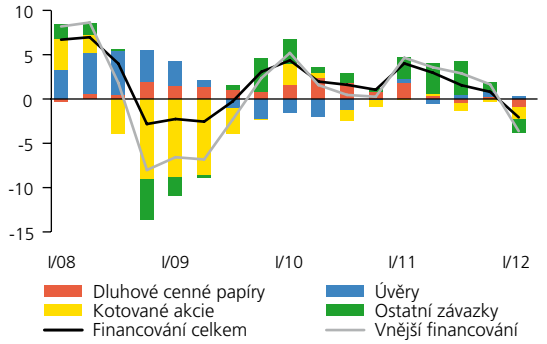
Z hlediska finanční pozice přetrvával poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP v prvním

54 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2012 téměř 1,7 tis. nefinančních podniků.
55 Současně s publikováním údajů finančních účtů za první čtvrtletí 2012 byla provedena revize údajů za čtvrté čtvrtletí 2011.
56 Hlavní část úvěrů podniky čerpaly od domácích bank (56 %), menší část od ostatních (tj. nebankovních) finančních institucí (13 %), ze zahraničí (19 %) a od ostatních (tj. nefinančních) podniků (12 %).

Graf III.5.22

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

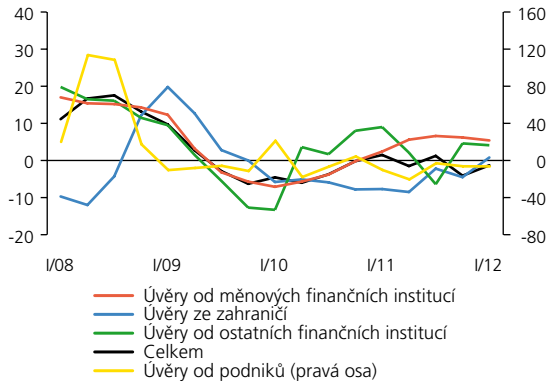
Celkové finanční závazky podniků poklesly
(příspěvky na vnějším financování v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.5.23

DOMÁCÍ A ZAHRANIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

Růst celkových úvěrů od domácích a zahraničních subjektů byl téměř nulový
(meziroční změny v %)



Tab. III.5.3

FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Pohotová likvidita i solventnost podniků se meziročně snížila

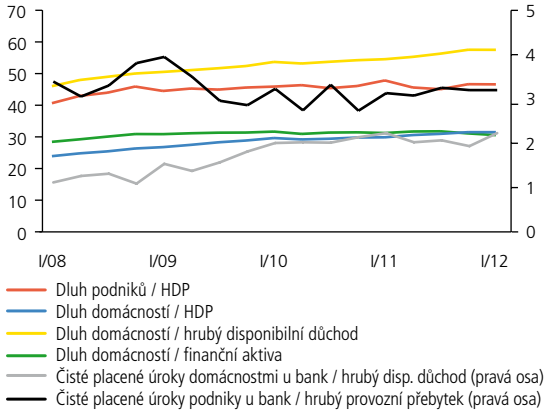
	II/11	III/11	IV/11	I/12	I/12
Podniky celkem [a)]	Meziroční změny v %				Stav v mld. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti)	2,1	-1,4	-0,6	-1,5	4 100,8
Úvěry	-1,5	1,2	2,0	0,8	1 507,6
Dluhové cenné papíry	4,9	-6,4	2,8	-13,4	273,5
Kotované akcie	2,1	-7,2	-1,7	-9,4	632,1
Ostatní závazky	7,1	7,9	2,2	-3,4	2 326,9
Financování celkem [1)]	3,0	1,6	0,8	-2,1	8 208,9
Finanční aktiva	2,7	2,5	-2,4	-5,0	4 514,1
Podniky celkem [a)]	Meziroční změny v p.b.				Indikátory v %
Pohotová likvidita [2)]	6,0	15,4	6,1	-10,9	159,0
Solventnost [3)]	-1,2	-2,2	-5,1	-3,8	109,9
Finanční páka [4)]	0,7	4,3	-2,1	-3,2	110,1

a) propočet ČNB
1) finanční závazky celkem
2) krátk. fin. aktiva / krátk. fin. závazky (dluhové cenné papíry a úvěry)
3) finanční aktiva celkem / závazky bez účastí
4) finanční aktiva celkem / emitované účasti

Graf III.5.24

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

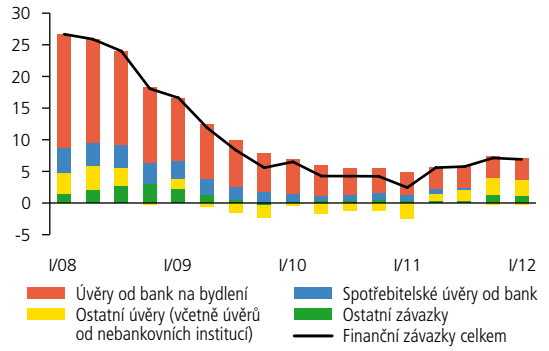
Poměry dluhu podniků a domácností k HDP se výrazněji neměnily, úrokové zatížení domácností vzrostlo
(v %)



Graf III.5.25

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

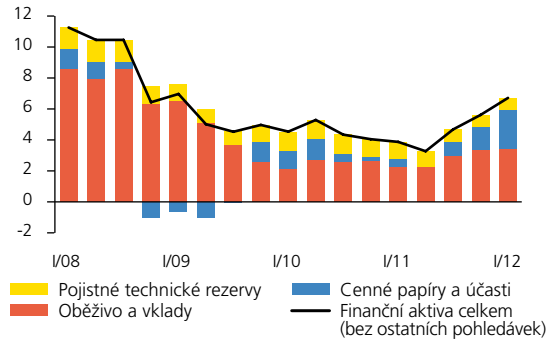
Růst celkového financování domácností slabě zpomalil
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Graf III.5.26

FINANČNÍ INVESTICE DOMÁCNOSTÍ

Finanční aktiva domácností rostla, jejich vyšší dynamika byla dána zejména vlivem přecenění
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, bez ostatních pohledávek)



Poznámka: Finanční investice uvedené v grafu nezahrnují ostatní pohledávky související obvykle s časovým nesouladem mezi danou transakcí a platbou. Důvodem je metodická změna jejich vykazování od prvního čtvrtletí 2012 v sektoru živnostníků.

čtvrtletí na úrovni cca 47 %. V eurozóně se tento poměr od roku 2010 postupně snížil na 78 %. Úrokové zatížení čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů k hrubému provoznímu přebytku podniků v ČR se rovněž nezměnilo (3,2 %; Graf III.5.24). Čisté úrokové platby se po předchozím zvýšení pohybují v blízkosti svého dlouhodobého průměru.

Finanční indikátory nefinančních podniků ukazují meziroční pokles pohotové likvidity v důsledku výraznějšího růstu krátkodobých závazků oproti aktivům. Solventnost a finanční páka rovněž klesaly (Tab. III.5.3). Finanční problémy podniků jsou však dle konjunkturálního šetření ČSÚ ve srovnání s počátkem roku 2009 značně nižší (viz kapitola III.3).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (hrubými úsporami, tj. zisky a odpisy) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) se snížil, ale zůstal v prvním čtvrtletí kladný a na roční bázi ve vztahu k hrubé přidané hodnotě dosáhl 0,4 %. Snížily se investice a v menší míře i hrubé úspory podniků.

Meziroční růst celkového **financování domácností** od bank a nebankovních institucí se v prvním čtvrtletí 2012 slabě snížil na 6,9 % (Graf III.5.25). V poměru k nominálnímu hrubému disponibilnímu důchodu zadluženost domácností po předchozím zvyšování přetrvávala na úrovni cca 58 % (v eurozóně tento poměrový ukazatel rovněž stagnoval ve výši necelých 100 %). Poměr dluhu domácností k HDP se v ČR vyvíjel obdobně jako předchozí poměr a ve vztahu k finančním aktivům se nepatrně snížil, v obou případech se pohyboval mírně nad 30 % (v eurozóně dosahoval tento poměr ve vztahu k HDP cca 66 %). Úrokové zatížení domácností v čistém vyjádření po předchozím poklesu vzrostlo na 2,2 % vlivem zvýšení placených úroků (Graf III.5.24).

Solventnost (vyjádřená poměrem finančních aktiv k závazkům) i pohotová likvidita domácností (měřená poměrem vybraných krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým úvěrům) na agregované úrovni oproti předchozímu čtvrtletí meziročně vzrostly. **Dluhové zatížení splátkami úvěrů** (jistiny a úroků) ve vztahu k čistému peněžnímu příjmu (měsíční průměr na osobu) se v prvním čtvrtletí oproti předchozímu období zvýšilo o 0,7 procentního bodu na 6 %. Podle nových údajů statistiky rodinných účtů ČSÚ o rozdělení domácností dle příjmových skupin dluhové zatížení v roce 2011 oproti roku 2008 nejvíce vzrostlo u domácností v nejnižších příjmových decilech a u nejvyššího příjmového decilu.

Dynamika růstu **finančních investic domácností** (bez ostatních pohledávek) se v prvním čtvrtletí zvýšila na 6,7 % (Graf III.5.26). Rostl příspěvek investic do cenných papírů ovlivněný především přeceněním nekotovaných akcií. Hlavní příspěvek k růstu finančních aktiv domácností měly nadále investice do oběživa a vkladů, jejich příspěvek

společně s investicemi do pojistných technických rezerv se však výrazněji neměnil. Struktura finančních aktiv zůstala rovněž bez výraznějších pohybů.[57]

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve druhém čtvrtletí 2012 **nabídkové ceny starších bytů** dle údajů ČSÚ vzrostly již druhé čtvrtletí po sobě především kvůli poměrně výraznému nárůstu těchto cen v Praze (mezičtvrtletně o 4,5 %). Od konce roku 2011 tak narostly již o 8,5 %. Meziročně pak poprvé od počátku roku 2009 nabídkové ceny v Praze překmitly do růstu (o 7,8 %; Graf III.5.27). Alternativní zdroje dat však takto rychlé růsty cen nepotvrzují; například dle Institutu regionálních informací ceny bytů v Praze dále klesaly. Pokračoval i pokles nabídkových cen bytů v ČR bez Prahy (mezičtvrtletně o 0,8 %, meziročně o 4,1 %).

Naopak **realizované ceny starších bytů** z údajů daňových přiznání, u kterých ČSÚ celkově mírně snížil jejich odhady za první pololetí 2011[58] a nově publikoval odhady za druhé pololetí, rostly v roce 2011 mimo Prahu rychleji než v hlavním městě. Na konci roku 2011 se nicméně meziroční růst v obou regionech sblížil a je jen mírně kladný (Graf III.5.27). Vývoj realizovaných cen získaných na základě šetření ČSÚ v realitních kancelářích[59] potvrzuje pochybnosti o rychlém růstu cen nemovitostí v prvním pololetí 2012. Nové údaje za první čtvrtletí 2012 ukazují pro Prahu meziroční pokles cen starších bytů o 3,1 % a nových bytů o 2,6 %. Ceny starších bytů v ČR mimo Prahu pak meziročně klesly o 5,0 %.

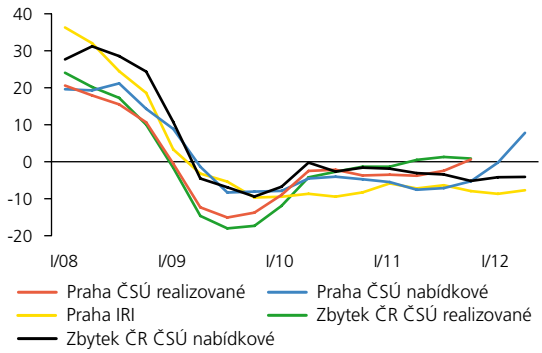
Nárůst nabídkových cen bytů není rovněž v souladu s obnoveným poklesem **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně poklesl o 11,7 %. Počet řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty se přitom snížil ještě výrazněji (Graf III.5.28). Po dvou letech nárůstů došlo ve druhém čtvrtletí také k poklesu počtu nově poskytnutých hypoték na koupi nemovitosti (údaje Fincentrum Hypoindex; viz také kapitola III.5.2). Oproti tomu ale rostl počet prodaných bytů v developerských projektech v Praze ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně o 17,2 % (údaje společnosti Ekospol za projekty s více než 50 byty), kde se zatím příliš neprojevuje předpokládaný efekt předzásobení vlivem zvýšení DPH na nové nemo-

Graf III.5.27

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve druhém čtvrtletí 2012 nabídkové ceny bytů v Praze meziročně vzrostly, alternativní ukazatele však výrazné oživení nenaznačují

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

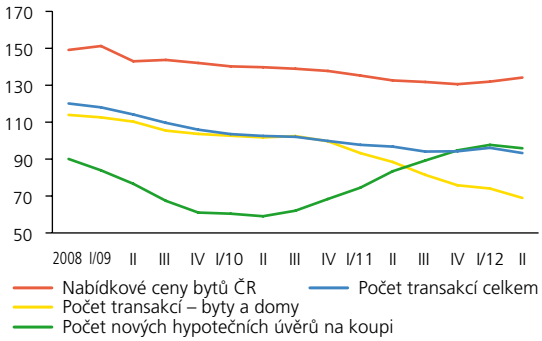


Graf III.5.28

POČTY TRANSAKCÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Došlo k obnovení poklesu počtu transakcí na nemovitostním trhu

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



57 Oběživo a vklady tvoří 55 % finančních aktiv, dluhové cenné papíry 2 %, účasti 21 %, účasti v investičních fondech 4 %, v penzijních fondech 6 %, rezervy v pojišťovnách 8 % a ostatní aktiva 4 %.

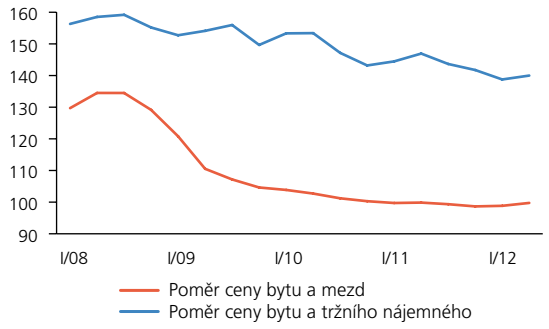
58 Za ČR celkem pokles o 0,1 %, za Prahu pokles o 0,7 %, naopak za ČR bez Prahy zvýšení o 0,1 %.

59 Tyto ceny se odlišují od indexu realizačních cen založeného na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitostí, který je zdrojem dat pro Graf III.5.27. Jednak jsou publikovány s menším zpožděním, jednak šetření zahrnuje navíc i informace o cenách nových bytů. Na druhou stranu však šetření ČSÚ nepokrývá transakce s nemovitostmi mimo realitní kanceláře, ceny nejsou dostupné v tak podrobném členění a v delší časové řadě (nejstarší údaje jsou z roku 2008).

Graf III.5.29

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

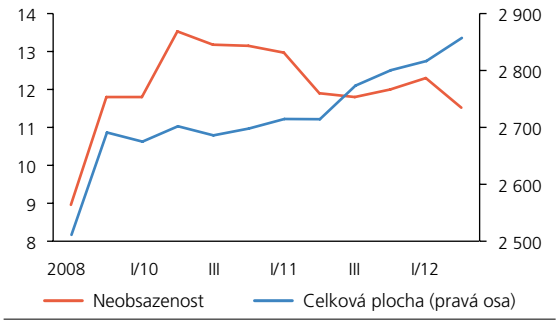
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se mírně zvýšily, zůstávají však na nízkých hodnotách
(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



Graf III.5.30

SITUACE NA KANCELÁŘSKÉM TRHU

Pokračovalo obnovení nové nabídky kancelářských ploch, míra jejich neobsazenosti ale klesla
(neobsazenost v %, plocha v tis. m², zdroj: Jones Lang LaSalle, Prague Research Forum)



vitosti od počátku letošního roku. Na druhou stranu však roste počet již dokončených neprodaných bytů v těchto projektech (mezičtvrtletně o 6,2 %).

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se ve druhém čtvrtletí 2012 mírně zvýšily. Jak **podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income), tak **podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) narostly mezičtvrtletně o 0,9 % (Graf III.5.29). Oba indexy však zůstávají na relativně nízkých hodnotách, a neindikují tak žádné riziko nadhodnocení cen nemovitostí. Jako nejpravděpodobnější scénář vývoje realizačních cen nemovitostí se tak pro nejbližší období i nadále jeví jejich mírný pokles, resp. stagnace, především v návaznosti na utlumený vývoj domácí ekonomické aktivity.

Po oživení v **sektoru komerčních nemovitostí** v roce 2011 došlo v prvním čtvrtletí 2012 ke zbrzdění růstu objemu celkových investičních transakcí. Poptávka po pronájmech však zůstala na poměrně vysokých hodnotách. U kanceláří hrubá poptávka za první pololetí 2012 dosáhla 150,2 tis. m², což je pouze o 12,8 % méně než v rekordním prvním pololetí 2011 a o 54 % více než ve stejném období roku 2010. Došlo však k opětovnému nárůstu podílu renegociací (z 29,7 % za rok 2011 na 43,2 % za první pololetí 2012). Čistá poptávka ale zůstala i nadále kladná (85,9 tis. m² za první pololetí 2012), takže navzdory obnovenému nárůstu nové výstavby (76,2 tis. m²) míra neobsazenosti poklesla od konce roku 2011 o 0,5 procentního bodu na 11,5 %. Od svého maxima z poloviny roku 2010 je pak nižší o cca 2 procentní body (Graf III.5.30). U ostatních typů komerčních nemovitostí míra neobsazenosti naopak narostla, například u průmyslových a logistických prostor ze 6,7 % ke konci roku 2011 na 7,3 % ke konci prvního čtvrtletí 2012.[60]

60 Ve srovnání s rekordně vysokým druhým čtvrtletím 2009 je zde však míra neobsazenosti stále nižší o výrazných 11,5 procentního bodu.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2012 byl charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, spojený s růstem přebytku obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl nicméně z větší části kompenzován vývojem schodku bilance výnosů v důsledku růstu nákladů na výnosy z přímých investic. V rámci finančního účtu dosáhly nejvyššího přebytku portfoliové investice vlivem emise vládních dluhopisů na zahraničních trzích. Jejich přebytek spolu s čistým přílivem přímých investic a kladným saldem transakcí s finančními deriváty byl však téměř kompenzován čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným zejména růstem krátkodobých depozit a úvěrů měnových finančních institucí v zahraničí.

III.6.1 Běžný účet

V prvním čtvrtletí 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 35,5 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zvýšení o téměř 13 mld. Kč. K růstu celkového přebytku přispěl pouze vývoj obchodní bilance (Graf III.6.1). Roční klouzavý schodek běžného účtu v poměru k HDP se třetí čtvrtletí v řadě snižoval a dosáhl 2,5 %.

Přebytek **obchodní bilance** se v prvním čtvrtletí 2012 meziročně zvýšil o více než 33 mld. Kč na 66,9 mld. Kč. Růst obchodního přebytku téměř zcela souvisel s vývojem v reálném vyjádření. Přestože se meziroční tempo růstu vnější poptávky ve srovnání s předchozím čtvrtletím nezměnilo, nominální růst vývozu zboží zrychlil a jeho meziroční tempo dosáhlo téměř 11 %. Růst vývozu byl významně ovlivněn meziročním oslabováním kurzu koruny a dobrou konkurenceschopností některých strojírenských oborů. Dovoz zboží rostl obdobným tempem jako v předchozím čtvrtletí (o necelých 6 %). Efekt oslabování kurzu koruny, vysoké dovozní náročnosti vývozu a vysokých cen energetických vstupů, působící směrem k růstu dovozu, byl kompenzován prohlubujícím se poklesem celkové domácí poptávky. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku opět nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí 2012 pokračoval meziroční růst přebytku z předchozího čtvrtletí, který za duben až květen dosáhl 9,5 mld. Kč.

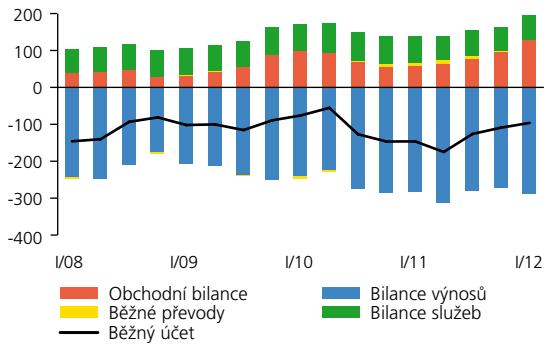
V prvním čtvrtletí 2012 se přebytek **bilance služeb** meziročně mírně snížil na 13 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílely dílčí bilance cestovního ruchu a dopravy, jejichž přebytky se v důsledku rychlejšího růstu příjmů než výdajů meziročně mírně zvýšily (především vlivem bilance pracovních cest a silniční dopravy). Ostatní služby zaznamenaly naopak schodek, který byl zapříčiněn výrazným schodkem dílčí položky obchodní operace se zbožím. Přechod ostatních služeb z přebytku do schodku současně nejvýrazněji ovlivnil meziroční vývoj celkového přebytku.

Oproti přebytkové výkonové bilanci dosáhla **bilance výnosů** schodku 45,6 mld. Kč, který se meziročně prohloubil o více než 17 mld. Kč. Rozhodující složku celkové bilance nadále představoval schodek dílčí

Graf III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

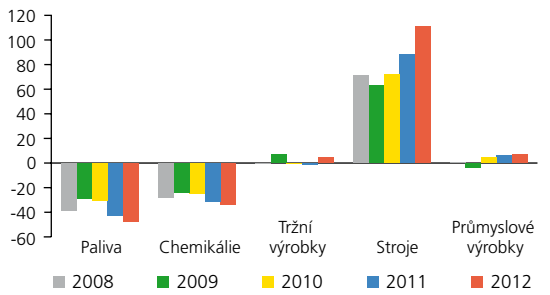
Schodek běžného účtu se v prvním čtvrtletí 2012 snížil vlivem rostoucího přebytku obchodní bilance
(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



Graf III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

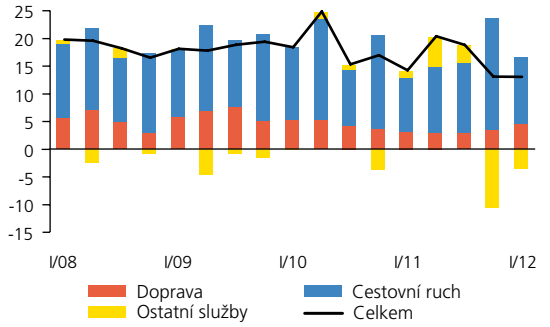
Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním čtvrtletí 2012 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku skupiny strojů
(kumulace od počátku roku v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)



Graf III.6.3

BILANCE SLUŽEB

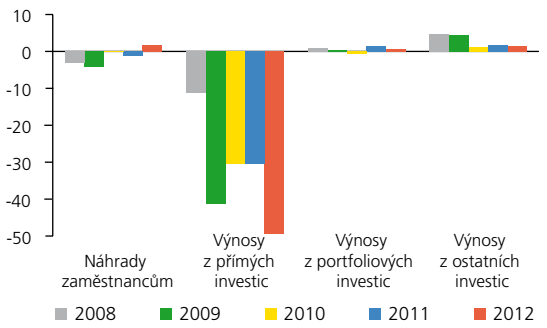
K přebytku bilance služeb v prvním čtvrtletí 2012 přispěly bilance cestovního ruchu a dopravy
(v mld. Kč)



Graf III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

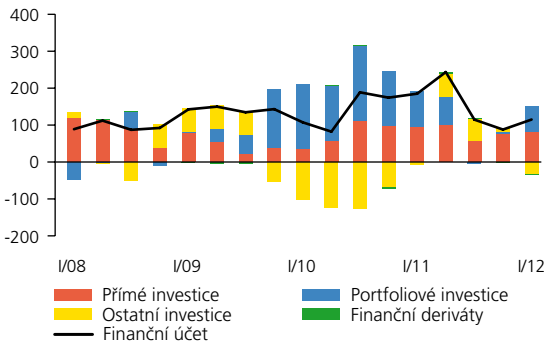
V rámci bilance výnosů došlo v prvním čtvrtletí 2012 zejména ke zvýšení schodku výnosů z přímých investic
(kumulace od počátku roku v mld. Kč)



Graf III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

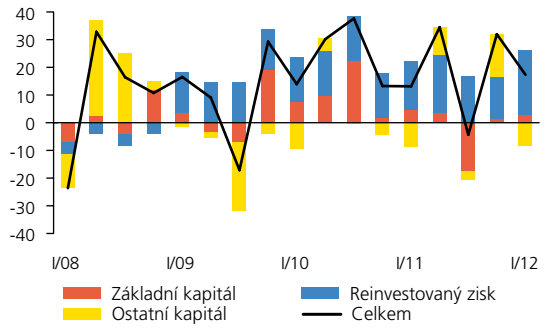
Přebytek finančního účtu se v prvním čtvrtletí 2012 zvýšil především vlivem výrazného růstu čistého přílivu portfoliových investic
(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



Graf III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

Čistý příliv přímých investic byl v prvním čtvrtletí 2012 především důsledkem zisku reinvestovaného v ČR
(v mld. Kč)



bilance výnosů z přímých investic (-49,4 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR a dále s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům. Rovněž meziroční prohloubení celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno zvýšením schodku výnosů z přímých investic, a to především v důsledku vyšších vyplacených dividend. Výnosy z portfoliových investic a výnosy z ostatních investic, zahrnující výnosy z devizových rezerv ČNB a úroky z bankovních depozit, skončily naopak mírnými přebytky. Mírného přebytku dosáhly i náhrady zaměstnancům.

Běžné převody zaznamenaly v prvním čtvrtletí 2012 jen mírný přebytek 1,3 mld. Kč, který se meziročně o 2 mld. Kč snížil. Přebytek vládních převodů dosáhl 6 mld. Kč a téměř zcela vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU (6,2 mld. Kč). Ve velkém rozsahu byl však kompenzován schodkem převodů ostatních sektorů. Meziroční pokles celkového přebytku souvisel především s vyššími vládními odvody do rozpočtu EU.

III.6.2 Kapitálový účet

Nepatrným přebytkem (0,6 mld. Kč), který se meziročně téměř nezměnil, skončil rovněž **kapitálový účet**. Při absenci kapitálových převodů s institucemi EU byl celkový přebytek především spojen s čistým příjmem z obchodování s emisními povolenkami.

III.6.3 Finanční účet

V prvním čtvrtletí 2012 skončil **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) mírným přebytkem 2,2 mld. Kč, souvisejícím zejména s čistým přílivem portfoliových a přímých investic, a dále s přebytkem u finančních derivátů. Jejich souhrnný přebytek byl však téměř vyvážen čistým odlivem ostatních investic.

Přímé investice dosáhly v prvním čtvrtletí 2012 přebytku 17,3 mld. Kč (Graf III.6.6), který se v meziročním srovnání v důsledku rychlejšího přílivu investic do ČR než jejich odlivu do zahraničí zhruba o 4 mld. Kč zvýšil. Celkový hrubý příliv dosáhl 26,3 mld. Kč a byl spojen především s předpokládanou výší reinvestovaného zisku. Rovněž jeho meziroční zvýšení souviselo s růstem hodnoty reinvestovaného zisku (na téměř 29 mld. Kč).[61] Reinvestovaný zisk představoval také nejvýznamnější složku přímých investic tuzemských podniků v zahraničí. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) především do výroby motorových vozidel. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do dřevařského průmyslu, výroby papíru a tisku.

61 Zčásti ke zvýšení hrubého přílivu přispěla i meziroční změna v úvěrových vztazích, kdy tuzemské dceřiné podniky poskytly svým zahraničním mateřským společnostem méně finančních zdrojů než v loňském roce.

Také **portfoliové investice** skončily – podobně jako v předchozím čtvrtletí – čistým přílivem, a to ve výši 25,3 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operaci představovala v prvním čtvrtletí 2012 emise vládních dluhopisů na zahraničních trzích, kdy nákupy zahraničních investorů dosáhly 45 mld. Kč. Emise vládních dluhopisů současně nejvýrazněji přispěla k meziroční změně toků portfoliových investic, která přesáhla 65 mld. Kč. K mírnému navýšení držby cenných papírů nerezidenty došlo i v případě tuzemských akcií. Celkové nákupy převážily rovněž v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory. Byly spojeny hlavně s navýšením držby dluhopisů, zatímco zájem o nákup akcií byl relativně mírný.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 3,3 mld. Kč a meziročně se téměř nezměnilo.

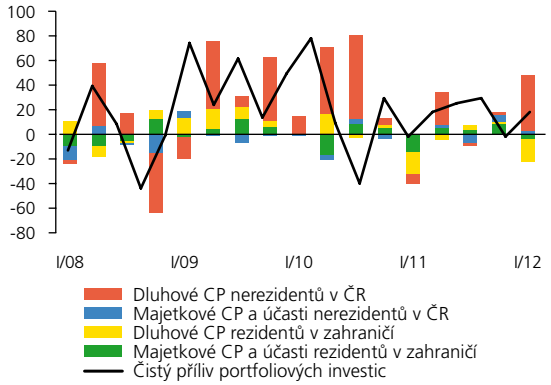
U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán čistý odliv zdrojů v rozsahu 43,7 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru podniků (-24,6 mld. Kč) v souvislosti s poskytnutými vývozními úvěry do zahraničí. Čistý odliv kapitálu, spojený s vysokým růstem krátkodobých depozit a úvěrů v zahraničí, zaznamenal dále sektor měnových finančních institucí. Mírným schodkem souvisejícím se splátkami zahraničních úvěrů, zejména od EIB, skončily i ostatní investice v sektoru vlády. Výrazné meziroční prohloubení celkového schodku ostatních investic v prvním čtvrtletí 2012 bylo spojeno hlavně se změnou krátkodobé pozice měnových finančních institucí.

Ke konci druhého čtvrtletí 2012 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 799,1 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o téměř 2 mld. Kč, které bylo ovlivněno zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření naopak ve stejném období klesly o 3,8 mld. USD na 39,2 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly téměř 42 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci prvního čtvrtletí 2012.

Graf III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

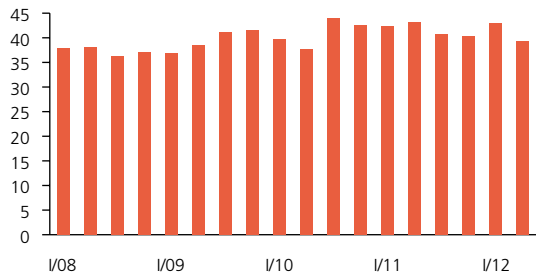
V prvním čtvrtletí 2012 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu hlavně vlivem zahraniční emise vládních dluhopisů
(v mld. Kč)



Graf III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve druhém čtvrtletí 2012 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření snížily
(v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

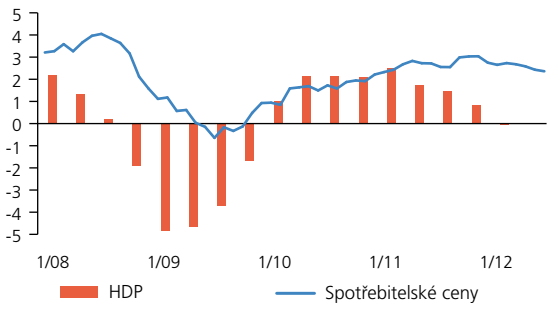
Výhled hospodářského růstu eurozóny se dále zhoršil, zejména pro rok 2013, kdy se po letošní mírné recesi očekává jen slabé oživení. Z důvodu utlumené spotřebitelské poptávky se začala zhoršovat ekonomická situace i v USA. Inflace spotřebitelských cen klesá za Atlantikem rychleji, neboť v Evropě proti poklesu cen energií působí zvyšování nepřímých daní a slábnoucí kurz eura. Společná evropská měna oslabovala zejména v průběhu května, kdy se vyostřila finanční a politická situace v jižních zemích eurozóny. Zhoršené ekonomické výhledy spolu s posilujícím americkým dolarem vedly ke značnému poklesu cen ropy a průmyslových surovin v průběhu druhého čtvrtletí 2012. Na konci června přinesl částečné uklidnění na finanční i komoditní trhy vrcholný summit EU. Po něm cena ropy částečně zkorigovala předchozí propad. Riziko pro inflaci však v současnosti představují především vysoké ceny potravinářských komodit.

III.7.1 Eurozóna

Graf III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Růst HDP v prvním čtvrtletí 2012 dále zpomalil, inflace se ve druhém čtvrtletí snižovala
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



V prvním čtvrtletí 2012 **HDP eurozóny** mezičtvrtletně stagnoval, po 0,3% poklesu v předchozím čtvrtletí[62]. K tomuto vývoji přispěl hlavně přechod spotřeby domácností od snižování ke stagnaci. Pokles fixních investic se naproti tomu prohloubil. Meziročně se tempo hospodářského růstu dále snížilo z 0,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011 na stagnaci v prvním čtvrtletí letošního roku (Graf III.7.1), zejména v důsledku zhoršeného vývoje fixních investic i zásob.

Ve druhém čtvrtletí by se podle červencového CF měl meziroční pokles ekonomické aktivity prohloubit na -0,5 %. Tomu nasvědčuje propad průmyslové výroby a maloobchodního obratu za první dva měsíce druhého čtvrtletí (v průměru o 2,6 %, resp. o 2,5 %) a stagnace indexu PMI v průmyslu na nízké úrovni 45,1 %. Nezaměstnanost se v květnu dále zvýšila na 11,1 %.

Pro celý letošní rok červencový CF očekává snížení HDP o 0,5 % a přechod ke slabému růstu ve stejném rozsahu v roce 2013. Proti dubnovému CF nová prognóza představuje zhoršení výhledu zejména pro příští rok. Týká se to hlavně hlubšího poklesu investic a průmyslové výroby. Zhoršil se také odhad budoucího vývoje nezaměstnanosti. Nejistotu prognózy zvyšuje zejména vývoj v některých zemích jižní části eurozóny. V Řecku sice 17. června vyhrály volby politické strany uznávající platnost dohod s „Troikou“ (MMF, EK, ECB), ale jejich dodržení je i pro novou vládu velmi obtížné, a tak již požádala o dvouletý posun termínu pro splnění některých závazků. Kypr požádal 25. června o finanční pomoc pro celou ekonomiku. Jeho žádosti bude pravděpodobně vyhověno. Odhaduje se, že rozsah pomoci nepřesáhne 10 mld. EUR.

V červnu **meziroční inflace v eurozóně** stagnovala na úrovni 2,4 % a v průměru se ve druhém čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí snížila

62 Na rozdíl kapitol I a II, kde je vývoj v eurozóně uváděn v efektivním vyjádření, v této části je popsán prostřednictvím údajů oficiálně publikovaných Eurostatem a národními statistickými úřady.

o 0,2 procentního bodu s výhledem na další pokles, hlavně díky zpomalujícímu růstu cen energií. Červencový CF očekává pokles inflace na 2 % na konci letošního roku a její snížení pod tuto úroveň od prvního čtvrtletí 2013.

Na konci června **ECB** rozhodla ještě více zmírnit své požadavky na kolaterál přijímaný proti úvěrům, které poskytuje obchodním bankám. Banka tak umožní použít širší škálu cenných papírů krytých hypotékami. Na zasedání 5. července pak Rada guvernérů snížila základní měnověpolitickou sazbu ECB o 0,25 procentního bodu na 0,75 % a depozitní sazbu na 0 %. Důvodem bylo očekávané ekonomické oslabení v eurozóně v letošním roce s výhledem na jen velmi mírné oživení v příštím roce. Také inflační tlaky v eurozóně jsou podle Rady nadále slabé, což potvrzuje i nízký meziroční růst agregátu M3 (o 2,9 %) a úvěrů soukromému sektoru (o 0,4 %).

Na konci června se v Bruselu konal **klíčový summit zemí EU**. Na něm se politici dohodli, že bude ustanoven centralizovaný bankovní dohled pro země eurozóny a převeden pod odpovědnost ECB. Po jeho vzniku bude možné rekapitalizovat ohrožené banky přímo z nového záchranného fondu ESM (Evropský stabilizační mechanismus), aniž by se zvyšovalo zadlužení příslušné země eurozóny. Tento fond však zatím nebyl ustaven, neboť jej ještě neschválily všechny země. Proto španělské banky obdrží zatím pomoc z dočasného fondu EFSF (Evropský fond finanční stability), který potřebné prostředky půjčí španělské vládě. Fond ESM nebude mít v případě bankrotu přednost před ostatními věřiteli, neboť by to mělo negativní dopad na standardně vydávané dluhopisy. Fondy EFSF a ESM budou dle závěrů summitu nakupovat dluhopisy ohrožených zemí na jejich primárním i sekundárním trhu, přičemž nákup cenných papírů určité země nesmí překročit jednu pětinu celkového již vydaného dluhu. Kromě toho bude přijat Prorůstový pakt, který zahrne opatření na podporu hospodářského růstu v rozsahu 120 mld. EUR (1 % HDP EU).

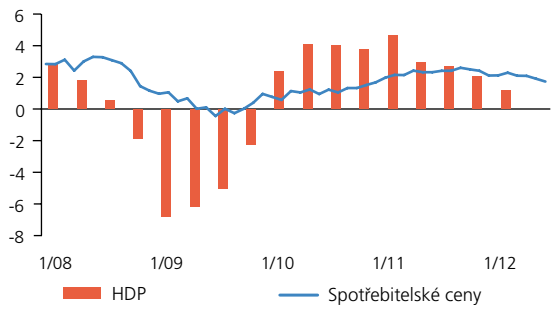
Dne 9. července se konala **schůzka Euroskupiny** (Eurogroup), kde ministři financí zemí eurozóny udělili svůj souhlas s tím, aby Španělsko obdrželo do konce července pro banky 30 mld. EUR. To o pomoc požádalo 25. června, ale zatím přesně nevyčíslilo celkovou částku, kterou bude pro své ohrožené banky potřebovat. Ministři také souhlasili s tím, aby se termín pro dodržení 3% hranice deficitu státního rozpočtu Španělska posunul o 12 měsíců, tedy do roku 2014.

Po mezičtvrtletním poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 o 0,2 % vykázala **německá ekonomika** v dalším čtvrtletí růst o 0,5 %. Návrat na růstovou trajektorii podpořil především čistý vývoz. Domácí poptávka působila na ekonomiku spolkových zemí v souhrnu mírně negativně v důsledku poklesu fixních investic a zásob, který jen částečně kompenzovaly mírným nárůstem spotřeba domácností a vlády. Meziroční růst HDP o 1,2 % (Graf III.7.2) byl tažen především domácí poptávkou, kterou podpořila příznivá situace na trhu práce. Přestože nezaměstnanost zůstává nadále nízká (v červnu 6,6 %), meziroční pokles jak průmyslové výroby, tak nových průmyslových zakázek signalizuje zpomalování ekonomické aktivity v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí letošního roku.

Graf III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Ekonomický růst zpomaluje, inflace se snížila pod 2 %
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Nejnovější **předstihové ukazatele** za červen a červenec rovněž naznačují slabší výkonnost ekonomiky; indikátory Ifo a ZEW pokračují v poklesu, PMI v průmyslu a kompozitní indikátor OECD zůstávají pod dlouhodobým průměrem. Avšak pro celý rok se výhled ekonomické aktivity zlepšil. Červencový CF zvýšil oproti dubnové předpovědi odhad ekonomického růstu v roce 2012 o 0,2 procentního bodu na 0,9 %. Příznivější jsou také nové výhledy Deutsche Bundesbank a MMF, které očekávají 1% růst německé ekonomiky. Rizika nenaplnění prognózy podle těchto institucí spočívají především v zasažení Německa možným zesílením evropské dluhové krize reálnými a finančními kanály.

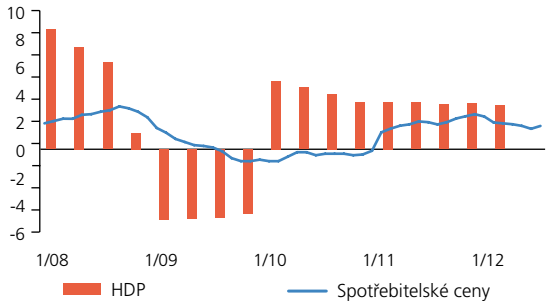
Meziroční **inflace v červnu** dle národního CPI zpomalila o 0,2 procentního bodu na 1,7 %. Její pokles oproti květnu o 0,1 procentního bodu byl ovlivněn snížením cen ropných produktů. Červencový CF snížil svůj výhled inflace pro letošní rok na úroveň 2,0 %. To je v souladu s novými předpověďmi Deutsche Bundesbank a MMF, podle nichž zůstane inflace v rozmezí 1,9 až 2,1 %.

V prvním čtvrtletí 2012 došlo na **Slovensku** k mírnému zpomalení mezičtvrtletního růstu HDP z 0,8 % na 0,7 % zejména kvůli přechodu fixních investic z růstu do poklesu. Také **meziroční tempo růstu HDP** se snížilo (o 0,4 procentního bodu na 3 %; Graf III.7.3). I v tomto případě bylo zpomalení ovlivněno nižším růstem investic. Také pro druhé čtvrtletí lze očekávat určité zmírnění tempa ekonomického růstu. Růst průmyslové výroby v dubnu oslabil, stejně jako dynamika maloobchodního obratu za duben a květen. Míra nezaměstnanosti se již třetí měsíc udržuje na hodnotě 13,6 % a oproti předchozímu čtvrtletí se snížila v průměru o 0,1 procentního bodu. Přes hospodářské oslabení ale bude Slovensko i ve druhém čtvrtletí patřit mezi nejrychleji rostoucí země eurozóny. Za celý letošní rok by slovenská ekonomika měla podle červnového CF vzrůst o 1,9 %, přičemž oproti dubnovému CF byla prognóza zvýšena o 0,8 procentního bodu. Pro příští rok ponechal červnový CF svou predikci téměř beze změny na úrovni 2,4 %.

Graf III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

HDP si v prvním čtvrtletí 2012 udržel stabilní tempo růstu, inflace od začátku roku poklesla
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Slovenská **inflace** se v červnu vrátila po poklesu v květnu zpět k dubnové úrovni 3,7 %, ale i tak se ve druhém čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí snížila o 0,4 procentního bodu zejména díky pomalejšímu růstu cen energií. Podle červnového CF se slovenská inflace bude v průběhu druhé poloviny letošního roku dále snižovat a za celý rok 2012 by neměla překročit 3 %. Pro příští rok se očekává její další pokles o 0,2 procentního bodu na 2,8 %.

III.7.2 Spojené státy

Mezičtvrtletní **tempo růstu HDP v USA** během prvního čtvrtletí 2012 zpomalilo na 1,9 % (v anualizovaném vyjádření), meziroční růst HDP naopak mírně zrychlil a dosáhl 2 % (Graf III.7.4). Růst byl tažen především soukromou spotřebou, vývozem a investicemi do bytové výstavby. Naopak příspěvek vládních výdajů byl záporný, a také nárůst dovozu přispěl ke zpomalení růstu HDP. Ze složek HDP nejvíce zpomalily investice do soukromých zásob a fixní investice.

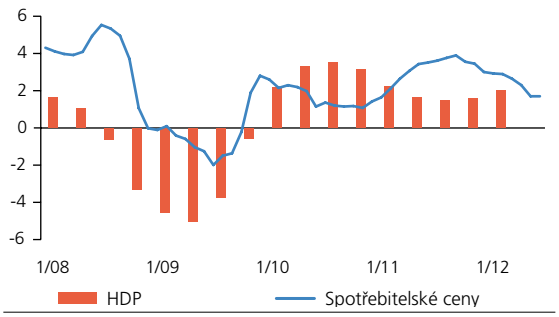
Indikátory za druhé čtvrtletí 2012 ukazují na další oslabení růstu americké ekonomiky jak z důvodu nižší zahraniční, tak i domácí poptávky. Průmyslová výroba v červnu po květnovém poklesu sice vzrostla, ale celkově její tempo ve druhém čtvrtletí zpomalilo na 0,5 %. Nezaměstnanost se v květnu mírně zvýšila na 8,2 % a růst počtu pracovních míst mimo zemědělství ve druhém čtvrtletí zpomalil. Poptávka po nových domech se i nadále mírně zotavuje. Maloobchodní tržby v červnu nominálně klesaly třetí měsíc v řadě, což bylo částečně způsobeno i snížením výdajů na pohonné hmoty díky levnější ropě. Spotřebitelskou poptávku tlumí v letošním roce jen mírně rostoucí disponibilní důchod, který v předchozích třech čtvrtletích roku 2011 klesal. Také nejistota ohledně fiskální situace (týkající se výše daní, vládních výdajů a především hrozby včasného nenavýšení dluhového stropu vlády) přispívá k horší spotřebitelské náladě. Index spotřebitelské důvěry (University of Michigan) se pohybuje nejníže za posledních 7 měsíců, a také další předstihové indikátory ukazují na zhoršení ekonomického klimatu. Predikce Fedu, MMF a CF byly mírně revidovány směrem dolů.

Meziroční **růst spotřebitelských cen a cen výrobců** ve druhém čtvrtletí 2012 zpomaloval díky klesajícím cenám energií. Růst spotřebitelských cen bez započtení cen potravin a energií v červnu dosáhl 2,2 %, zatímco celková inflace (1,7 %) byla pod cílem. Fed i nadále udržuje základní úrokovou sazbu na úrovni 0–0,25 % a zopakoval, že v tomto rozmezí se sazba bude pohybovat nejméně do konce roku 2014. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů během druhého čtvrtletí klesaly téměř k 1,5 %, zčásti kvůli vývoji rizikové averze a zčásti kvůli operaci Twist, jejíž trvání Fed na červnovém zasedání prodloužil. CF očekává v roce 2012 inflaci spotřebitelských cen v USA na úrovni cíle (2 %).

GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

V prvním čtvrtletí 2012 meziroční růst HDP zrychlil při klesající inflaci
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

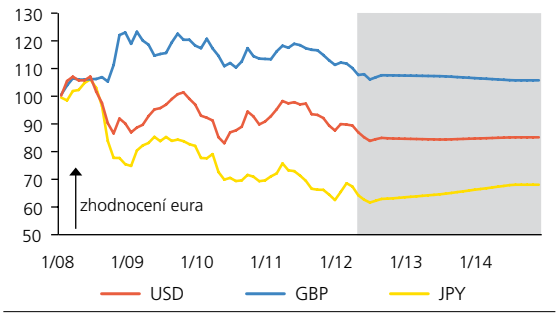
Kurz eura vůči hlavním světovým měnám v důsledku nejistoty ohledně politické a ekonomické situace v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2012 dále oslabil (Graf III.7.5). Dubnové snížení ratingu Španělska a politická nestabilita v Řecku vzbudily obavy o schopnost tamějších vlád zlepšit stav jejich veřejných financí. V červnu se plně projevily problémy ve Španělsku (ztráty komerčních bank, předlužené španělské regiony) a zvýšil se tlak na řešení situace bankovního sektoru eurozóny. To nakonec vedlo evropské politiky k návrhu nových opatření ve formě bankovní unie či možnosti finanční pomoci bank přímo ze záchranných fondů EMU. Na konci června bylo nuceno Španělsko požádat o finanční pomoc pro domácí bankovní sektor a kurz eura se dostal až na 1,24 USD/EUR, což je meziroční oslabení o více než 14 %. Oslabení eura vůči britské libře bylo nižší (10 % meziročně), neboť i v Británii panují obavy, do jaké míry se dluhová krize projeví na tamní ekonomice. Vůči japonskému jenu bylo euro na konci června slabší meziročně o více než 15 %.

V první polovině července 2012 euro vůči hlavním měnám dále oslabovalo a ve druhém červencovém týdnu dosáhlo vůči americkému dolaru dvouletého minima. Nově zveřejněné makroekonomické údaje

GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

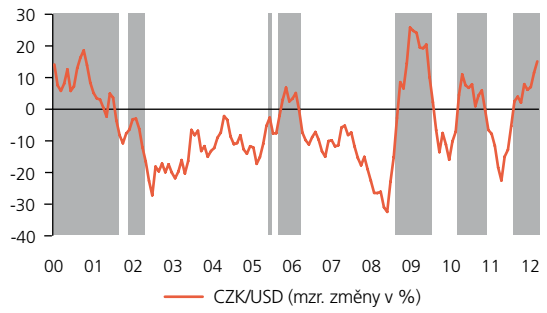
V dvouletém horizontu by euro mělo posílit jen vůči japonskému jenu
(leden 2008 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



Graf 1 (Box)

VÝVOJ KURZU KORUNY VŮČI AMERICKÉMU DOLARU

Oslabování koruny vůči dolaru v posledních třech letech bylo doprovázeno posílením dolaru vůči euru
(meziroční změny v %, zdroj: výpočet ČNB na základě dat Datastream)

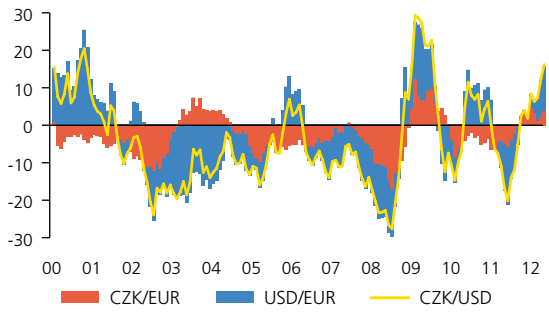


Poznámka: Měsíční průměry, šedě jsou označena období posílení dolaru vůči euru. Kladná hodnota znamená meziroční oslabení koruny.

Graf 2 (Box)

PŘÍSPĚVKY K MEZIROČNÍM ZMĚNÁM KURZU CZK/USD

V některých obdobích se kurz CZK/EUR vyvíjel vůči CZK/USD protisměrně
(zdroj: výpočet ČNB na základě dat Datastream)

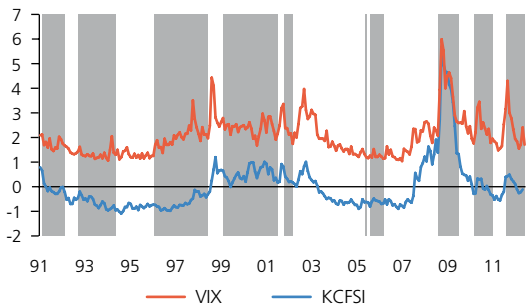


Poznámka: Měsíční průměry, kladná hodnota znamená meziroční oslabení koruny.

Graf 3 (Box)

FINANČNÍ STRES V USA A OBDOBÍ POSÍLENÍ KURZU USD/EUR

V období finančního stresu dolar vůči euru posiloval
(zdroj: výpočet ČNB na základě dat Datastream)



Poznámka: Týdenní průměry, VIX – CBOE Volatility Index, KCFSI – Kansas City Financial Stress Index; šedě jsou označena období posílení dolaru vůči euru.

potvrzují výrazné zpomalení růstu v eurozóně. Evropská centrální banka přistoupila ke snížení základní úrokové sazby o 0,25 procentního bodu na rekordní minimum 0,75 % a depozitní sazba byla snížena na 0 %.

Červencový CF očekává až do poloviny roku 2014 setrvání kurzu eura kolem hodnoty 1,25 USD/EUR a teprve poté by mělo podle dlouhodobé předpovědi začít jeho pozvolné posilování. Vůči japonskému jenu by euro v následujících dvou letech mělo posilovat, naopak znehodnocení se očekává vůči britské libře.

BOX 2
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty

Cílem boxu je ukázat míru symetričnosti pohybů mezi kurzy CZK/EUR a CZK/USD vzhledem k vývoji měnového páru USD/EUR, včetně faktorů stojících za těmito pohyby.

V posledním období dochází k oslabování koruny vůči americkému dolaru (Graf 1) při současném posílení dolaru vůči euru. Pokud rozložíme meziroční změny v kurzu CZK/USD na příspěvek změn v kurzu USD/EUR a CZK/EUR, hlavní podíl na oslabení koruny vůči dolaru má právě posílení dolaru vůči euru (Graf 2). Koruna navíc aktuálně oslabila i vůči euru, což platilo i v některých jiných obdobích, např. na vrcholu finanční krize. Na druhou stranu lze identifikovat i několik období, kdy se kurz CZK/EUR vyvíjel vůči CZK/USD protisměrně.

Možným vysvětlením pro období posílení dolaru může být nárůst rizikové averze ve světě za předpokladu, že dolar je považován za bezpečnou měnu (tzv. „safe haven" status). Při zvýšené rizikové averzi investoři preferují bezpečná aktiva ve velmi likvidních měnách jako např. švýcarský frank či japonský jen, případně komodity. Pokud se možnost výnosnosti investic do těchto bezpečných měn omezí (např. zavedení stropu na kurz švýcarského franku či japonské intervence v roce 2011), zájem o americký dolar jako velmi likvidní a kredibilní alternativu roste.[63]

Existuje řada indikátorů averze k riziku, které jsou velmi blízké měřítkům finančního stresu[64]. Globální indikátor, který by reflektoval složení portfolia mezinárodních investorů, však k dispozici není, proto je nejistota aproximována ukazatelem finančního stresu v USA. Jeho vývoj do značné míry odráží globální

63 Z literatury vyplývá, že v době nejistoty posiluje zejména švýcarský frank a japonský jen, a to i vůči americkému dolaru. Přesto dolar stále funguje jako druhá nejlepší volba v době nejistoty, a to zejména vůči měnám rozvíjejících se ekonomik, více viz Marion Kohler, 2010. "Exchange rates during financial crises," BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, March.

64 Jejich přehled je například podán v Coudert, Virginie & Gex, Mathieu, 2008. "Does risk aversion drive financial crises? Testing the predictive power of empirical indicators", Journal of Empirical Finance, Elsevier, vol. 15(2), pages 167–184, March.

sentiment, když se zejména od roku 2009 podstatně zvýšil přenos finančního stresu mezi zeměmi.

Především v posledních třech letech lze pozorovat, že nárůst stresu je doprovázen posílením dolaru vůči euru, což podporuje tezi o bezpečném „dolarovém" přístavu (Graf 3). Finanční stres ale má vliv také na měnový pár CZK/EUR. Jak naznačuje Graf 4, při mírném zvýšení stresu v eurozóně[65] koruna vůči euru posiluje, zatímco prudké zvýšení stresu vyvolá oslabení koruny. Při mírném stresu může koruna reagovat jako regionálně bezpečná měna, ale při krizi dochází k odlivu kapitálu do zahraničí, tj. do bezpečných světových měn. Proto může v určitých obdobích koruna oslabovat vůči euru i dolaru současně, což lze pozorovat od začátku dluhové krize v eurozóně.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent prudce klesala prakticky po celé druhé čtvrtletí 2012. Ze 125 USD/barel na počátku dubna se propadla ve druhé polovině června až pod 90 USD/barel (Graf III.7.6). To byla nejnižší hodnota od prosince 2010 a po jejím dosažení se cena ropy zhruba na týden ustálila. Na konci června se však posunula strmě vzhůru a během pouhých tří dnů vzrostla až k hladině 100 USD/barel, kde setrvávala v první dekádě července a poté dále mírně rostla. Průměrná **korunová cena ropy** vrcholila v březnu 2012 (14,7 Kč/l) a od té doby poklesla cca o 2 Kč/l. Ve druhé polovině letošního roku by se meziroční dynamika korunových cen měla při mírně klesajícím trendu pohybovat kolem nuly, když nízké světové ceny ropy budou kompenzovány slabým kurzem koruny k dolaru (Graf III.7.7).

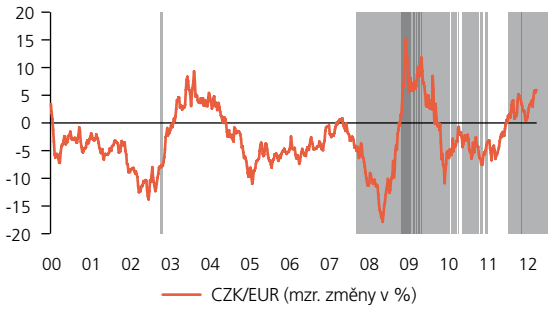
Nárůst těžby v Saudské Arábii a zhoršení globálního výhledu, zejména v důsledku ekonomického vývoje v periferních zemích eurozóny, byly **hlavní faktory, které tlačily cenu ropy dolů** v dubnu. Na počátku května se cenový pokles ještě urychlil, když horší než očekávaná data po Evropě a USA přicházela i z Číny. Velký podíl na poklesu cen ropy (i ostatních komodit) hrál i posilující dolar, když euro negativně reagovalo zejména na zhoršující se politický vývoj v Řecku a později na zhoršení ratingu španělských bank agenturou Moody's. Rychlý pokles ceny ropy pak pokračoval i v červnu, během něhož se v Evropě dále prohlubovaly problémy španělského bankovního sektoru a posléze zhoršený výhled, tentokrát pro americkou ekonomiku, zveřejnil Fed. Prodejní tlak na komoditních trzích zvyšovaly hedgeové fondy a další institucionální investoři, kteří se zbavovali svých dlouhých pozic na trzích termínovaných kontraktů (viz BOX 3) v situaci, kdy růst globálních zásob ropy signalizoval dostatečný přísun ropy na trh.

65 Podrobnější informace o indikátoru finančního stresu v eurozóně lze nalézt v Globálním ekonomickém výhledu, srpen 2011, ČNB str. 20–21.

Graf 4 (Box)

MEZIROČNÍ ZMĚNA KURZU CZK/EUR A OBDOBÍ FINANČNÍHO STRESU V EUROZÓNĚ

Vysoký stres v eurozóně vyvolává oslabení koruny vůči euru
(zdroj: výpočet ČNB na základě dat Datastream)

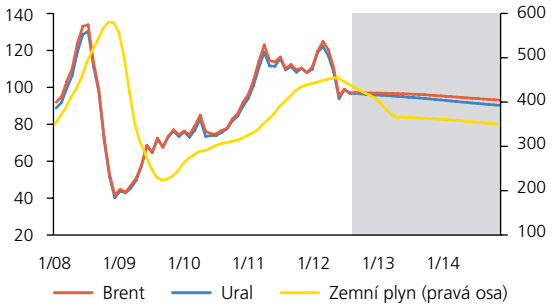


Poznámka: Šedá zóna – stres v eurozóně; týdenní průměry. Kladná hodnota znamená meziroční oslabení koruny vůči euru.

Graf III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

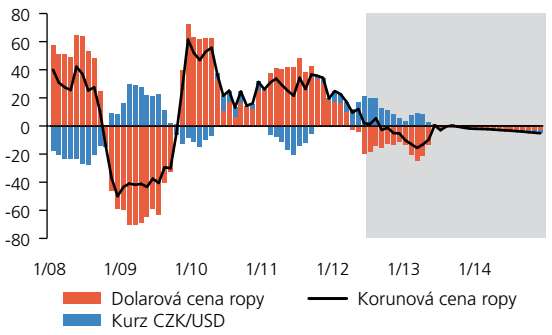
Cena ropy Brent v průběhu druhého čtvrtletí 2012 poklesla pod hranici 100 USD/barel
(ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m³ – pravá osa, zdroj: MMF, Bloomberg)



Graf III.7.7

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Ve druhé polovině letošního roku bude vliv nižších světových cen ropy na dynamiku jejích korunových cen kompenzován slabým kurzem koruny k dolaru
(ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



Obrat ve vývoji přinesl až vrcholný summit EU na konci června, kde se politici dohodli zejména na stimulaci evropské ekonomiky a mechanismu podpory bankovního sektoru. Výsledky summitu byly přijaty překvapivě pozitivně a přinesly na trhy nový optimismus a zájem o riziková aktiva. Cenu ropy zároveň podpořila stávka norských těžařů a opětovné úvahy Íránu o blokádě Hormuzského průlivu. Ukázalo se rovněž, že růst průmyslových zásob ropy a ropných produktů v zemích OECD se v červnu podle předběžných dat IEA zastavil a na trhy se začali vracet spekulativní obchodníci.

Tržní výhledy na základě futures kontraktů na ropu Brent vycházející z hodnot k datu průzkumu červencového CF znázorňuje Graf III.7.6. Klesající sklon futures křivky se oproti minulé prognóze značně zmírnil, což ukazuje na v současnosti dostatečně zásobený trh s ropou. Cena by tak pozvolna měla klesat k hodnotě 93 USD/barel na konci roku 2014. Přes zdánlivě poklidný scénář očekávaného cenového vývoje je však v současnosti nejistota předpovědi značně vysoká. O tom svědčí mimo jiné obrovský rozptyl předpovědí renomovaných institucí. Ty se pohybují aktuálně v intervalu od cca 50 USD/barel do 150 USD/barel podle toho, zda analytici akcentují více zpomalení globální ekonomiky nebo spíše nestabilní politickou situaci na Blízkém východě.[66]

EIA měří nejistotu budoucího vývoje cen ropy (WTI) pomocí implikované volatility odvozené z cen opčních kontraktů. Ta na počátku června značně vzrostla. Rostoucí prémie na prodejní opce a jejich zvyšující se počet relativně k nákupním opcím pak svědčí o tom, že se zvyšují obavy spíše z poklesu ceny ropy. Rozložení pravděpodobnosti na základě červnových výpočtů EIA předpokládá, že cena zářijového kontraktu na ropu WTI by se měla pohybovat v rozmezí 60 až 110 USD/barel. To aktuálně odpovídá intervalu pro cenu ropy Brent cca 75 až 125 USD/barel. Střed tohoto intervalu je v souladu s cenou, kterou většina zemí kartelu OPEC (včetně Saudské Arábie) v současnosti považuje za optimální. Jejich obchodní strategie tak bude rovněž usměrňovat cenu ropy směrem k této hodnotě. Potenciálním rizikem však je relativně nízká rezervní kapacita kartelu, neboť kvůli embargu na íránskou ropu zůstane část těžebních kapacit nevyužita.

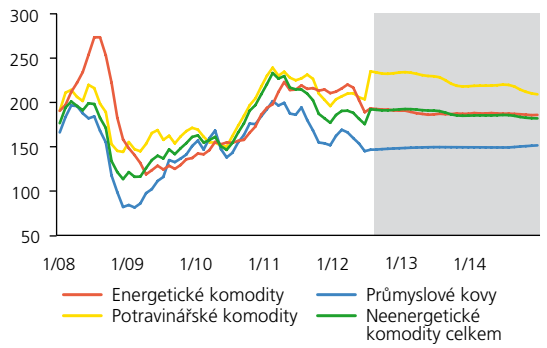
Index cen neenergetických komodit ve druhém čtvrtletí 2012 klesal zejména zásluhou snižování cen průmyslových kovů (Graf III.7.8). Jejich ceny sice v současnosti stagnují, ale od poloviny června začaly prudce růst ceny potravinářských komodit, neboť kvůli extrémně suchému a horkému počasí v USA je ohrožena úroda tamních obilnin, kukuřice a sóji. Kvůli suchu se očekává i nižší úroda obilí v Rusku a na Ukrajině. Celkový index se tak vrátil zpět na březnovou úroveň.

Graf III.7.8

CENY KOMODIT

Index cen neenergetických komodit ve druhém čtvrtletí 2012 klesal zásluhou cen průmyslových kovů. Prudký růst cen potravinářských komodit jej však vrátil zpět na březnovou úroveň

(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).

66 Velký rozptyl je však částečně dán i různým datem vzniku jednotlivých prognóz.

BOX 3
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit

Cílem tohoto boxu je analýza faktorů ovlivňujících ceny komodit za posledních 15 let, včetně hypotézy o možném rostoucím vlivu finančních institucí na komoditní trhy. Na termínovaných trzích komodit lze přibližně od roku 2004 pozorovat oproti předchozímu vývoji výrazný nárůst počtu otevřených obchodovaných pozic[67] (v průměru o 270 %) napříč celým spektrem komodit (Graf 1). Z hlediska investorů byl výrazný přesun peněžních prostředků patrný zejména u velkých finančních institucí a dlouhodobě orientovaných komoditních fondů[68] (Graf 2), které investují do široké škály komoditních futures kontraktů a následně vytvářejí tzv. komoditní koše obsahující různá portfolia z vybraných druhů komodit.[69]

Většina komoditních fondů v očekávání dlouhodobého růstu cen drží dlouhé pozice. Jelikož každý futures kontrakt je časově omezen, dochází k pravidelnému „rolování", tzn. že aktuálně splatné futures kontrakty jsou ještě před expirací prodány a nahrazeny kontrakty s delší splatností. Jak lze pozorovat na Grafu 1, rolování kontraktů ve větším měřítku začalo právě od roku 2004. Fyzické množství cukru, kukuřice, kávy a dalších komodit se však na rozdíl od počtu otevřených pozic exponenciálně nezvyšovalo. Fondy obchodované na burze (ETFs) zpřístupňují investování do komodit i malým investorům tím, že snižují jejich náklady na obchodování a finanční páku. Drobní investoři tak mohou ve větším množství participovat na vývoji cen komodit nákupem podílů nebo akcií daného fondu.

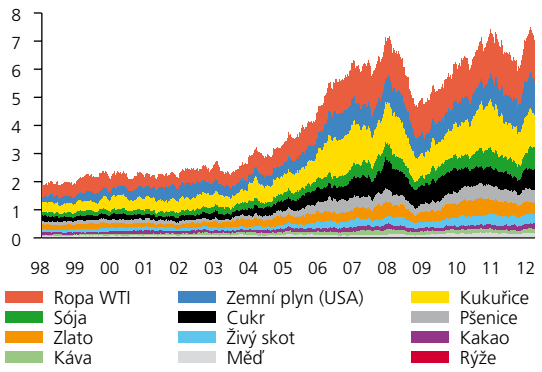
Významnou roli v růstu zájmu portfolio manažerů o trhy s komoditami mohla hrát rovněž uvolněná měnová politika ve vyspělých zemích. Velmi nízké výnosy klasických finančních instrumentů a očekávaný negativní vztah mezi reálnými úrokovými sazbami a cenami komodit vedl k přesunu investičního kapitálu od finančních instrumentů s nízkým pevným úrokovým výnosem směrem ke komoditním kontraktům slibujícím potenciálně vyšší výnos. To mohlo následně skutečně vyvolat růst cen komodit. Hypotézu o rostoucím vlivu velkých finančních institucí na komoditní trhy podporuje i Graf 2, který ukazuje strukturu držených pozic futures na ropu WTI dle jednotlivých skupin účastníků na trhu. Zatímco v předchozím období měli nejvyšší podíl držených pozic na trhu s ropou WTI producenti a zpracovatelé, od roku 2004 lze pozorovat výrazný nárůst pozic bank a fondů spravujících velké objemy peněžních prostředků (tzv. velkých investorů). Drobní investoři hrají na trzích s komoditními futures okrajovou roli.

67 Pozice (kontrakty) jsou vyjádřeny v různých fyzických jednotkách. Jeden kontrakt pak vždy představuje fixní počet jednotek dané komodity (např. u ropy WTI velikost jednoho kontraktu odpovídá 1 000 barelům).
68 Blíže viz také Globální ekonomický výhled, květen 2012, ČNB, str. 12. K těmto podílovým fondům se řadí i tzv. fondy obchodované na burze (Exchange Trade Fund – ETF), jejichž portfolio může obsahovat futures kontrakty na určité komodity. Akcie takových fondů tak kopírují vývoj cen komodit obsažených v portfoliu.
69 To také částečně vysvětluje, proč nedošlo k nárůstu cen u všech komodit rovnoměrně.

Graf 1 (Box)

POČET OTEVŘENÝCH FUTURES KONTRAKTŮ DLE JEDNOTLIVÝCH KOMODIT

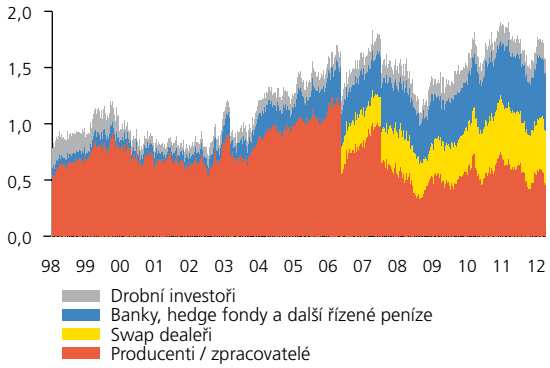
Počet obchodovaných pozic napříč celým spektrem komoditních trhů začal prudce růst od roku 2004
(v mil. kontraktů, zdroj: U.S. Commodity Futures Trading Commission – CFTC, výpočet ČNB)



Graf 2 (Box)

STRUKTURA DRŽENÝCH DLOUHÝCH A KRÁTKÝCH POZIC NA ROPU WTI DLE JEDNOTLIVÝCH SKUPIN ÚČASTNÍKŮ NA TRHU

Od roku 2004 je pozorován nárůst pozic bank a dalších finančních institucí
(v mil., zdroj: U.S. Commodity Futures Trading Commission – CFTC, výpočet ČNB)



Poznámka: Od 13. června 2006 vyčlenila CFTC z důvodu vyšší transparentnosti obchodní zprostředkovatele (swap dealery) ze skupiny „producenti/zpracovatelé" a uvádí je samostatně. U těchto zprostředkovatelů totiž není známo, pro jakého účastníka trhu a jakou stranu dané pozice obchodují a zda klient je vůbec obchodník s reálnou komoditou.

SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU

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	11
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	12
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	12
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	12
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	13
Graf	II.2.11	Průměrná nominální mzda	13
Graf	II.2.12	Prognóza růstu HDP	14
Graf	II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	14
Graf	II.2.14	Prognóza trhu práce	15
Graf	II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf	II.2.16	Nominální disponibilní důchod	16
Graf	II.2.17	Hrubá tvorba kapitálu	16
Graf	II.2.18	Reálný vývoz a dovoz	16
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	21
Graf	II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	22
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	25
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	26
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	27
Graf	III.1.2	Inflace	29
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	29
Graf	III.1.4	Struktura inflace	29
Graf	III.1.5	Ceny potravin	30
Graf	III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	30
Graf	III.1.7	HICP	31
Graf	III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	32
Graf	III.2.2	Dovozní ceny	32
Graf	III.2.3	Minerální paliva	32
Graf	III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	33

Graf	III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	33
Graf	III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	34
Graf	III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	34
Graf	III.2.8	Ostatní cenové okruhy	34
Graf	III.3.1	Hrubý domácí produkt	36
Graf	III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	36
Graf	III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	36
Graf	III.3.4	Disponibilní důchod	37
Graf	III.3.5	Míra úspor a indikátor spotřebitelské důvěry	37
Graf	III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	37
Graf	III.3.7	Investice do obydlí	38
Graf	III.3.8	Čistý vývoz	38
Graf	III.3.9	Vývoz a dovoz	39
Graf	III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	39
Graf	III.3.11	Průmyslová produkce	39
Graf	III.3.12	Nové průmyslové zakázky	40
Graf	III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	40
Graf	III.3.14	Ekonomický sentiment	40
Graf	III.3.15	Potenciální produkt	41
Graf	III.3.16	Mezera výstupu	41
Graf	III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	41
Graf	III.4.1	Indikátory trhu práce	43
Graf	III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	43
Graf	III.4.3	Míra nezaměstnanosti	44
Graf	III.4.4	Beveridgeova křivka	44
Graf	III.4.5	Vývoj produktivity v NH	45
Graf	III.4.6	Mzdová náročnost produktu	45
Graf	III.5.1	Peněžní agregáty	46
Graf	III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	46
Graf	III.5.3	Tvorba peněz	46
Graf	III.5.4	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	47
Graf	III.5.5	Úvěry podnikům a domácnostem	47
Graf	III.5.6	Úvěry a HDP	47
Graf	III.5.7	Poptávka podniků po úvěrech	48
Graf	III.5.8	Dostupnost úvěrů nefinančních podniků	48
Graf	III.5.9	Úvěry domácnostem	48
Graf	III.5.10	Nové úvěry na bydlení	49
Graf	III.5.11	Poptávka po úvěrech na bydlení	49
Graf	III.5.12	Základní sazby ČNB	50
Graf	III.5.13	Tržní úrokové sazby	51
Graf	III.5.14	Úrokové diferenciály	51
Graf	III.5.15	Výnosová křivka státních dluhopisů	51
Graf	III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	52
Graf	III.5.17	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	52
Graf	III.5.18	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	52
Graf	III.5.19	Ex ante reálné sazby	53
Graf	III.5.20	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	53
Graf	III.5.21	Základní ukazatele hospodaření	54
Graf	III.5.22	Financování nefinančních podniků	55
Graf	III.5.23	Domácí a zahraniční podnikové úvěry	55
Graf	III.5.24	Dluh a čisté úrokové platby	56
Graf	III.5.25	Financování domácností	56

Graf	III.5.26	Finanční investice domácností	56
Graf	III.5.27	Realizované a nabídkové ceny bytů	57
Graf	III.5.28	Počty transakcí na trhu nemovitostí	57
Graf	III.5.29	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	58
Graf	III.5.30	Situace na kancelářském trhu	58
Graf	III.6.1	Běžný účet	59
Graf	III.6.2	Obchodní bilance	59
Graf	III.6.3	Bilance služeb	59
Graf	III.6.4	Bilance výnosů	60
Graf	III.6.5	Finanční účet	60
Graf	III.6.6	Přímé investice	60
Graf	III.6.7	Portfoliové investice	61
Graf	III.6.8	Devizové rezervy ČNB	61
Graf	III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	62
Graf	III.7.2	HDP a inflace v Německu	63
Graf	III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	64
Graf	III.7.4	HDP a inflace v USA	65
Graf	III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	65
Graf	III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	67
Graf	III.7.7	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	67
Graf	III.7.8	Ceny komodit	68

Tab.	II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	10
Tab.	II.2.2	Prognóza vybraných veličin	17
Tab.	II.2.3	Prognóza platební bilance	17
Tab.	II.2.4	Fiskální prognóza	18
Tab.	II.4.1	Citlivostní scénář nižší zahraniční poptávky – zahraniční veličiny	23
Tab.	II.4.2	Citlivostní scénář nižší zahraniční poptávky – domácí ekonomika	24
Tab.	II.4.3	Citlivostní scénář kurzu	24
Tab.	II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	25
Tab.	II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	25
Tab.	III.1.1	Naplnění prognózy inflace	27
Tab.	III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	28
Tab.	III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	28
Tab.	III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	33
Tab.	III.3.1	Investice podle sektorů	38
Tab.	III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	44
Tab.	III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	50
Tab.	III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	54
Tab.	III.5.3	Finanční indikátory podniků	55

BIS	Bank for International Settlements
CF	Consensus Forecasts
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CP	cenné papíry
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)
CZK, Kč	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EFSF	Evropský fond finanční stability
EIB	Evropská investiční banka
EMU	Hospodářská a měnová unie
EK	Evropská komise
ERM II	Mechanismus měnových kurzů
ESA 95	Evropský systém národních účtů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
ETF	Exchange Trade Fund
EU	Evropská unie
EUR	euro
Euribor	úroková sazba evropského mezibankovního trhu
Fed	centrální banka USA
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný cenový index
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
HPH	hrubá přidaná hodnota
IEA	Mezinárodní agentura pro energii
Ifo	index podnikatelského klimatu institutu
ILO	International Labour Organization
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
IRI	Institut regionálních informací
IRS	interest rate swap (úrokový swap)
JPY	japonský jen
LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
LTRO	Long Term Refinancing Operations (dlouhodobé refinanční operace)
M1, M2, M3	peněžní agregát
MF	Ministerstvo financí
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
NH	národní hospodářství
NHPP	národohospodářská produktivita
NiGEM	National Institute's Global Econometric Model
NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
PH	pohonné hmoty
PMI	Purchasing Managers Index
PPI	ceny průmyslových výrobců
PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ZEW	Centrum evropského ekonomického výzkumu; The Centre for European Economic Research in Mannheim (německy Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung)

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 sladěnosti 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 sladěnosti 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 sladěnosti ČR s eurozónu	(příloha)	říjen 2006
Vývoj zaměstnanosti cizích státních příslušníků	(box)	leden 2007
Rozšíření jádrového predikčního modelu o vliv reálných mezd	(box)	leden 2007
Nový spotřební koš od ledna 2007	(box)	duben 2007
Financování nefinančních podniků	(box)	duben 2007
Uplatnění výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní	(box)	duben 2007
Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky	(příloha)	duben 2007
Vztah úrokových sazeb a struktury nových úvěrů na bydlení	(box)	červenec 2007
Nový přístup ČNB ke sledování inflačních očekávání domácností v České republice	(box)	červenec 2007
Příčiny, průběh a dopady současných turbulencí na světových finančních trzích	(box)	říjen 2007
Zadluženost domácností podle příjmových skupin v roce 2006 a její dopad do spotřeby	(box)	říjen 2007
Příčiny výrazného oživení růstu světových cen obilnin	(box)	říjen 2007
Fiskální opatření a jejich dopad na ekonomický vývoj v roce 2008	(box)	říjen 2007
Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2007
Změny v provádění a v komunikaci měnové politiky	(box)	I/2008
Publikování trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou a využití vějířových grafů	(box)	I/2008
Statistika čtvrtletních finančních účtů – nová statistika v ČNB	(box)	I/2008
Změny v jádrovém predikčním modelu ČNB	(box)	I/2008
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti 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 sladěnosti 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 sladěnosti 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 realitním 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 jejích 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
Revize spotřebního koše	(box)	II/2012
Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot	(box)	II/2012
Šetření úvěrových podmínek bank	(box)	III/2012
Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty	(box)	III/2012
Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit	(box)	III/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/slovnik/index.html).

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

Fiskální pozice: meziroční změna strukturálního salda vládního sektoru (v p.b.). Kladná hodnota indikuje fiskální restrikci, 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 něho vyvstává držiteli krytého dluhopisu preferenční nárok na pohledávky emitenta za hypotečními úvěry nebo úvěry veřejného sektoru a stejně tak nárok vůči emitentovi. V případě úpadku emitenta krytého dluhopisu tak má jeho držitel přednostní právo na aktiva, která jej zajišťují.

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. 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 diferenciál 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 m^2) 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 nemovitosti: ceny pocházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejblíže 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										
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
POPTÁVKA A NABÍDKA												
Hrubý domácí produkt												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 915,1	3 114,1	3 339,3	3 530,3	3 632,5	3 467,6	3 557,0	3 616,2	**3 582,7**	**3 612,5**	**3 703,3**
HDP	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	4,6	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,5	2,6	1,7	**-0,9**	**0,8**	**2,5**
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	3,1	3,0	4,4	4,1	3,0	-0,4	0,5	-0,6	**-1,5**	**0,2**	**1,4**
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	-3,3	1,6	-0,6	0,4	1,2	3,8	0,6	-1,7	**-0,6**	**-0,8**	**-0,2**
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	6,4	4,4	10,9	15,4	1,3	-20,5	5,6	-1,3	**-8,7**	**0,6**	**0,7**
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	13,2	11,8	14,2	11,2	3,6	-9,7	16,0	11,1	**7,3**	**6,0**	**9,2**
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálně, sez. očištěno	9,6	6,0	11,1	12,8	2,4	-11,4	15,7	7,5	**4,7**	**5,4**	**7,6**
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-17,7	85,2	156,4	139,3	175,1	198,7	237,8	354,7	**451,0**	**495,5**	**586,3**
Koincidenční ukazatele												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálně	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	10,3	6,5	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálně	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,1	-3,5	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálně	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,3	1,8	-	-	-
CENY												
Hlavní cenové ukazatele												
Míra inflace	%, konec období	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	-	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	**3,4**	**2,2**	**1,7**
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	**8,6**	**2,9**	**2,1**
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	**1,1**	**1,2**	**1,4**
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*	%, meziročně, průměr	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,9	**2,9**	**2,0**	**1,8**
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	**-0,1**	**0,9**	**1,3**
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	9,9	**4,6**	**-1,3**	**-0,1**
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	**2,2**	**1,4**	**1,5**
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	4,0	-0,3	0,5	3,3	1,9	2,0	-1,7	-0,8	**2,1**	**2,1**	**1,7**
Dílčí cenové ukazatele												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,5	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	**1,9**	**1,0**	**1,7**
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	20,0	**3,5**	**3,7**	**2,7**
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,3	-0,2	-0,5	-	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	32,7	42,1	18,6	12,6	34,3	-36,6	28,7	39,5	**-5,0**	**-8,7**	**-2,2**
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,4	**2,7**	**2,6**	**3,1**
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálně	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,5	**-0,6**	**0,4**	**1,5**
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,2	2,0	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	**-0,9**	**-0,4**	**0,2**
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	3,7	0,6	0,2	2,4	4,3	2,7	-3,1	0,6	**2,8**	**1,3**	**0,8**
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	1,2	-7,2	-7,2	2,4	-3,3	0,1	-7,9	0,5	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	5,1	4,6	5,6	3,5	0,8	-3,5	4,5	1,4	**-0,7**	**1,1**	**2,4**
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	**7,1**	**7,3**	**7,0**
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	%, průměr	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	8,9	**8,8**	**8,9**	**8,6**
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-82,9	-101,1	-79,2	-26,7	-85,0	-217,7	-180,7	-117,5	**-126,2**	**-94,2**	**-78,6**
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,1	**-3,3**	**-2,4**	**-1,9**
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	847,8	885,4	948,1	1 023,4	1 104,3	1 285,6	1 436,6	1 567,8	**1 691,3**	**1 784,6**	**1 863,8**
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,4	38,1	41,2	**43,9**	**45,0**	**45,0**
VNĚJŠÍ VZTAHY												
Běžný účet platební bilance												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-13,4	48,6	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	94,0	**159,9**	**190,0**	**215,0**
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4	2,5	**4,1**	**4,8**	**5,2**
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	16,6	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	66,3	**60,0**	**65,0**	**70,0**
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-147,5	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-146,6	-109,1	**-79,5**	**-55,0**	**-45,0**
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-5,0	-1,0	-2,0	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,9	**-2,1**	**-1,4**	**-1,1**
Přímé zahraniční investice												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	37,7	95,0	75,2	**80,0**	**85,0**	**90,0**
Směnné kurzy												
Kč/USD	průměr	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	**19,9**	**20,2**	**19,8**
Kč/EUR	průměr	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	**25,3**	**25,1**	**24,9**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (CPI eurozóna), průměr	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,6	-1,9	**1,9**	**-1,0**	**-0,4**
Kč/EUR	%, meziročně, reálně (PPI eurozóna), průměr	-2,9	-5,6	-1,5	-3,7	-8,7	4,1	-3,1	-2,4	**3,3**	**0,2**	**-0,3**
Ceny zahraničního obchodu												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	3,6	-1,5	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	**3,6**	**1,3**	**1,3**
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	1,6	-0,5	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	**4,7**	**-0,2**	**0,4**
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	4,0	3,4	**6,4**	**6,2**	**6,0**
2 T repo sazba	%, konec období	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	-	-	-
3 M PRIBOR	%, průměr	2,4	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	**1,0**	**0,3**	**0,4**

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši
** kalkulace ČNB
– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
878,6	887,1	893,1	898,3	902,8	905,2	904,8	903,3	896,1	901,9	892,9	891,8	894,0	899,7	906,5	912,3	917,5	922,3	927,8	935,8
0,9	3,0	3,3	3,0	2,8	2,1	1,3	0,6	-0,7	-0,4	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	1,5	2,3	2,6	2,5	2,4	2,6
0,3	0,4	0,7	0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-0,7	-2,9	-1,7	-1,0	-0,6	1,4	0,1	-0,1	-0,5	0,4	1,1	1,6	2,4
1,5	1,5	0,4	-1,1	-0,4	-1,2	-3,1	-2,1	-0,2	-0,7	-1,2	-0,4	-2,2	-0,9	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,5
-9,9	7,4	17,9	8,6	3,8	0,5	-3,8	-5,0	-5,8	-9,7	-14,3	-4,5	0,0	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
14,8	17,3	16,7	15,3	18,4	12,9	8,5	5,2	6,5	9,6	5,1	8,1	1,9	3,4	8,3	10,7	10,7	9,5	8,4	8,2
10,0	17,2	20,3	15,1	16,0	9,8	3,6	1,5	3,9	5,8	0,9	8,5	2,6	4,0	6,9	8,3	8,4	7,8	7,2	7,2
65,2	59,2	39,6	73,8	91,0	86,1	76,2	101,4	114,6	119,9	109,9	106,6	111,6	119,8	128,5	135,6	139,9	143,7	148,4	154,2
6,9	11,5	10,7	11,8	12,1	8,7	3,2	2,4	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-22,7	-8,3	-2,8	-2,1	5,9	-5,2	-9,0	-0,8	-9,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,2	2,1	1,6	1,5	5,3	1,1	0,5	0,9	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,4	3,0	2,1	2,1	2,3	2,3	1,7	1,7	1,6	1,6
0,8	2,3	3,6	3,8	4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,3	3,0	2,9	2,8	2,8	2,2	2,2	2,1	2,0
-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	1,1	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	3,6	4,5	3,5	2,5	3,2	2,4	2,3	2,3	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	2,8	1,9	-1,6	-3,5	-0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,2	1,8	1,2	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
-2,6	-1,0	-0,8	-2,4	-1,7	-1,5	-0,6	0,8	2,1	1,9	2,7	1,8	1,9	2,5	1,6	2,2	1,8	1,7	1,6	1,6
-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,3	0,9	0,1	0,5	1,4	1,8	2,0	1,7	1,5	1,5
-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	30,1	16,6	5,4	-1,9	-1,8	7,4	10,3	8,2	4,0	1,0	1,8	2,5	2,8	2,8	2,7
0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70,5	35,9	11,9	15,8	36,7	49,0	48,0	26,2	13,2	-7,2	-13,5	-11,2	-18,1	-10,4	-1,5	-1,2	-1,7	-2,2	-2,5	-2,6
2,8	3,1	2,2	0,7	2,4	2,4	2,4	2,4	3,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3
2,1	1,9	0,3	-1,4	0,7	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,9	-0,6	0,3	0,3	0,4	0,5	1,2	1,4	1,5	1,6
-3,3	-2,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-1,1	-1,1	-0,6	-0,7	-0,6	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
-3,4	-3,9	-1,7	-3,4	-0,7	1,3	0,4	1,5	3,8	1,9	2,6	3,1	1,9	2,1	0,9	0,6	0,6	0,8	1,0	0,9
-11,0	-10,4	-5,4	-5,2	-0,5	1,2	1,3	0,3	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,4	5,7	3,7	4,1	2,7	1,8	1,2	0,2	-0,6	-0,2	-0,9	-1,0	0,2	0,1	1,7	2,3	2,5	2,3	2,2	2,5
8,2	7,2	7,1	7,0	7,3	6,8	6,6	6,5	7,2	6,9	7,2	7,2	7,6	7,2	7,3	7,1	7,4	6,9	6,9	6,7
10,1	9,1	8,8	9,1	9,8	8,7	8,4	8,5	9,4	8,5	8,4	8,8	9,7	8,8	8,6	8,7	9,4	8,5	8,3	8,3
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31,0	22,9	-4,5	4,4	33,7	29,3	7,9	23,2	66,9	35,0	25,0	33,0	59,0	46,0	37,0	48,0	65,0	52,0	43,0	55,0
3,6	2,4	-0,5	0,4	3,8	3,0	0,8	2,3	7,4	3,6	2,6	3,3	6,5	4,6	3,7	4,6	6,8	5,0	4,1	5,0
18,3	24,8	15,3	16,9	14,2	20,3	18,8	13,0	13,0	18,0	17,0	12,0	13,0	19,0	19,0	14,0	14,0	20,0	21,0	15,0
22,3	-28,1	-106,4	-34,5	22,7	-56,8	-57,6	-17,4	35,5	-25,0	-73,0	-17,0	29,0	-37,0	-51,0	4,0	34,0	-39,0	-50,0	10,0
2,6	-2,9	-11,1	-3,5	2,6	-5,9	-6,0	-1,7	4,0	-2,6	-7,5	-1,7	3,2	-3,7	-5,1	0,4	3,6	-3,7	-4,8	0,9
13,9	30,2	37,6	13,3	13,1	34,5	-4,3	32,0	17,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	16,9	17,3	18,8	19,1	19,7	20,4	20,3	20,3	20,3	20,2	20,1	20,0	19,9	19,8	19,6
25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3	25,5	25,3	25,2	25,1	25,1	25,0	24,9	24,9	24,8	24,8
-6,3	-4,1	-3,2	-4,8	-5,2	-4,1	-1,0	2,6	2,0	2,9	3,6	-0,8	0,2	-0,7	-2,0	-1,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2
-5,6	-2,9	-1,0	-2,7	-4,9	-4,6	-1,8	1,9	3,0	4,4	5,1	0,8	1,2	0,5	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
-6,5	-0,3	2,2	1,0	0,8	-0,1	1,6	4,6	4,0	3,9	4,9	1,8	1,7	1,4	0,7	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3
-4,4	2,5	5,8	4,7	4,7	2,4	3,5	6,5	5,7	5,7	5,6	1,8	0,3	-0,5	-0,6	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4
2,8	4,8	4,7	3,8	3,0	2,0	3,6	4,9	6,4	6,3	6,9	5,9	5,9	6,7	5,8	6,6	6,4	6,2	5,9	5,6
1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,8	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,7

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)