

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2012

ZPRÁVA O INFLACI / IV

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.

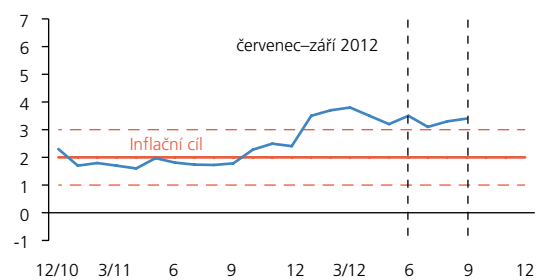
Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 8. listopadu 2012 a obsahuje informace dostupné k 19. říjnu 2012. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). 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	9
II.1 Vnější předpoklady prognózy	9
II.2 Prognóza	11
II.3 Srovnání s minulou prognózou	22
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy	25
II.4.1 Citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru	25
II.4.2 Citlivostní scénář kurzu	26
II.5 Prognózy ostatních subjektů	27
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	29
III.1 Inflace	29
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	29
III.1.2 Současný vývoj inflace	31
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	33
III.2.1 Dovozní ceny	33
III.2.2 Ceny výrobců	34
III.3 Poptávka a nabídka	37
III.3.1 Domácí poptávka	37
BOX 1 Vývoj míry úspor domácností	39
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	41
III.3.3 Nabídka	42
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	44
III.4 Trh práce	45
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	45
III.4.2 Mzdy a produktivita	46
III.5 Finanční a měnový vývoj	48
III.5.1 Peníze	48
III.5.2 Úvěry	49
III.5.3 Úrokové sazby	51
III.5.4 Měnový kurz	55
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	56
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	57
BOX 2 Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	58
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	60
III.6 Platební bilance	63
III.6.1 Běžný účet	63
III.6.2 Kapitálový účet	64
III.6.3 Finanční účet	64
BOX 3 Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	65
III.7 Vnější prostředí	67
III.7.1 Eurozóna	67
III.7.2 Spojené státy	69
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	70
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	71
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	74
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	77
POUŽITÉ ZKRATKY	78
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	79
GLOSÁŘ POJMŮ	82
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	86

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

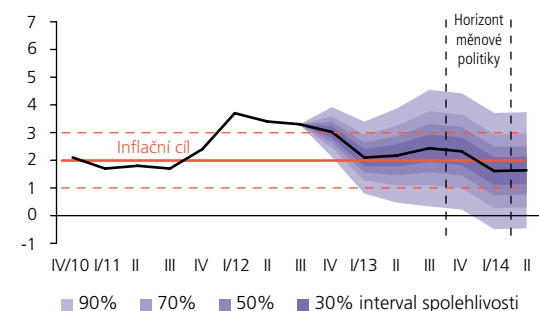
Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2012 pohybovala mírně nad horní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

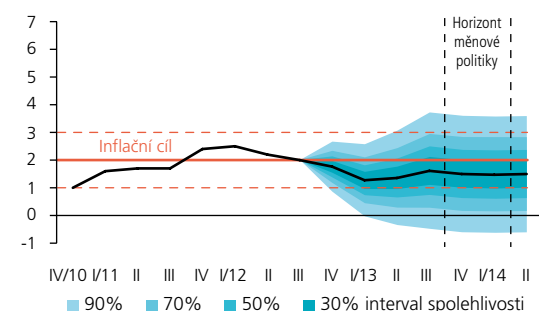
Celková inflace se bude v příštím roce v důsledku daňových změn pohybovat lehce nad cílem ČNB, po jejich odeznění klesne pod cíl
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se bude na celém horizontu, tj. i na horizontu měnové politiky, nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle
(meziroční změny v %)



I. SHRUTÍ

Český HDP ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně klesl s přispěním všech složek s výjimkou čistého vývozu. Celková inflace se pohybuje mírně nad horní hranicí tolerančního pásma, měnověpolitická inflace je na cíli ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny a postupně odeznívající růst dovozních cen a cen potravin. 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. V příštím roce reálná ekonomická aktivita ožije jen nevýrazně, HDP ztlačněji vzroste až v roce 2014. Celková inflace se v příštím roce bude pohybovat lehce nad cílem ČNB v důsledku daňových změn, po jejich odeznění klesne pod cíl. Měnověpolitická inflace se až do konce roku 2014 bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Kurz koruny vůči euru bude od počátku roku 2013 zhruba stabilní. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně klesla o 1 %, když jediným zdrojem růstu byl čistý vývoz. Příspěvky ostatních složek byly záporné, nejvíce u spotřeby domácností a investic do zásob. Ve třetím čtvrtletí 2012 prognóza předpokládá zmírnění meziročního poklesu HDP na -0,8 %.

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2012 pohybovala mírně nad horní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace byla na cíli. Zdrojem inflace jsou daňové změny a postupně odeznívající růst dovozních cen a cen potravin. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot nadále odráží protiinflační působení domácí ekonomiky.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně**¹ se ve druhém čtvrtletí 2012 snížilo na 0,7 %, jeho dynamika bude klesat až do začátku příštího roku. Podle předpokladu prognózy by v letošním ani v příštím roce neměl růst přesáhnout 1 %. Jeho kladná hodnota přitom odráží vyšší dynamiku hlavních obchodních partnerů ČR vůči průměru eurozóny, která jako celek zaznamená mírnou recesi, resp. stagnaci. Nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje očekávání dlouhodobě uvolněné měnové politiky ECB a zhoršování makroekonomického prostředí v eurozóně. To se spolu s pokračující dluhovou krizí v eurozóně odráží i ve výhledu kurzu eura vůči dolaru, který by měl opět oslabit z aktuálně silnější hodnoty. U cen ropy se předpokládá mírně klesající trajektorie ze zvýšené výchozí úrovně.

Dle prognózy celková inflace setrvá v příštím roce lehce nad inflačním cílem vlivem předpokládaného zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod. Po odeznění tohoto daňového efektu na počátku roku

¹ Efektivní ukazatele eurozóny aproximují její vliv na českou ekonomiku, podrobněji viz Glosář pojmů.

2014 se sníží mírně pod cíl (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se až do konce roku 2014, tj. i na horizontu měnové politiky, bude pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.3). Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru budou v nejbližších čtvrtletích mírné, když přechodně odezní proinflační vliv dovozních cen a tlaky z domácí ekonomiky zůstanou zhruba neutrální či lehce protiinflační. Ani v delším horizontu se výraznější impulsy pro růst cen v domácí ekonomice neobjeví, a to v souvislosti s utlumenou domácí poptávkou a umírněným růstem mezd. Naopak růst dovozních cen se obnoví vlivem mírného zrychlení zahraničních cen v kombinaci se stabilním kurzem. 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 na začátku roku 2013 a dále se bude plynule zvyšovat. Růst regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot naopak zpomalí.

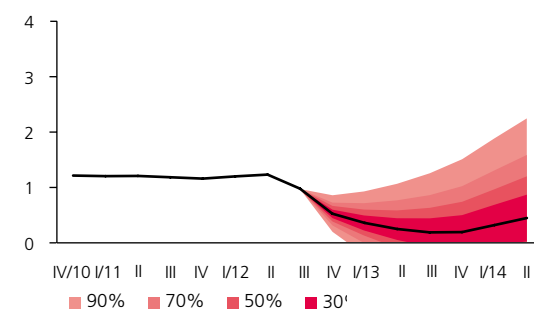
S prognózou je konzistentní pokles tržních **úrokových sazeb** a jejich růst až v roce 2014 (Graf I.4). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především utlumený vývoj domácí ekonomické aktivity a mezd, který odráží výrazné zpomalení zahraniční poptávky a restriktivní domácí fiskální politiku, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto protiinflační faktory jen částečně kompenzovány odeznívajícími tlaky z dovozních cen a nízkým růstem produktivity. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasný nárůst celkové inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. Prognóza očekává, že **kurz koruny** vůči euru bude od počátku roku 2013 zhruba stabilní (Graf I.5). Utlumená zahraniční poptávka působí na kurz směrem k jeho oslabování. V opačném směru bude působit nízký výhled zahraničních úrokových sazeb a klesající schodek běžného účtu.

Výrazné zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumená domácí poptávka v podmínkách pokračující fiskální konsolidace 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, kdy bude protisměrně působit pozvolné oživení zahraniční poptávky a restriktivní dopady vládních opatření, se český HDP zvýší o 0,2 %. V roce 2014 do značné míry odezní tlumící efekty z předchozích let a ekonomika vzroste téměř o 2 %. Uvedený vývoj ekonomiky se na **trhu práce** projeví mírným poklesem celkové zaměstnanosti a nárůstem míry nezaměstnanosti. 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 porostou jen nízkým tempem.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

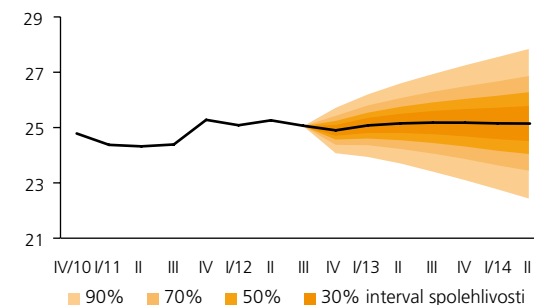
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014
(3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

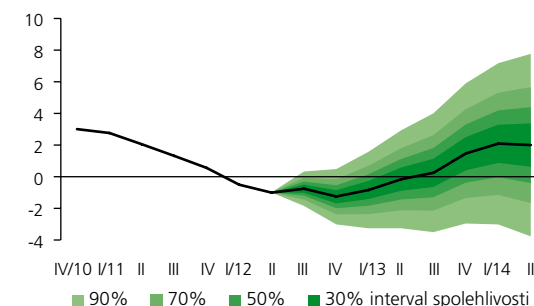
Nominální měnový kurz bude zhruba stabilní
(CZK/EUR)



GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

HDP v letošním roce klesne, oživovat začne až během příštího roku
(meziroční změny v %, seznámené očištěno)



Na svém měnověpolitickém zasedání 1. listopadu 2012 bankovní rada rozhodla **snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace** o 0,20 procentního bodu na 0,05 %. Zároveň rozhodla snížit lombardní sazbu o 0,50 procentního bodu na 0,25 % a diskontní sazbu o 0,05 procentního bodu na 0,05 %. Na této hranici budou sazby drženy v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná; vysoká nejistota panuje okolo podoby fiskálních konsolidačních opatření v příštím roce a jejich dopadů do vývoje ekonomiky. Bankovní rada současně rozhodla o přerušení programu prodeje části výnosů z investování devizových rezerv, neboť nelze vyloučit možný rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou měnověpolitické úrokové sazby na technické nule.

II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

V letošním roce se očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně. Oživení zahraniční ekonomické aktivity by mělo nastat v průběhu roku 2013 a dále pokračovat v roce 2014. Útlum ekonomické aktivity spolu s odezníváním vlivu zvýšení cen komodit se promítá ve výhledu zpomalujícího tempa růstu výrobních cen. Také dynamika spotřebitelských cen zvolní. Očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB v prostředí útlumu ekonomické aktivity a pokračující dluhové krize v eurozóně se odráží v nízkém výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy. Kurz eura vůči americkému dolaru by se měl po dočasném posílení eura z konce letošního roku opět vrátit k úrovni 1,25 USD/EUR. Výhled ceny ropy Brent předpokládá zhruba stagnaci v nejbližším období, a pak postupný klesající trend.

Tempo růstu **efektivního ukazatele HDP eurozóny** by mělo v letošním roce zpomalit na 0,7 % (Graf II.1.1).² V průběhu roku 2013 by měl růst zvolna oživovat, nicméně z celoročního pohledu dosáhne obdobné dynamiky (0,8 %) jako letos. Tempo růstu zahraniční poptávky v letošním i příštím roce je tlumeno zejména fiskální konsolidací v zemích eurozóny, což se projevuje ve výrazném poklesu spotřeby. Kladný růst efektivní eurozóny odráží nadprůměrnou výkonnost hlavních obchodních partnerů ČR (Německo, Slovensko, Rakousko), tedy vývozně orientovaných ekonomik. Naopak eurozóna jako celek by v letošním roce měla klesat (viz kapitola III.7). V roce 2014 se očekává zrychlení růstu zahraniční ekonomické aktivity v efektivním vyjádření na 1,7 %.

Výhled **efektivního ukazatele výrobních cen v eurozóně** se pro letošní rok nachází na úrovni 2,2 %, což je výrazně pomalejší tempo růstu ve srovnání s rokem 2011 (Graf II.1.2). To je způsobeno zejména odezníváním vysokých meziročních temp růstu cen energetických komodit a utlumenou ekonomickou aktivitou. Počátkem příštího roku by měl růst výrobních cen v podmínkách mírně klesajících cen ropy a nadále slabého hospodářského růstu dále zpomalit. S postupným ekonomickým oživením se pak očekává mírné zrychlení růstu cen výrobců. Za celý rok 2013 by měl přitom dosáhnout 1,7 % a v roce 2014 se zvýšit na 2,1 %.

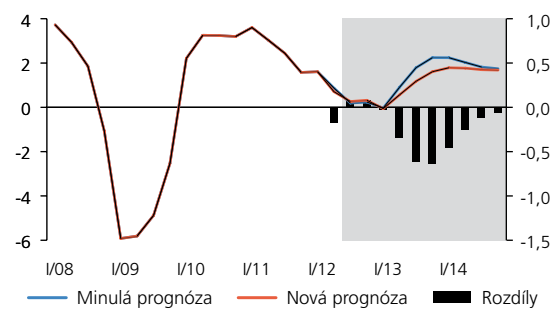
Výrazné zpomalení ekonomické aktivity se příliš nepromítlo ve výhledu **růstu efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně**. Ten se pro letošní rok pohybuje přibližně na úrovni roku 2011, tj. 2,5 % (Graf II.1.3). To je dáno především rychlejším růstem cen pohonných hmot v první polovině letošního roku, aktuálně rostoucími

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Tempo ekonomického růstu v efektivní eurozóně v letošním roce výrazně zpomalí, oživení se očekává až v průběhu roku 2013, resp. 2014

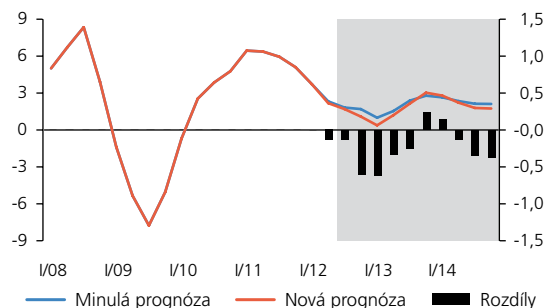
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Utlumená ekonomická aktivita a klesající výhledy cen komodit působí na zpomalující dynamiku růstu výrobních cen (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

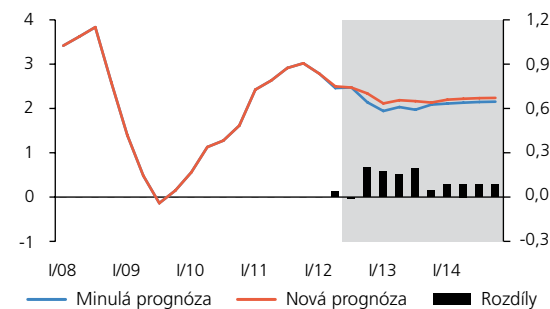


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

V horizontu prognózy by se efektivní inflace měla snížit zhruba ke 2 %

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

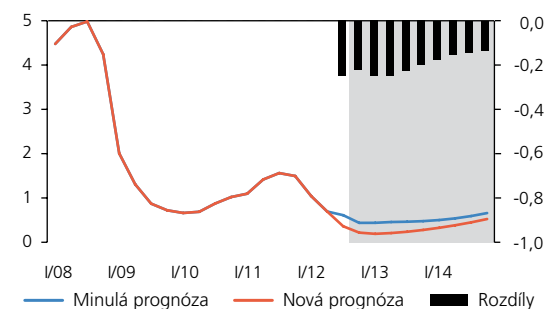


² Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z říjnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropy Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 8. říjnu 2012. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této zprávě.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB se promítá do nízkého výhledu zahraničních úrokových sazeb
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



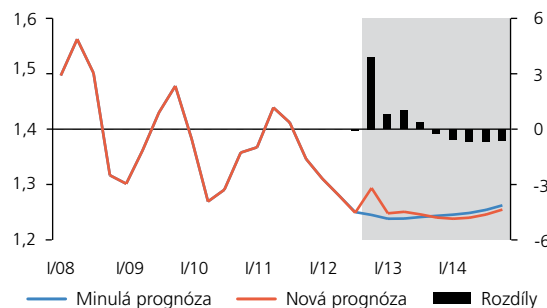
cenami potravin a zvyšováním nepřímých daní. Opačným směrem naopak působí utlumená spotřebitelská poptávka. V příštích dvou letech by tempo růstu spotřebitelských cen mělo zpomalit na 2,1 % v roce 2013, resp. 2,2 % v roce 2014.

Tržní výhled **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB a zhoršování makroekonomického prostředí v eurozóně. V letošním roce se očekává 3M EURIBOR v průměru na 0,6 % (Graf II.1.4), přičemž jeho aktuální hodnota je ještě zřetelně nižší. Na podobně nízké hladině by zahraniční úrokové sazby měly setrvat na celém horizontu výhledu. V příštím roce se očekává průměrná hodnota sazeb 3M EURIBOR 0,2 %, v roce 2014 prognóza předpokládá mírný nárůst v průměru na 0,4 %. Tržní výhled zahraničních sazeb je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci CF, kteří v horizontu jednoho roku předpokládají 3M EURIBOR na hladině 0,3 %, tj. jen o 0,1 procentního bodu výše ve srovnání s tržním výhledem pro toto období.

GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Očekává se návrat kurzu k hodnotám okolo 1,25 USD/EUR
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



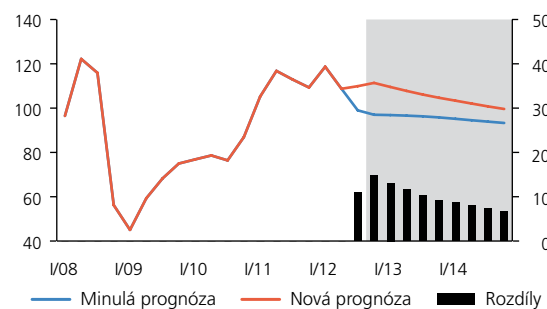
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá opětovné oslabení evropské měny z aktuálně silnější hodnoty (Graf II.1.5). V letošním roce se očekává průměrný kurz eura 1,28 USD/EUR. V následujících dvou letech by mělo dojít v průměru k oslabení kurzu eura k hodnotám okolo 1,25 USD/EUR. Směrem ke slabšímu kurzu eura přitom může působit potenciální další prohloubení dluhové krize v eurozóně, naopak dolar by mohl oslabit v souvislosti se třetím kolem kvantitativního uvolňování ze strany amerického Fedu a rizikem stávající legislativou vynucené skokové fiskální konsolidace.

Výhled trajektorie **ceny ropy Brent** na základě tržních termínovaných kontraktů předpokládá v letošním roce v průměru stagnaci na úrovni roku 2011, tj. na hodnotách okolo 112 USD/barel (Graf II.1.6). Trajektorie očekávaných cen v následujících dvou letech vychází ze zvýšené úrovně z počátku října 2012, v níž se promítla pokračující nervozita spojená s geopolitickými riziky na Blízkém východě, pokračující embargo na dodávky ropy z Íránu do EU a uvolněná měnová politika ve světě. Nicméně výhled ceny ropy je nadále mírně klesající, k čemuž by měl přispět mimo jiné snižující se očekávaný růst světové ekonomiky. V roce 2013 by se tak cena ropy Brent měla pohybovat na úrovni 107 USD/barel, v roce 2014 na hodnotě 102 USD/barel. Analytici oslovení v rámci CF očekávají v ročním horizontu cenu ropy WTI na úrovni 99 USD/barel, což znamená zvýšení výhledu zhruba o 4 %.

GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá mírně klesající trend
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



II.2 PROGNOZA

Zdrojem inflace jsou aktuálně daňové změny a postupně odeznívající růst dovozních cen a cen potravin. Korigovaná inflace bez cen pohonných hmot zůstává záporná a odráží protiinflační působení domácí ekonomiky. V příštím roce se v důsledku daňových změn bude celková inflace pohybovat lehce nad cílem ČNB, měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu včetně horizontu měnové politiky nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. V nejbližším období dovozní ceny dočasně překmitnou do slabě protiinflačního působení v souvislosti se zpomalením cenového růstu v zahraničí a s nedávným mírným posílením měnového kurzu. Nákladové tlaky z domácí ekonomiky působí v současnosti zhruba neutrálně a jejich obnovení se nepředpokládá ani na prognóze, když jen mírně zrychlující růst mezd bude podložen obnovením růstu produktivity. 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, kdy bude protisměrně působit pozvolné oživení zahraniční poptávky a restriktivní dopady vládních konsolidačních opatření, vzroste HDP o 0,2 %. V roce 2014 pak růst zrychlí na téměř 2 %. Kurz koruny je na horizontu prognózy zhruba stabilní. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014.

Meziroční **celková inflace** ve třetím čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 3,3 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období 2 %, a ležela tak na cíli ČNB. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se bude celková inflace nacházet v blízkosti 3 % úrovně. V příštím roce se bude celková inflace za předpokladu zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod pohybovat lehce nad cílem.³ Po odeznění tohoto daňového efektu na počátku roku 2014 se sníží mírně pod cíl (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu, tj. včetně horizontu měnové politiky, nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle v souvislosti s odezněním dovozních nákladových tlaků a celkově utlumenou ekonomickou aktivitou.

Meziroční růst **regulovaných cen** se ve třetím čtvrtletí 2012 v průměru zmírnil na 8,2 %. Ke konci letošního roku jejich meziroční dynamika dále zvolní, avšak zejména vlivem srovnávací základny (Graf II.2.2).⁴ Na růstu regulovaných cen v roce 2013 se bude nejvýznamněji podílet očekávaný nárůst cen tepla v souvislosti se zavedením prodeje emisních povolenek pro teplárny. Výrazný bude rovněž příspěvek cen elektřiny, do nichž se promítne snížení dosavadního státního příspěvku na podporu obnovitelných zdrojů a s tím související zvýšení příspěvku spotřebitelů. Celkově však dynamika regulovaných cen znatelně zpomalí, mimo jiné vlivem nižšího růstu regulovaného nájemného,

³ Toto zvýšení však zatím neprošlo schválením v Parlamentu ČR a je v současnosti nejisté.

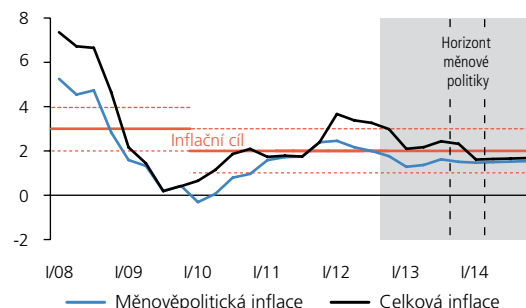
⁴ Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 prognóza očekává nárůst regulovaného nájemného a velmi mírné zvýšení cen zemního plynu. Meziroční růst cen zemního plynu pro domácnosti však zvolní, a to působením srovnávací základny.

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková inflace se v příštím roce bude pohybovat lehce nad cílem ČNB, měnověpolitická inflace se na celém predikčním horizontu bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle

(meziroční změny v %)

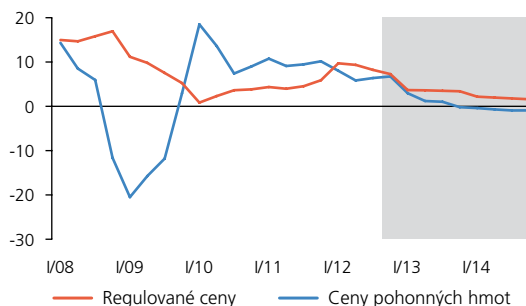


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen bude zpomalovat, ceny pohonných hmot přejdou na konci roku 2013 do meziročního poklesu

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



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

Za růstem regulovaných cen bude stát zejména zvýšení cen energií, mimo jiné i vlivem zvýšení DPH

(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	6,3	1,18	3,3	0,62	1,6	0,29
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	7,7	0,12	11,0	0,13	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	4,3	0,12	-0,5	-0,02	-1,1	-0,03
Ceny tepla	1,9	0,05	8,5	0,18	10,0	0,21	2,0	0,04
Regulované ceny ve zdravotnictví	7,0	0,15	8,5	0,15	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

vodného a stočného, regulovaných cen ve zdravotnictví a v dopravě. K tomuto vývoji přispěje i mírně nižší primární dopad změn nepřímých daní a předpokládaný pokles cen zemního plynu (Tab. II.2.1). Ceny zemního plynu pro domácnosti přejdou počátkem roku 2013 do mírného poklesu v návaznosti na vývoj cen zemního plynu na světových trzích. Vliv zvýšení DPH u cen plynu pro domácnosti bude vyvážen očekávaným snížením poplatků za distribuci, které avizoval Energetický regulační úřad. Celkově se meziroční dynamika regulovaných cen v roce 2013 bude nacházet na hodnotách pod 4 %, v roce 2014 jejich růst klesne pod 2 % v důsledku odeznění vlivu zvýšení DPH a pokračujícího meziročního poklesu cen zemního plynu pro domácnosti.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziroční inflaci během třetího čtvrtletí 2012 dosáhl v průměru cca 1,2 procentního bodu. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku přitom dosáhl cca 1,1 procentního bodu. Souběžně s tím došlo k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret, jehož dopad do inflace činil přibližně 0,1 procentního bodu. Prognoza předpokládá zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož celkový primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně dojde k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do spotřebitelských cen cca 0,1 procentního bodu. Obdobná úprava spotřebních daní je očekávána také v lednu 2014. Prognoza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen, naopak druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** se ve třetím čtvrtletí 2012 nepatrně snížila v průměru na 0,9 % (Graf II.2.3). Za tímto vývojem stálo především prohloubení záporných hodnot korigované inflace bez pohonných hmot. V nejbližším období zůstane čistá inflace v průměru zhruba stabilní, neboť posun korigované inflace bez pohonných hmot směrem k nulovým hodnotám a její následné zvýšení bude kompenzováno oslabením růstu cen pohonných hmot spolu s pozvolným zpomalováním dynamiky cen potravin. Až ve druhé polovině příštího roku převáží vliv vyšší korigované inflace bez pohonných hmot v návaznosti na obnovený růst dovozních cen. Čistá inflace se tak bude pohybovat na hodnotách kolem 1,2 % v závěru příštího roku. V roce 2014 opět posílí růst cen potravin v podmínkách mírného oživení cen zemědělských výrobců, což spolu s rostoucí korigovanou inflací bez pohonných hmot vyústí v postupný nárůst čisté inflace zhruba na 1,5 % v závěru roku.

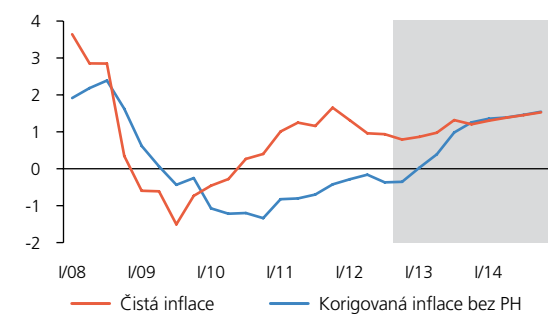
Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2012 posunula více do záporu (Graf II.2.3). Slabá domácí poptávka byla v tomto cenovém segmentu jen zčásti kompenzována růstem dovozních cen, v nichž se navíc promítalo působení mírně posíleného kurzu koruny. Prognoza očekává postupné přibližování korigované inflace bez pohonných hmot k nule a její přechod do kladných hodnot v prvním čtvrtletí 2013. K tomu přispěje – i když jen přechodně – odeznění domácích protiinflačních tlaků. Zrychlení dovozních cen v důsledku oživení zahraniční ekonomické aktivity povede spolu s postupným nárůstem marží prodejců k postupnému zvyšování

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot pozvolna naroste

(meziroční změny v %)

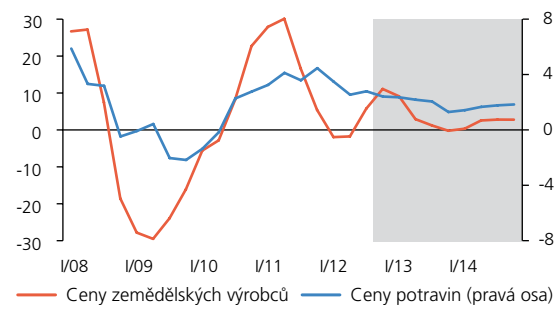


GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Růst cen potravin lehce zpomalí, růst cen zemědělských výrobců zřetelně zvolní v polovině roku 2013

(meziroční změny v %)



korigované inflace bez pohonných hmot až na hodnoty kolem 1,3 % v závěru příštího roku. V průběhu roku 2014 se dále pozvolna zvýší až na 1,5 %.

Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) ve třetím čtvrtletí 2012 zrychlil v průměru na 2,8 %. V nejbližším období meziroční růst cen potravin mírně zpomalí, a to zejména vlivem srovnávací základny a utlumené domácí poptávky. Na druhou stranu dynamika cen zemědělských výrobců bude nejprve dále zrychlovat a k jejich zřetelnému zvolnění dojde až v polovině roku 2013 (Graf II.2.4).

Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2012 zrychlil v důsledku výrazného nárůstu světových cen ropy. Ty se tak vrátily zpět do meziročního růstu, který byl navíc v korunovém vyjádření umocňován pokračujícím meziročním oslabením kurzu CZK/USD. Ve čtvrtém čtvrtletí prognóza předpokládá další mírné zrychlení růstu cen pohonných hmot odvíjející se od přetrvávajícího meziročního růstu cen ropy na světových trzích, od začátku roku 2013 však bude růst cen pohonných hmot zpomalovat (Graf II.2.5). Postupný pokles cen ropy na světových trzích při zhruba stabilním kurzu koruny k dolaru pak vyústí v pokles cen pohonných hmot v roce 2014.

Úrokové sazby na domácím peněžním trhu i sazby s delší než roční splatností v průběhu třetího čtvrtletí 2012 pozvolna klesaly. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014 (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především utlumený vývoj 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 odeznívajícími tlaky z dovozních cen a nízkým růstem produktivity. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasný nárůst celkové inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní do cen, na které je standardně uplatňován institut výjimek.

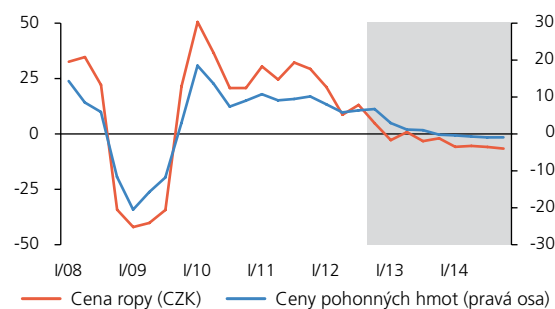
Koruna vůči euru ve třetím čtvrtletí 2012 mírně posílila na průměrnou úroveň 25,1 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro čtvrté čtvrtletí 2012 je nastavena na úrovni 24,9 CZK/EUR. Tato predikce zohledňuje aktuální hladinu kurzu, ovlivněnou momentálním zklidněním dluhové krize v eurozóně (Graf II.2.7). Na horizontu prognózy zejména utlumená zahraniční poptávka působí na kurz směrem k jeho oslabování. V opačném směru bude působit nízký výhled zahraničních úrokových sazeb a zlepšení salda nominálního čistého vývozu. Kurz se tak vrací lehce nad hladinu 25 CZK/EUR, a pak je zhruba stabilní. Při výhledu zhruba stabilního kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to také zároveň znamená přibližně stagnaci kurzu CZK/USD od počátku roku 2013.

Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se ve třetím čtvrtletí 2012 snížil. Dovozní ceny působí nadále proinflačně v důsledku minulého oslabení měnového kurzu a růstu světových cen komodit, avšak jejich vliv znatelně slábne

GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

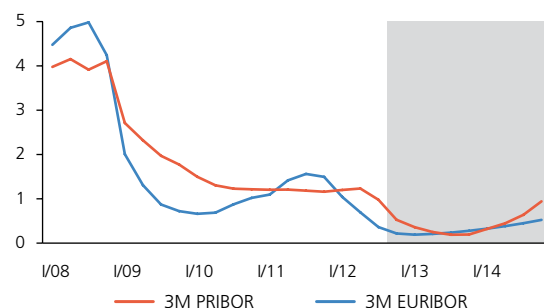
Klesající výhled ceny ropy vyústí na konci příštího roku do poklesu cen pohonných hmot
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

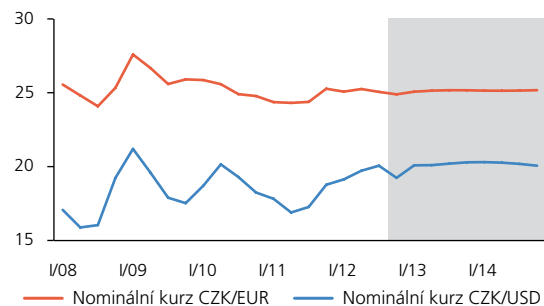
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014
(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



GRAF II.2.7

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Výhled nominálního měnového kurzu koruny vůči euru je od začátku roku 2013 zhruba stabilní
(CZK/EUR a CZK/USD)

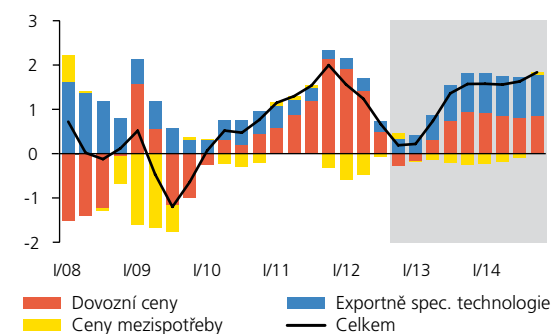


GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se v nejbližším období dále zmírní, když dočasně odezní proinflační vliv dovozních cen a tlaky z domácí ekonomiky nebudou patrné

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



(Graf II.2.8). Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, působí slabě protiinflačně, když vliv utlumené domácí poptávky je v podmínkách slabého vývoje produktivity do značné míry kompenzován růstem mezd, jakkoli je jeho tempo umírněné. Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je již delší dobu méně výrazný ve srovnání s obdobím před nástupem krize.

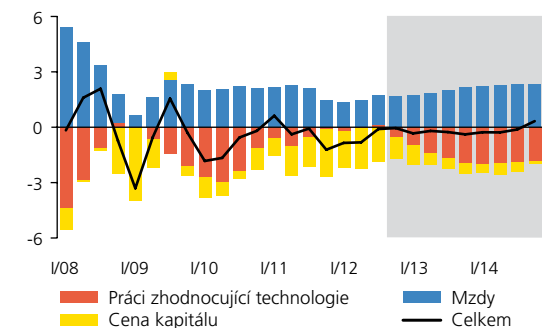
Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru budou v následujících čtvrtletích mírné. Na přelomu letošního a příštího roku přechodně odezní proinflační působení dovozních cen v souvislosti se zpomalením cenového růstu v zahraničí a nedávným mírným posílením měnového kurzu. Od druhého čtvrtletí 2013 budou dovozní ceny opět přispívat k růstu nákladů v důsledku pozvolna zrychlujícího růstu cen zahraničních výrobců a výše popsaného kurzového vývoje. Působení domácí ekonomiky bude ve stejném období zhruba neutrální či lehce protiinflační, tj. tlaky na růst cen se až do konce predikčního horizontu v domácí ekonomice neobjeví. Příspěvek exportně specifické technologie se bude s pozvolným oživením ekonomické aktivity postupně zvyšovat.

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)



Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve třetím čtvrtletí 2012 stagnovaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal zřejmě i nadále nízký a byl vyvažován odhadovanou cenou kapitálu, v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost. Příspěvky práci zhodnocující technologie jsou z důvodu dočasného zastavení růstu produktivity zhruba neutrální (Graf II.2.9). Domácí nákladové tlaky zůstanou na horizontu prognózy utlumené z důvodu nízkého růstu mezd, který bude z velké části podložen pozvolna oživujícím růstem práci zhodnocující technologie. Záporný příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů, odrážející slabou zahraniční poptávku a nízké ceny investičních statků, bude na horizontu prognózy zvolna vyprchat.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** byla ve třetím čtvrtletí 2012 i nadále záporná (Graf II.2.10), a odrážela tak utlumené promítání předchozích nákladových tlaků do konečných cen v podmínkách slabé ekonomické aktivity. K uzavření záporné mezery dojde do poloviny příštího roku, když mírný růst cen bude doprovázen ještě pozvolnějším růstem nákladů. Od druhé poloviny roku 2013 se mezera marží bude pohybovat poblíž nulové úrovně, přičemž nadále relativně nízký cenový růst bude vyvažován zhruba stejně rychlým růstem nákladů při jen pozvolna oživující ekonomické aktivitě.

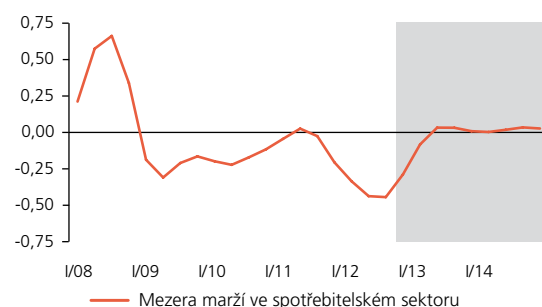
Produktivita práce na úrovni národního hospodářství ve třetím čtvrtletí 2012 pravděpodobně dále klesala. Tento trend bude pokračovat i v nejbližších čtvrtletích. K mírnému růstu se produktivita vrátí ve druhém čtvrtletí 2013. Vlivem následného oživení ekonomické aktivity při pokračujícím poklesu zaměstnanosti bude produktivita práce postupně zrychlovat až k 2% hladině růstu na přelomu let 2013 a 2014. Přibližně tímto tempem se produktivita práce bude zvyšovat i v průběhu roku 2014.

GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží se uzavře na počátku roku 2013

(v %)



Meziroční růst průměrné nominální **mzdy v podnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhl (po sezonním očištění) hodnoty 2,5 %⁵. Krátkodobá predikce pro třetí čtvrtletí 2012 předpokládá její mírné zpomalení na 2,3 %. Také v příštím roce zůstane růst mezd nízký, když bude odrážet utlumenou ekonomickou aktivitu. Za celý rok 2013 vzroste mzda v podnikatelské sféře o 2,6 %, v roce 2014 zrychlí mírně nad 3% hranici (Graf II.2.11).

Pokračující konsolidace veřejných rozpočtů se promítne i do vývoje nominální průměrné **mzdy v nepodnikatelské sféře**. Prognóza očekává, že ve zbývajících částech letošního roku bude pokračovat mírný růst průměrné mzdy v této sféře, a to i při realizaci fiskálních úsporných opatření na vládní úrovni. V roce 2013 růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře zpomalí na 1 %, přičemž ke zvyšování mezd bude docházet pouze u vybraných profesí⁶ a mimo centrální úroveň. Obdobného tempa růstu dosáhne průměrná mzda v nepodnikatelské sféře i v roce 2014.

Reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2012 v meziročním srovnání klesl o 1 %, mezičtvrtletně se snížil o 0,2 % (Graf II.2.12). K tomu přispěla většina složek poptávky, nejvíce spotřeba domácností a změna stavu zásob. U investic byl zaznamenán meziroční pokles o 5,2 %, mezičtvrtletně však investice rostly vysokým tempem. Jedinou složkou s významně kladným příspěvkem k meziročnímu vývoji HDP byl čistý vývoz.

Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita ve třetím čtvrtletí 2012** meziročně poklesne o 0,8 %, v mezičtvrtletním vyjádření nepatrně vzroste o 0,2 % (Graf II.2.13). Krátkodobá prognóza spotřeby domácností očekává její meziroční pokles o 2,7 %, což ale v mezičtvrtletním vyjádření znamená mírný nárůst. Také investice a spotřeba vlády zřejmě přispěly k růstu HDP záporně. Pokračující kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity tak v meziročním vyjádření 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 je ovlivňován 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 slabou zahraniční poptávku a celkově nízkou domácí ekonomickou aktivitu. I přes nízký růst zahraniční poptávky přispěje čistý vývoz k růstu kladně, mimo jiné kvůli utlumené domácí poptávce v jejích dovozně náročných složkách.

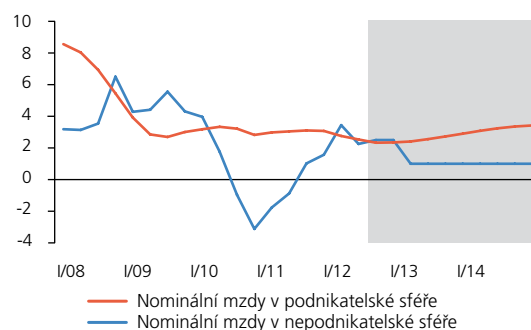
V **roce 2013** se HDP zvýší o 0,2 % při protisměrném působení pozvolného oživení zahraniční poptávky a více restriktivní fiskální politiky. Spotřeba domácností bude nadále tlumena nízkým růstem

GRAF II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelském sektoru bude zvolna zrychlovat, mzdy v nepodnikatelské sféře porostou jen mírně

(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)

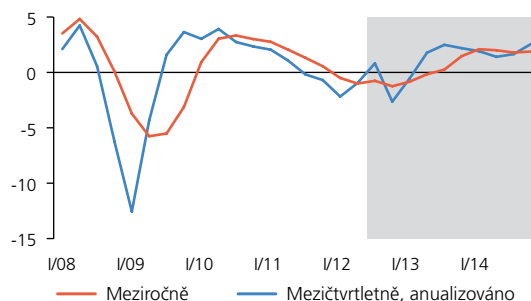


GRAF II.2.12

PROGNOZA RŮSTU HDP

HDP v letošním roce klesne, poté ekonomická aktivita pozvolna oživí

(změny v %, sezonně očištěno)

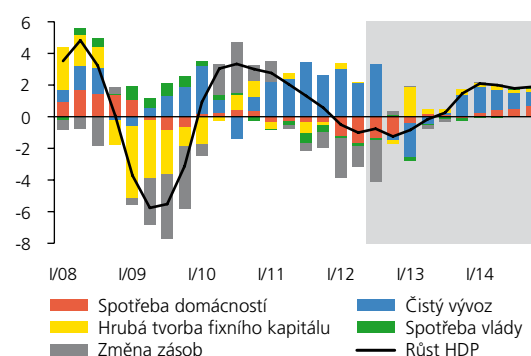


GRAF II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladný příspěvek k růstu HDP v letošním roce vykáže jen čistý vývoz, domácí poptávka se sníží

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



5 Bez sezonního očištění průměrná mzda vzrostla o 2,3 %.

6 Jedná se o představitele státní moci a soudce.

disponibilního důchodu, ovlivněným mírným růstem mezd a působením fiskální konsolidace. Pomalé oživení zahraniční poptávky a utlumená domácí poptávka neumožní výraznější růst celkových investic; částečně k němu však přispějí investice ve vládním sektoru. Příspěvek čistého vývozu v reálném vyjádření bude celkově mírně záporný v souvislosti s nízkou zahraniční poptávkou a odezníváním poklesu domácí poptávky. Naopak v nominálním vyjádření bude pozitivní vývoj směnných relací působit na vyšší objem čistého vývozu. K růstu HDP bude záporně přispívat i vládní spotřeba.

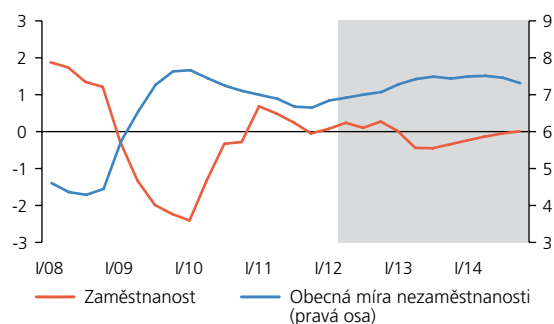
V **roce 2014** vzroste HDP o 1,9 %, když do značné míry odezní tlumící efekty z předchozích let. Prognóza předpokládá pokračující oživení zahraniční poptávky a méně restriktivní působení fiskální politiky (v jejím rámci příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP bude neutrální). Obnoví se růst spotřeby domácností, slabě poroste i investiční aktivita.

GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost bude převážně klesat, míra nezaměstnanosti vzroste; pozvolný obrat nastane od poloviny roku 2014

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



Během druhého čtvrtletí 2012 **celková zaměstnanost** mírně zrychlila tempo meziročního růstu. V návaznosti na pokračující pokles ekonomické aktivity prognóza ve třetím čtvrtletí očekává mezičtvrtletní pokles celkové zaměstnanosti, který se v následujících čtvrtletích prohloubí. Ke slabému mezičtvrtletnímu růstu se pak celková zaměstnanost vrátí až ve druhé polovině roku 2014. V meziročním vyjádření celková zaměstnanost setrvá v nepatrném růstu až do prvního čtvrtletí 2013, následně přejde do mírného poklesu. Během roku 2014 bude jeho tempo postupně slábnout, což vyústí v meziroční stagnaci zaměstnanosti na konci roku (Graf II.2.14).

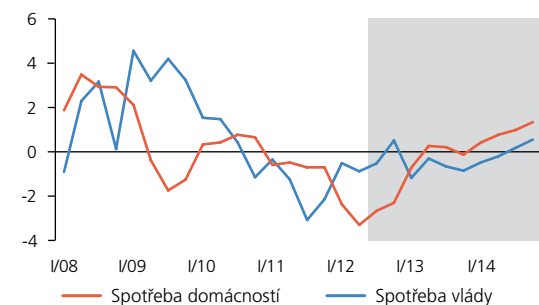
Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během třetího čtvrtletí 2012 mírně vzrostla na 7 %. Vzhledem k vývoji ekonomické aktivity bude obecná míra nezaměstnanosti postupně narůstat až k 7,5 % ve třetím čtvrtletí 2013 (Graf II.2.14). Poté bude obecná míra nezaměstnanosti při pouze slabém oživení HDP stagnovat a k jejímu poklesu dojde až na konci roku 2014. Obdobný vývoj lze očekávat i u sezonně očištěné **míry registrované nezaměstnanosti celkem**, která bude postupně narůstat mírně nad 9 % v závěru letošního roku. Okolo této hodnoty se bude pohybovat až do poloviny roku 2014, kdy dojde také k jejímu mírnému snížení.

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

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

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Reálná **spotřeba domácností** po poklesu v roce 2011 a v letošním prvním pololetí zůstane i ve zbývajících částech roku utlumená (Graf II.2.15). Celkový pokles reálné spotřeby domácností v letošním roce (-2,7 %) bude odrazem slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů související s vývojem na trhu práce a rostoucího sklonu domácností k úsporám. Současně reálnou spotřebu brzdí také zvýšený růst cen, a to zejména v důsledku změn nepřímých daní. Utlumenou spotřebitelskou poptávku v nejbližším období potvrzují i dostupné předstihové indikátory, jako velmi nízký indikátor spotřebitelské důvěry a pokles tržeb v maloobchodu (viz kapitola III.3). Za celý rok 2013 bude spotřeba domácností zhruba stagnovat (-0,1 %) v podmínkách znatelného zpomalení inflace (i přes další předpokládané zvýšení nepřímých daní) a částečně i v souvislosti s předpokládaným poklesem míry úspor. V roce 2014 bude zrychlování dynamiky spotřeby domácností

pokračovat v důsledku oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího postupného zrychlení růstu objemu mezd při současném dalším zřetelném poklesu inflace.

Tempo růstu **hrubého disponibilního důchodu** by měly do konce letošního roku zvyšovat především sociální dávky a běžné daně (Graf II.2.16). Nejvýznamnější složka disponibilního důchodu, tj. objem mezd a platů, bude v nejbližší době růst zhruba stabilním tempem. Koncem příštího roku však tempo růstu této složky začne pozvolna zrychlovat ve vazbě na postupné ekonomické oživení a výše popsaný vývoj na trhu práce. Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla rovněž vykazovat kladné příspěvky na celém horizontu prognózy, dynamiku jejich růstu však zbrzdí od roku 2013 pomalejší valorizace penzí. Příspěvek provozního přebytku a smíšeného důchodu začne narůstat až v roce 2014 v souvislosti s již zřetelnějším oživením ekonomické aktivity. Celkově v letech 2013 a 2014 hrubý disponibilní důchod poroste tempem 0,9 %, resp. 2,7 %.

Prognóza očekává pozvolný pokles **míry úspor** od počátku příštího roku ze současných hodnot nad 11 % k hladině 10 %. Její profil bude odrážet především umírněný vývoj disponibilního důchodu a vyhlazování spotřeby během hospodářského cyklu. Prognóza míry úspor nadále obsahuje důchodovou reformu včetně tzv. druhého pilíře důchodového pojištění (viz BOX Reforma penzijního systému ze Zol IV/2011), když úspory narostou o zdroje přeměřované z průběžného do fondového pilíře.⁷

Reálná **spotřeba vlády** klesá od konce roku 2010 v důsledku vládních úsporných opatření. Prognóza předpokládá, že tento trend bude v roce 2013 pokračovat v souvislosti s výdajovými škrty ve snaze dosáhnout rozpočtových cílů vlády. V roce 2014 pak bude reálná spotřeba vlády stagnovat.

Hrubá tvorba kapitálu ve druhém čtvrtletí 2012 poklesla meziročně o 5,2 %. Tento výsledek byl ovlivněn zejména změnou stavu zásob při stagnaci hrubé tvorby fixního kapitálu. Záporné meziroční růsty u hrubé tvorby kapitálu by měly pokračovat až do konce letošního roku. Růst fixních investic se očekává od začátku roku 2013.⁸ Výsledky společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR potvrzují růst kladného salda odpovědí ohledně investiční aktivity (přičemž saldo je vyšší v horizontu 1 roku než v horizontu 6 měsíců). Zároveň salda kladných odpovědí ohledně obnovování stavu materiálů a nedokončené výroby se oproti minulému šetření snížila a záporné saldo u hotových výrobků se prohloubilo. To naznačuje připravenost podniků reagovat na očekávaný růst poptávky, ale zároveň snahu nevázat kapitál v hotové výrobě. Celkově v roce 2012 hrubá tvorba kapitálu

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

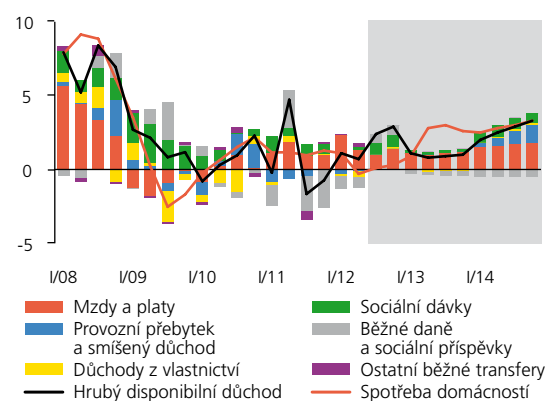
⁸ Dočasné skokové zvýšení jejich meziročního tempa v prvním čtvrtletí 2013 je však dáno efektem srovnávací základny.

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)

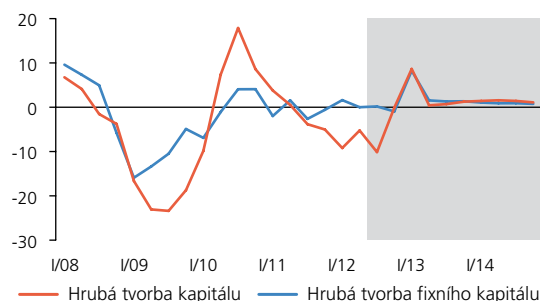


GRAF II.2.17

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu zvolna poroste

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

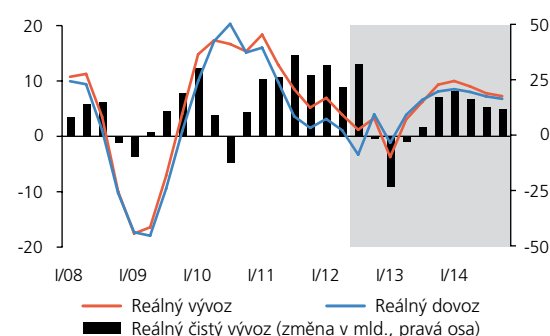


GRAF II.2.18

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Tempo růstu vývozu i dovozu ve druhé polovině roku 2013 opět zrychlí, příspěvky čistého vývozu k růstu HDP se následně znovu zvýší

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



poklesne meziročně o 6,3 %. V roce 2013 v návaznosti na zvolna oživující ekonomickou aktivitu vzroste o 2,6 % a v roce 2014 o 1,4 % (Graf II.2.17).

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve druhém čtvrtletí 2012 zpomalil. Očekávané zpomalení zahraniční poptávky se do konce letošního roku odrazí také v nižší dynamice mezičtvrtletního růstu vývozu. Podle prognózy tak vývoz v roce 2012 vzroste v průměru o 3,8 %. Od druhého čtvrtletí 2013 začne růst vývozu opět zrychlovat v souladu s vývojem zahraniční poptávky (Graf II.2.18).

Při nižším růstu vývozu zboží a služeb se ve druhém čtvrtletí 2012 snížila i dynamika růstu reálného **dovozu zboží a služeb** (na 1,1 %). Při poklesu domácí soukromé i vládní spotřeby a investic vzroste dovoz zboží a služeb v letošním roce v průměru jen o 1,2 %, v příštím roce se pak s odezníváním poklesu domácí poptávky zvýší o 4,3 %. Především v souvislosti s oživováním dovozně náročného vývozu v roce 2014 růst dovozu zboží a služeb dále zrychlí na 7,6 %.

Čistý vývoz ve stálých cenách ve druhém čtvrtletí 2012 vykázal kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (2,1 procentního bodu). Prognóza očekává, že kladné příspěvky čistého vývozu na přelomu let 2012 a 2013 dočasně odezní, následně se však znovu zvýší. Příspěvek čistého vývozu tak v roce 2012 v průměru dosáhne 2 procentní body, v roce 2013 bude lehce záporný ve výši -0,3 procentního bodu a v roce 2014 opět vzroste na 1,2 procentního bodu.

Prognóza platební bilance předpokládá poměrně výrazné snížení deficitu **běžného účtu** v letošním roce oproti roku 2011, jeho stagnaci v roce 2013 a další mírné snížení v roce 2014 (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu ze 2,9 % HDP v roce 2011 na 1,4 % v letošním i příštím roce a další pokles na 1,0 % v roce 2014. Příčinou očekávaného snížení deficitu běžného účtu v letošním roce je předpokládané výrazné zvýšení přebytku **obchodní bilance**. Ten 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 souvislosti s očekávaným poklesem cen surovin na světových trzích pak v příštím roce přebytek obchodní bilance dále vzroste. Naopak ve směru zhoršování bilance bude působit meziročně vyšší domácí poptávka. Očekávaný rostoucí přebytek obchodní bilance v roce 2014 vychází z předpokladu opětovného oživení zahraniční poptávky.

Kladné saldo **bilance služeb** by se v letošním roce mělo snížit vlivem rychlého růstu výdajů za ostatní služby (zejména za tzv. ziskové operace a ostatní služby spojené se zbožím). Tento faktor bude částečně kompenzován růstem příjmů z dopravy a zlepšováním dílčí bilance cestovního ruchu. V roce 2013 by celkové kladné saldo mělo stagnovat, když pokračující zhoršování dílčího salda ostatních služeb bude kompenzováno zvyšováním sald obou zbývajících dílčích bilancí. Mírný

TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod mírně vzroste až v roce 2014, růst produktivity práce se obnoví

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

PROGNOZA 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	-55,0	-55,0	-40,0
Obchodní bilance	94,0	170,0	180,0	210,0
Bilance služeb	66,3	55,0	55,0	60,0
Bilance výnosů	-271,9	-270,0	-290,0	-310,0
Běžné převody	2,5	-10,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,7	12,0	26,0	22,0
C. FINANČNÍ ÚČET	87,8	127,0	75,0	52,0
Přímé investice	75,2	115,0	95,0	95,0
Portfoliové investice	5,8	70,0	40,0	20,0
Finanční deriváty	-3,0			
Ostatní investice ^{a)}	9,8	-58,0	-60,0	-63,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-10,7			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-17,2			

a) prognóza bez operací bankovního sektoru

růst přebytku bilance služeb v roce 2014 bude spojen především s očekávaným zvýšením příjmů v oblasti cestovního ruchu. Schodek **bilance výnosů** by měl v letošním roce stagnovat přibližně na úrovni minulého roku v důsledku protisměrného působení nižšího objemu vyplacených dividend nerezidentům z přímých investic a růstu čistých úrokových nákladů. Opětovné zvýšení dividend a pokračující růst čistých úrokových nákladů prohloubí záporné saldo bilance výnosů v letech 2013 a 2014. V bilanci **běžných převodů** se v roce 2012 projeví nižší čisté čerpání zdrojů z EU. Zlepšené čerpání těchto zdrojů v příštích letech by mělo vrátit bilanci k rovnováze.

Deficit běžného účtu bude nadále financován mírným přebytkem kapitálového účtu a především přebytkem finančního účtu (zejména čistým přílivem přímých a portfoliových investic). Na **kapitálovém účtu** se letos také částečně projeví nižší čisté čerpání prostředků ze zdrojů EU. V roce 2013 ke zvýšení jeho kladného salda přispěje vedle očekávaného zlepšeného čerpání fondů EU i výnos z prodeje telekomunikačních kmitočtů. Na **finančním účtu** se čistý příliv přímých investic v letošním roce poměrně výrazně zvýší, především vlivem výrazného (a pravděpodobně jednorázového) růstu reinvestovaného zisku. V dalších letech však prognóza očekává jeho pokles jen mírně nad úroveň roku 2011. V oblasti portfoliových investic jsou hlavním faktorem očekávaného výrazného meziročního zvýšení čistého přílivu kapitálu v letošním roce zahraniční emise vládních dluhopisů a dluhopisů firem kontrolovaných státem, u ostatních položek prognóza očekává meziročně mírně vyšší čistý odliv kapitálu. V následujících letech prognóza očekává pokles kladného salda portfoliových investic především v důsledku nižšího čerpání zahraničních zdrojů ze strany vlády, menšího objemu emitovaných firemních dluhopisů a v roce 2014 též zvýšeného zájmu rezidentů o investování v zahraničí.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** (Tab. II.2.4). Prognóza na příští rok zohledňuje vládou plánované zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 % a další rozpočtová konsolidační opatření. Daňové změny však zatím neprošly v Parlamentu ČR a jsou předmětem politických jednání. Prognóza dále obsahuje vliv penzijní reformy, která má být spuštěna v roce 2013.

Prognóza pro **rok 2012**⁹ očekává mírný nárůst deficitu vládního sektoru na 3,4 % HDP, a to především v důsledku slabého výběru nepřímých daní v podmínkách utlumené domácí poptávky a zejména spotřeby domácností. Působení fiskální politiky bude v letošním roce restriktivní s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,4 procentního bodu.

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

S pokračující fiskální konsolidací podíl vládního deficitu na HDP od roku 2013 výrazně klesne

(v % nominálního HDP)

	2011 skut.	2012 progn.	2013 progn.	2014 progn.
Příjmy vládního sektoru	39,8	39,9	40,6	41,2
Výdaje vládního sektoru	43,0	43,3	43,1	43,6
z toho: úrokové platby	1,4	1,5	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-3,2	-3,4 ^{a)}	-2,6	-2,4
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-1,9	-1,9	-1,0	-0,8
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-0,2	0,0 ^{b)}	-0,3	-0,4
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-3,1	-3,4	-2,3	-2,0
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	0,1	-0,6	-0,9	-0,8
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-3,1	-2,8	-1,4	-1,2
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	1,7	0,4	1,4	0,2
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	0,1	-0,4	-0,6	-0,2
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-3,2	-3,0	-1,7	-1,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	1,3	0,2	1,3	-0,1
Dluh vládního sektoru	40,8	43,9	45,3	46,9

a) saldo vládního sektoru snižené 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 restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi).

f) Případný vstup zákona o církevních restitucích v platnost v roce 2012 bude mít jednorázový negativní dopad na saldo vládního sektoru ve výši 1,5 % HDP.

9 Koncem září odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95 za roky 2008-2011 v rámci tzv. podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu. Saldo vládního sektoru za rok 2011 bylo v rámci uvedené aktualizace upraveno zejména vlivem změny daňových příjmů z 3,1 % na 3,2 % HDP. Údaje o absolutní výši vládního deficitu a dluhu se za roky 2008-2010 nezměnily, v poměru k HDP došlo k malým změnám v letech 2009 a 2010 vlivem revizí národních účtů.

V **roce 2013** by měl vládní deficit poklesnout na 2,6 % HDP v důsledku plánovaných konsolidačních opatření v rozsahu téměř 1,3 % HDP. Prognóza předpokládá, že balík konsolidačních 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 DPH, 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 porostou mj. v souvislosti se zrychlením čerpání EU fondů. Prognóza zároveň předpokládá pro rok 2013 postupně nabíhající výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení ve výši 12 mld. Kč v souvislosti se spuštěním penzijní reformy.

V **roce 2014** je očekáván další, byť již jen mírný, pokles vládního deficitu na 2,4 % HDP. K tomu povede pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých během roku 2012 (především nižší valorizace důchodů), očekávaná stagnace platů státních zaměstnanců a oživení ekonomické aktivity. 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 slabě restriktivní ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2011 dosáhl zhruba 3 % HDP. V souvislosti s plánovanými konsolidačními opatřeními se očekává (po očištění o vliv penzijní reformy) jeho pokles pod 2 % HDP v roce 2014. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu **vládního zadlužení** na necelých 47 % HDP v roce 2014, přičemž v predikci tohoto poměru se negativně projevuje utlumená ekonomická aktivita.

Rizika fiskální prognózy jsou četná. Pro rok 2012 je rizikem směrem k vyššímu schodku (ovšem bez poptávkových dopadů) definitivní schválení zákona o církevních restitucích.¹⁰ Rizikem prognózy pro rok 2013 je nejistota ohledně definitivního schválení vládou plánovaných příjmových opatření, která obsahuje prognóza, v Parlamentu ČR¹¹, a také reálný dopad některých legislativních komplikací při spuštění penzijní reformy.¹² Rizikem směrem k nižšímu schodku

10 Zákon v souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví, který vedle naturálních restitucí poskytne církvím finanční kompenzace v hodnotě 59 mld. Kč. Ve statistice národních účtů bude zákoně přiznání nároků církví promítnuto jednorázovým navýšením deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 v rozsahu cca 1,5 % HDP v roce schválení zákona. Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude tato kompenzace výjimkována a neovlivní výpočet fiskální pozice. Na počátku září byl tento zákon v Senátu zamítnut a vrácen Poslanecké sněmovně.

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

12 Část nezbytné legislativy dosud neprošla celým schvalovacím procesem. Navíc nezamýšlená nekonzistence prozatím schválených zákonů upravujících výběr pojistného na sociální zabezpečení u osob samostatně výdělečně činných v souvislosti s penzijní reformou, pokud nebude včas legislativně opravena, může znamenat rozpočtový výpadek až 20 mld. Kč ročně v letech 2013 a 2014.

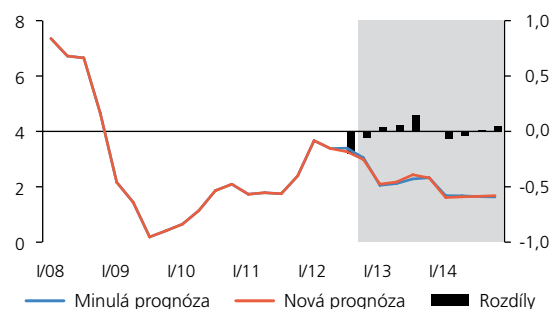
a restriktivnějšímu působení fiskální politiky v roce 2014 je realizace dodatečných konsolidačních opatření, která byla vládou avizována v letošním Konvergenčním programu, ale která ještě nebyla dostatečně specifikována, aby mohla být zahrnuta do prognózy. Další nejistota panuje ohledně výše tzv. fiskálního multiplikátoru, který může dosahovat v čase déletrvající fiskální restrikce, slabé zahraniční poptávky a výrazných nejistot o vývoji v eurozóně vyšších hodnot než obvykle (viz citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru v kapitole II.4.2).

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNÓZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se téměř nezměnila

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

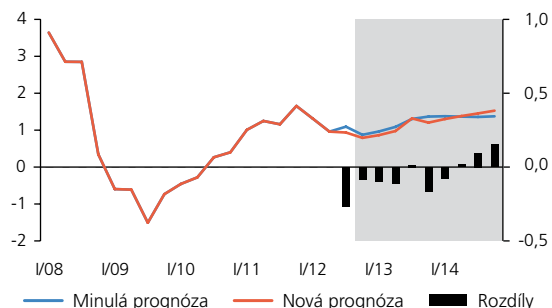


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNÓZY ČISTÉ INFLACE

Prognóza čisté inflace leží v letošním i příštím roce na lehce nižší hladině

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

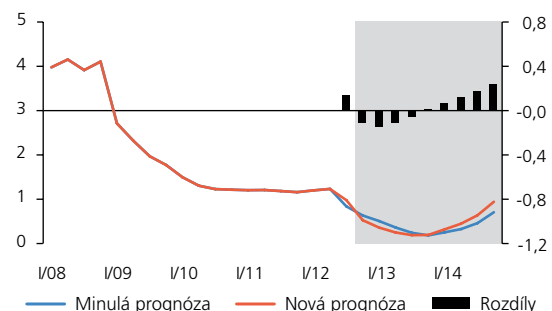


GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb leží v nejbližším období nepatrně níže, v delším horizontu je naopak lehce vyšší

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNÓZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulě predikci významně nezměnila, když vyšší výhled růstu regulovaných cen v příštím roce je kompenzován lehce nižší čistou inflací. Trajektorie úrokových sazeb se v nejbližším období posunula na nepatrně nižší hladinu zejména vlivem počátečních podmínek a krátkodobé prognózy kurzu, v roce 2014 je naopak lehce vyšší. Výhled kurzu koruny se v delším horizontu posouvá ke slabším hodnotám. Prognóza HDP na letošní rok zůstává zhruba stejná, zatímco pro příští rok se snižuje v souvislosti s nižším čistým vývozem daným pozvolnějším oživením zahraniční poptávky. Ve stejném směru působí i změna predikce spotřeby domácností. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře je na celém horizontu prognózy nižší.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci významně nezměnila (Graf II.3.1), když vyšší růst regulovaných cen v příštím roce je kompenzován lehce nižší čistou inflací. Nová prognóza uvažuje se stejnými předpoklady ohledně výše nepřímých daní. Také výhled **měnověpolitické inflace** zůstal zhruba na úrovni minulé predikce.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** bude v příštím roce oproti minulé prognóze rychlejší zejména v důsledku zvýšení výhledu cen tepla. V roce 2014 bude růst regulovaných cen naopak mírně nižší vlivem pokračujícího poklesu cen plynu pro domácnosti, který se bude odvíjet od výraznějšího snížení světových cen zemního plynu.

Prognóza meziroční **čisté inflace** se oproti minulé prognóze pro letošní i příští rok posouvá lehce níže (Graf II.3.2). Důvodem jsou nižší hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot a růstu cen potravin, do jejichž predikce se promítá vývoj pozorovaný ve třetím čtvrtletí 2012, a v roce 2013 též utlumenější ekonomická aktivita. Tyto vlivy jsou částečně kompenzovány vyšším růstem cen pohonných hmot. V roce 2014 nedošlo u prognózy čisté inflace k výraznějším změnám.

U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k poklesu trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu, a to v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně a kroky ECB. Také předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se pro roky 2013 a 2014 snížilo. Meziroční tempa růstu cen zahraničních výrobců jsou na většině predikčního horizontu přehodnocena směrem dolů.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se oproti minulé predikci výrazněji nezměnila (Graf II.3.3). Směrem k nepatrně nižším sazbám na začátku predikčního horizontu působí počáteční podmínky a krátkodobá prognóza kurzu (Graf II.3.4). Protiinflační vliv počátečních podmínek vyplývá zejména z nižšího růstu mezd v podnikatelské sféře, nižší inflace a vývoje jednotlivých složek HDP. Výhled zahraničí působí do konce roku 2013 ve směru vyšších sazeb, když nižší růst zahraniční poptávky, který působí proinflačně prostřednictvím slabšího měnového kurzu, převládá nad nižšími zahraničními sazbami.

V roce 2014 již převládá v souhrnném působení výhledu zahraničí nižší úrokové sazby v eurozóně. V delším horizontu ve směru lehce vyšších sazeb působí oproti minulé prognóze vedle počátečních podmínek také expertní úpravy. Ty jsou z velké části spojeny s tlumením tempa růstu produktivity na delším konci predikčního horizontu, které odráží výhled jen pozvolna oživující ekonomické aktivity v eurozóně (viz kapitola II.1) a dopady útlumu přímých zahraničních investic během krize (viz BOX 3 v kapitole III.6).

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je přehodnocena na začátku prognózy na silnější úroveň, když krátkodobá prognóza pro čtvrté čtvrtletí 2012 je ovlivněna aktuálním vývojem kurzu (Graf II.3.5). Od druhého čtvrtletí 2013 je oproti minulé predikci kurz přehodnocen naopak směrem ke slabším hodnotám. Tento posun je dán nižší zahraniční poptávkou a předpokládanou pomalejší rovnovážnou reálnou aprecií, v opačném směru působí nižší výhled zahraničních sazeb.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** pro letošní rok zůstala prakticky nezměněna (Graf II.3.6), když nižší spotřeba domácností a nižší čistý vývoz v první polovině roku jsou kompenzovány vyšším růstem investic. V příštím roce je prognóza HDP přehodnocena směrem dolů především v důsledku nižšího příspěvku čistého vývozu, ve kterém se promítne více utlumená zahraniční poptávka, a mírně nižší spotřeby domácností. Předpokládané působení fiskálních konsolidačních opatření se oproti minulé predikci významně nezměnilo.

Nová prognóza očekává v letošním roce výraznější pokles **spotřeby domácností**. Její vývoj bude odrážet obezřetné chování domácností projevující se v nárůstu míry úspor. V příštím roce bude spotřeba domácností zhruba stagnovat, zatímco minulé prognóza očekávala její mírný růst. Tempo růstu **hrubé tvorby kapitálu** je oproti minulé predikci na celém horizontu vyšší, když zahrnuje pozorovaný vysoký mezičtvrtletní růst investic ve druhém čtvrtletí 2012 a také pozvolnou obnovu zásob. Prognóza i nadále počítá s kompenzací letošního výpadku vládních investic ze zdrojů fondů EU.

Prognóza **vývozu a dovozu** pro letošní rok je ovlivněna nízkými tempy růstu obrátu zahraničního obchodu ve druhém čtvrtletí 2012. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude v letošním roce zhruba stejný jako v minulé predikci, když ve směru snížení dynamiky dovozu působí výraznější pokles spotřeby domácností a objemu vývozu, který je kompenzován vyšším příspěvkem investic. Prognóza tempa růstu vývozu v příštím roce je přehodnocena výrazně směrem k nižším hodnotám v návaznosti na nižší zahraniční poptávku. Také dovoz poroste o něco pomaleji, avšak vyšší investiční aktivita do značné míry vyváží nižší dovoz pro spotřební a vývozní účely, takže příspěvek čistého vývozu k vývoji HDP bude oproti minulé prognóze nižší.

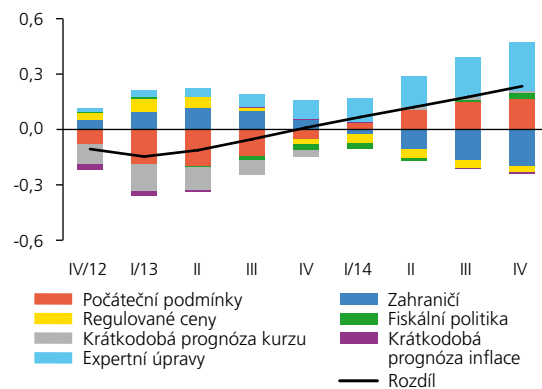
Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé predikci snižuje na celém horizontu (Graf II.3.7). Za přehodnocením v letošním roce stojí zejména nízký aktuální růst

GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Ve směru nižších sazeb v nejbližším období působí zejména aktuální výše kurzu a počáteční podmínky, které v delším horizontu naopak spolu s expertními úpravami posouvají výhled sazeb výše

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

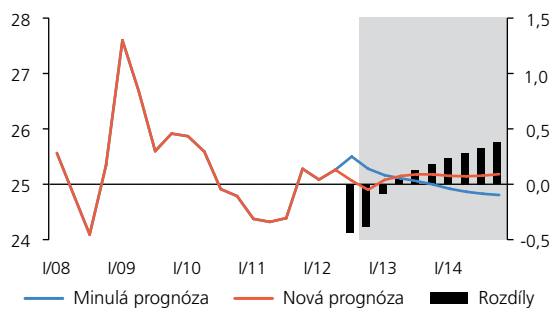


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Predikce kurzu se v delším horizontu posouvá ke slabším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

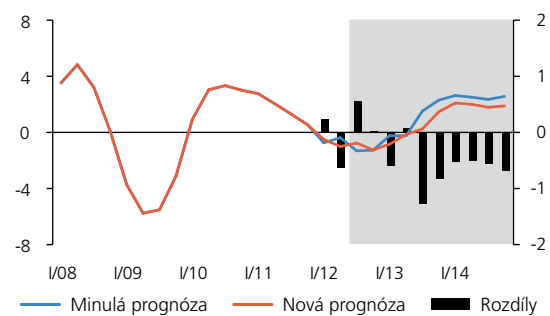


GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP je oproti minulé predikci přehodnocena směrem dolů

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

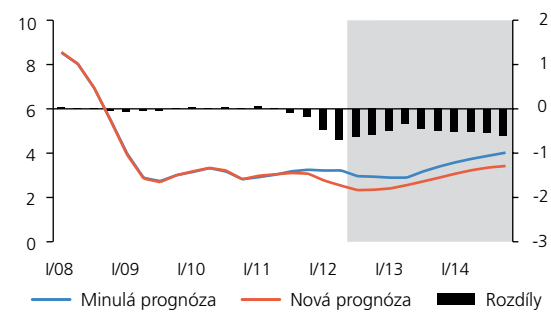


GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se snižuje na celém horizontu

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



mezd spolu s revizí předchozích údajů. V obou následujících letech nižší mzdy odrážejí snížený výhled domácí ekonomické aktivity, daný pozvolnějším oživením zahraniční poptávky, a na delším konci též předpoklad pomalejšího růstu produktivity.

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik rizik. První je spojeno s dopady dluhové krize v eurozóně do vývoje zahraničních veličin. Dalším rizikem je rozsah fiskálních konsolidačních opatření včetně jejich dopadů do reálné ekonomiky. Přetrvávajícím zdrojem nejistoty je také vývoj spotřeby domácností. Uvedená rizika a nejistoty však nejsou natolik vyhraněné (resp. u realizace fiskálních opatření vyjasněné), aby vedly ke zpracování alternativního scénáře. Byl zpracován citlivostní scénář s vyšším fiskálním multiplikátorem, implikujícím výraznější restriktivní dopad konsolidačních opatření do reálného HDP. Nižší spotřeba domácností v tomto citlivostním scénáři vede k nižší inflaci, na což měnová politika reaguje nižšími úrokovými sazbami oproti základnímu scénáři. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.

II.4.1 Citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru

ČNB ve svých odhadech dopadu fiskálních diskrečních opatření na ekonomickou aktivitu využívá koncept tzv. **fiskálního multiplikátoru**, jehož hodnotu ČNB na základě v minulosti provedených analýz odhaduje ve výši 0,6. Tato hodnota udává, že zmírnění poměru strukturálního schodku veřejných rozpočtů k HDP o 1 procentní bod vede k dočasnému poklesu dynamiky HDP o 0,6 procentního bodu (s opačným znaménkem to platí pro prohloubení deficitu). Tento odhad je v principu zatížen oboustrannou nejistotou.

Motivací pro zpracování citlivostního scénáře je riziko, že hodnota fiskálního multiplikátoru může být aktuálně vyšší, a to z důvodu déletrvající, procyklické a převážně stranou příjmů tažené fiskální konsolidace v podmínkách hospodářské recese v eurozóně a obecně velkých nejistot o jejím budoucím vývoji.¹³ Výsledkem těchto okolností mohou být změny chování ekonomických subjektů. Aktuálně tak mohou spotřebitelé a firmy reagovat na restriktivní působení vlády opatrněji, tj. zvýšenou tvorbou úspor (viz kapitola III.3 a BOX 2 v kapitole III.5.6) na úkor spotřeby a investic, což může domácí poptávku a ekonomický růst tlumit více, než by odpovídalo dosavadním odhadům.

V citlivostním scénáři je fiskální multiplikátor navýšen z 0,6 na hodnotu 1. Restriktivní působení fiskální politiky je tak v citlivostním scénáři výraznější ve srovnání se základním scénářem prognózy. Konkrétně ve zbývajících částech letošního roku je odhadován **dopad do dynamiky reálného HDP** ve výši cca -0,3 procentního bodu (oproti -0,2 procentního bodu v základním scénáři prognózy), v příštím roce -1,3 procentního bodu (oproti -0,8 procentního bodu v základním scénáři prognózy), a v roce 2014 pak -0,2 procentního bodu (oproti -0,1 procentního bodu v základním scénáři prognózy). Výraznější restriktivní dopad se

Tab. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍHO FISKÁLNÍHO MULTIPLIKÁTORU

Vyšší fiskální multiplikátor vede k výraznějšímu útlumu HDP a inflace, a tudíž k větší potřebě uvolnění měnové politiky (odchylky od základního scénáře)

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

13 Také v zahraničí se v současnosti na různých úrovních intenzivně diskutuje, zda současná výše fiskálních multiplikátorů pro jednotlivé země není vyšší než v předkrizovém období.

přítom projevuje zejména v nižší spotřebě domácností. V důsledku tohoto vývoje reálné ekonomiky dosahuje inflace v citlivostním scénáři nižších hodnot, na což měnová politika reaguje nižšími úrokovými sazbami. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce ve formě odchylek od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.1).

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 čtvrté čtvrtletí 2012 tak činí 24,2 CZK/EUR, resp. 25,6 CZK/EUR oproti 24,9 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se silnějším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.2). Scénář slabšího nominálního kurzu dochází ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Posílení kurzu vede k poklesu dovozních cen na začátku horizontu prognózy, a tedy k nižší inflaci. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti základnímu scénáři níže. Zhodnocený kurz také zhoršuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a vede v nejbližším roce k nižšímu růstu HDP oproti základnímu scénáři. V reakci na uvolnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP postupně roste a inflace se vrací k hodnotám základního scénáře.

TAB. II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Posílení kurzu vede k dočasně nižší inflaci a zpomalení růstu HDP oproti základnímu scénáři, úrokové sazby se snižují
(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Růst HDP (v p.b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)
IV/12	0,0	0,0	-0,2	-0,7
I/13	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
II/13	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1
III/13	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1
IV/13	-0,2	-0,1	0,2	-0,1
I/14	-0,1	0,0	0,3	-0,1
II/14	0,0	0,1	0,2	0,0
III/14	0,0	0,1	0,1	-0,1
IV/14	0,0	0,1	0,0	-0,1

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním i 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. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB většina analytiků předpokládala stabilitu základních sazeb. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci dvoutýdenní repo sazby ČNB, resp. tržních úrokových sazeb. Výhled tržních sazeb na rok dopředu je lehce klesající, v celém horizontu se však pohybuje nad trajektorií konzistentní s novou prognózou ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu i podnikovými manažery v ročním horizontu ve třetím čtvrtletí 2012 stagnovala. Inflační očekávání se u obou skupin respondentů pohybují cca 0,5 procentního bodu nad 2% cílem ČNB, pravděpodobně v souvislosti s vládou navrhovaným zvýšením obou sazeb DPH od ledna 2013 (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků zhruba 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. V posledních měsících se tento indikátor mírně snižoval. 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 za celé třetí čtvrtletí 2012 v průměru 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 o necelé 1 %, nepatrně zrychlit by oproti letošnímu roku měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z října 2012 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 1,7 %, resp. 0,8 %. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění, jeden analytik očekával snížení 2T repo sazby o 0,15 procentního bodu.¹⁴ Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stagnaci na stávající úrovni, přičemž jejich odhady 2T repo sazby se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,50 %. Od začátku letošního roku se prognózy úrokových sazeb včetně tržních posunuly na podstatně nižší hladinu.

¹⁴ V průzkumech agentur Thomson Reuters a Bloomberg přibližně čtvrtina analytiků snížení základních úrokových sazeb ČNB očekávala.

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)

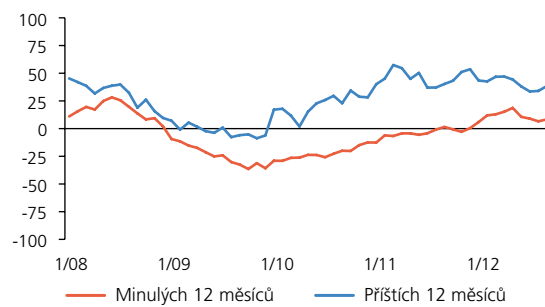
	6/12	7/12	8/12	9/12	10/12
IOFT:					
Index spotř. cen	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2
Reálný HDP v roce 2012	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,8
Reálný HDP v roce 2013	1,3	1,2	1,2	1,1	0,6
Nominální mzdy v roce 2012	2,8	2,8	2,8	2,6	2,5
Nominální mzdy v roce 2013	3,2	2,9	3,3	3,0	2,8
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,4	24,4	24,5	24,4	24,5
2T repo (v %)	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2
1R PRIBOR (v %)	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2
Podniky:					
Index spotř. cen	2,5			2,5	

Graf II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností se ve třetím čtvrtletí 2012 v průměru mírně snížila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici předpokládají, že ekonomika po poklesu v letošním roce v příštím roce mírně poroste

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

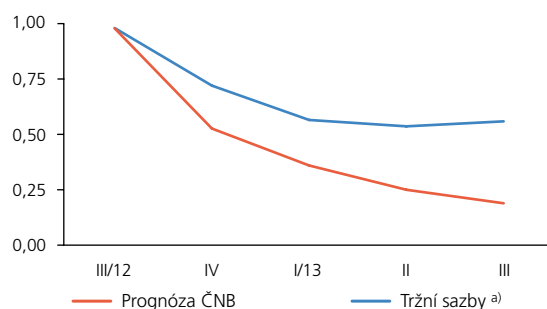
	6/12	7/12	8/12	9/12	10/12
Reálný HDP v roce 2012	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
Reálný HDP v roce 2013	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
Nominální mzdy v roce 2012	3,0	2,9	2,9	2,6	2,6
Nominální mzdy v roce 2013	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,0	25,1	25,2	24,9	24,7
3M PRIBOR (v %)	1,1	1,1	0,8	0,8	0,7

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pohybuje nad sazbami konzistentními s prognózou ČNB

(v %)



a) pro III/12 a IV/12 3M PRIBOR, pro I/13 až III/13 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 19. 10. 2012

V **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají analytici přibližně stejně hluboký pokles reálného HDP v letošním roce, v příštím roce by podle nich měla ekonomika růst mírně vyšším tempem, než předpovídá ČNB. Inflace očekávaná v ročním horizontu leží nepatrně výše než v prognóze ČNB. Měnový kurz je v ročním výhledu oproti prognóze ČNB znatelně silnější u obou skupin analytiků. Analytici dotázaní v rámci šetření IOFT očekávají silnější kurz o 2,7 %, analytici dotázaní v rámci šetření CF o 1,9 % v porovnání s novou prognózou ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se pohybují výše, než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou 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 září 2012 meziroční hodnoty 3,4 %, a nacházela se tak nad horní hranou tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 2,1 % pak byla těsně nad cílem. Na mírném snížení meziroční inflace ve třetím čtvrtletí 2012 se podílely regulované i tržní ceny s výjimkou cen pohonných hmot, jejichž meziroční růst výrazně zrychlil. Na vývoj tržních cen měly významný vliv protiinflační tlaky z domácí ekonomiky v podmínkách slabé domácí poptávky, související s fiskální konsolidací a nízkou důvěrou domácností. Naproti tomu růst dovozních cen byl nadále rychlý a týkal se jak energií, tak finálních produktů pro spotřebitelský trh, v obou případech ovlivněných předchozím oslabením měnového kurzu.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2012 nacházela zřetelně nad úrovní cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace byla zhruba na cíli. 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 třetím čtvrtletí roku 2012 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od ledna 2011 do září 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 II/2011 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci II/2011 očekávala, že celková i měnověpolitická inflace se na celém horizontu prognózy budou pohybovat poblíž 2% inflačního cíle (Graf III.1.1). K tomu měly přispívat postupně sílící inflační tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu. Ty měly být částečně kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu, které mělo od poloviny roku 2011 z hlediska dopadů dovozních cen do čisté inflace převážet nad vlivem růstu cen v zahraničí. Nárůst domácích nákladových tlaků měl pokračovat i v roce 2012 v souvislosti s opětovným oživením zahraniční poptávky i české ekonomiky a se zrychlujícím růstem mezd. Prognóza předpokládala, že ceny potravin krátkodobě vzrostou, po odeznění vlivu vysokých cen zemědělských výrobců však jejich meziroční růst zpomalí. Podobný vývoj prognóza očekávala u cen pohonných hmot v návaznosti na mírně klesající tržní výhled ceny ropy.

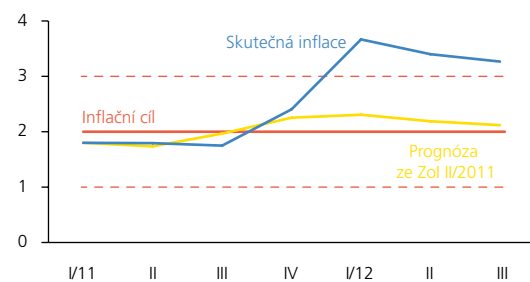
Celková **inflace se ve skutečnosti** během roku 2011 vyvíjela přibližně v souladu s prognózou, ovšem od počátku roku 2012 byla oproti předpokladům výrazně vyšší (měnověpolitická inflace v celém horizontu predikce přibližně odpovídala prognóze). Odchylna v celkové inflaci byla

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNOZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace ve třetím čtvrtletí 2012 výrazně přesáhla prognózu ze Zol II/2011

(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNOZY 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 II/2011	Skutečnost 3. čtvrtletí 2012	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{b)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	3,3	1,2
z toho:			
regulované ceny	4,0	8,2	0,8
primární dopady změn nepřímých daní	0,1	1,0	0,9
ceny potravin ^{a)}	1,7	2,8	0,2
ceny pohonných hmot (PH) ^{a)}	2,6	6,4	0,1
korigovaná inflace bez PH ^{a)}	1,4	-0,4	-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 koší od ledna 2012.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Vnější nákladové faktory působily na domácí inflaci v roce 2011 neutrálně, následně pak protiinflačně

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

		II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,4	2,0	1,9	2,0	2,2	2,3
	s	3,0	2,4	1,6	1,7	0,6	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	4,8	4,3	3,7	2,3	2,3	2,7
	s	6,4	5,9	5,1	3,7	2,2	1,7
3M EURIBOR	p	1,5	1,7	2,0	2,3	2,5	2,7
(v %)	s	1,4	1,6	1,5	1,0	0,7	0,4
Kurz USD/EUR	p	1,41	1,38	1,38	1,38	1,37	1,35
(úroveň)	s	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25
Cena ropy Brent	p	120,7	119,5	118,4	117,3	116,0	114,5
(USD/barel)	s	116,8	112,9	109,3	118,7	108,7	109,9

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze Zol II/2011

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 Zol II/2011 nepředpokládala. Oproti očekávání byl 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**. Zahraniční ekonomická aktivita rostla po většinu roku 2011 rychleji, než předpokládala prognóza. Následně na přelomu let 2011 a 2012 byla zahraniční poptávka oproti předpokladům jen mírně nižší, avšak od druhého čtvrtletí 2012 došlo k jejímu neočekávanému výraznému útlumu. Zároveň výrobní ceny v zahraničí po většinu období rostly rychleji. Zahraniční úrokové sazby se nejprve pohybovaly na jen lehce nižších úrovních, od konce roku 2011 však klesly výrazně pod předpokládanou úroveň (Tab. III.1.2). Vývoj v zahraničí tak v roce 2011 působil na domácí inflaci zhruba neutrálně, v roce 2012 pak protiinflačně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Úrokové sazby zůstaly stabilní téměř v celém sledovaném horizontu a odchýlily se tak od prognózy, která od konce roku 2011 předpokládala jejich postupný nárůst. Měnový kurz se nejprve pohyboval v blízkosti hodnot předpokládaných prognózou, v závěru roku 2011 však koruna výrazně oslabila v důsledku nárůstu averze vůči riziku s tím, jak se prohloubila dluhová krize v eurozóně. Na slabších hodnotách koruna zůstala i v prvních třech čtvrtletích 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 se v roce 2011 příliš nelišil od prognózy, když docházelo k postupnému snižování meziročních temp růstu zejména vlivem utlumené domácí poptávky (s dopady fiskální restriktce) a postupného zpomalování růstu v zahraničí. Od počátku roku 2012 se však pozorovaný růst HDP pohyboval zřetelně pod prognózou z důvodu výraznějšího než očekávaného snížení dynamiky zahraniční poptávky, razantnější fiskální konsolidace a nejistoty související s dluhovou krizí v eurozóně. Tyto vlivy se projeví především v propadu dynamiky spotřeby a investic. Také růst mezd byl oproti prognóze utlumenější. Celková inflace se ale i přes uvedený ekonomický útlum nacházela ve třetím čtvrtletí 2012 výrazně nad cílem, k čemuž přispěl zejména rychlý růst regulovaných cen a změna DPH od ledna 2012.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi lednem 2011 a zářím 2011 bankovní rada v prvních dvou čtvrtletích hodnotila rizika prognóz jako vyrovnaná, resp. proinflační (avšak pouze u celkové inflace vlivem očekávané změny DPH, na jejíž primární cenové dopady měnová politika nereaguje). Ve třetím čtvrtletí 2011 byla rizika prognózy inflace označena za vyrovnaná, resp. mírně protiinflační a u úrokových sazeb směrem k výrazně nižším sazbám.

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

V roce 2012 se pozorovaný růst HDP pohyboval výrazně pod prognózou

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

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

Tržní úrokové sazby zůstaly stabilní téměř v celém sledovaném období a odchýlily se tak od prognóz, které předpokládaly jejich postupný nárůst od konce roku 2011. Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2012 pohybovala nad cílem zejména z důvodu nárůstu snížené sazby DPH, měnověpolitická inflace se pohybovala zhruba na cíli. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od ledna do září 2011 byla zhruba adekvátní.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace¹⁵ se ve třetím čtvrtletí 2012 mírně snížila, když v září byla o 0,1 procentního bodu nižší než v červnu a dosáhla 3,4 % (Graf III.1.2). Na tomto jen mírném zpomalení růstu spotřebitelských cen se podílely všechny složky inflace kromě pohonných hmot, jejichž cenový růst ve třetím čtvrtletí výrazně zrychlil (Graf III.1.3).

Ve **struktuře meziroční inflace** ve třetím čtvrtletí 2012 nadále převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Jejich podíl na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen zůstal stabilní na úrovni zhruba tří čtvrtin (Graf III.1.4). Z tržních cen docházelo k růstu zejména u potravin a pohonných hmot, zatímco ostatní ceny v průměru klesaly. Pokračoval tak výrazně diferencovaný vývoj jednotlivých složek inflace.

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 září cca 1 procentní bod. Celkový primární dopad do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl zhruba 1,3 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez vlivu změn nepřímých daní, se tak nadále nacházela výrazně pod celkovou meziroční inflací, přičemž v září dosáhla 2,1 % (Graf III.1.2).

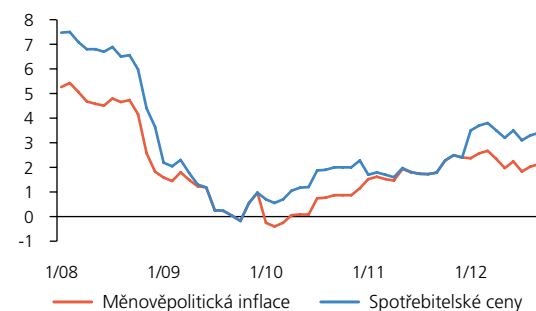
I ve třetím čtvrtletí 2012 se na meziroční inflaci nejvíce podílely **regulované ceny** (Graf III.1.4). Jejich meziroční růst byl stále vysoký (8,1 % v září), i když dále zvolnil (o 0,5 procentního bodu oproti červnu). Uvedené zvolnění přitom bylo zčásti způsobeno efektem srovnatelné základny. Ve třetím čtvrtletí došlo zejména ke zvýšení cen regulovaného nájemného a cen regulovaných položek ve zdravotnictví. V září se také zvýšily regulované ceny v oblasti vzdělávání a stravování. Meziroční dynamika regulovaných cen byla ale především ovlivněna úpravami většiny regulovaných položek z počátku roku 2012, kdy souběžně došlo k promítnutí změny DPH do těchto cen. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, ve třetím čtvrtletí 2012 mírně zvolnil (z 1,2 % v červnu na 1,1 % v září). Přispělo k tomu zmírnění růstu cen potravin a zesílení poklesu cen v rámci

GRAF III.1.2

INFLACE

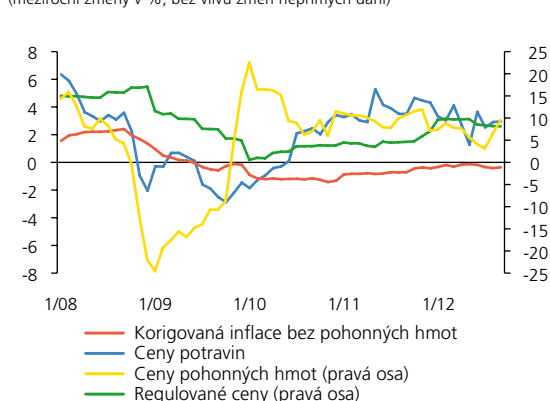
Ve třetím čtvrtletí 2012 se inflace oproti červnu mírně snížila (meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

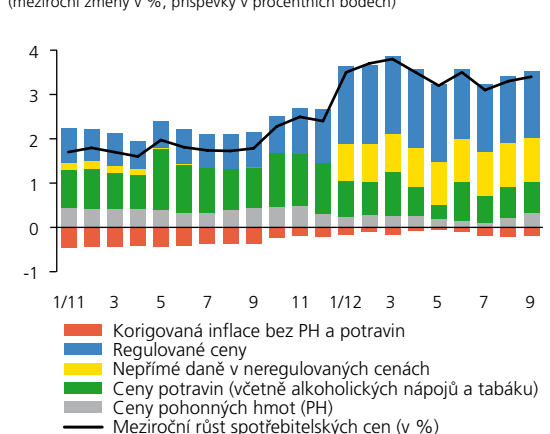
Ke snížení inflace přispěla většina jejích složek kromě cen pohonných hmot (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

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

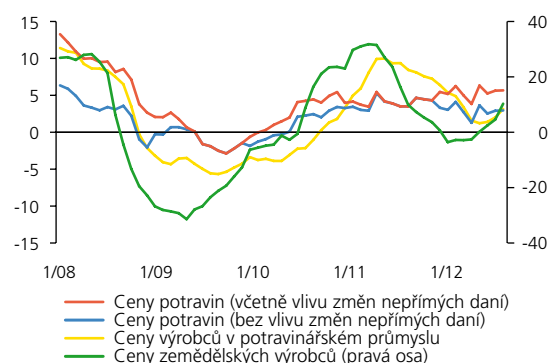


15 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Růst cen potravin byl kolísavý, celkově ale zvolnil
(meziroční změny v %)



korigované inflace bez pohonných hmot, jejichž snižující vliv byl ovšem téměř vykompenzován výrazným zrychlením růstu cen pohonných hmot (Graf III.1.3). Celkově mírný meziroční růst tržních cen a zejména klesající ceny v rámci korigované inflace ve třetím čtvrtletí 2012 nadále indikovaly působení utlumené spotřebitelské poptávky, resp. obecně mírně protiinflačního vlivu vývoje domácí ekonomiky. Zároveň zpomalil růst dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh, současně však zrychlil růst dovozních cen minerálních paliv. Vývoj dovozních cen byl nadále ovlivněn meziročním oslabením kurzu koruny, zejména vůči dolaru.

Vývoj **cen potravin** (bez vlivu změn nepřímých daní) byl nadále značně kolísavý, celkově se ale jejich meziroční růst ve třetím čtvrtletí 2012 zmírnil (z 3,6 % v červnu na 3 % v září; Graf III.1.5). Za touto změnou stála zejména korekce předchozího vysokého nárůstu cen brambor a vliv nízké spotřebitelské poptávky. Na konci třetího čtvrtletí se však již do cen potravin začala promítat zrychlující dynamika růstu cen zemědělských výrobců, dovozních cen potravin a návazně cen v potravinářském průmyslu. Ve struktuře cen potravin byl tento vliv patrný ve skupině potraviny a nealkoholické nápoje, zatímco vývoj cen alkoholických nápojů a tabáku byl v průběhu třetího čtvrtletí víceméně stabilní.

Vliv nízké spotřebitelské poptávky a celkově utlumené ekonomické aktivity byl pozorován též ve vývoji meziroční **korigované inflace bez pohonných hmot**, která se již od poloviny roku 2009 pohybuje v záporných hodnotách. Přitom v samotném třetím čtvrtletí 2012 se opět posunula směrem k více záporným hodnotám (z -0,2 % v červnu na -0,4 % v září; Graf III.1.6). Při pohledu do její struktury je patrné, že hlavní příčinou této změny bylo mírné prohloubení meziročního poklesu cen ostatních obchodovatelných statků bez pohonných hmot. Za pozorovaným vývojem těchto tržních cen zřejmě stála zejména slabá domácí poptávka, která více než kompenzovala vliv meziročního oslabení kurzu CZK/EUR pozorovaného v poměrně rychlém růstu dovozních cen průmyslového zboží. Meziroční růst cen ostatních neobchodovatelných statků nadále kolísá kolem hodnoty 1 % (Graf III.1.6).

Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2012 opětovně výrazně zrychlil (ze 4,1 % v červnu na 9,6 % v září). Jejich vývoj ovlivnil zejména obnovený meziroční růst světových cen ropy při pokračujícím zřetelném meziročním oslabení kurzu CZK/USD.

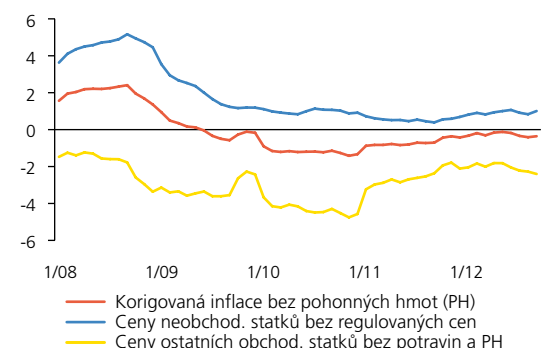
Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR již třetí čtvrtletí v řadě výrazněji než v průměru zemí EU (Graf III.1.7), zejména vlivem změny DPH v lednu letošního roku. Podle posledního odhadu Eurostatu zpomalil v září meziroční růst HICP v ČR na 3,5 %. Poslední dostupný údaj ze srpna 2012 pro průměr 27 zemí EU indikoval zrychlení meziročního růstu na 2,7 %.¹⁶

¹⁶ Meziroční růst HICP bez vlivu daní dosáhl v srpnu v zemích EU 2,3 %, v ČR byl nepatrně nižší (2,2 %).

GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

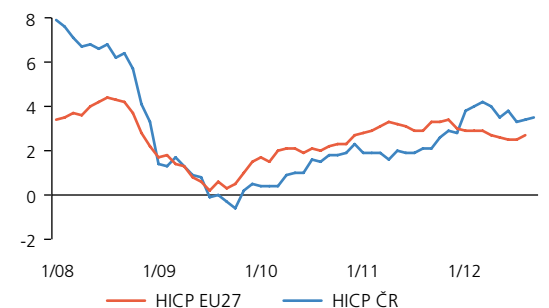
Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se ve třetím čtvrtletí 2012 prohloubil
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

HICP

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



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Růst dovozních cen zůstává vysoký, během letních měsíců však lehce zvolnil. Meziroční růst dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování se částečně zmírnil z předchozích vysokých hodnot. Dovozní ceny energetických surovin stále rostly rychle, především vlivem meziročního oslabení měnového kurzu vůči dolaru. Ceny průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2012 mírně zrychlily, převážně vlivem zvýšení světových cen ropy. Zrychlil i růst cen zemědělských výrobců vlivem zvýšení světových agrárních cen. Ceny stavebních prací a tržních služeb setrvaly při trvající nízké poptávce v mírném poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

V prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2012 byl pokračující růst **dovozních cen** nadále převážně tažen vývojem dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování a energetických surovin (Graf III.2.2). Meziroční růst dovozních cen se z červnových hodnot zmírnil na 5,8 % za srpen, a to zejména vlivem slábnoucí dynamiky světových cen neenergetických surovin.

Příspěvek cen dovážených **minerálních paliv** k dosaženému meziročnímu růstu dovozních cen se v srpnu opět zvýšil (Graf III.2.2). Hlavní příčinou byla prudká změna ve vývoji cen ropy na světových trzích. Ceny ropy od dubna meziročně klesaly, přičemž nejvýraznější byl tento pokles v červnu (o 16 %). V srpnu však byl uvedený pokles opět vystřídán mírným meziročním růstem (o 3 %). U cen zemního plynu bylo patrné rychlé odeznívání jejich předchozího vysokého růstu. Ve druhém čtvrtletí letošního roku převyšovalo meziroční tempo růstu cen zemního plynu ještě úroveň 20 %, v srpnu ale již nepřesáhlo úroveň 2 %. V souhrnu se vývoj cen těchto energetických komodit odrazil v postupném zpomalování meziročního růstu dovozních cen minerálních paliv až na 12 % v červenci, ten však v srpnu opět zrychlil na 20,5 %. Podobně jako v předchozím čtvrtletí byl vývoj těchto dovozních cen významně ovlivněn meziročním oslabením kurzu CZK/USD¹⁷ (Graf III.2.3).

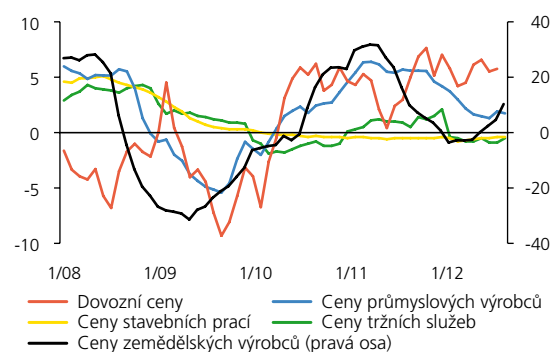
Výrazně zrychlil také meziroční růst dovozních cen **potravin** (na 10,7 %) a živočišných a rostlinných olejů, ovlivněný souběhem oslabeného měnového kurzu a zesíleného růstu cen zemědělských komodit na světových trzích. V ostatních skupinách dovozu naopak pokračovalo zpomalování růstu či pokles cen spojený s vývojem cen surovin na světových trzích. Především to byly dovozní ceny **neenergetických surovin**, které i přes vliv oslabeného kurzu CZK/USD od května meziročně klesají (v srpnu o 4,6 %). Zároveň dovozní ceny **polotovarů** a chemikálií rostly v červenci a srpnu pomaleji než na konci druhého čtvrtletí 2012 (Tab. III.2.1).

17 Měnový kurz CZK/USD v srpnu meziročně oslabil o 19,2 %.

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

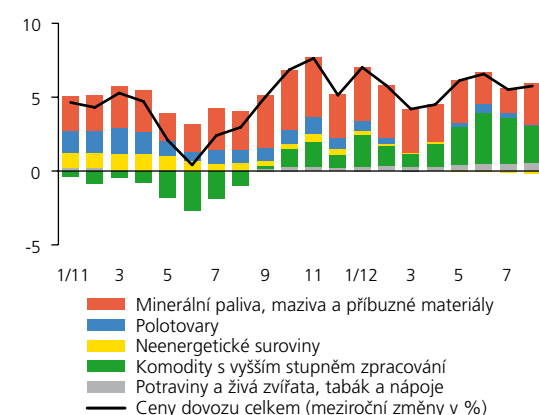
Růst dovozních cen se celkově zmírnil, růst cen průmyslových a zemědělských výrobců zrychlil
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

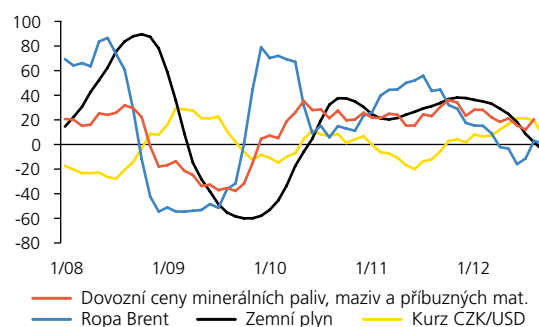
Růst dovozních cen byl tažen cenami energetických surovin a komodit s vyšší přidanou hodnotou
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Vývoj dovozních cen minerálních paliv byl významně ovlivněn meziročním oslabením měnového kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



TAB. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny rostly ve většině skupin dovozu, nejvýrazněji u dovážených energetických surovin

(meziroční změny v %)

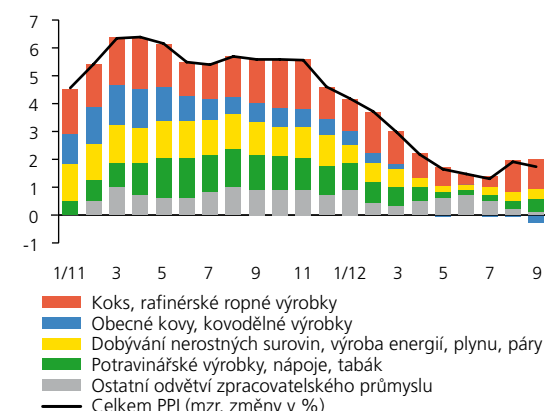
	5/12	6/12	7/12	8/12
DOVOZ CELKEM	6,1	6,6	5,5	5,8
z toho:				
potraviny a živá zvířata	6,4	8,8	8,7	10,5
nápoje a tabák	9,4	10,8	12,4	12,1
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-0,6	-1,0	-2,0	-4,6
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	21,2	15,4	12,0	20,5
živočišné a rostlinné oleje	2,2	3,7	3,8	4,0
chemikálie a příbuzné výrobky	5,1	5,8	4,0	3,5
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	1,2	2,8	1,4	0,4
stroje a dopravní prostředky	4,5	6,3	6,2	4,8
průmyslové spotřební zboží	4,3	6,0	5,0	3,9

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2012 zrychlil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

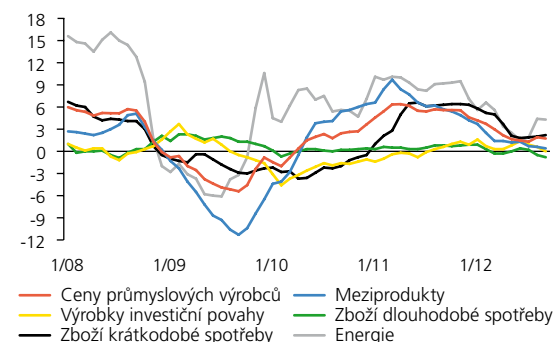


GRAF III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Ve většině průmyslových skupin dynamika cen oslabila, pouze růst cen energií a předmětů krátkodobé spotřeby zrychlil

(meziroční změny v %)



V srpnu se snížila také dynamika dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**¹⁸, jejichž výrazný meziroční růst nad úroveň 6 % v červnu byl významně ovlivněn oslabením měnového kurzu. I když v srpnu jejich růst celkově zvolnil na 4,5 %, byl jejich příspěvek k meziročnímu růstu dovozních cen, vzhledem k jejich velké váze, stále poměrně vysoký (Graf III.2.2).

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

V průběhu třetího čtvrtletí 2012 **ceny průmyslových výrobců** mírně zrychlily svůj meziroční růst (z 1,5 % v červnu na 1,7 % v září). Bylo tak přerušeno předchozí pozvolné snižování dynamiky jejich růstu (Graf III.2.4), odrážející odeznívání dopadu vysokých cen významných světových surovin na ceny domácích výrobců.

Podrobnější pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců ukazuje, že za obratem dosavadního klesajícího trendu v srpnu 2012 bylo především obnovení meziročního růstu světových cen ropy, které se při pokračujícím výrazném meziročním oslabení kurzu CZK/USD rychle promítlo do cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy. V důsledku toho zrychlil růst cen výrobců ve skupině energií (Graf III.2.5). Ke zrychlení dynamiky růstu cen výrobců v průmyslu přispělo také oživení růstu domácích cen agrárních vstupů rostlinného původu a zesilující růst dovozních cen potravin. Ostatní faktory působily naopak v průběhu třetího čtvrtletí směrem ke snížení nákladů, což indikovaly zejména meziročně klesající ceny dovážených neenergetických vstupů a ceny v odvětví dobývání nerostných surovin (Graf III.2.4). Zároveň se zmírnil meziroční růst cen v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu.

Opětovné meziroční zvýšení cen ropy na světových trzích, doprovázené pokračujícím meziročním oslabením měnového kurzu, vedlo s krátkým zpožděním ke zrychlení růstu cen výrobců v **odvětví koku a rafinérských ropných produktů** (z 5,1 % v červenci na 13,3 % v září). Příspěvek tohoto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců se tak výrazně zvýšil (na 1 procentní bod v září; Graf III.2.4). Rovněž v **potravinářském průmyslu** zrychlily ceny výrobců ve třetím čtvrtletí svůj meziroční růst (na 3,2 % v září), zejména v souvislosti s obnoveným růstem cen agrárních vstupů domácího původu. V **odvětví základních kovů a kovodělných výrobků** naopak ceny výrobců od počátku třetího čtvrtletí 2012 klesají a jejich příspěvek k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců byl tak záporný (Graf III.2.6).

V **odvětví elektřiny, plynu a páry** rostly ceny výrobců od počátku letošního roku stabilním mírným tempem (v září o 1,7 %) a v odvětví těžby a dobývání ceny již od dubna klesají. Také v odvětví zásobování

18 Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží. Jejich ceny ovlivňuje zejména kurz CZK/EUR, který v srpnu meziročně oslabil o 3,1 %.

vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami vykazují ceny v letošním roce stabilní růst (o 8 %), avšak vyšší než v předchozím roce. V souhrnu se tak příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2012 jen nepatrně zvýšil.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, cenový růst mírně zpomaloval. Jejich podíl na celkovém meziročním růstu cen průmyslových výrobců se tak v září oproti červnu snížil a dosáhl jen 0,1 procentního bodu (Graf III.2.4). Meziroční růst cen se zmírnil u pryžových a plastových výrobků. Ceny PC a elektronických a optických přístrojů a ceny dopravních prostředků od září již klesají. Ceny elektrických zařízení prohloubily svůj meziroční pokles.

Ceny zemědělských výrobců

Ve třetím čtvrtletí 2012 pokračoval růst **cen zemědělských výrobců**, obnovený v závěru předchozího čtvrtletí. Tempo jejich meziročního růstu dále zrychlilo na 10,3 % v září (Graf III.2.7). Přispěl k tomu výhradně vývoj cen produktů rostlinné výroby, které od počátku třetího čtvrtletí opět meziročně rostou (o 18 % v září). Naopak u cen produktů živočišné výroby pokračovalo zpomalování cenového růstu (na 1,2 % v září).

Mírný meziroční pokles cen zemědělských výrobců v první polovině letošního roku byl důsledkem faktorů z roku 2011, zejména výrazně příznivějších klimatických podmínek a s tím spojeného návratu některých tradičních exportérů na světové trhy. Kromě toho domácí sklizeň roku 2011 byla z dlouhodobějšího pohledu výrazně nadprůměrná. Na počátku třetího čtvrtletí 2012 však došlo k poměrně výraznému obratu dosavadního vývoje. V pozadí této změny byly sílící informace o letošní slabé úrodě u hlavních světových producentů (zpočátku v USA a později i dalších zemí včetně evropských) a návazné očekávání zřetelného poklesu světových zásob potravinářských komodit, které se projevilo ve skokovém nárůstu jejich cen na světových trzích. Rovněž domácí úroda byla v letošním roce z dlouhodobějšího pohledu jednou z nejnižších, přičemž meziročně se jedná o pokles zhruba o jednu pětinu. Působení těchto faktorů vedlo k obnovení meziročního růstu domácích cen rostlinné výroby. Na ceny živočišné výroby nadále působil vliv skokového zvýšení cen vajec z počátku roku 2012 vlivem zpřísnění veterinárních pravidel v EU a návazného výpadku části produkce. Jejich vliv byl však postupně převážen poklesem cen jiných skupin živočišné produkce, zejména pak mléka a prasat.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách přetrvávající nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** ve třetím čtvrtletí 2012 v mírném meziročním poklesu (-0,4 % v září; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví stále mírně rostly (o 0,6 % v září).

GRAF III.2.6

CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

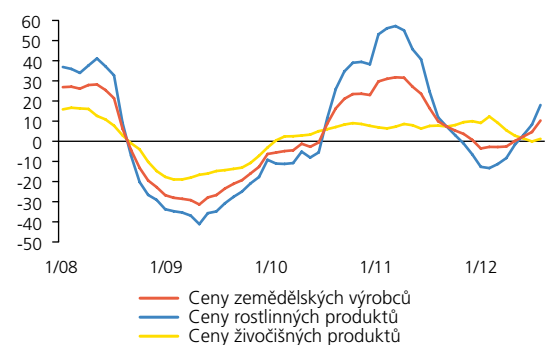
Zatímco ceny výrobců v odvětví kovů již klesaly, obnovený růst cen ropy se rychle promítl do cen v odvětví koksu a rafinérských ropných produktů
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ve třetím čtvrtletí 2012 růst cen zemědělských výrobců výrazně zrychlil
(meziroční změny v %)

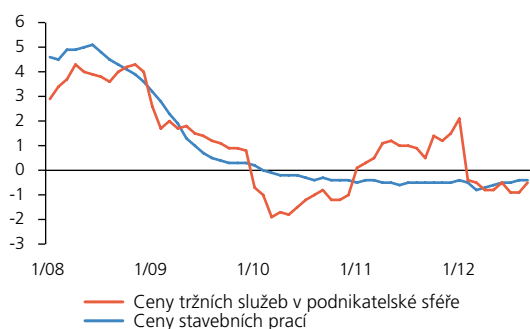


GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací i ceny tržních služeb klesají

(meziroční změny v %)



Vývoj **cen tržních služeb** ve třetím čtvrtletí 2012 rovněž potvrzoval vliv slabé domácí poptávky, který se projevil v jejich pokračujícím meziročním poklesu (-0,5 % v září). Ceny klesaly zhruba u poloviny sledovaných odvětví služeb, zejména u reklamních služeb a průzkumu trhu (-2,4 %). Také ceny za architektonické a inženýrské služby, odrážející zejména přetrvávající nízkou poptávku po investicích do budov a staveb, setrvaly v poklesu (-2,8 %). V menší míře pak klesaly ceny za služby v oblasti telekomunikací a některé další služby. V ostatních sledovaných odvětvích pokračoval ve třetím čtvrtletí jen mírný cenový růst (například v dopravě, finančních službách kromě pojišťovnictví a penzijního financování, v programování a poradenství).

III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve druhém čtvrtletí 2012 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu dále prohloubil na -1 %.¹⁹ V mezičtvrtletním srovnání se HDP snížil o 0,2 %. Nejvíce k dosaženému meziročnímu poklesu produktu přispěla spotřeba domácností a změna stavu zásob. Také spotřeba vlády ve druhém čtvrtletí klesala, zatímco fixní investice stagnovaly na úrovni stejného období předchozího roku. Prorůstově působil při trvajícím předstihu růstu vývozu před dovozem pouze čistý vývoz, avšak v menší míře než v předchozím čtvrtletí. Na straně nabídky podpořil tvorbu produktu nejvíce zpracovatelský průmysl, jeho kladný příspěvek se ale dále snížil. Zároveň ve většině ostatních odvětví – zejména ve stavebnictví, obchodu a některých službách – hrubá přidaná hodnota klesala. Pokračovalo rozevírání odhadované mezery výstupu do záporných hodnot.

III.3.1 Domácí poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2012 se meziroční pokles **domácí poptávky** dále prohloubil. Přispělo k tomu především zesílení poklesu spotřeby domácností (Graf III.3.2), která představuje největší výdajovou složku HDP.²⁰ Také spotřeba vlády se podílela na dalším snížení dynamiky domácí poptávky. Příspěvek zásob byl nadále záporný, zatímco příspěvek fixních investic byl neutrální.

Konečná spotřeba

Spotřeba domácností pokračovala ve druhém čtvrtletí 2012 v poklesu, který se dále prohloubil o téměř 1 procentní bod na -3,3 % (Graf III.3.3). Její klesající trend, pozorovaný od počátku roku 2011, souvisel zejména s probíhající fiskální konsolidací, stagnací na trhu práce a vysokými nejistotami o budoucím ekonomickém vývoji a zaměstnanosti. Působení těchto faktorů se projevilo ve snížení dynamiky růstu nominálních i reálných příjmů domácností a ve zvýšení jejich sklonu k úsporám.

Nominální hrubý disponibilní důchod ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně mírně vzrostl o 0,7 %. Jeho **reálná kupní síla** však byla – podobně jako v předchozím čtvrtletí – výrazně snižována meziroční inflací²¹, zejména vlivem promítnutí zvýšené DPH do spotřebitelských cen a nárůstu regulovaných cen na počátku letošního roku. To se odrazilo v poklesu reálného hrubého disponibilního důchodu, který ve druhém čtvrtletí dosáhl 2,6 % (Graf III.3.3). Pokles reálných spotřebních výdajů byl ještě výraznější (-3,6 %).

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

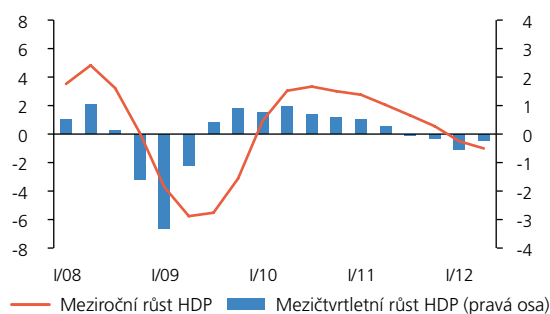
20 Podíl spotřeby domácností na HDP ve stálých cenách roku 2005 činil ve druhém čtvrtletí 2012 46 %.

21 Měřeno deflátořem spotřeby domácností.

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

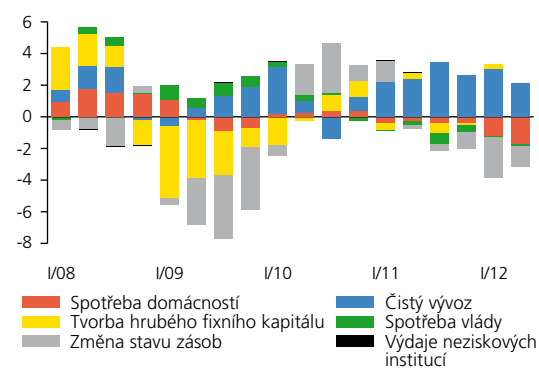
Meziroční pokles HDP se ve druhém čtvrtletí 2012 prohloubil
(meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

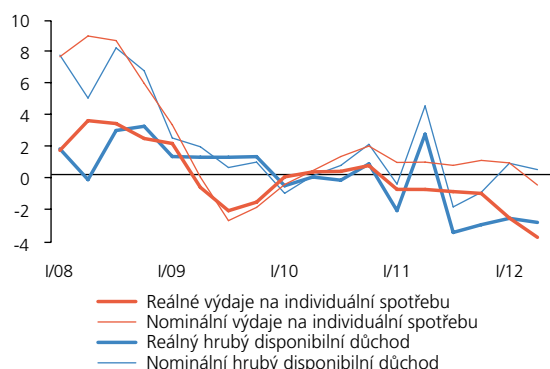
Reálný růst HDP byl ve druhém čtvrtletí 2012 tažen čistým vývozem, domácí poptávka celkově klesala
(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálný pokles spotřeby domácností zřetelně zesílil
(meziroční změny v %)

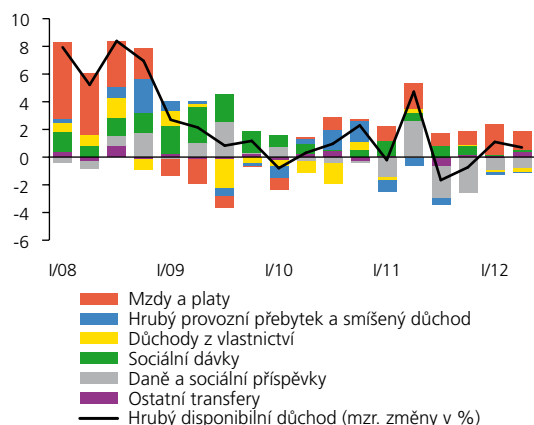


GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Nominální hrubý disponibilní důchod se zvýšil, avšak jen nevýrazně

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

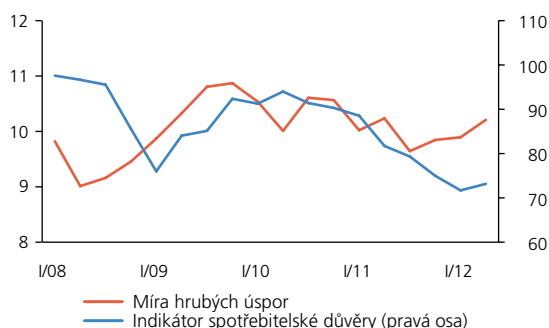


GRAF III.3.5

MÍRA ÚSPOR A INDIKÁTOR SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Trvalý nízká důvěra domácností se odráží v pozvolném zvyšování sklonu k úsporám

(v %, bazický index, rok 2005 = 100, sezonně očištěné údaje)

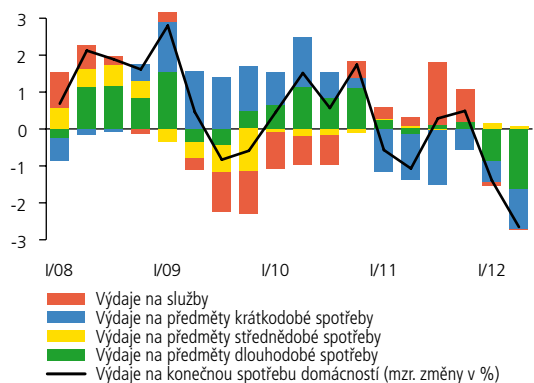


GRAF III.3.6

STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

V prvním pololetí 2012 začaly výrazně klesat výdaje domácností na předměty dlouhodobé spotřeby

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



Pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu zároveň ukazuje, že znatelný kladný příspěvek k jeho meziročnímu růstu zaznamenaly ve druhém čtvrtletí 2012 pouze **mzdy a platy**. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl však jejich příspěvek nižší (Graf III.3.4). Rostly také příjmy z ostatních běžných transferů a sociálních dávek, jejichž příspěvek k vývoji disponibilního důchodu byl ale nízký. Ve skupině váhově poměrně významných příjmů podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu) pokračoval mírný meziroční pokles, a také důchody z vlastnictví již druhé čtvrtletí v řadě klesaly. Záporný byl i vliv placených daní a sociálních příspěvků.

Pozvolné zvyšování **míry hrubých úspor** (Graf III.3.5) v průběhu druhé poloviny roku 2011 a v první polovině letošního roku naznačuje, že i při klesajících reálných příjmech některé domácnosti vytvářejí finanční rezervy. Tento fakt nasvědčuje tomu, že domácnosti silně vnímají přetrvávající značné nejistoty na trhu práce a očekávaná další restriktivní fiskální opatření. V jednotlivých sociálních skupinách byla přitom tvorba úspor rozdílná. O obezřetném spotřebním chování domácností svědčil i pokračující slabý růst **spotřebitelských úvěrů** ve druhém čtvrtletí 2012 (viz kapitola III.5.2). Za uvedených okolností klesaly spotřební výdaje domácností ve většině sledovaných **skupin spotřebních statků**, tj. předmětů krátkodobé i dlouhodobé spotřeby a služeb, přičemž u posledně dvou jmenovaných skupin jde o významnou změnu oproti roku 2011. Pouze reálné výdaje na předměty střednědobé spotřeby meziročně mírně vzrostly (Graf III.3.6). Bližší pohled na vývoj míry úspor domácností poskytují níže uvedený BOX 1 a BOX 2 v kapitole III.5.6.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** zatím nesignalizují, že by mělo dojít k znatelnému oživení spotřeby domácností v následujícím čtvrtletí. Srpnové sezonně očištěné údaje o vývoji reálných tržeb v maloobchodu včetně motoristického segmentu meziročně poklesly (o 0,8 %), i když mírněji než v červenci. Jejich pokles ovlivnil zřetelně nižší prodej v motoristickém segmentu, který byl zčásti kompenzován mírným nárůstem tržeb v maloobchodu včetně pohonných hmot. Rovněž poslední zářijové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ nenaznačují změnu ve spotřebním chování domácností. Indikátor spotřebitelské důvěry se po mírném zlepšení v červenci a srpnu v září opět snížil, a setrval tak na úrovních blízkých rekordním minimům z let 1998 a 1999. Za těmito výsledky stálo zejména zhoršující se očekávání domácností ohledně celkové hospodářské situace a nezaměstnanosti.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve druhém čtvrtletí 2012 prohloubily svůj meziroční pokles na -0,9 %, což potvrzuje pokračování realizace úsporných opatření v oblasti vládní spotřeby.

BOX 1**Vývoj míry úspor domácností**

Vývoj v letošním roce ukazuje na prohlubující se pokles reálné spotřeby. Ten je dán kromě slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů a zvýšené inflace vlivem daňových změn i vývojem míry úspor. Ta v poslední době roste (Graf 1), zřejmě vlivem opatrnosti spotřebitelů plynoucí ze značných nejistot na trhu práce a očekávání dalších restriktivních fiskálních opatření.

Statistikou, ve které ČSÚ publikuje míru úspor domácností, jsou čtvrtletní nefinanční sektorové účty za domácnosti, kde je míra úspor definována jako podíl hrubých úspor k hrubému disponibilnímu důchodu. V rámci revizí národních účtů podléhají revizím také nefinanční sektorové účty domácností. Rozsah těchto revizí z hlediska míry úspor je přitom za poslední dva roky značný (Graf 1). Ve sledovaném období je vidět značnou variabilitu ukazatele, přičemž k největší revizi míry úspor o 2,9 procentního bodu došlo pro třetí čtvrtletí 2010. To znamená, že vývoj míry úspor je nutno interpretovat obezřetně s vědomím možnosti budoucích revizí dat.

Při pohledu na míru úspor v mezinárodním srovnání (Graf 2) je vidět různé reakce domácností na nastalé změny v národních ekonomikách. Rakouské domácnosti vyhlazovaly svou spotřebu, a tak během roku 2009 míra úspor poklesla, přičemž v poslední době se začíná jenom pozvolně navracet k předchozím hodnotám. Polské domácnosti svou míru úspor ve sledovaném období přizpůsobovaly mnohem flexibilněji. Po růstu v první polovině roku 2009 svou míru úspor stlačily až na zápornou úroveň. Vývoj míry úspor na Slovensku naproti tomu spíše naznačuje opatrnostní motiv chování, když tato míra překročila během roku 2010 hranici 11 % a od té doby setrvává na této úrovni. V tomto světle se míra úspor v České republice jeví v celém období jako relativně stabilní, stejně jako v Německu, kde je ovšem o více jak 7 procentních bodů výše.

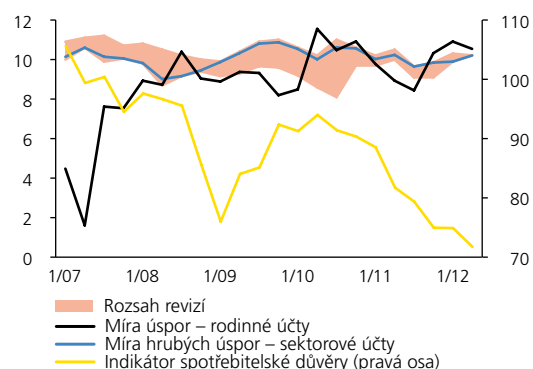
Pro analýzu chování domácností ve vztahu k míře úspor je možné použít také alternativní statistiku – rodinné účty domácností. Agregované statistiky čtvrtletních rodinných účtů, publikované ČSÚ od začátku roku 2007 (Graf 3), umožňují porovnání vývoje míry úspor, vypočtené za pomoci rozdílu čistých peněžních příjmů a výdajů vůči čistým peněžním příjmům, se statistikou dostupnou z nefinančních sektorových účtů (Graf 1).²² Zejména v posledním období je z porovnání sezonně očištěných časových řad patrný u obou statistik obdobný vývoj míry úspor,

22 Pro účely analýzy míry úspor vypočtené z Rodinných účtů ČSÚ bylo pořízení nemovitosti do peněžitých výdajů zahrnuto v plné výši, na rozdíl od Národních účtů, které nákup nemovitosti považují za investici a mezi spotřební výdaje zahrnují pouze imputované nájemné.

GRAF 1 (Box)**REVIZE MÍRY ÚSPOR**

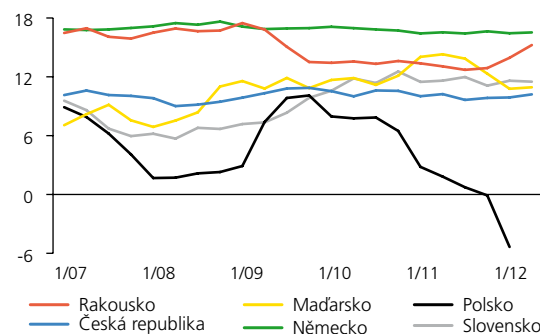
Revize míry úspor dosahují v jednotlivých čtvrtletích téměř 3 procentních bodů

(v % hrubého disponibilního důchodu, zdroj: ČSÚ, vlastní sezonní očištění)

**GRAF 2 (Box)****MÍRA ÚSPOR V MEZINÁRODNÍM SROVNÁNÍ**

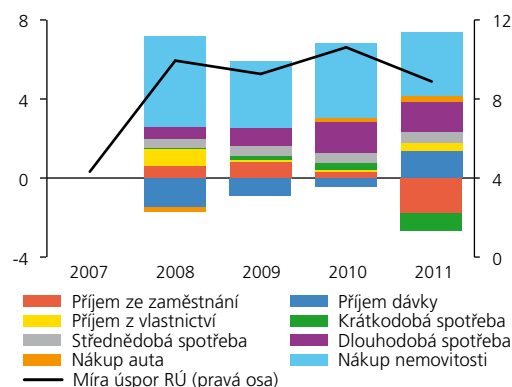
Míra úspor demonstruje rozdílné spotřebitelské chování v jednotlivých zemích během krize

(v % hrubého disponibilního důchodu, zdroj: Eurostat, vlastní sezonní očištění)

**GRAF 3 (Box)****PŘÍSPĚVKY DO ZMĚNY MÍRY ÚSPOR VZHEDEM K ROKU 2007**

Kladné na změnu míry úspor vůči roku 2007 působí vedle poklesu nákupu nemovitostí i odklad dlouhodobé spotřeby

(příspěvky v procentních bodech, míra úspor v %, zdroj: Rodinné účty ČSÚ)

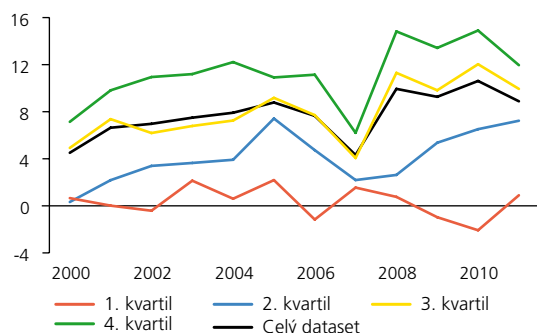


GRAF 4 (Box)

MÍRA ÚSPOR DLE PŘÍJMOVÝCH KVARTILŮ

Kromě 1. kvartilu míra úspor mírně roste

(v % čistého příjmu, zdroj: Rodinné účty, vlastní výpočet)



který je do jisté míry negativně korelovan s indikátorem důvěry spotřebitelů. Výrazně odlišný vývoj míry úspor je naopak možné pozorovat především na začátku roku 2007, kdy vrcholil rozmach na trhu realit.

Z hlubší analýzy ročních rodinných účtů dostupných až na úrovni jednotlivých domácností (Graf 3) je patrné, že za růstem míry úspor v porovnání s rokem 2007 stojí zejména výrazný pokles nákupu nemovitostí v následujících letech. Kromě poklesu výdajů na nákup nemovitostí však na růst míry úspor působí také snižující se objem dlouhodobé spotřeby. Stejným směrem, avšak v podstatně menší míře, se od roku 2010 postupně promítají i snižující se nákupy motorových vozidel. S ohledem na provedenou analýzu je možné se domnívat, že za pozorovaným růstem míry úspor v první polovině roku 2012 stála i nadále zejména klesající dlouhodobá spotřeba domácností.

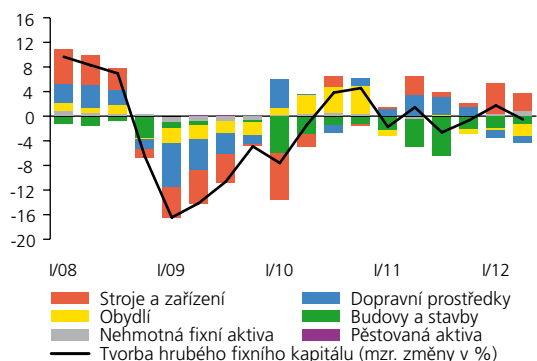
Při pohledu na míru úspor dle jednotlivých příjmových kvartilů (Graf 4) je zřejmý mírně klesající trend míry úspor u domácností v prvním příjmovém kvartilu. Naopak domácnosti s vyššími příjmy vykazují v dlouhodobé perspektivě její postupný nárůst. Poloha křivky míry úspor zahrnující všechny sledované domácnosti indikuje převažující podíl vysoko příjmových domácností na vývoji celkové míry úspor. Horní kvartil přispívá k tvorbě úspor více než polovinou a spolu se třetím kvartilem je jejich podíl dominantní.

GRAF III.3.7

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice ve druhém čtvrtletí 2012 stagnovaly

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



Investice

Pokračující utlumený vývoj investic ve druhém čtvrtletí 2012 indikoval přetrvávající značné nejistoty podniků i domácností o budoucím vývoji ekonomiky (Graf III.3.7). Po nárůstu v prvním čtvrtletí 2012 **fixní investice** ve druhém čtvrtletí stagnovaly na úrovni stejného období předchozího roku.

Vývoj investic byl přitom z pohledu jednotlivých sektorů nerovnoměrný (Graf III.3.8). V sektoru **nefinančních podniků**, který tvoří více než 60 % celkových investic, meziroční růst fixních investic ve druhém čtvrtletí 2012 zvolnil na 3,3 %. Jejich růst byl stejně jako v prvním čtvrtletí tažen investicemi do strojů a zařízení, zatímco investice do budov a staveb dlouhodobě klesají. Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ze září jsou výhledy vývoje investic v sektoru nefinančních podniků poněkud optimističtější než v předchozím čtvrtletí. Nasvědčuje tomu zvýšení salda očekávaných investičních výdajů jak v horizontu 6 měsíců, tak v horizontu 12 měsíců.

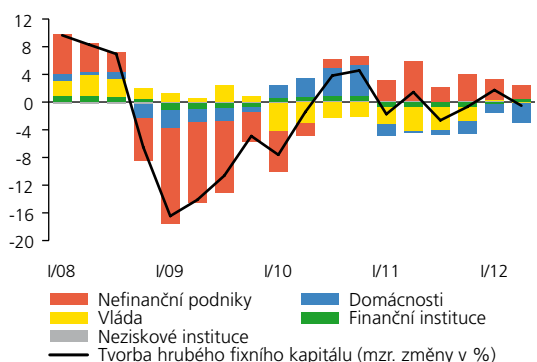
V **sektoru domácností** se naopak investice ve druhém čtvrtletí meziročně snížily o 13,6 %. Přispěly k tomu především investice do obydlí, jejichž meziroční pokles se prohloubil na 11 % (Graf III.3.9). Klesající investice do obydlí již třetí čtvrtletí v řadě indikovaly velmi opatrné

GRAF III.3.8

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Investice rostly v sektoru nefinančních podniků a finančních institucí, u domácností klesaly

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



rozhodování domácností o investicích při nejistých výhledech hospodářského vývoje a zaměstnanosti. Svědčil o tom i zpomalující růst nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2). Vývoj předstihových indikátorů zatím nesvědčí o oživení poptávky po bydlení v následujícím období. Výrazně klesající počty zahájených bytů (meziročně o 21 %) spíše ukazují na snížené odhady poptávky po bydlení na straně developerů, zohledňující také již existující zásobu nových neprodaných bytů.²³ V **sektoru vlády** se dlouhodobější pokles fixních investic, odrážející úsporná opatření vlády a problémy s čerpáním finančních zdrojů z evropských fondů, na počátku roku 2012 zastavil (růst o 1 %; Graf III.3.8). Ve druhém čtvrtletí se pak vládní fixní investice jen nepatrně snížily (o 0,1 %).

Záporný příspěvek změny stavu **zásob** k vývoji HDP se ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnil (na -1,3 procentního bodu; Graf III.3.2). Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ze září přitom podniky v saldu předpokládají meziroční zvýšení zásob vstupů v tomto a dalším čtvrtletí 2012. Toto kladné saldo bylo však nižší než v předchozím čtvrtletí a saldo odpovědi na očekávaný vývoj zásob hotových výrobků vykázalo záporné hodnoty.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Při pokračujícím poklesu většiny složek domácí poptávky byl čistý vývoz zboží a služeb hlavním prorůstovým faktorem tvorby HDP ve druhém čtvrtletí 2012, ve srovnání s předchozím čtvrtletím se ale jeho kladný příspěvek snížil (Graf III.3.2). Meziročně rostl čistý vývoz již sedmé čtvrtletí v řadě, v samotném druhém čtvrtletí 2012 dosáhl jeho přebytek 108,5 mld. Kč, což byla hodnota o více než 22 mld. Kč vyšší než ve stejném období předchozího roku. Mezičtvrtletně se však o téměř 15 mld. Kč snížil (Graf III.3.10). Meziroční růst čistého vývozu byl i ve druhém čtvrtletí výrazně ovlivněn vývojem přebytku obchodní bilance, zatímco přebytek bilance služeb se v tomto čtvrtletí snížil.

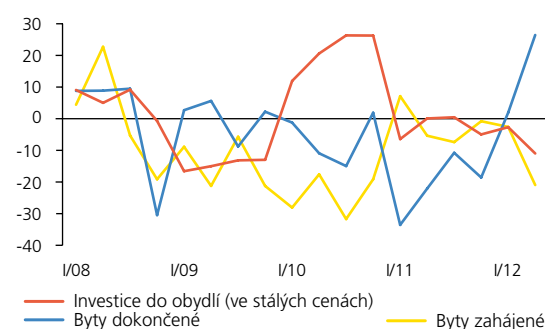
K meziročnímu zvýšení čistého vývozu přispěl podobně jako v předchozích šesti čtvrtletích předstih tempa růstu vývozu před růstem dovozu, tento předstih se však ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnil na 2,8 procentního bodu (Graf III.3.11). **Celkový vývoz** vzrostl meziročně o 3,9 %, což oproti předchozímu čtvrtletí znamená snížení tempa o 3 procentní body. Zmírnění růstu vývozu zboží a mírný pokles vývozu služeb souvisely se zpomalením dynamiky poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů, odrážejícím přetrvávající nejistotu ohledně hospodářského vývoje v eurozóně.

Také tempo meziročního růstu **celkového dovozu** se ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnilo, i když v menší míře než u vývozu (oproti předchozímu čtvrtletí o 2 procentní body na 1,1 %). Při pokračujícím

GRAF III.3.9

INVESTICE DO OBYDLÍ

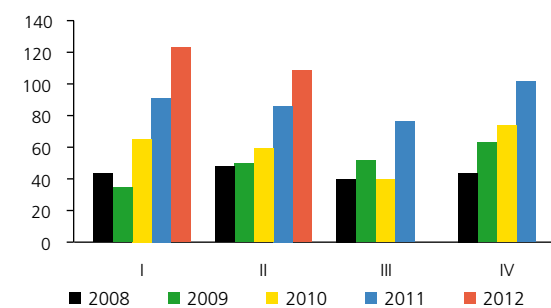
Pokles investic do obydlení se výrazně prohloubil
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.10

ČISTÝ VÝVOZ

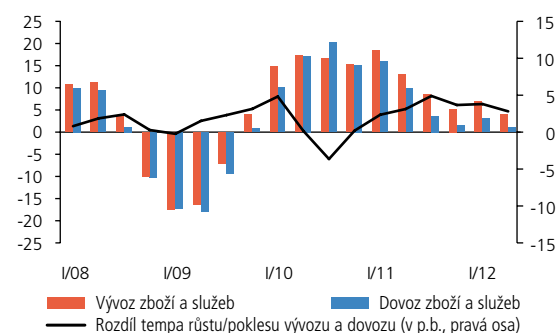
Ve druhém čtvrtletí 2012 se čistý vývoz opět výrazně meziročně zvýšil
(v mld. Kč, stálé ceny roku 2005, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.11

VÝVOZ A DOVOZ

Růst obrátu zahraničního obchodu zpomalil, vývoz však rostl nadále rychleji než dovoz
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



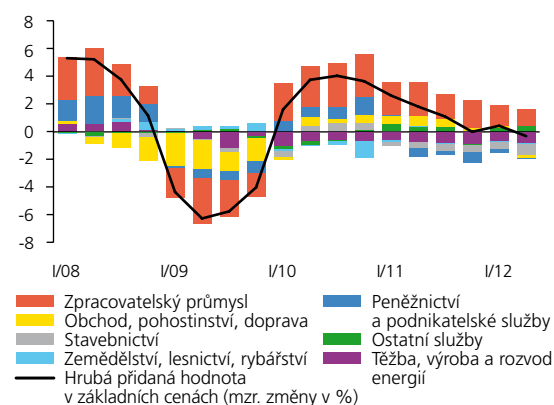
²³ Vysoký růst dokončených bytů ve druhém čtvrtletí 2012 je důsledkem dokončení kolaudace velkého bytového projektu a zároveň efektu nízké srovnávací základny.

GRAF III.3.12

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ve druhém čtvrtletí 2012 hrubá přidaná hodnota mírně klesala

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



poklesu domácí poptávky a slábnoucí dynamice zahraniční poptávky bylo zpomalení růstu celkového dovozu spojeno se snížením dovozu zboží pro konečnou spotřebu a mezispotřebu. Naopak růst dovozu služeb ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírně zrychlil.

III.3.3 Nabídka

Postupné zpomalování meziročního růstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách v průběhu roku 2011 vyústilo ve druhém čtvrtletí 2012 v mírný pokles (o 0,3 %; Graf III.3.12). Kladný, avšak nižší, příspěvek k meziročnímu růstu přidané hodnoty zaznamenal pouze zpracovatelský průmysl a některá odvětví služeb, zatímco příspěvek ostatních odvětví byl záporný. Slábnoucí domácí i zahraniční poptávka se tak nadále promítala do výkonů jednotlivých odvětví s rozdílnou intenzitou, celkově ale převažoval klesající trend. Pouze v některých službách se dynamika růstu hrubé přidané hodnoty zvýšila.²⁴

Ve **zpracovatelském průmyslu**, jehož produkce je ve značné míře směřována na vývoz, se meziroční růst hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnil (na 4,8 %). Jeho podíl na meziročním růstu přidané hodnoty se tak dále snížil na 1,2 procentního bodu (Graf III.3.12). V ostatních odvětvích průmyslu²⁵ hrubá přidaná hodnota setrvala v meziročním poklesu.

Celkově již jen mírný růst hrubé přidané hodnoty v průmyslu ve druhém čtvrtletí 2012 (o 1,4 %; příspěvek k růstu hrubé přidané hodnoty v ekonomice pouhých 0,5 procentního bodu) byl dosažen při meziroční stagnaci²⁶ **průmyslové produkce**. Pohled do struktury vývoje průmyslové produkce přitom ukazuje, že nízká poptávka se odrazila ve vývoji produkce většiny odvětví. Růst produkce si udržela převážně vývozní odvětví, avšak jeho meziroční dynamika se převážně zmírnila. Svědčil o tom zřetelně zpomalující růst tržeb z přímého vývozu v běžných cenách, dosahující ve druhém čtvrtletí již nízkých hodnot (2,3 %). Zároveň se zmírnil růst nových zakázek ze zahraničí a nové tuzemské zakázky meziročně klesaly.

Snižování dynamiky průmyslové produkce pokračovalo podle sezonně očištěných údajů i v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2012. Její meziroční vývoj byl v červenci a srpnu v důsledku čerpání dovolených značně rozkolísaný,²⁷ přičemž celkově se v těchto dvou měsících průmyslová produkce meziročně snížila o 0,7 %. S těmito údaji korespondují červencové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ, podle kterých došlo opět ke zvýšení vlivu nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu**

24 Například v odvětví zdravotní a sociální péče, veřejné správy a obrany a ve vzdělávání.

25 Odvětví těžby a dobývání a výroba a rozvod energií.

26 Podle sezonně očištěných údajů.

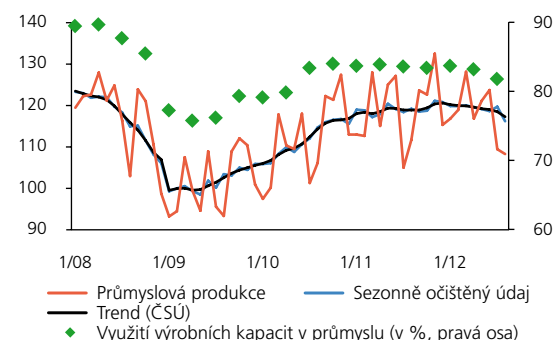
27 Meziroční růst průmyslové výroby v červenci a její pokles v srpnu byl důsledkem posunu celozávodních dovolených v těchto měsících.

GRAF III.3.13

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Sezonně očištěný objem průmyslové produkce se v srpnu snížil

(bazický index, rok 2005 = 100)

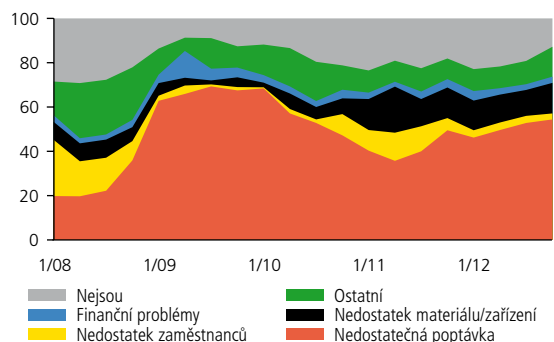


GRAF III.3.14

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil

(v %)



v **průmyslu** (Graf III.3.14)²⁸ a znatelnému poklesu **využití výrobních kapacit** v průmyslu (Graf III.3.13). Zároveň pokračovalo snižování indikátoru důvěry v průmyslu, které je pozorováno od začátku druhého čtvrtletí 2012. Vývoj **nových průmyslových zakázek** je v posledních měsících značně rozkolísaný, celkově však neindikuje příznivější podmínky pro růst průmyslové produkce (Graf III.3.15).

V prostředí trvalí nízké poptávky se příspěvek odvětví **služeb a obchodu** k celkovému růstu hrubé přidané hodnoty nadále nacházel blízko nulových hodnot (0,1 procentního bodu ve druhém čtvrtletí 2012). Jen velmi mírný růst přidané hodnoty v tomto odvětví byl výsledkem souběhu klesající přidané hodnoty ve většině odvětví tržních služeb²⁹ a rostoucí přidané hodnoty v oblasti nemovitostí a některých odvětví s převahou netržních služeb³⁰ (Graf III.3.12). Podle posledních srpnových údajů ČSÚ celkový pokles tržeb v maloobchodu zatím nesignalizuje, že by odvětví obchodu znatelně podpořilo vývoj přidané hodnoty v následujícím období letošního roku.

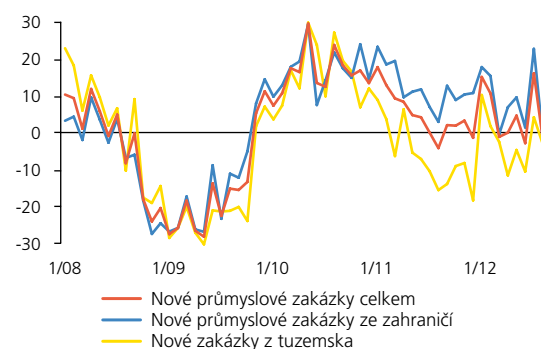
Ve **stavebnictví** se meziroční pokles hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2012 dále prohloubil na 11,6 % a jeho záporný příspěvek k celkové meziroční změně hrubé přidané hodnoty se již přiblížil k 1 procentnímu bodu (Graf III.3.12). Za tímto výsledkem stál dvoucíferný propad inženýrského stavitelství při stagnující produkci pozemního stavitelství. Výhled stavební produkce na nejbližší měsíce se podle srpnových údajů ČSÚ částečně zlepšil díky vydaným povolením pro velké stavby pro energetiku a průmysl, což se promítlo do výrazného nárůstu orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení. Počty vydaných stavebních povolení ale nadále klesají (o 7,4 %). Pesimistická očekávání ve stavebnictví přetrvávají, což se projevuje i ve snižování počtu zaměstnanců.

Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ zůstal **souhrnný indikátor důvěry** po celé třetí čtvrtletí 2012 na nižší úrovni než v předchozím čtvrtletí, zejména vlivem poklesu důvěry podnikatelů. V podnikatelském sektoru převažovaly pozitivní vyhlídky v odvětví obchodu a služeb, zatímco saldo důvěry podnikatelů v průmyslu zůstalo v záporných hodnotách, které se zvýraznily. Spotřebitelský indikátor se nadále pohyboval na výrazně nižších hodnotách než indikátor podnikatelský. Z mezinárodního srovnání je patrné, že i v Německu a celé EU se ekonomický sentiment od začátku roku 2012 neustále zhoršuje (Graf III.3.16). V závěru třetího čtvrtletí 2012 se ekonomický sentiment v ČR pohyboval zhruba na stejné úrovni jako v celé EU.

GRAF III.3.15

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

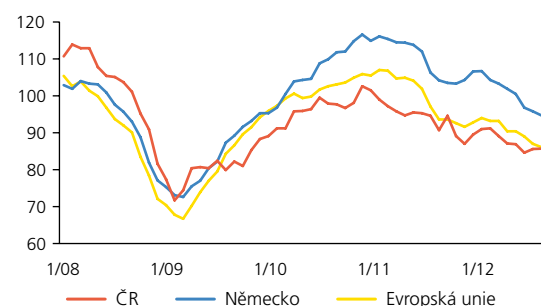
Růst nových průmyslových zakázek se v srpnu vrátil do mírně záporných hodnot
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Ekonomický sentiment jak v ČR, tak v Německu i EU
nenaznačuje ve třetím čtvrtletí 2012 zlepšení důvěry
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



28 Zvyšování vlivu nedostatečné poptávky jako bariéry růstu produkce ukazují i poslední výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ z října.

29 Přidaná hodnota klesala v odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství, peněžnictví, pojišťovnictví a informační a komunikační činnosti.

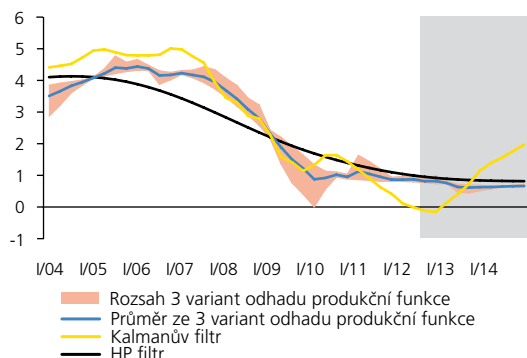
30 Růst přidané hodnoty pokračoval ve druhém čtvrtletí 2012 v odvětví veřejné správy a obrany, vzdělávání, zdravotní a sociální péče, profesní vědecké, technické a administrativní činnosti.

GRAF III.3.17

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce zůstalo ve druhém čtvrtletí 2012 nezměněno

(meziroční změny v %)

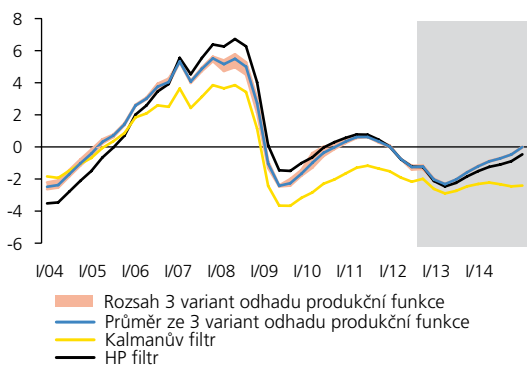


GRAF III.3.18

MEZERA VÝSTUPU

Mezera výstupu se rozevírá více do záporných hodnot

(v % z potenciálního produktu)

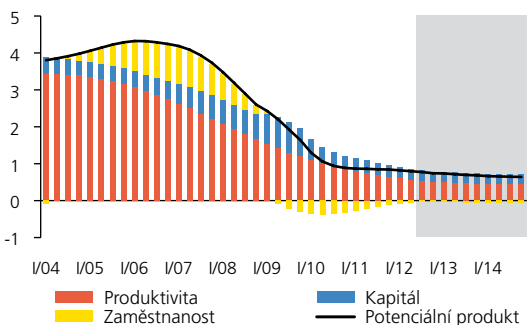


GRAF III.3.19

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Příspěvek souhrnné produktivity bude i nadále hlavním faktorem růstu potenciálního produktu

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve druhém čtvrtletí 2012 meziroční tempo růstu potenciálního produktu zhruba stagnovalo, zatímco rozevírání mezery výstupu do záporných hodnot nadále pokračovalo. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**³¹ se tempo růstu potenciálního produktu v posledním období ustálilo na 0,9 %³² (Graf III.3.17). Mezera výstupu se dále rozevřela na -1,3 %³² z potenciálního produktu (Graf III.3.18). Výpočet naznačuje, že tempo růstu potenciálního produktu bude na prognóze již jen mírně zpomalovat a následně víceméně stagnovat. Související mezera výstupu by měla dle propočtu produkční funkce pokračovat v rozevírání do záporných hodnot až do začátku roku 2013, poté se začne postupně uzavírat. Uzavření mezery výstupu však nastane až na konci roku 2014.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že za postupným ustálením tempa růstu potenciálního produktu stálo odeznění záporného příspěvku rovnovážné zaměstnanosti, ustálení dynamiky souhrnné produktivity a stabilní příspěvek kapitálu. Ani na horizontu prognózy se příspěvky jednotlivých faktorů výrazněji nezmění (Graf III.3.19).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³³ indikuje již jen nepatrně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (1,0 % ve druhém čtvrtletí 2012) oproti výpočtu pomocí produkční funkce. Mezera výstupu pro zbytek roku 2012 vychází oběma metodami obdobně, HP filtr však naznačuje o něco pozvolnější uzavírání mezery výstupu v roce 2013 a 2014. **Kalmanův filtr**, počítaný na datech včetně prognózy, indikuje nulový růst potenciálního produktu ve druhém čtvrtletí 2012, který ve třetím čtvrtletí 2012 nakrátko překmitne do záporných hodnot (-0,1 %) a poté začne postupně zrychlovat. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje Kalmanův filtr větší otevření mezery výstupu do záporných hodnot (-2,1 % z potenciálu) a také její pozvolnější uzavírání na delším konci prognózy. Přetrvávající rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod poukazuje na míru nejistoty při odhadech pozice ekonomiky v rámci cyklu.

31 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 $\lambda = 10\,000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

32 Průměry ze tří variant výpočtu.

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

III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl ve druhém čtvrtletí 2012 nadále ovlivňován pokračujícím oslabováním ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost meziročně mírně vzrostla, počet zaměstnanců ale nadále klesal. Obecná míra nezaměstnanosti se ve druhém čtvrtletí mezičtvrtletně mírně zvýšila, zatímco míra registrované nezaměstnanosti se v tomto období příliš nezměnila. Její nárůst byl zaznamenán až ve třetím čtvrtletí 2012. Meziroční růst průměrné nominální mzdy zřetelně zpomalil a přispěl ke snížení dynamiky růstu celkového objemu mezd a platů v ekonomice. Přesto se mzdová náročnost produktu meziročně zvýšila nepatrně více než v předchozím čtvrtletí, neboť převážil vliv zřetelného prohloubení poklesu ekonomické aktivity. Národohospodářská produktivita práce v jeho důsledku výrazněji poklesla.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

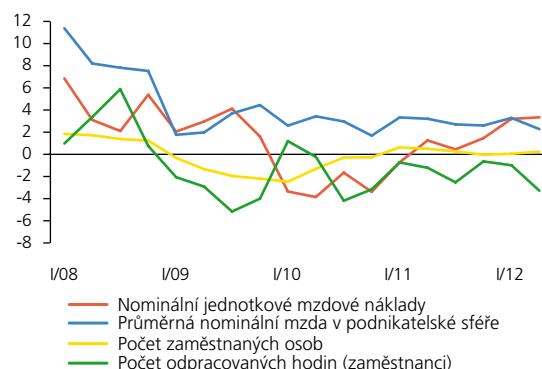
Celková zaměstnanost³⁴ ve druhém čtvrtletí 2012 pokračovala v lehkém meziročním růstu (o 0,2 %; Graf III.4.1), což v absolutním vyjádření znamenalo růst počtu zaměstnaných osob o 11,8 tis. V mezičtvrtletním srovnání (po sezonním očištění) se zaměstnanost zvýšila o 0,3 %. Za mírným růstem celkové zaměstnanosti se i ve druhém čtvrtletí 2012 skrývaly výrazné protisměrné změny ve vývoji zaměstnanosti ve skupině zaměstnanců a podnikatelů. Zatímco počet podnikatelů zrychlil svůj meziroční růst (ze 3,1 % v prvním čtvrtletí 2012 na 4,3 %) a dosáhl již více než 900 tis.³⁵, ve skupině zaměstnanců³⁶ setrval meziroční pokles na hodnotě z předchozího čtvrtletí (-0,6 %).³⁷ Vliv utlumené poptávky v ekonomice se projevoval vedle slabě rostoucí zaměstnanosti (Graf III.4.2) též pokračujícím poklesem **počtu odpracovaných hodin** zaměstnanců, který se ve druhém čtvrtletí výrazně prohloubil (Graf III.4.1).

V **průmyslu**, kde předchozí meziroční růst zaměstnanosti překmitl v prvním čtvrtletí 2012 do poklesu, došlo ve druhém čtvrtletí k jejímu opětovnému – avšak nevýraznému – nárůstu (Graf III.4.3). Ten byl výsledkem souběhu zvýšeného nábory pracovníků ve zpracovatelském průmyslu a pokračujícího poklesu zaměstnanosti v ostatních odvětvích průmyslu. Na počátku třetího čtvrtletí 2012 byl pak opět zaznamenán pokles počtu zaměstnanců v průmyslu (o 0,6 % v červenci, resp. 1 % v srpnu).³⁸ Výrazněji než v průmyslu se ve druhém čtvrtletí zvýšila zaměstnanost v **netržních službách**, kde předchozí postupné zmírňování meziročního poklesu vyústilo v růst (o 1,6 %). Naopak v **tržních službách** byla patrná korekce znatelného nárůstu zaměstnanosti

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

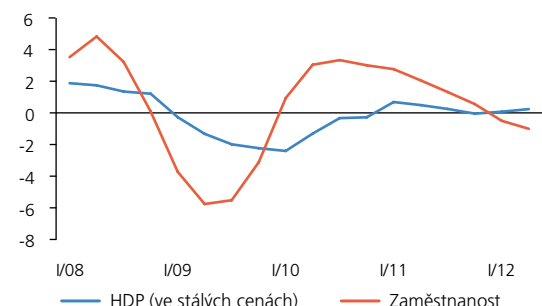
Ve druhém čtvrtletí 2012 zaměstnanost rostla jen mírně, růst průměrné nominální mzdy zpomalil
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

HDP A ZAMĚSTNANOST

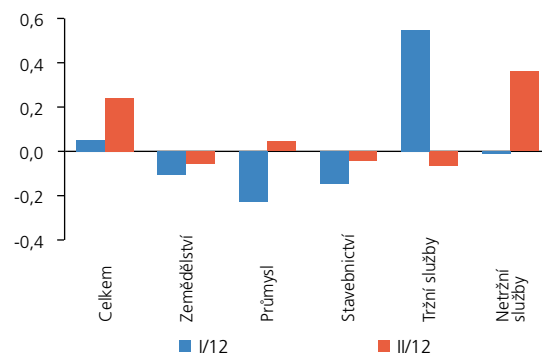
Vývoj zaměstnanosti byl nadále ovlivňován slábnoucí výkonem ekonomiky a nejistými výhledy poptávky
(meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.4.3

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na mírném růstu zaměstnanosti se nejvíce podílelo odvětví netržních služeb
(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



³⁴ Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

³⁵ Jejich podíl na celkové zaměstnanosti dosáhl 18,6 %.

³⁶ Včetně členů produkčních družstev.

³⁷ V absolutním vyjádření meziročně vzrostl počet podnikatelů o 37,8 tis. a počet zaměstnanců se snížil o 26 tis.

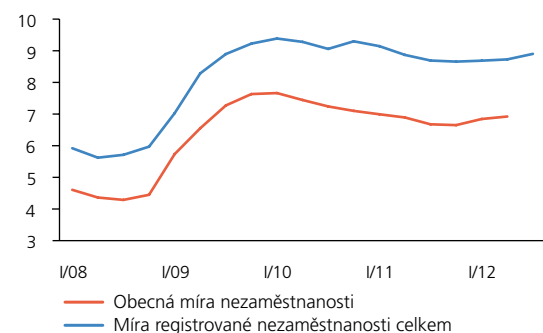
³⁸ Jedná se o data ČSÚ z podniků s 50 a více zaměstnanci bez agenturních pracovníků.

GRAF III.4.4

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Míra registrované nezaměstnanosti se ve třetím čtvrtletí 2012 zvýšila

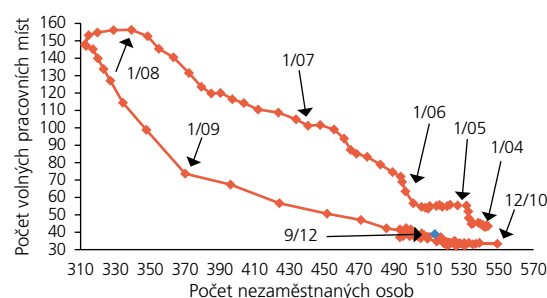
(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ)



GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst se ve třetím čtvrtletí 2012 snížil (sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné nominální mzdy se ve druhém čtvrtletí 2012 zmírnil, národohospodářská produktivita práce prohloubila svůj pokles

(meziroční změny v %)

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

z prvního čtvrtletí 2012, což se projevilo jejím mírným meziročním poklesem ve druhém čtvrtletí. Ve **stavebnictví** a **zemědělství** se předchozí výrazný pokles zaměstnanosti zmírnil (Graf III.4.3).³⁹

Při souběhu jen mírného nárůstu zaměstnanosti a pracovní síly **obecná míra nezaměstnanosti**⁴⁰ ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně stagnovala. Mezičtvrtletně po sezonním očištění se však zvýšila o 0,1 procentního bodu na hodnotu 6,9 %. **Míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV) ve stejném období meziročně poklesla o 0,1 procentního bodu na 8,5 %. V mezičtvrtletním srovnání stagnovala na hodnotě 8,7 %.⁴¹ Ve třetím čtvrtletí 2012 však sezonně očištěná míra registrované nezaměstnanosti vzrostla na 8,9 % (Graf III.4.4).

Beveridgeova křivka⁴² se v průběhu druhého a třetího čtvrtletí 2012 postupně posouvala jihovýchodním směrem, přičemž zejména ve třetím čtvrtletí došlo k nárůstu počtu nezaměstnaných při lehkém poklesu počtu volných pracovních míst (Graf III.4.5). Beveridgeova křivka tak naznačovala mírné cyklické zhoršování situace na trhu práce během posledního čtvrtletí.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném zrychlení v prvním čtvrtletí 2012 meziroční růst **průměrné nominální mzdy** ve druhém čtvrtletí opět zřetelně zpomalil (na 2,3 %). Při souběhu s pouze mírným snížením meziroční inflace pak **průměrná reálná mzda** prohloubila svůj pokles na 1,1 %. Na tomto vývoji se podílely průměrné mzdy jak v podnikatelské, tak nepodnikatelské sféře (Tab. III.4.1).

V **podnikatelské sféře** bylo meziroční zpomalení růstu průměrné nominální mzdy ve druhém čtvrtletí 2012 (z 3,3 % v prvním čtvrtletí 2012 na 2,3 %) ovlivněno především výrazným snížením tempa růstu mezd ve velkoobchodu a maloobchodu téměř k nulové hodnotě (na 0,1 %). Také ve zpracovatelském průmyslu rostla průměrná mzda (o 3,4 %) znatelně pomaleji než v předchozím čtvrtletí a ve stavebnictví meziročně klesala. Ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru⁴³ pokračoval růst průměrné mzdy, jeho dynamika byla však značně různorodá. Z váhově významnějších odvětví nejrychleji rostla průměrná mzda v peněžnictví a pojišťovnictví (4,9 %) a v odvětví zdravotní a sociální péče (4,5 %).

39 Statistiky národních účtů ČSÚ vykazují odlišný vývoj zaměstnanosti podle odvětví než uvedené výsledky šetření VŠPS. Podle národních účtů zaměstnanost vzrostla pouze v tržních službách, zatímco v ostatních odvětvích poklesla. Nesoulad mezi těmito statistikami mohl být zčásti ovlivněn vývojem zaměstnanosti cizinců či naznačuje možný směr revize zaměstnanosti podle národních účtů (výsledky VŠPS nejsou revidovány).

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

41 Pro mezičtvrtletní vyjádření jsou používány sezonně očištěné údaje.

42 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.

43 S výjimkou činností v oblasti nemovitostí, dopravy a skladování a ubytování, stravování a pohostinství.

Zpomalení dynamiky růstu průměrné mzdy ve druhém čtvrtletí 2012 bylo podle ČSÚ mimo jiné ovlivněno poklesem odpracované doby, zejména přesčasové. Podíl mimořádných (nepravidelných) odměn se však nadále zvyšoval.

I v **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné nominální mzdy ve druhém čtvrtletí 2012 zřetelně zvolnil (na 2,3 %). Nejvíce k tomu přispělo výrazné zpomalení dynamiky průměrné mzdy v odvětví vzdělávání (meziročně ze 4,9 % v prvním čtvrtletí 2012 na 1,9 %), doprovázené stabilním růstem mezd ve veřejné správě a obraně při současném výrazném poklesu přepočteného počtu zaměstnanců v tomto odvětví. Reálně se pokles průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře z předchozích čtvrtletí dále prohloubil a dosáhl stejné hodnoty jako v podnikatelské sféře (meziročně -1,1 %; Tab. III.4.1).

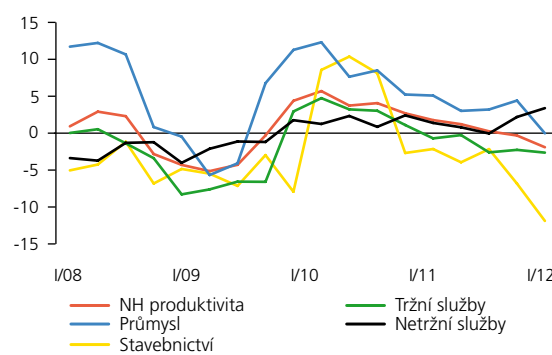
Při souběhu zřetelného poklesu reálného HDP a mírného růstu zaměstnanosti se meziroční pokles **národohospodářské produktivity**⁴⁴ ve druhém čtvrtletí 2012 výrazně prohloubil (z -0,3 % v prvním čtvrtletí 2012 na -1,9 %; Graf III.4.6). V rámci odvětvové struktury byl vývoj produktivity různorodý, celkově ale převažoval trend ke zpomalení růstu či prohloubení poklesu. Nejrychleji rostla produktivita v netržních službách (meziročně o 3,4 %), kde byl zrychlující růst přidané hodnoty doprovázen dle statistiky národních účtů pokračujícím poklesem zaměstnanosti. Růst produktivity pokračoval i ve zpracovatelském průmyslu (o 3,3 %), avšak mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí. V celém průmyslu produktivita práce stagnovala na hodnotách stejného období předchozího roku. V odvětví tržních služeb při pokračujícím růstu zaměstnanosti dle národních účtů a poklesu přidané hodnoty produktivita klesala (meziročně o 2,6 %). Ve stavebnictví klesala produktivita vlivem silného poklesu přidané hodnoty výrazněji než v předchozím čtvrtletí (o 11,9 %).

Za uvedených okolností pokračoval růst **mzdové náročnosti produktu**⁴⁵ ve druhém čtvrtletí 2012 obdobným tempem jako v předchozím čtvrtletí (Graf III.4.7). Jen mírné zrychlení meziročního růstu NJMN (o 0,1 procentního bodu na 3,3 %) bylo způsobeno především prohloubením poklesu HDP oproti prvnímu čtvrtletí 2012, neboť růst nominálního objemu mezd a platů ztlačil. S výjimkou netržních služeb rostly NJMN ve všech sledovaných odvětvích, nejvíce pak ve stavebnictví. Ve váhově významném průmyslu vzrostla mzdová náročnost produktu meziročně o 3,3 %, v samotném zpracovatelském průmyslu ale stagnovala na úrovni stejného období předchozího roku.

GRAF III.4.6

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

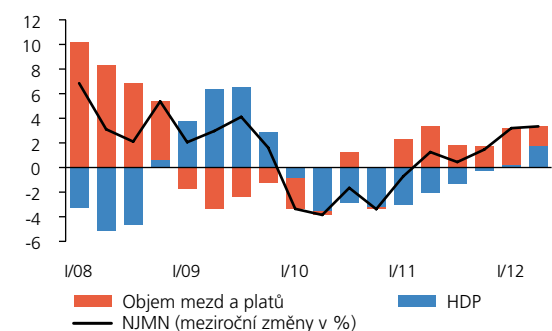
Pokles národohospodářské produktivity se ve druhém čtvrtletí 2012 prohloubil
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.7

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Meziroční růst NJMN setrval na hodnotách mírně nad 3 %
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



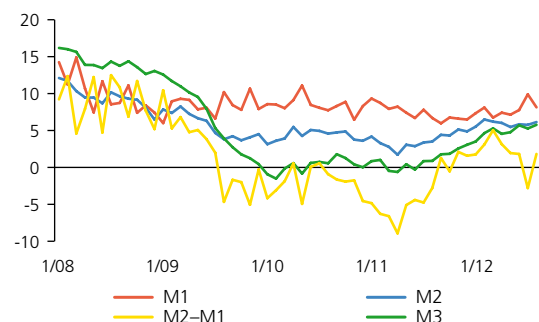
⁴⁴ Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech. Údaj za druhé čtvrtletí 2012 je částečně ovlivněn revizí dat za první čtvrtletí 2012 (zmírnění meziročního poklesu).

⁴⁵ Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Roční míra růstu širokých peněžních agregátů se mírně zvýšila
(roční míry růstu v %)

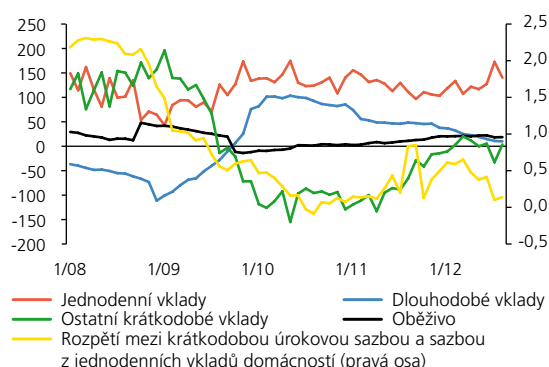


GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Přírůstek jednodenních vkladů odrážel zvýšenou preferenci likvidity v podmínkách velmi nízkých úrokových sazeb a ekonomického útlumu

(roční toky v mld. Kč, rozpětí v procentních bodech)

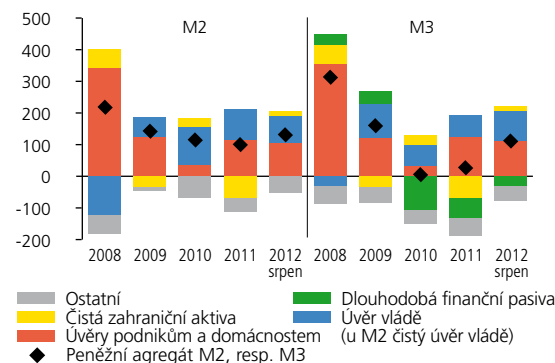


GRAF III.5.3

TVORBA PENĚZ

V mírně vyšším růstu peněz se v letošním roce odráží přírůstek čistých zahraničních aktiv a úvěru centrální vlády, 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

Růst peněžních agregátů slabě zrychlil. Dynamika úvěrů podnikům a domácnostem se dále snižovala. Dle šetření o úvěrových podmínkách bank se úvěrové standardy a podmínky bank při schvalování úvěrů zpřísnily především vlivem zhoršeného ekonomického výhledu, pouze u spotřebitelských úvěrů se neměnily. Klientské úrokové sazby se vlivem poklesu tržních sazeb většinou snižovaly. Ukazatele hospodaření podniků se zhoršily, pohotová likvidita podniků však rostla. Finanční pozice některých domácností se zlepšila. Poměry dluhu podniků a domácností k HDP slabě vzrostly. Přestože nabídkové ceny bytů v Praze dle jednoho ukazatele vzrostly, ostatní cenové indikátory a klesající počet transakcí na nemovitostním trhu nadále ukazovaly na nízkou poptávku po nemovitostech.

III.5.1 Peníze

Roční míra růstu⁴⁶ peněžního agregátu M2 po předchozím zpomalování v průběhu třetího čtvrtletí 2012 slabě zrychlila a v srpnu dosáhla 6,1 % (Graf III.5.1). Růst M2 v podmínkách recese vedl k pokračujícímu snižování rychlosti obrátu peněz. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se rovněž mírně zvýšila na 5,8 %.⁴⁷

K vyšší dynamice M2 přispívaly v průběhu třetího čtvrtletí **vysoce likvidní peníze** (Graf III.5.2). Růst peněžního agregátu M1 se zvýšil na 8,1 % v důsledku vyššího růstu jednodenních vkladů. Dynamika oběživa po předchozím zvýšení zpomalila. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů se snižovalo, což podporovalo další zpomalení růstu prvně jmenovaného segmentu. Růst dlouhodobých termínovaných vkladů se v podmínkách pokračující sestupné tendence úrokových sazeb v tomto segmentu dále snížil.

Z hlediska **tvorby peněz** je v průběhu letošního roku přírůstek čistých zahraničních aktiv kladný zejména v důsledku emise podnikových dluhopisů na zahraničních trzích (Graf III.5.3). Přírůstek financování centrální vlády je oproti loňskému roku rovněž vyšší. V opačném směru působí zpomalování růstu úvěrů poskytnutých soukromému sektoru.

⁴⁶ Vývoj za uplynulých dvanáct měsíců je u peněžních a úvěrových agregátů ve Zprávě o inflaci nově vyjádřen prostřednictvím tzv. roční míry růstu, která se propočítává na základě finančních transakcí. Hlavní výhodou roční míry růstu oproti doposud používané meziroční změně stavu je očistění časové řady o tzv. netransakční vlivy. Mezi ně patří změny klasifikace některých produktů finančního trhu, ostatní přecenění, pohyby měnových kurzů a ostatní změny, které nejsou důsledkem finančních transakcí. Roční míra růstu pro daný měsíc t , tj. změna za posledních 12 měsíců končících měsícem t , se počítá jako součin posledních 12 měsíčních očistěných změn. Detaily jsou k dispozici na adrese: http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/stat_mb_met/stat_mb_mira_rustu.html

⁴⁷ V eurozóně byla roční míra růstu peněžního agregátu M3 nadále umírněná, když v srpnu dosáhla 2,9 %.

Dynamika celkových **klientských vkladů** u měnových finančních institucí (bez vkladů vládních institucí) v srpnu meziročně mírně zrychlila na 6,3 %. V jejich struktuře se nepatrně zvýšila dynamika vkladů domácností, která dosáhla 4 % (Graf III.5.4). Při utlumeném růstu disponibilního příjmu a přetrvávajících nejistotách dochází ke zvýšení sklonu některých domácností k tvorbě peněžních úspor (viz BOX 2).⁴⁸ Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků se sice v srpnu snížila na 10,5 %, v delším pohledu má však vzestupnou tendenci, což naznačuje snahu podniků o udržení vyšší úrovně likvidních peněz v podmínkách zvýšených nejistot. Rovněž dynamika vkladů finančních neměnových institucí vykazuje rostoucí tendenci, přičemž v srpnu dosáhla 21,6 %.

III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu třetího čtvrtletí 2012 dále pozvolna snižovala a v srpnu dosáhla 3,8 % (Graf III.5.5). Ve druhém čtvrtletí letošního roku pokračoval i pokles poměru toků úvěrů k HDP. Poměr stavu úvěrů k HDP dosáhl zhruba 55 %. Nižší růst úvěrů ovlivňovala slabá poptávka po úvěrech v důsledku útlumu ekonomické aktivity. Dle čtvrtletního šetření úvěrových podmínek bank⁴⁹ **poptávka po úvěrech** ve třetím čtvrtletí 2012 klesala u podnikových úvěrů a u úvěrů na bydlení. U spotřebitelských úvěrů poptávka naopak rostla. Na straně nabídky banky přitom většinou zpřísnily **úvěrové standardy**. To bylo ovlivňováno zejména zvýšenými riziky ohledně výhledu celkové ekonomické aktivity a některých odvětví a vyššími náklady spojenými s kapitálovou pozicí bank. Banky zpřísnily i podmínky při schvalování úvěrů, především prostřednictvím růstu marží a vyšších požadavků na zajištění (Tab. III.5.1).

V **eurozóně** úvěry soukromému sektoru v srpnu 2012 poklesly o 0,6 % vlivem slabé poptávky a v některých zemích i v důsledku nabídkových faktorů souvisejících s nepříznivým vývojem bilancí bank. Na straně poptávky působila slabá ekonomická aktivita v prostředí zvýšené nejistoty, nízké důvěry podniků a spotřebitelů a vyššího tlaku na snižování jejich zadluženosti. Na nabídkové straně vývoj bilančních pozic bank vedl ke zpřísnění standardů v menší míře než v předchozích čtvrtletích. Ve zpřísnění standardů se obdobně jako v ČR projevovala zhoršená očekávání ohledně celkové ekonomické aktivity (viz Monthly Bulletin ECB, August 2012).

Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** se v ČR v průběhu třetího čtvrtletí dále snížila a v srpnu činila 2,9 % (Graf III.5.6). Pokračovalo zpomalování růstu především u střednědobých úvěrů při zhruba stagnaci dlouhodobých úvěrů. K růstu úvěrů přispívaly pouze

⁴⁸ Očekávání domácností ohledně jejich finanční situace v následujících dvanácti měsících se dle konjunkturálního šetření ČSÚ v srpnu dále zhoršilo.

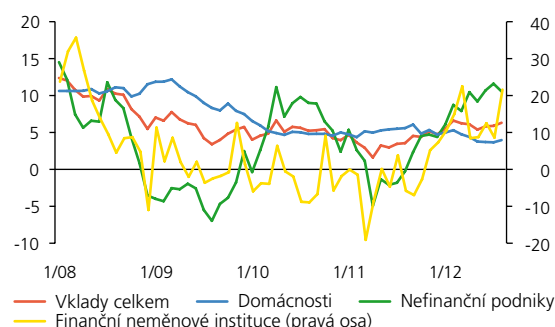
⁴⁹ Detailní zpráva o výsledcích šetření včetně agregovaných údajů a grafů je od července 2012 čtvrtletně zveřejňována na webových stránkách ČNB (http://www.cnb.cz/cs/uverove_setreni/index.html).

GRAF III.5.4

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

V průběhu třetího čtvrtletí 2012 se zvýšila dynamika vkladů nefinančních podniků, finančních neměnových institucí i domácností

(roční míry růstu v %)

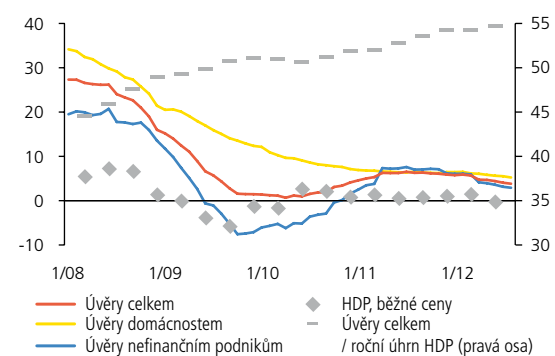


GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů soukromému sektoru se dále snížil

(roční míry růstu v %, poměry v %)

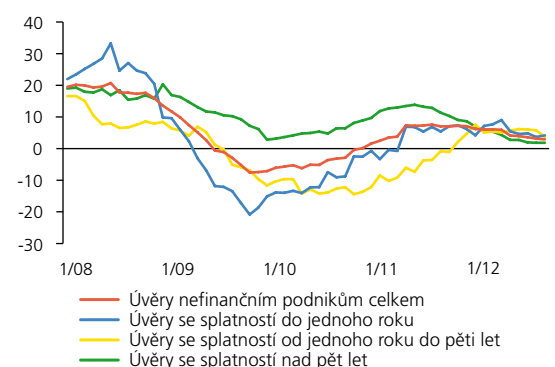


GRAF III.5.6

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

Růst úvěrů nefinančním podnikům dále zpomalil

(roční míry růstu v %)



TAB. III.5.1

ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

Úvěrové standardy bank a podmínky při schvalování úvěrů se většinou zpřísnily

(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka			Poptávka
	Úvěrové podmínky: z toho			Poptávka po úvěrech
	Úvěrové standardy	Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	
Úvěry nefinančním podnikům				
II/12 skutečnost	14	6	23	7
III/12 očekávání ^{a)}	18			6
III/12 skutečnost	20	18	21	-5
IV/12 očekávání ^{b)}	19			-6
Úvěry na bydlení				
II/12 skutečnost	-25	-34	13	8
III/12 očekávání ^{a)}	10			21
III/12 skutečnost	8	41	17	-41
IV/12 očekávání ^{b)}	-44			24
Spotřebitelské úvěry				
II/12 skutečnost	10	-29	-15	26
III/12 očekávání ^{a)}	0			-29
III/12 skutečnost	0	0	6	24
IV/12 očekávání ^{b)}	0			7

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.
b) Očekávání bank na čtvrté čtvrtletí 2012 uvedené ve třetím čtvrtletí 2012.

úvěry do energetiky, developerům a zemědělství, jejich příspěvek se však snižoval. Příspěvek úvěrů zpracovatelskému průmyslu překmitl do záporných hodnot. Úvěry do odvětví obchodu a stavebnictví rovněž klesaly. Růst nových podnikových úvěrů po zrychlení v první polovině letošního roku zpomalil.

Poptávka podniků po úvěrech dle šetření úvěrových podmínek bank poklesla vlivem nižšího financování fixních investic (Graf III.5.7). Naopak u části úvěrového trhu se zvýšila poptávka po krátkodobých úvěrech k financování zásob a provozního kapitálu a k financování fúzí/akvizic a restrukturalizací podniků. Klesala poptávka u velkých podniků. Ve čtvrtém čtvrtletí by se poptávka po úvěrech měla dle očekávání bank nadále snižovat, a to zejména u dlouhodobých úvěrů, resp. u malých a středních podniků.

Na **nabídkové straně** byla dostupnost úvěrů podle vnímání podniků v rámci konjunkturního šetření ČNB nadále relativně dobrá, což uvedlo cca 87 % dotázaných podniků. Její zhoršení v následujících dvanácti měsících předpokládá jen malá část podniků. Banky přitom dle šetření úvěrových podmínek bank zpřísnily úvěrové standardy. U podmínek při schvalování úvěrů banky rozšířily průměrné marže a marže u rizikovějších úvěrů (Tab. III.5.1) a zvýšily požadavky na zajištění úvěrů. Banky nadále disponovaly dostatkem zdrojů, poměr jejich klientských vkladů k úvěrům přetrvával na úrovni cca 131 %.

Roční míra růstu **úvěrů domácnostem** v průběhu třetího čtvrtletí 2012 dále zpomalila a v srpnu dosáhla 5,2 % (Graf III.5.8). Dynamika růstu nových úvěrů na bydlení (Graf III.5.9) i na spotřebu v srpnu 2012 zpomalila, ostatní úvěry (včetně kontokorentních a úvěrů z kreditních karet) klesaly. Růst nových úvěrů souvisel též s pokračujícím refinancováním a konsolidací starých úvěrů.

U **úvěrů na bydlení** se dále snížil růst hypoték o necelý 1 procentní bod na 6,8 % při dalším poklesu úvěrů ze stavebního spoření o 3,5 % (Graf III.5.8). Investice do bydlení ve druhém čtvrtletí klesaly. Zájem domácností se koncentroval na nové úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (52 %), podíl nových úvěrů s krátkodobými fixacemi činil 27 % (z toho podíl úvěrů s pohyblivou či fixní sazbou do tří měsíců dosáhl 24 %). Dle Hypoindexu se počet i objem nových hypoték v září 2012 meziročně dále výrazně snížil (Graf III.5.9).

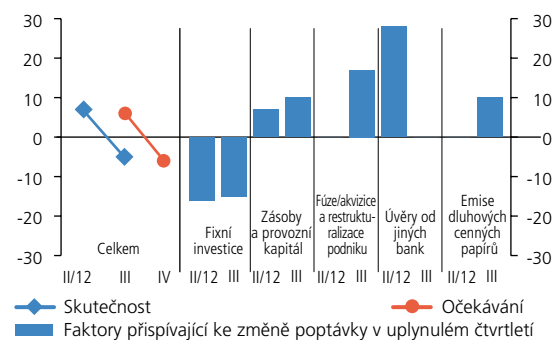
Pokles **poptávky po úvěrech na bydlení** byl dle šetření úvěrových podmínek bank vnímán poměrně velkou částí úvěrového trhu (41 % čistého procentního podílu). Byl ovlivňován zejména nízkou spotřebitelskou důvěrou (Graf III.5.10). Naopak vyhlídky na trhu rezidenčních nemovitostí (související s poklesem cen) poptávku po úvěrech na bydlení podporovaly. Na straně nabídky se úvěrové standardy a podmínky při schvalování úvěrů zpřísnily. To bylo ovlivňováno vyššími vnímanými riziky spojenými s očekávanou celkovou ekonomickou aktivitou. Ve směru uvolnění působil nadále vliv zvýšené konkurence mezi bankami, i když v menším rozsahu než v minulém čtvrtletí. Banky zpříšňovaly úvěrové podmínky prostřednictvím vyšších marží a nižšího

GRAF III.5.7

POPTÁVKA PODNIKŮ PO ÚVĚRECH

Poptávka podniků po úvěrech 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.

poměru hodnoty úvěrů k zastavené nemovitosti. Ve čtvrtém čtvrtletí banky očekávají uvolnění standardů, což by mohlo dle jejich vnímání růst poptávky podpořit.

Spotřebitelské úvěry od bank pokračovaly ve slabé dynamice (měřené roční mírou růstu) na úrovni 1,3 % (Graf III.5.8). Úvěry od nebankovních subjektů (tj. leasingových a splátkových společností) financující zejména spotřební výdaje poklesly o 5,7 %. Dle šetření úvěrových podmínek bank poptávka po spotřebitelských úvěrech u části úvěrového trhu rostla. Nepříznivě na poptávku působila zejména nízká spotřebitelská důvěra. Banky přitom nezměnily úvěrové standardy, podmínky při schvalování úvěrů zpřísnily prostřednictvím vyšších marží u rizikovějších úvěrů. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se dle vnímání bank standardy nezmění a poptávka by mohla u malé části úvěrového trhu vzrůst.

Podíly **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech se v jednotlivých segmentech úvěrového trhu v průběhu třetího čtvrtletí výrazněji nezhoršovaly. U nefinančních podniků se uvedený podíl dále pozvolna snížil na 7,5 %. U domácností po předchozím zvýšení zejména v důsledku nesplácených spotřebitelských úvěrů stagnoval na úrovni 5,2 % (u spotřebitelských úvěrů činil 12,3 % a u úvěrů na bydlení 3,4 %).

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

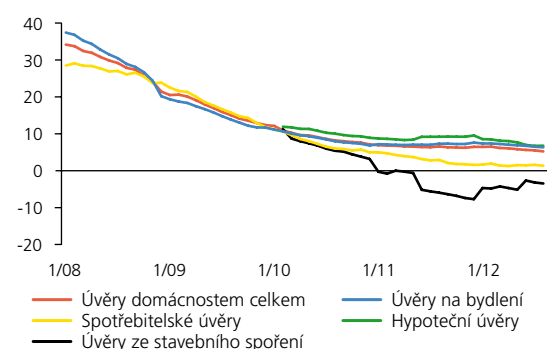
Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím čtvrtletí 2012 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v nejbližších několika čtvrtletích a jejich růst až v roce 2014. Rizika minulé prognózy byla na srpnovém zasedání bankovní rady posouzena jako celkově vyrovnaná, **základní úrokové sazby** byly ponechány beze změny. Na zářijovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako protiinflační a v souladu s prognózou a tímto hodnocením rozhodla většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu, diskontní sazbu o 0,15 procentního bodu a lombardní sazbu o 0,75 procentního bodu. S účinností od 1. října 2012 tak byla limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na úrovni 0,25 %, diskontní sazba na 0,10 % a lombardní sazba na 0,75 % (Graf III.5.11).

Na svém měnověpolitickém zasedání 1. listopadu 2012 bankovní rada rozhodla **snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace** o 0,20 procentního bodu na 0,05 %. Zároveň rozhodla snížit lombardní sazbu o 0,50 procentního bodu na 0,25 % a diskontní sazbu o 0,05 procentního bodu na 0,05 %. Na této hranici budou sazby drženy v delším horizontu, dokud nedejde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná; vysoká nejistota panuje okolo podoby fiskálních konsolidačních opatření v příštím roce a jejich dopadů do vývoje ekonomiky. Bankovní rada současně rozhodla o přerušení programu prodeje části

GRAF III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

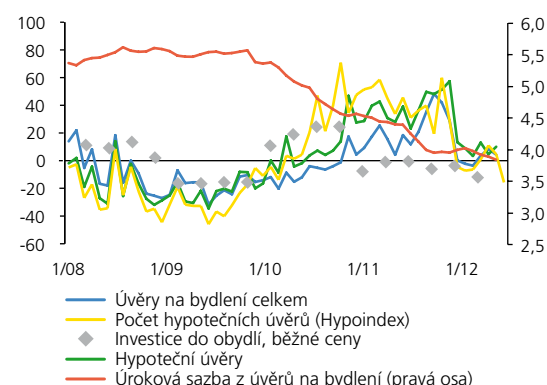
Tempo růstu úvěrů domácnostem poskytovaných měnovými finančními institucemi se dále snížilo
(roční míry růstu v %)



GRAF III.5.9

NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

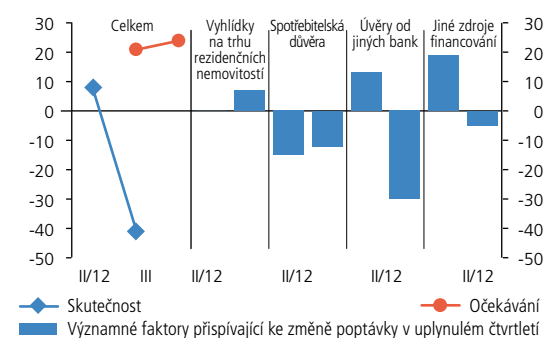
Růst nových úvěrů na bydlení byl umírněný, v září dle Hypoindexu počet i objem nových hypoték poklesl
(nové obchody, meziroční změny v %, úroková sazba v %)



GRAF III.5.10

POPTÁVKA PO ÚVĚRECH NA BYDLENÍ

Poptávka po úvěrech na bydlení dle vnímání bank klesala vlivem nízké spotřebitelské důvěry a přechodu klientů do jiných bank
(čistý procentní podíl, kladná hodnota = růst poptávky, záporná hodnota = pokles poptávky)

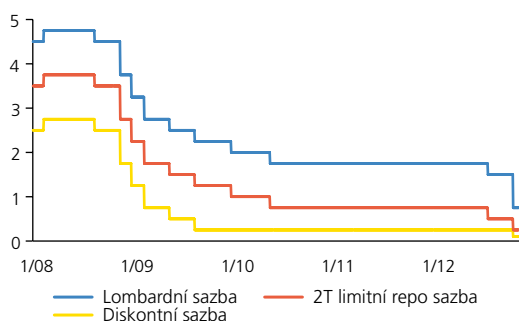


Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly růst poptávky, a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly pokles poptávky. Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

GRAF III.5.11

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

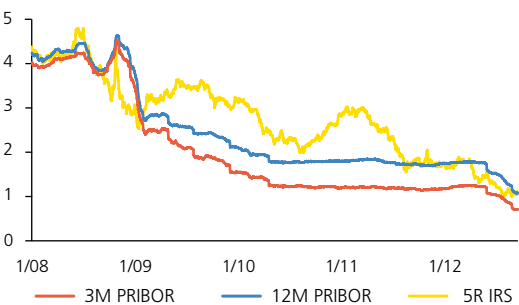
ČNB v září 2012 snížila základní úrokové sazby
(v %)



GRAF III.5.12

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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



výnosů z investování devizových rezerv, neboť nelze vyloučit možný rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou měnověpolitické úrokové sazby na technické nule.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu ve třetím čtvrtletí 2012 pozvolna klesaly ve všech splatnostech. Důvodem byla postupně sílící očekávání, že ČNB dále uvolní měnovou politiku. K tomu ČNB přistoupila na konci září. Celkově se od začátku července úrokové sazby PRIBOR s kratší splatností snížily cca o 0,2 až 0,3 procentního bodu, ve splatnostech 6M až 1R pokles dosáhl 0,5 procentního bodu (Graf III.5.12). Derivátové sazby FRA se také postupně snižovaly ve všech splatnostech (cca o 0,5 procentního bodu) až na nejnižší historické hodnoty, a podstatně se tak přiblížily k trajektorii sazeb konzistentní s minulou prognózou ČNB. Pokles sazeb FRA byl ovlivněn zesilujícím očekáváním ohledně snížení klíčových sazeb ČNB, makroekonomickými údaji potvrzujícími útlum české ekonomiky a nízkým výhledem úrokových sazeb v eurozóně. Během října sazby FRA převážně stagnovaly. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce října je v nejbližším období lehce klesající, v delším období pak stabilní. V celém horizontu se pohybuje nad trajektorií konzistentní s novou prognózou, přičemž s prodlužujícím se horizontem se tato odchylka zvyšuje (viz kapitola I a II).

Výše uvedené faktory se promítly i do poklesu úrokových sazeb s delší splatností, které také dosáhly nových historických minim. Nadále v tomto směru působily i vnější faktory: nejistota spojená s dalším vývojem v eurozóně a zveřejňovaná makrodata v hlavních ekonomikách potvrzující zpomalování globálního růstu. V některých obdobích však došlo i ke krátkodobým nárůstům sazeb, když se projevila opatření ECB zaměřená na podporu dluhopisů zemí eurozóny. Celkově se sazby IRS od začátku července snížily až o 0,5 procentního bodu, přičemž největší pokles byl zaznamenán v nejkratších a středních splatnostech.

Průměrná hodnota sazby 3M PRIBOR za třetí čtvrtletí 2012 dosáhla 1 %, tj. mírně vyšší hodnoty, než předpokládala minulá prognóza. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Tato premie měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba se nezměnila, v průměru za třetí čtvrtletí 2012 činila cca 0,5 procentního bodu. Během srpna a září se uvedené rozpětí postupně snižovalo až k 0,3 procentního bodu pravděpodobně v souvislosti s očekávaným snížením repo sazby. Po snížení měnověpolitických sazeb na konci září se rozpětí opět lehce zvýšilo na hodnoty těsně pod úrovní 0,5 procentního bodu.

Kladně skloněná výnosová křivka PRIBOR se po snížení repo sazby na konci června posunula na nižší hladinu, podobný vývoj nastal i na přelomu září a října v souvislosti s dalším snížením měnověpolitických sazeb. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR mírně kleslo na 0,7 procentního bodu. Výnosová křivka IRS se v průběhu třetího čtvrtletí 2012 také posunovala na nižší hladinu a zároveň se zvýšil její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R-1R činilo v září 0,5 procentního bodu, rozpětí 10R-1R dosáhlo 1,1 procentního bodu. Během října výnosová křivka IRS zhruba 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 diferenciály vůči dolarovým sazbám snížily, zatímco vůči eurovým sazbám se příliš nezměnily (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR-3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2012 činil průměrně 0,6 procentního bodu, k 19. 10. dosahoval 0,5 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku července uskutečnilo sedm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a sedm aukcí dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 36,5 mld. Kč. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, v některých aukcích výrazně. Nadále tedy platilo, že ani v podmínkách zvýšené averze k riziku ministerstvo financí nemělo problém upsat na primárním trhu státní dluhopisy, a to s nižším výnosem než v první polovině roku. Ministerstvo financí vedle korunových dluhopisů emitovalo počátkem října i eurové bondy za 750 mil. EUR se splatností 10R. Jednalo se o druhou tranši dané emise, výnos 2,871 %⁵⁰ je historicky nejnižší, jakého ČR dosáhla na zahraničním finančním trhu.⁵¹ Výnosová křivka státních dluhopisů se během třetího čtvrtletí 2012 posunula na nižší hladinu mimo jiné vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích, přičemž její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.14).

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby se v průběhu třetího čtvrtletí většinou snižovaly. V tom se odrážel pokles tržních sazeb ovlivněný **červnovým snížením repo sazby ČNB** a očekáváním jejího možného dalšího poklesu.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se od června 2012 snížila o 0,5 procentního bodu na 2,5 % v srpnu (Graf III.5.15). Klesaly krátkodobé a většina dlouhodobých sazeb, a to výrazněji u velkých úvěrů (s objemem nad 30 mil. Kč poskytovaných obvykle velkým podnikům) než u malých úvěrů. Úroková sazba z malých úvěrů dosáhla 3,3 % a z velkých úvěrů 2,3 %. Při snížení sazby 3M PRIBOR o 0,2 procentního bodu se rozpětí mezi krátkodobou sazbou z velkých úvěrů a touto tržní sazbou snížilo, zatímco u malých úvěrů se výrazněji neměnilo (Graf III.5.17). V delším horizontu je sazba z podnikových úvěrů pod úrovní konce loňského roku a nadále blízko rekordně nízkým hodnotám. V eurozóně úroková sazba z podnikových úvěrů rovněž klesala a v srpnu činila 2,6 % (u malých úvěrů se pohybovala oproti ČR na vyšší úrovni 3,9 % a u velkých úvěrů dosáhla 2,2 %).

50 Výnos korunového vládního dluhopisu se splatností 10R na sekundárním trhu činil v den emise 2,41 %.

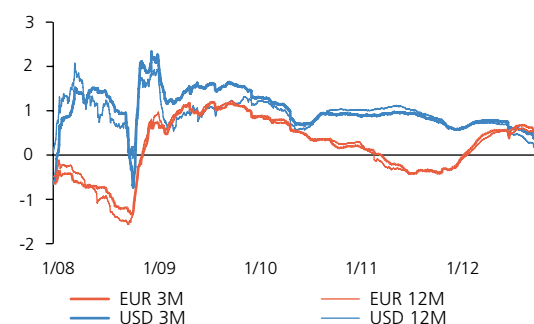
51 Agentura Moody's v červenci potvrdila hodnocení závazků ČR na stupni A1 se stabilním výhledem. Na konci srpna agentura S&P potvrdila dlouhodobý a krátkodobý úvěrový rating ČR v cizích měnách na úrovni AA-/A-1+ a v českých korunách na úrovni AA-/A-1 rovněž se stabilním výhledem.

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru zhruba stagnovaly, vůči dolaru se snížily

(v procentních bodech)

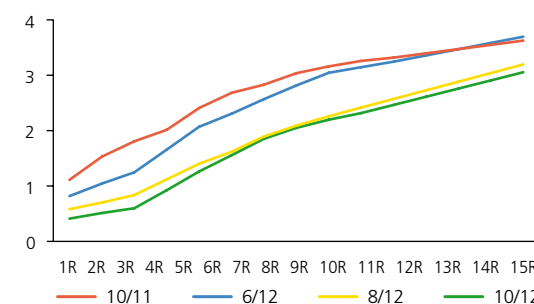


GRAF III.5.14

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu

(v %)

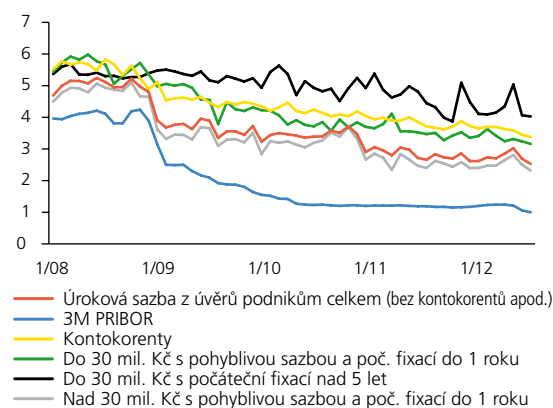


GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

U úvěrů nefinančním podnikům klesaly krátkodobé a většina dlouhodobých úrokových sazeb

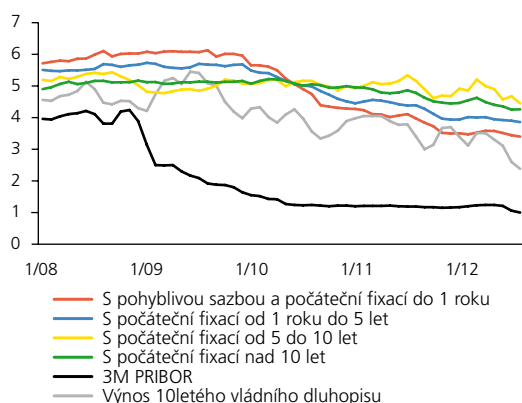
(nové obchody, v %)



GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ NA BYDLENÍ

Sazby z úvěrů na bydlení se snížily u všech fixací
(nové obchody, v %)



U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** ve sledovaném období snížila o 0,1 procentního bodu a v srpnu dosáhla 3,8 % (Graf III.5.16). Obdobně klesaly sazby s krátkodobými i dlouhodobými fixacemi. Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se po předchozím poklesu převážně rozšířilo (Graf III.5.17). Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu výrazněji vzrostlo v důsledku propadu dlouhodobého výnosu vládních dluhopisů. Ve srovnání s koncem loňského roku jsou sazby na mírně nižší úrovni u všech fixací. Dle Hypoindexu pokles úrokových sazeb z nových hypoték pokračoval i v září 2012. V eurozóně se úroková sazba z úvěrů na bydlení rovněž snížila a v srpnu dosáhla nižší úrovně (3,3 %) než v ČR.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů od června naopak vzrostla o 0,4 procentního bodu na 14,5 % a odrážela vyšší vnímané riziko bank v tomto segmentu úvěrového trhu. Sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů přetrvávala na úrovni 14,2 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet se zvýšila lehce pod 24 %. Rostly sazby ze spotřebitelských úvěrů s delšími fixacemi, zatímco sazba s krátkodobou fixací poklesla. Sazby jsou výrazně vyšší oproti eurozóně, i když i zde se od června mírně zvýšily na 6,7 % (z kontokorentních a revolvingových úvěrů v srpnu dosáhly 8,1 % a z úročeného úvěru z kreditních karet 17 %).

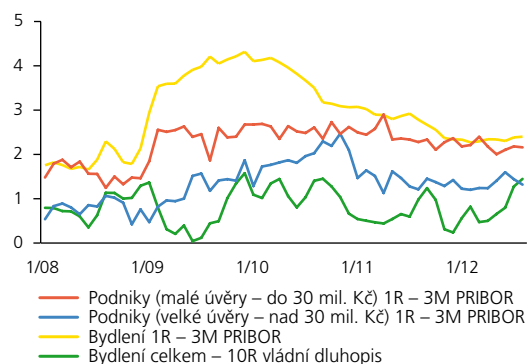
V průběhu třetího čtvrtletí 2012 poklesly krátkodobé **úrokové sazby z termínovaných vkladů** s dohodnutou splatností do jednoho roku u domácností i u nefinančních podniků (o 0,3 procentního bodu, resp. 0,1 procentního bodu na 0,8 %, resp. 0,5 %). Sazby z jednodenních vkladů domácností přetrvávaly na úrovni 0,7 % a u nefinančních podniků ve výši 0,4 %. Dlouhodobá sazba z termínovaných vkladů s dohodnutou splatností nad dva roky slabě vzrostla na 1,3 %, od roku 2009 však tato sazba vykazuje klesající trend. Průměrná sazba z vkladů domácností dosáhla 1 % a z vkladů nefinančních podniků 0,4 %.

Reálné klientské úrokové sazby⁵² v průběhu třetího čtvrtletí 2012 zhruba stagnovaly vzhledem ke stabilitě nominálních sazeb i očekávané inflaci. Reálné sazby z nových úvěrů v srpnu dosáhly 3,8 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,7 % (Graf III.5.18).

GRAF III.5.17

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

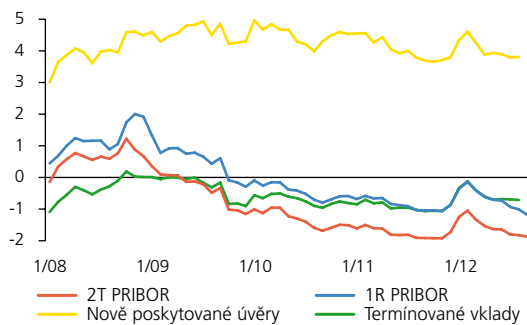
Rizikové prémie vzrostly zejména u úvěrů na bydlení celkem vůči dlouhodobým vládním dluhopisům
(v procentních bodech)



GRAF III.5.18

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

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



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

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve třetím čtvrtletí 2012 hodnoty 25,1 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 2,8 % a naopak mezičtvrtletní posílení o 0,8 % (Graf III.5.19). Trend posilování koruny vůči euru, eliminující předcházející oslabení v průběhu druhého čtvrtletí, byl patrný od počátku třetího čtvrtletí až do poloviny září. V tomto období koruna posílila z 25,5 CZK/EUR až na 24,4 CZK/EUR. Poté došlo k mírné korekci a na konci třetího čtvrtletí se koruna pohybovala přibližně na 25,0 CZK/EUR.⁵³ V první polovině října se koruna nacházela těsně pod touto hodnotou. Ve třetím čtvrtletí patřila koruna k nejrychleji posilujícím volně směnitelným měnám (spolu se švédskou a norskou korunou, polským zlotým a ruským rublem).

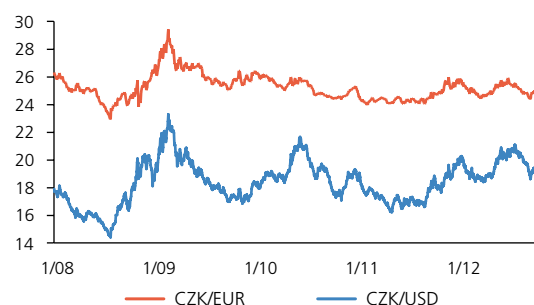
Hlavním faktorem ovlivňujícím kurzový vývoj ve třetím čtvrtletí 2012 byla příprava mechanismu umožňujícímu ECB nelimitované nákupy krátkodobých (do tří let) dluhopisů zemí s omezenou schopností tržního financování. To do určité míry zvýšilo optimismus finančních trhů vůči Evropě a vedlo k posílení evropských měn vůči americkému dolaru. Mnohem výrazněji než euro však z toho opatření profitovaly výše zmíněné evropské měny, které posilovaly i vůči ostatním neevropským měnám. Vliv domácích faktorů na kurzový vývoj zůstával ve sledovaném období nadále omezený. Krátkodobý oslabující vliv na korunu (v rozsahu cca 1 %) mělo vyjádření guvernéra ČNB o zvažování intervencí na devizovém trhu proti koruně.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve třetím čtvrtletí 2012 činil 20,1 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 16,2 % (a mezičtvrtletní oslabení o 1,7 %). V průběhu třetího čtvrtletí koruna nejprve oslabovala z hodnoty kolem 20,2 CZK/USD na počátku čtvrtletí až na 21,2 CZK/USD na počátku třetí červencové dekády. Poté nastalo prudké, téměř dva měsíce trvající posilování koruny (o 14,6 %) až na hodnotu cca 18,5 CZK/USD v polovině září, ovlivněné uklidněním situace v eurozóně a oznámením třetí fáze kvantitativního uvolňování v USA. Ve druhé polovině září došlo k dílčí korekci na cca 19,5 CZK/USD způsobené částečně mírným oslabením koruny vůči euru a zároveň mírným posílením dolaru na světových trzích. V první polovině října kurz koruny osciloval kolem této hodnoty.

GRAF III.5.19

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Ve třetím čtvrtletí 2012 koruna meziročně vůči euru i dolaru oslabila

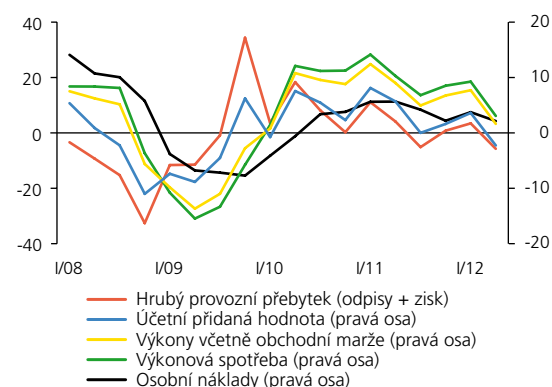


⁵³ Kolem této hodnoty osciluje, s poměrně velkými výkyvy bez známky dlouhodobějšího trendu, již přibližně čtyři roky.

GRAF III.5.20

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve druhém čtvrtletí 2012 došlo ke zhoršení vývoje všech hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve druhém čtvrtletí 2012 došlo ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁵⁴ ke zhoršení dynamiky vývoje všech hlavních sledovaných ukazatelů. Meziroční růst tržeb a výkonů výrazně zvolnil, a přispěl tak k mírnému poklesu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.20). Hrubý provozní přebytek se ve druhém čtvrtletí rovněž meziročně snížil (o 5,7 %), k čemuž přispěl pokračující růst osobních nákladů i výkonové spotřeby.

Ve druhém čtvrtletí 2012 byl již jen mírný růst výkonů nadále doprovázen o něco výraznějším růstem výkonové spotřeby, což se projevilo v meziročním nárůstu **materiálové náročnosti výkonů**⁵⁵ (o 1 procentní bod; Tab. III.5.2). Její růst se tak dále nesnižoval a zůstal na úrovni předchozího čtvrtletí. Za rostoucí materiálovou náročností výkonů nefinančních podniků stál především pokračující dvouciferný růst dovozních cen energetických surovin, jejichž dopad na vývoj materiálové náročnosti výkonů byl nejvíce patrný v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla a klimatizovaného vzduchu.

Mzdová náročnost výkonů⁵⁶ po mírném poklesu v prvním čtvrtletí 2012 stagnovala ve druhém čtvrtletí na úrovni stejného období předchozího roku (Tab. III.5.2). Přispělo k tomu výrazné oslabení meziroční dynamiky růstu výkonů, které bylo doprovázeno mírnějším zpomalením růstu osobních nákladů.⁵⁷ Ke zmírnění meziročního růstu osobních nákladů přitom došlo ve druhém čtvrtletí při poklesu počtu zaměstnanců a pomalejším růstu průměrné mzdy oproti předchozímu čtvrtletí.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci)⁵⁸ ukazují ve druhém čtvrtletí 2012 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl v porovnání se širším segmentem podniků zaznamenán rychlejší růst jak výkonů a výkonové spotřeby, tak i celkových tržeb. Růst počtu zaměstnanců již také v užším segmentu velkých podniků přešel do záporných hodnot (meziročně na -0,4 %).

TAB. III.5.2

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Pokračoval růst materiálové náročnosti výkonů, mzdová náročnost výkonů stagnovala (meziroční změny v %)

	2. čtvrtletí 2011	2. čtvrtletí 2012	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1 407,4	1 430,3	1,6
Osobní náklady (mld. Kč)	199,4	203,6	2,1
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1 028,7	1 060,2	3,1
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	378,6	370,1	-2,3
Tržby (mld. Kč)	1 804,1	1 853,1	2,7
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	52,7	55,0	2,3
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	73,1	74,1	1,0
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14,2	14,2	0,0
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	26,9	25,9	-1,0

a) propočít ČNB

54 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci druhého čtvrtletí 2012 přes 9,3 tisíce nefinančních podniků.

55 Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

56 Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

57 Meziroční růst výkonů zpomalil ve druhém čtvrtletí 2012 oproti prvnímu čtvrtletí 2012 o 6,1 procentního bodu na 1,6 %, zatímco u osobních nákladů to bylo o 1,6 procentního bodu na 2,1 %.

58 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci druhého čtvrtletí 2012 přes 1,7 tisíce nefinančních podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Vnější financování podniků se ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně snížilo o 4,4 % (Graf III.5.21).⁵⁹ K tomu přispíval propad kotovaných akcií zejména v důsledku reklasifikace a pokles ostatních závazků související s časovým nesouladem mezi transakcemi a platbami. Meziroční růst celkových úvěrů se zvýšil na 7 %. V uvedeném vývoji se však projevoval rovněž vliv nízké výchozí základny loňského roku a kurzové vlivy. Celkové financování podniků, zahrnující navíc vlastní jmění v podobě nekotovaných akcií a jiných účastí, ve druhém čtvrtletí rovněž klesalo, a to o 2,1 %. Podíl financování prostřednictvím dluhových cenných papírů na vnějším financování podniků je nadále poměrně nízký – dosahuje necelých 7 %, včetně kotovaných akcií 19 %. Poměr celkového dluhu podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění se zvýšil z 97 % na 99 % v důsledku růstu dluhu při snížení vlastního jmění.

Dynamika **celkových podnikových úvěrů** odrážela zpomalování růstu úvěrů od bank a jejich pokles od nebankovních subjektů.⁶⁰

Finanční investice podniků se ve druhém čtvrtletí meziročně snížily o 2,2 %. V jejich struktuře poklesly zejména investice do účastí, zatímco dynamika likvidních finančních aktiv podniků ve formě oběživa a vkladů zrychlila. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se nadále pohyboval okolo 21 %.

Z hlediska finanční pozice se ve druhém čtvrtletí mírně zvýšil poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP na cca 48 %. V eurozóně tento poměr po poklesu v předchozích dvou letech v roce 2012 stagnuje na úrovni 78 %. Úrokové zatížení čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů k hrubému provoznímu přebytku podniků se v ČR snížilo na 3 % (Graf III.5.22). V dlouhodobém pohledu však čisté úrokové platby spíše stagnují.

Finanční indikátory nefinančních podniků ukazují na meziroční zvýšení pohotové likvidity zejména v důsledku růstu likvidních aktiv. Solventnost se rovněž meziročně zlepšila při zmírňování poklesu finanční páky (Tab. III.5.3).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (hrubými úsporami, tj. zisky a odpisy) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) se ve druhém čtvrtletí zvýšil a na roční bázi ve vztahu k hrubé přidané hodnotě jejich podíl dosáhl 2,5 %. Rostly hrubé úspory nefinančních podniků při poklesu investic.

⁵⁹ Současné s publikováním údajů finančních účtů za druhé čtvrtletí 2012 byla provedena revize údajů za první čtvrtletí 2012.

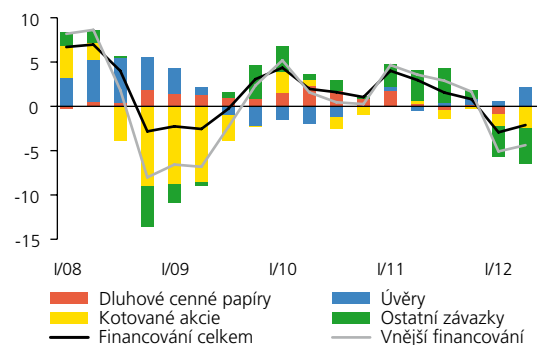
⁶⁰ Hlavní část úvěrů podniky čerpaly od domácích bank (56 %), menší část od ostatních (tj. nebankovních) finančních institucí (12 %), ze zahraničí (19 %) a od ostatních (tj. nefinančních) podniků (13 %).

GRAF III.5.21

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Celkové finanční závazky podniků nadále klesaly

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

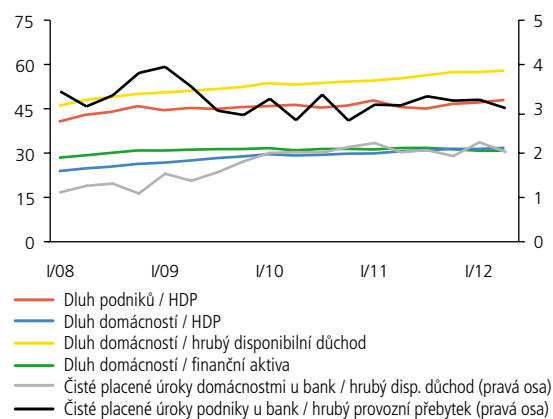


GRAF III.5.22

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

Poměry dluhu podniků a domácností k HDP se lehce zvýšily, úrokové zatížení v obou sektorech pokleslo

(v %)



TAB. III.5.3

FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Pohotovostní likvidita podniků se meziročně zvýšila

	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12
	Meziroční změny v %				Stav v mlrd. Kč
Podniky celkem ^{a)}					
Vlastní jmění (emitované účasti)	-1,4	-0,6	-1,5	-1,9	4 033,1
Úvěry	1,2	2,0	2,1	7,0	1 528,3
Dluhové cenné papíry	-6,4	2,8	-13,3	0,7	303,7
Kotované akcie	-7,2	-1,7	-9,3	-16,8	578,5
Ostatní závazky	7,9	2,2	-7,2	-8,2	2 214,6
Financování celkem ¹⁾	1,6	0,8	-2,9	-2,1	8 079,5
Finanční aktiva	2,5	-2,4	-7,0	-2,2	4 523,5
Podniky celkem ^{a)}					
Pohotovostní likvidita ²⁾	15,4	6,1	6,0	12,2	167,4
Solventnost ³⁾	-2,2	-5,1	-3,0	0,1	111,8
Finanční páka ⁴⁾	4,3	-2,1	-6,4	-0,3	112,2

a) propočty ČNB

1) finanční závazky celkem

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

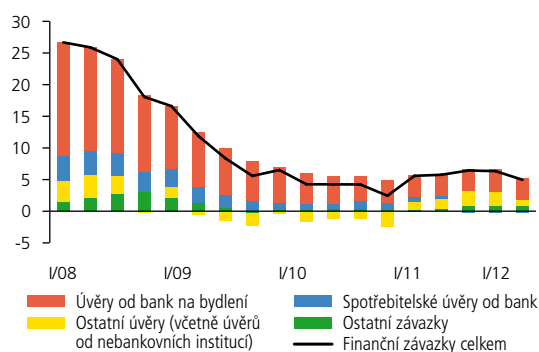
3) finanční aktiva celkem / závazky bez účastí

4) finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.23

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

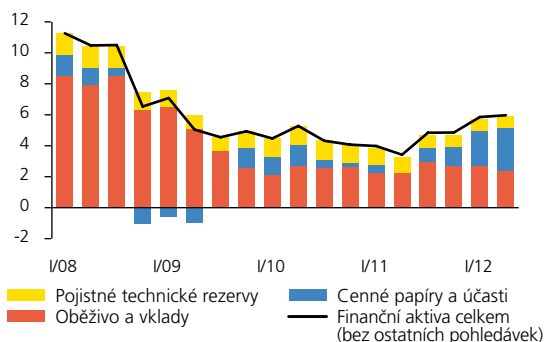
Růst celkových finančních závazků domácností dále zpomalil
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



GRAF III.5.24

FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ

Finanční aktiva domácností roste
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, bez ostatních pohledávek)

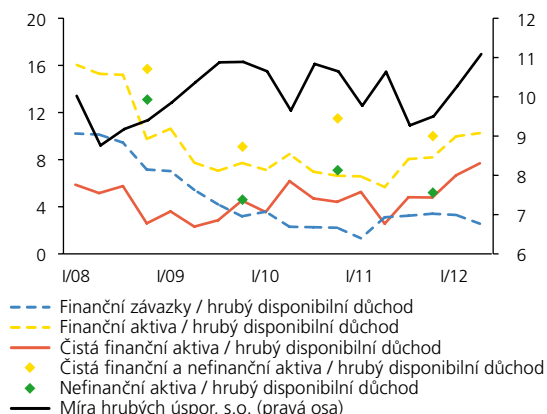


Poznámka: Finanční aktiva uvedená v grafu nezahrnují ostatní pohledávky související obvykle s časovým nesouladem mezi danou transakcí a platbou. Důvodem je metodická změna jejich vykazování od prvního čtvrtletí 2012 v sektoru živnostníků.

GRAF III.5.25

ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ

Čistá finanční aktiva ve vztahu k nominálnímu disponibilnímu důchodu se zvyšují
(meziroční změny z ročních toků, poměry v %, bez ostatních aktiv a závazků)



Meziroční dynamika celkového **financování domácností** od bank a nebankovních institucí se ve druhém čtvrtletí dále snížila na 5 % (Graf III.5.23). V poměru k nominálnímu hrubému disponibilnímu důchodu a k HDP se zadluženost domácností mírně zvýšila na cca 58 %, resp. 32 % (v eurozóně tento poměrový ukazatel rovněž mírně rostl a pohyboval se okolo úrovně 100 %, resp. 66 %). Poměr dluhu k finančním aktivům ve sledovaném období stagnoval ve výši 31 %. Úrokové zatížení domácností u bankovních úvěrů a vkladů v čistém vyjádření pokleslo na 2 % zejména vlivem snížení placených úroků (Graf III.5.22). Poměr splátek jistiny úvěrů a úroků k čistému peněžnímu příjmu činil u domácností celkem ve druhém čtvrtletí 2012 6 %. Solventnost (vyjádřená poměrem finančních aktiv k závazkům) i pohotovost likvidita domácností (měřená poměrem vybraných krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým úvěrům) se na agregované úrovni oproti předchozímu čtvrtletí meziročně zvýšily.

Dynamika růstu **finančních aktiv domácností** (bez ostatních pohledávek) ve druhém čtvrtletí dále zrychlila na 6 % (Graf III.5.24). V uvedeném vývoji se projevoval vyšší růst cenných papírů (též vlivem spořicí dluhopisů). Hlavní příspěvek k růstu finančních aktiv domácností mělo nadále oběživo a vklady, jejich tempo růstu se však společně s aktivy v podobě pojistných technických rezerv ve druhém čtvrtletí lehce snížilo. Ve struktuře finančních aktiv tak slabě vzrostl podíl dluhových cenných papírů, i když ten zůstává oproti vkladům výrazně nižší.⁶¹

Z hlediska výsledné **finanční pozice domácností** se ve druhém čtvrtletí 2012 meziroční přírůstek čistých finančních aktiv v poměru k úhrnnému ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu dále zvýšil. V uvedeném vývoji se projevoval růst finančních aktiv a současný pokles finančních pasiv. Zvýšení finančních aktiv odpovídalo i růstu míry hrubých úspor domácností (Graf III.5.25). Domácnosti v posledním období v podmínkách poklesu reálných příjmů a nízké spotřebitelské důvěry preferovaly tvorbu úspor (viz BOX 2). Z ročních národních účtů je patrné, že podíl čistých finančních a nefinančních aktiv domácností k nominálnímu disponibilnímu důchodu byl v roce 2011 oproti předkrizovému období nižší zejména vlivem nižších investic do nemovitostí.

BOX 2

Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností

Zpomalování růstu spotřeby domácností v nominálním vyjádření a prohlubování jejího reálného poklesu je důsledkem slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů, vyšší inflace především vlivem daňových změn a zhoršené spotřebitelské

⁶¹ Ve struktuře finančních aktiv domácností tvoří oběživo a vklady nadále 55 %, dluhové cenné papíry 3 %, účasti 21 %, účasti v investičních fondech 4 %, v penzijních fondech 6 %, rezervy v pojišťovnách 8 % a ostatní aktiva 3 %.

důvěry. Míra hrubých úspor se zvýšila (viz BOX 1 v části III.3.1). Pro pochopení vývoje spotřeby je významné zkoumat, zda se tyto tendence projevují u většiny domácností nebo zda jsou koncentrovány do určitých příjmových skupin.

Útlum dynamiky **spotřebních výdajů** byl zaznamenán u všech příjmových skupin domácností, i když nejvýrazněji v nejnižším příjmovém decilu.⁶² Zatímco u vysokopříjmových a středněpříjmových domácností se růst nominální spotřeby pohyboval v roce 2011 v blízkosti nuly či jen ve slabě kladných hodnotách, u nízkopříjmových domácností spotřeba propadla (Graf 1). Napříč příjmovými skupinami se v posledním období snižoval podíl většiny výdajů na spotřební předměty (zejména pak na bytové vybavení a zařízení) na celkové spotřebě při výraznějším růstu podílu výdajů na bydlení, vodu, energii a paliva a výdajů za dopravu. V nižším růstu spotřeby se u všech příjmových skupin domácností odrážel slabý vývoj nominálních příjmů (Graf 2).

Domácnosti současně snižovaly svoji **zadluženost**, pravděpodobně v důsledku vnímání své vyšší zranitelnosti v případě budoucích šoků. Poměr ročního salda přijatých a splacených úvěrů k příjmům byl v posledních letech v průměru záporný u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností, u vysokopříjmových domácností byl slabě kladný. Pozorovaný růst stavu úvěrů se tak koncentruje zejména do skupiny domácností s vyššími příjmy.

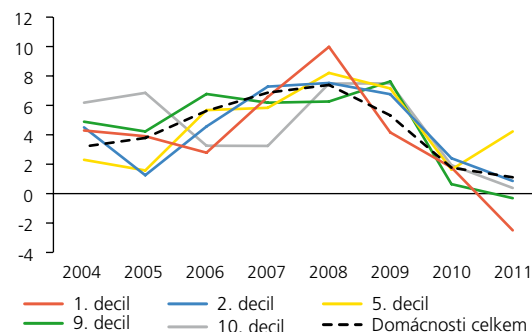
Ve spotřebním chování domácností se dále projevuje skutečnost, do jaké míry příjmové skupiny tvoří **úspory** ve vztahu k příjmům. Zatímco u **vysokopříjmových domácností** je poměr peněžních úspor (měřených čistými nově vytvořenými vklady) k příjmům vyšší než před finanční krizí při jen slabě vzestupném trendu u středněpříjmových domácností, u nízkopříjmových domácností je nadále záporný, avšak méně než v předchozích letech (Graf 3). Domácnosti v posledních letech čelily šokům zejména na trhu práce, což se od roku 2008 projevovalo v jejich vyšší tvorbě peněžních úspor z opatrnostních důvodů.

Poměr peněžních úspor k příjmům nejnižší příjmové skupiny domácností byl záporný či v blízkosti nuly, což odráží zejména zastoupení kategorie nezaměstnaných či jinak sociálně slabých domácností. U důchodců představuje tento poměr cca 4 %. Skupina nízkopříjmových domácností má tudíž velmi omezenou schopnost při poklesu reálné kupní síly plynule vyhlazovat spotřebu v čase na úkor svých úspor (navíc je obecně

GRAF 1 (Box)

SPOTŘEBNÍ VÝDAJE VYBRANÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ

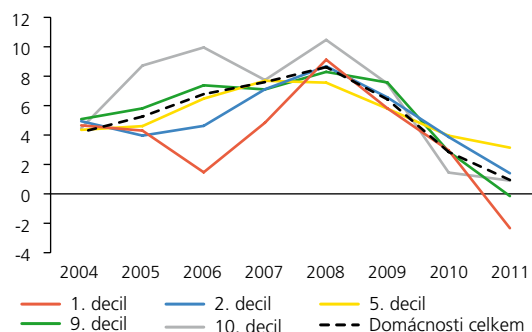
Růst spotřeby byl slabý u všech vybraných příjmových skupin, u nízkopříjmových domácností spotřeba propadla
(meziroční změny v %, klouzavý průměr, v nominálním vyjádření)



GRAF 2 (Box)

ČISTÉ PENĚŽNÍ PŘÍJMY VYBRANÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ

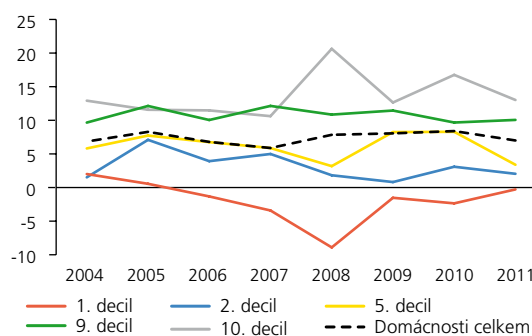
Růst příjmů silně zpomalil ve všech vybraných příjmových skupinách domácností, u nízkopříjmových domácností příjmy klesaly
(meziroční změny v %, klouzavý průměr, v nominálním vyjádření)



GRAF 3 (Box)

PENĚŽNÍ ÚSPORY VYBRANÝCH PŘÍJMOVÝCH SKUPIN DOMÁCNOSTÍ

Vyšší poměr peněžních úspor k příjmům než před finanční krizí měly zejména domácnosti s vyššími příjmy, u nejnižších příjmových skupin domácností byla tato míra úspor záporná
(poměry úspor k čistému peněžnímu příjmu v %)



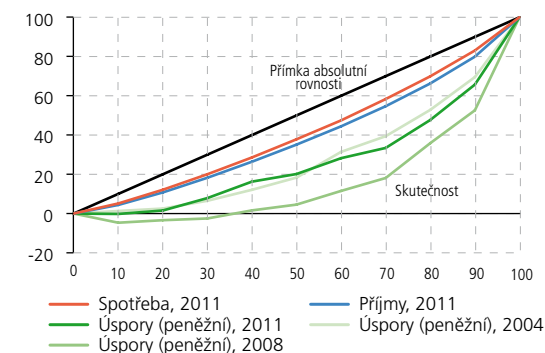
62 Údaje vycházejí z Rodinných účtů domácností ČSÚ. Příjmové skupiny domácností jsou rozděleny podle výše ročního čistého peněžního příjmu na osobu.

GRAF 4 (Box)

LORENZOVA KŘIVKA

Rozdělení tvorby peněžních úspor je více nerovnoměrné než rozdělení spotřeby a příjmů

(v % na obou osách, zdroj: Rodinné účty ČSÚ, rok 2011, výpočty ČNB)



Poznámka: Osa x je procentní kumulativní podíl domácností podle příjmů a osa y je procentní kumulativní podíl domácností na příjmech, spotřebě a úsporách.

více předlužená⁶³ – cca 30 % domácností v prvních dvou nejnižších příjmových skupinách překračovalo v roce 2011 práh předlužení).⁶⁴ Předluženost má navíc v posledních letech rostoucí tendenci a přenáší se i do skupiny středněpříjmových domácností. Dopad do celkové spotřeby v ekonomice je však u nízkopříjmových domácností zmírňován tím, že spotřeba těchto domácností je v souhrnu oproti ostatním skupinám nižší.

Z tvaru tzv. **Lorenzovy křivky** vyplývá, že na 20 % domácností s nejnižšími příjmy připadá cca 10 % z celkové spotřeby a tyto domácnosti téměř nespoří (Graf 4). Nerovnoměrnost je u spotřeby nižší než u příjmů, u peněžních úspor domácností je výraznější. Z Grafu 4 je dále zřejmé, že horních 50 % domácností z hlediska příjmů tvořilo 80 % peněžních úspor, což je obdobná úroveň jako v roce 2004. Nejvýrazněji nerovnoměrně byly úspory rozděleny v roce 2008, kdy tato skupina domácností tvořila téměř 95 % úspor. Následně se tvar Lorenzovy křivky vrátil směrem k tvarům z předchozích let. Tomu odpovídal i vývoj Giniho koeficientu, měřícího míru relativní nerovnosti, který se u peněžních úspor zvýšil z 0,43 v roce 2004 na 0,67 v roce 2008 a poté opět klesl na úroveň 0,46 v roce 2011.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve třetím čtvrtletí 2012 zaznamenaly **nabídkové ceny starších bytů** podle údajů ČSÚ rozdílný vývoj v jednotlivých regionech. Zatímco v Praze rostly nabídkové ceny již třetí čtvrtletí v řadě (mezičtvrtletně o 0,4 %), ve zbytku ČR ceny dále klesaly (mezičtvrtletně o 1,9 %). Meziroční růst nabídkových cen bytů v Praze pak zrychlil na 8,6 % (Graf III.5.26). Alternativní zdroje dat však takto rychlé růsty cen nepotvrzují; například podle Institutu regionálních informací nabídkové ceny bytů v Praze meziročně dále klesaly o 6,9 %.

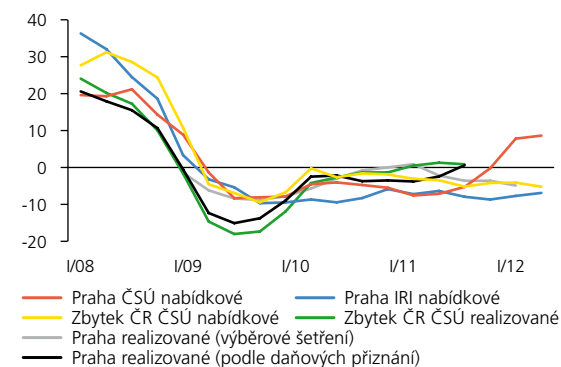
Výraznější růst cen bytů v Praze nepotvrzuje ani vývoj jejich **realizovaných cen** z údajů získaných na základě šetření ČSÚ v realitních kancelářích⁶⁵ (Graf III.5.26), které ve druhém čtvrtletí 2012 meziročně

GRAF III.5.26

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve třetím čtvrtletí 2012 nabídkové ceny bytů v Praze opět meziročně vzrostly, alternativní ukazatele cen však jejich oživení nenaznačují

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



⁶³ Práh předluženosti domácností je stanoven za situace, když náklady na splácení dluhu převyšují 50 % čistého peněžního příjmu po odečtení nezbytných výdajů (potravin, bydlení, energie apod.).

⁶⁴ Ze šetření o životních podmínkách ČSÚ za rok 2011 vyplývá, že zaplatit neočekávaný výdaj ve výši cca 9 tis. Kč si nemohlo dovolit cca 73 % nízkopříjmových domácností, zatímco u středněpříjmových to bylo 46 % a vysokopříjmových domácností 13 %. Dále z výběrového šetření vyplývá, že 31 % domácností v nejnižším příjmovém decilu vycházela s příjmy s velkými obtížemi oproti 7 % u středněpříjmových a 1 % u vysokopříjmových domácností.

⁶⁵ ČSÚ publikuje jednak index realizačních cen založený na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitostí, u kterého nebyly v posledním čtvrtletí dostupné žádné nové údaje, jednak index založený na šetřeních v realitních kancelářích. Výhoda druhého indexu je v jeho menším zpoždění publikace, navíc šetření zahrnuje i informace o cenách nových bytů, které nejsou předmětem daně z převodu nemovitosti. Na druhou stranu však šetření ČSÚ nepokrývá transakce s nemovitostmi mimo realitní kanceláře, ceny nejsou dostupné v podrobném členění a v delší časové řadě (nejstarší údaje jsou z roku 2008 existují pouze pro starší byty v Praze).

klesaly u starších bytů o 4,9 % a u nových bytů 3,4 %. V ČR mimo Prahu pak realizované ceny starších bytů klesaly o 5,8 %. Nadále tak lze vnímat stávající vývoj cen bytů spíše jako pokračování jejich poklesu z předchozích let. Tento pokles cen přitom lépe váže i na vývoj makroekonomických fundamentů (především opětovný návrat české ekonomiky do recese).

Nízkou poptávku po nemovitostech naznačuje i pokračující pokles **počtu transakcí na nemovitostním trhu**, měřený počtem předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí. Ten ve třetím čtvrtletí 2012 celkově meziročně poklesl o 3,7 %, přitom počet řízení o vkladu vlastnického práva pouze pro domy a byty se snížil ještě výrazněji (o 6,6 %; Graf III.5.27). Po předchozích poměrně výrazných nárůstech počtu nově poskytnutých hypoték na koupi nemovitosti navíc již druhé čtvrtletí po sobě jejich počet meziročně klesal (ve třetím čtvrtletí 2012 o 4,0 %; údaje Fincentrum Hypoindex; viz také kapitola III.5.2). Na druhou stranu ale pokračovalo oživení poptávky po nových bytech v developerských projektech v Praze, kde byl počet prodaných bytů ve třetím čtvrtletí 2012 prakticky stejný jako ve stejném období předchozího roku, kdy se projevoval efekt předzásobení před letošním nárůstem DPH na prodej nových nemovitostí. Za první tři čtvrtletí roku 2012 tak počet prodaných nových bytů meziročně vzrostl o 3,6 % (údaje společnosti Ekospol). Zvýšení prodejů nových bytů je možné dát do souvislosti s poklesem cen nových bytů, svoji roli může hrát i obnovená nejistota ohledně vývoje DPH v příštím roce (další vlna předzásobení). Nárůst prodejů také částečně souvisí s poněkud překvapivým nárůstem počtu dokončených bytů (viz kapitola III.3.1). Přílišný optimismus však není na místě, když nabídka developerů narostla ještě více než poptávka, takže dále vzrostl počet již dokončených neprodaných bytů (mezičtvrtletně o 6,0 %).

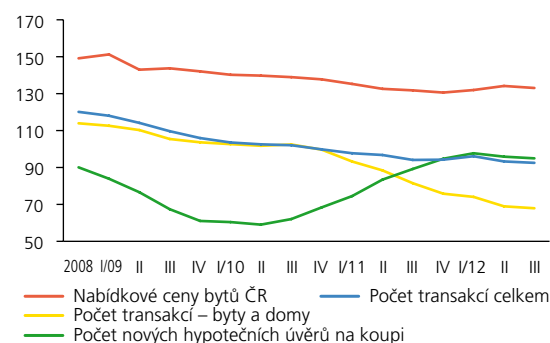
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2012 poklesly. **Podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income) poklesl mezičtvrtletně o 1,4 % (meziročně o 0,7 %), **podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) pak o 1,0 % (meziročně o 3,6 %; Graf III.5.28). Oba indexy tak dosáhly nejnižších hodnot za posledních pět let, a neindikují tudíž žádné riziko nadhodnocení cen nemovitostí. Naopak vzhledem k poklesu podílu cen bytu a nájemného, ke kterému došlo navzdory poklesu úrokových sazeb, se otevírá možnost pro investiční nákupy nemovitostí, které by mohly v budoucnu růst cen bytů podpořit. Vzhledem k utlumenému výhledu ekonomické aktivity však nadále předpokládáme pro nejbližší období jejich mírný pokles či stagnaci.

Po oživení v sektoru komerčních nemovitostí v roce 2011 došlo v prvním pololetí 2012 ke zbrzdění růstu objemu celkových investičních transakcí, když jejich meziroční propad dosáhl výrazných 65 %. U kancelářských nemovitostí však poptávka po pronájmech zůstala vysoká (kladná čistá poptávka ve výši 85,9 tis. m²). Pokračovala rovněž nová výstavba kanceláří, meziroční nárůst ploch dosáhl ve třetím čtvrtletí 3,2 %. Míra neobsazenosti se ve třetím čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně zvýšila o 0,3 procentního bodu a meziročně stagnovala, pohybovala se

GRAF III.5.27

POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

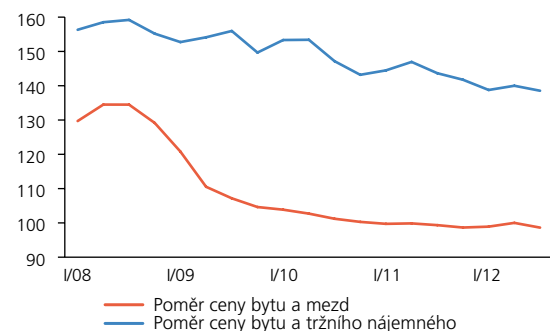
Pokračoval pokles počtu transakcí na nemovitostním trhu
(průměr 2006 = 100, počty transakcí – klouzavý součet za 1 rok, zdroj: ČSÚ, ČÚZK, Fincentrum Hypoindex)



GRAF III.5.28

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí poklesly na nejnižší hodnoty za posledních pět let
(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

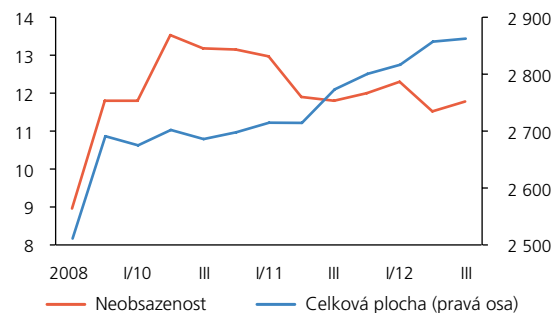


GRAF III.5.29

SITUACE NA KANCELÁŘSKÉM TRHU

Pokračovalo obnovení nové nabídky kancelářských ploch, míra jejich neobsazenosti narostla

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



však výrazně pod svými maximy z roku 2010 (Graf III.5.29). Podobně rostla míra neobsazenosti i u ostatních typů komerčních nemovitostí, například u průmyslových a logistických prostor ze 6,7 % ke konci roku 2011 na 7,7 % ke konci prvního pololetí 2012.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním pololetí 2012 byl charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, související s růstem přebytku obchodní bilance. Jeho dopad do běžného účtu byl z velké části vyvážen schodkem bilance výnosů v důsledku vysokých nákladů na výnosy z přímých investic, ten se však meziročně zmírnil. V rámci finančního účtu dosáhly přebytku přímé a portfoliové investice. Jejich čistý příliv byl nicméně z velké části kompenzován čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným rychlým růstem krátkodobých depozit a úvěrů měnových finančních institucí v zahraničí.

III.6.1 Běžný účet

V prvním pololetí 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 16,3 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zvýšení salda o více než 50 mld. Kč. K přechodu běžného účtu ze schodku do přebytku přispěl zejména meziroční vývoj obchodní bilance a ve druhém čtvrtletí rovněž bilance výnosů (Graf III.6.1). Roční klouzávě schodek běžného účtu v poměru k HDP se čtvrté čtvrtletí v řadě snižoval a dosáhl 1,5 %.

Přebytek **obchodní bilance** se v prvním pololetí 2012 meziročně zvýšil o více než 38 mld. Kč na 101,4 mld. Kč. Růst obchodního přebytku souvisel s vývojem v reálném vyjádření, který byl mírně korigován cenovým vlivem v důsledku přetrvávající záporné meziroční změny směnných relací. Výrazné zmírnění růstu vnější poptávky ve druhém čtvrtletí se projevilo ve zřetelném zpomalení růstu vývozu. Nominální meziroční tempo růstu vývozu zboží za celé první pololetí však bylo ještě relativně vysoké a dosáhlo téměř 9 %. Vlivem stabilně vysoké dovozní náročnosti vývozu a pokračujícího poklesu celkové domácí poptávky zpomalil i dovoz zboží, jehož tempo růstu přesáhlo 6 %. Nominální růst obrátu zahraničního obchodu byl přitom významně podporován meziročním oslabováním kurzu koruny, zejména vůči americkému dolaru. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku opět nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu třetího čtvrtletí 2012 pokračoval meziroční růst (za červenec až srpen o více než 19 mld. Kč) přebytku z předchozího čtvrtletí.

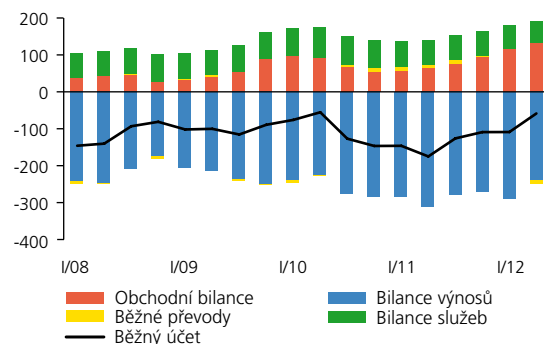
V prvním pololetí 2012 se přebytek **bilance služeb** meziročně snížil na 26 mld. Kč, tj. o téměř 9 mld. Kč (Graf III.6.3). Na dosaženém přebytku se podílely bilance cestovního ruchu a dopravy, jejichž kladná salda se v důsledku rychlejšího růstu příjmů než výdajů meziročně zvýšila (zejména vlivem dílčích bilancí soukromých i pracovních cest, resp. silniční dopravy). Ostatní služby zaznamenaly naopak schodek, který byl hlavně zapříčiněn schodkem dílčí položky ziskové operace a ostatní služby spojené se zbožím. Přechod ostatních služeb z přebytku do schodku současně nejvýrazněji ovlivnil meziroční vývoj celkového přebytku.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil vlivem růstu přebytku obchodní bilance a zmírnění schodku bilance výnosů

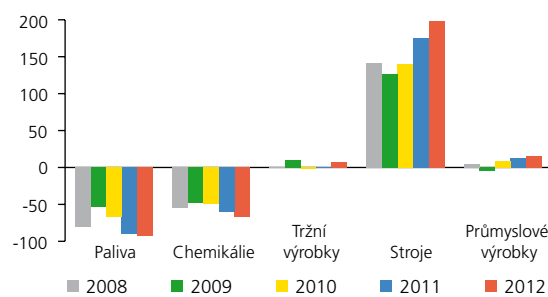
(roční klouzávě úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

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

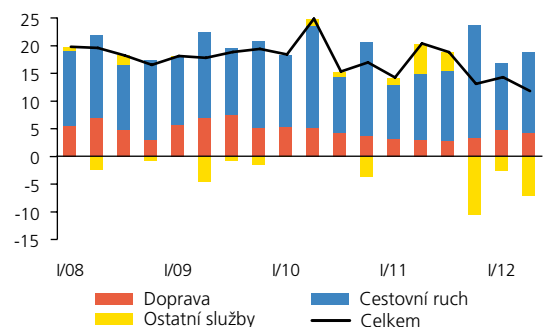


GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

K přebytku bilance služeb v prvním pololetí 2012 přispěly bilance cestovního ruchu a dopravy

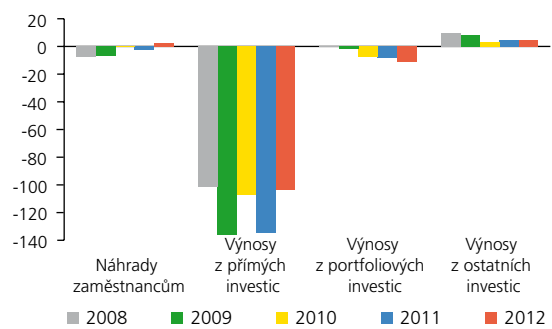
(v mld. Kč)



GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

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



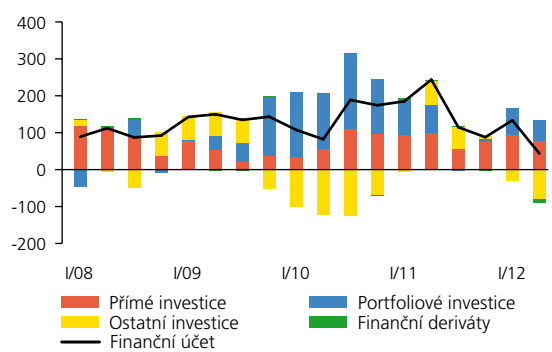
Oproti přebytkové výkonové bilanci dosáhla **bilance výnosů** schodku 108,1 mld. Kč, který se však meziročně snížil o více než 32 mld. Kč. Rozhodující složkou celkové bilance představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-103,8 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR a výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům. Rovněž meziroční zmírnění celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno snížením schodku výnosů z přímých investic, a to v důsledku výrazně nižších vyplacených dividend ve druhém čtvrtletí. Nižším schodkem skončily i výnosy z portfoliových investic. Výnosy z ostatních investic a náhrady zaměstnancům dosáhly naopak mírného přebytku.

Běžné převody zaznamenaly schodek 3 mld. Kč a meziročně se snížily o téměř 12 mld. Kč. Nejvýznamnější složkou z pohledu salda byly soukromé převody, které dosáhly schodku 9 mld. Kč. Jejich schodek byl ze dvou třetin kompenzován přebytkem vládních převodů, vyplývajících z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a EU. Meziroční přechod běžných převodů z přebytku do schodku souvisel hlavně s nižšími příjmy a současně vyššími odvody vlády do rozpočtu EU.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Přebytok finančního účtu se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil především vlivem zvýšení čistého odlivu ostatních investic (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Velmi mírným přebytkem (0,7 mld. Kč), který se meziročně téměř nezměnil, skončil v prvním pololetí 2012 **kapitálový účet**. Celkový přebytok byl spojen zejména s čistým příjmem z obchodování s emisními povolenkami. Čisté čerpání příjmů z rozpočtu EU bylo jen nepatrné.

III.6.3 Finanční účet

V prvním pololetí 2012 zaznamenal **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) přebytok 14,2 mld. Kč, související s čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Jejich čistý příliv byl však ve velkém rozsahu vyvážen čistým odlivem ostatních investic.

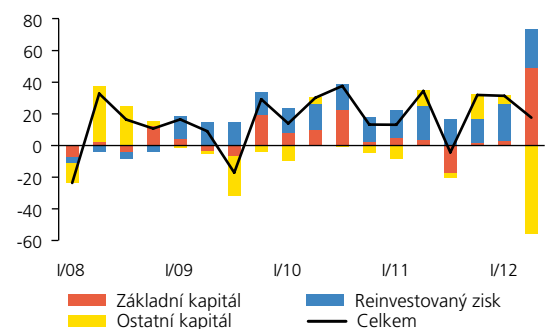
Přímé investice dosáhly v prvním pololetí 2012 přebytku 49 mld. Kč (Graf III.6.6), který se meziročně mírně zvýšil. Celkový příliv přímých zahraničních investic do ČR dosáhl téměř 60 mld. Kč a byl spojen zejména s předpokládanou výší reinvestovaného zisku (blíže viz BOX 3). V důsledku jedné velké operace byly vykázány i vyšší investice do základního kapitálu, které však měly u této operace protipoložku v nárůstu zdrojů poskytnutých v rámci úvěrových vztahů tuzemskou dceřinou firmou mateřské společnosti v zahraničí. Nejvýznamnější složkou přímých investic tuzemských podniků v zahraničí představoval rovněž reinvestovaný zisk. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla.

Také **portfoliové investice** skončily v prvním pololetí čistým přílivem, a to ve výši 40,2 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly emise vládních a podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. Emise vládních dluhopisů současně i nejvýrazněji přispěla

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

K čistému přílivu přímých investic ve druhém čtvrtletí 2012 přispělo posílení základního kapitálu a reinvestovaný zisk v ČR (v mld. Kč)



k meziroční změně toků portfoliových investic, která dosáhla téměř 51 mld. Kč. Držba krátkodobých vládních dluhopisů a akcií nerezidenty se naopak snížila. Celkově přesáhl příliv portfoliových investic na straně pasiv 58 mld. Kč. 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 výrazně nižší.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo v prvním pololetí 2012 čistého přílivu 2,4 mld. Kč, který se meziročně o necelých 6 mld. Kč snížil.

U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán vysoký čistý odliv zdrojů v rozsahu 77,5 mld. Kč. K celkovému schodku přispěl zejména čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-47,1 mld. Kč), spojený s nárůstem krátkodobých depozit a úvěrů poskytnutých do zahraničí. Významný čistý odliv kapitálu zaznamenal rovněž sektor podniků (přes 29 mld. Kč) v souvislosti s poskytnutými vývozními úvěry do zahraničí a současným splácením dříve čerpaných úvěrů. Mírným schodkem souvisejícím se splátkami zahraničních úvěrů, zejména od EIB, skončily i ostatní investice v sektoru vlády. Výrazná meziroční změna v tocích ostatních investic byla spojena hlavně se změnou krátkodobé pozice měnových finančních institucí.

Ke konci třetího čtvrtletí 2012 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 782,7 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní snížení o více než 21 mld. Kč, které bylo ovlivněno zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření ve stejném období naopak vzrostly o 1 mld. USD na 40,5 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly více než 42 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci druhého čtvrtletí 2012.

BOX 3

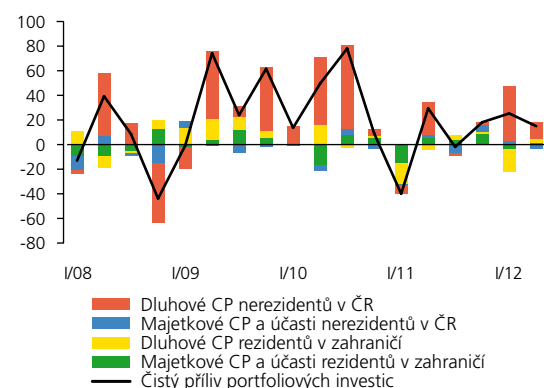
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z příjmů zahraničních investic (PZI)

S rostoucím významem PZI v ČR postupně narůstaly od konce 90. let také výnosy z těchto investic (Graf 1). Jejich hodnota dosáhla svého maxima v roce 2007 (téměř 310 mld. Kč), přičemž poměr dividend a reinvestovaného zisku byl po odeznění počáteční fáze charakteristické převahou reinvestic od roku 2003 zhruba vyrovnaný. S nástupem finanční krize v roce 2008 poklesl nejen absolutní objem výnosů z PZI, ale zejména došlo ke znatelnému poklesu podílu reinvestovaných zisků ve prospěch repatriovaných dividend (Graf 2). Tento vývoj se týkal nejen ČR, ale také ostatních sledovaných zemí. Souvisel s obecným nedostatkem likvidity zahraničních mateřských podniků, který vedl k jejímu přesunu od zahraničních dcer, a s omezením investičních příležitostí. V následujících letech sice docházelo k zotavování podílu reinvestic na celkových výnosech z PZI,

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

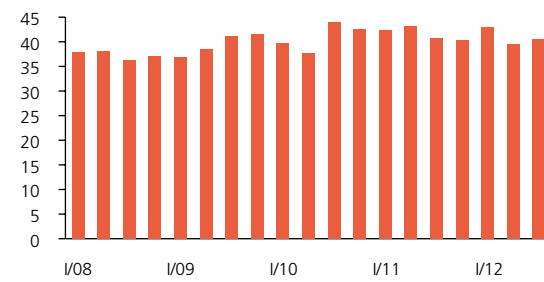
Ve druhém čtvrtletí 2012 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu hlavně vlivem zahraniční emise podnikových dluhopisů
(v mld. Kč)



GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

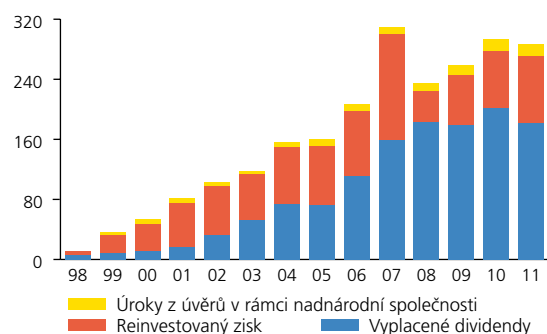
Devizové rezervy ČNB se ve třetím čtvrtletí 2012 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření mírně zvýšily
(v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



GRAF 1 (Box)

VÝNOSY Z PZI: VÝDAJOVÁ STRANA

Celkové výnosy z PZI v ČR do roku 2010 téměř lineárně rostly
(mld. Kč)

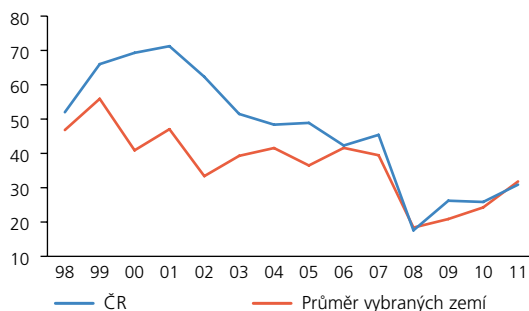


Poznámka: Hlubší analýzu nejnovějších údajů o výnosech z přímých investic komplikuje fakt, že jde pouze o předběžná data, která jsou následně revidována na základě ročních dotazníkových šetření s 15měsíčním zpožděním. Definitivní data za rok 2011 tak budou k dispozici až v březnu příštího roku.

GRAF 2 (Box)

PODÍL REINVESTOVANÉHO ZISKU NA CELKOVÝCH VÝNOSY Z PZI

Nástup finanční krize urychlil odliv dividend jak z ČR, tak z ostatních sledovaných zemí
(v %, zdroj: ČNB, Eurostat)



Poznámka: Průměr zemí – Estonsko, Chorvatsko, Irsko, Kypr, Maďarsko, Portugalsko, Rakousko, Slovensko, Španělsko a Švédsko.

nícméně předkrizové úrovně nebylo doposud dosaženo a podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI se snížil na přibližně 30 %. Tento pokles reinvestic byl pravděpodobně jedním z klíčových faktorů snižujících odhadovaný potenciální růst ekonomiky (viz kapitola III.3.4).

V případě ČR je navíc nutné poznamenat, že potenciál pro další příliv privatizačních PZI nebo velkých PZI na „zelené louce“ byl již před několika lety z velké části vyčerpán a reinvestované zisky tvořily přibližně od roku 2006 rozhodující zdroj přílivu všech PZI do ekonomiky. Od nástupu finanční krize pak reinvestované zisky na celkovém přílivu PZI do ČR dominovaly (více než 90 % podíl v roce 2011, od ledna do července 2012 naznačují předběžné údaje platební bilance tento podíl na úrovni 87 %).⁶⁶

Lze předpokládat, že reinvestice budou hrát klíčovou roli v přílivu PZI i nadále, a budou tudíž jedním z hlavních zdrojů zvyšování potenciálu české ekonomiky. Jejich vývoj přitom bude ovlivňován měnící se časovou strukturou (stárnutím) současné zásoby PZI a jejími dopady na podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI. Neboť čím starší investice, tím vyšší podíl lze očekávat u repatriovaných dividend na úkor reinvestovaných zisků (viz teorie životního cyklu PZI)⁶⁷. Novotný a Podpiera (2008)⁶⁸ odhadují celkový horizont životnosti počáteční přímé investice na zhruba 15 let s tím, že výnosnost PZI dosahuje svého maxima v jejím šestém roce. V důsledku současné časové struktury zásoby PZI v ČR tak lze i při pesimistickém předpokladu nulového přílivu PZI očekávat, ceteris paribus, výnosy z PZI přes 10 mld. EUR ročně ještě v následujících čtyřech až pěti letech. Za mírně optimistického předpokladu postupného návratu poměru reinvestic na 50 % úroveň s odezněním krize v eurozóně by to znamenalo příliv PZI do české ekonomiky ve formě reinvestic v řádu 5 mld. EUR za rok, ovšem spíše až za horizontem stávající prognózy. Spolu s tím bude docházet k pozvolnému zvyšování tempa růstu produktivity z aktuálně nízkých hodnot.

⁶⁶ Nicméně reinvestované zisky mohou mít formu pouze dočasně ponechaných nerozdělených finančních prostředků bez toho, aby představovaly reálné investice.

⁶⁷ Brada a Tomšík (2003) *Reinvested Earnings Bias, The „Five Percent“ Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies*. William Davidson Institute WP No. 543.

⁶⁸ Novotný a Podpiera (2008) *The Profitability Life-Cycle of Direct Investment: An International Panel Study*. Economic Change & Restructuring 41(2).

III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

V eurozóně ve druhém čtvrtletí 2012 HDP poklesl, zatímco ve Spojených státech rostl, i když zpomalujícím tempem. Ani výhledy pro druhou polovinu roku 2012 nejsou příliš optimistické. V průběhu třetího čtvrtletí 2012 se zvýšilo tempo růstu spotřebitelských cen, ale nadále převládají spíše očekávání utlumené inflace související se slabým hospodářským růstem. V reakci na neuspokojivou ekonomickou situaci přistoupil v září Fed k časově neomezenému, v pořadí již třetímu, kolu kvantitativního uvolňování. K uklidnění finančních trhů v eurozóně přispělo spuštění Evropského stabilizačního mechanismu (ESM) a deklarovaná (podmíněná) připravenost ECB nakupovat dluhopisy členských zemí. V srpnu se tak obrátil trend oslabování eura vůči americkému dolaru a euro posílilo zpět k hladině 1,3 USD/EUR. Cena ropy Brent se od srpna zvýšila a následně se ustálila na hodnotách kolem 110 USD/barel.

III.7.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny přešla ve druhém čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně od stagnace k poklesu o 0,2 %, a to v důsledku sníženého kladného příspěvku čistého vývozu a přetrvávajícího negativního příspěvku domácí poptávky. Meziroční stagnace hospodářského růstu z prvního čtvrtletí 2012 přešla v 0,5 % pokles ve druhém čtvrtletí zejména v důsledku snížení stavu zásob (Graf III.7.1). Pro třetí čtvrtletí 2012 říjnový CF zhoršil proti červencovému CF meziroční i mezičtvrtletní pokles hospodářské aktivity (na -0,8 %, resp. -0,3 %). Nižšímu očekávanému hospodářskému růstu ve druhé polovině letošního roku nasvědčují údaje z července a srpna ukazující meziroční pokles průmyslové výroby (v průměru o 2,8 %) i maloobchodního obrátu (v průměru o 1,3 %).

Říjnový CF nezměnil proti červencovému CF svůj **odhad vývoje HDP** pro celý letošní rok a nadále předpokládá jeho pokles o 0,5 %, ale pro rok 2013 snížil předpokládaný růst HDP z 0,5 % na 0,2 % v důsledku nižší očekávané dynamiky fixních investic a spotřeby. Své ekonomické výhledy pro letošní i příští rok snížily také ECB (pro rok 2012 z -0,1 % na -0,4 % a pro 2013 z 1,1 % na 0,5 %) a MMF (z -0,3 % na -0,4 %, resp. z 0,9 % na 0,2 %).

Inflace v eurozóně dosáhla v září stejně jako v srpnu hodnoty 2,6 %, a proti předchozím třem měsícům se tak zvýšila o 0,2 procentního bodu. Hlavní příčinou byl rychlejší růst cen energií. Jádrová inflace se naopak dále snížila na 1,6 %. Říjnový CF mírně zvýšil proti červencovému svou predikci celkové inflace pro roky 2012 a 2013. Pro čtvrté čtvrtletí letošního roku přesto očekává její zpomalení o 0,3 procentního bodu na 2,2 % a od počátku příštího roku její pokles pod 2 % hranici.

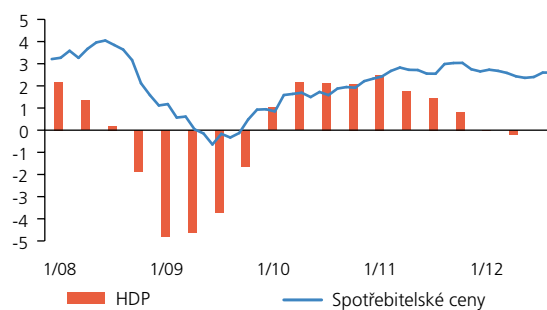
ECB 4. října **ponechala základní sazbu beze změny** na úrovni 0,75 %. Podle Rady guvernérů je nárůst inflace v srpnu a září přechodný, inflační tlaky jsou v důsledku slabého současného i budoucího ekonomického růstu nevýznamné a inflace se bude v průběhu

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

HDP se ve druhém čtvrtletí 2012 snížil, inflace na konci třetího čtvrtletí 2012 vzrostla

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



letošního roku snižovat. Předpoklad oslabující inflace je podpořen údaji o měnovém vývoji. Meziroční tempo růstu agregátu M3 se v srpnu snížilo na 2,9 % a pokles úvěrů soukromému sektoru se prohloubil na -0,6 %.

Rada guvernérů v září rozhodla o změnách při nákupu státních dluhopisů předlužených zemí eurozóny. Nový program nazvaný OMT (Outright Monetary Transactions – Přímé měnové transakce) nahrazuje předchozí program SMP (Securities Market Programme – Program pro trh cenných papírů), který již delší dobu ECB nepoužívala. Nákupy dluhopisů v rámci nového, dle komunikace ECB kvantitativně neomezeného a plně sterilizovaného, programu jsou podmíněny žádostí o pomoc z fondů EFSF (European Financial Stability Facility – Evropský nástroj finanční stability) nebo ESM (European Stability Mechanism – Evropský stabilizační mechanismus) a plněním podmínek uložených v programu, který je s takovou pomocí spojen. Na dohledu nad plněním těchto podmínek se bude podílet také MMF. ECB bude vládní dluhopisy se zbytkovou splatností mezi jedním a třemi roky nakupovat pouze na sekundárních trzích.

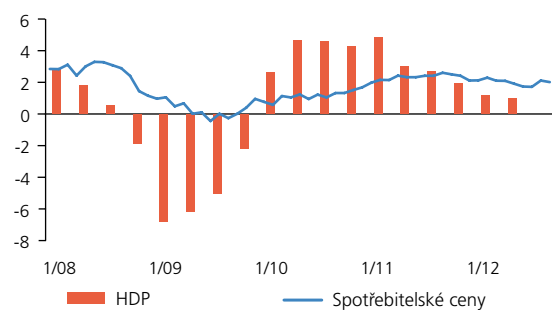
Rada guvernérů v září také dále zmírnila nároky na **cenné papíry použitelné jako zástava** u úvěrů poskytovaných v rámci operací Euro-systému. Byly sníženy požadavky na minimální stupeň ratingu a umožněno přijímání cenných papírů denominovaných i v některých jiných měnách, než je euro.

Na počátku října začal fungovat stálý Záchraný fond eurozóny ESM, který bude mít k dispozici 500 mld. EUR, k nimž se přidá zhruba 200 mld. EUR zbývajících ve fondu EFSF. Nový fond bude moci nakupovat vládní dluhopisy předlužených zemí, a snižovat tak jejich výnos. Fond bude také moci přímo navýšovat kapitál ohrožených bank ze zemí eurozóny, a tato pomoc se tedy nebude promítat ve výši zadlužení příslušné země. Podmínkou je však vytvoření společného bankovního dohledu eurozóny.

GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

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



Německý HDP ve druhém čtvrtletí 2012 mezičtvrtletně vzrostl o 0,3 %, a zpomalil tak po 0,5 % růstu v prvním čtvrtletí. Negativně přispěly investice do fixního kapitálu a tvorba zásob (příspěvek k HDP -0,3 procentního bodu). Naopak o mezičtvrtletní růst HDP se zasloužily spotřeba domácností (příspěvek 0,2 procentního bodu) a čistý vývoz (0,3 procentního bodu). Meziroční růst HDP dosáhl 1,0 %, a zaznamenal tak zpomalení o 0,2 procentního bodu oproti předchozímu čtvrtletí. I přes slabý růst se Německu nadále daří držet nezaměstnanost na nízkých hodnotách (v září 6,5 %). Průmyslová výroba, stejně jako nové zakázky v průmyslu, v srpnu meziměsíčně i meziročně poklesly, což ukazuje na ekonomické zpomalení ve třetím čtvrtletí tohoto roku. Indikátor Ifo zaznamenal již pátý pokles v řadě. ZEW index stejně jako index nákupních manažerů PMI zastavil svůj pokles, nicméně hodnoty všech zmíněných předstihových indikátorů signalizují, že německá ekonomika ztrácí růstovou dynamiku. Hlavní příčinou je pokles poptávky ze zahraničí, zejména z eurozóny. To potvrzuje také říjnový výhled CF pro německý hospodářský růst na rok 2012, který se oproti

červenci snížil o 0,1 procentního bodu na 0,8 %. Pro rok 2013 CF i MMF předpokládají jen o něco vyšší růst dosahující 0,9 %. MMF je pro rok 2012 nepatrně optimističtější, když odhaduje růst německého HDP na 0,9 %. I tento relativně slabý růst je přitom podle MMF stále ohrožen možným zhoršením evropské dluhové krize.

Meziroční růst cen v Německu se v září ustálil na 2 %. Říjnový CF předpokládá, že se inflace za letošní rok udrží na úrovni 2 %, MMF očekává inflaci o 0,2 procentního bodu vyšší. Pro příští rok počítá CF s mírným poklesem inflace v Německu na 1,9 %, a shoduje se tak s předpovědí MMF. Meziroční růst peněžního agregátu M3 po předchozím období prudkého zvyšování jeho dynamiky v srpnu poklesl na 7,6 %.

Slovensko si ve druhém čtvrtletí 2012 udrželo vysoké mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu HDP (0,7 %, resp. 3 %). Pokles domácí poptávky způsobený hlavně snížením spotřeby domácností a fixních investic byl v dostatečné míře kompenzován kladným příspěvkem čistého vývozu. Říjnový CF zvýšil proti červencovému CF svůj odhad hospodářského růstu za celý letošní rok o 0,2 procentního bodu na 2,2 % (pro druhé pololetí roku 2012 to však stále implikuje výrazné zpomalení mezičtvrtletního i meziročního růstu) a pro rok 2013 jej snížil na 1,9 %. Je očekáván nižší růst spotřeby domácností a fixních investic.

Inflace se na Slovensku v září mírně snížila na 3,6 %, ale nadále se udržuje na vysoké úrovni. Důvodem je rychlý růst cen energií a administrativně řízených cen. Říjnový CF očekává průměrnou inflaci za celý letošní rok ve výši 3,5 % a její snížení v příštím roce na průměrných 2,9 %.

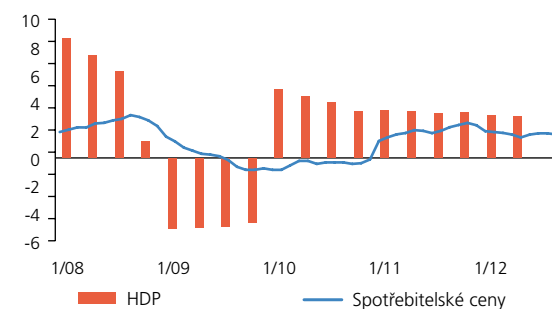
III.7.2 Spojené státy

Meziroční i mezičtvrtletní tempo růstu **HDP ve Spojených státech** ve druhém čtvrtletí 2012 mírně zpomalilo na 2,1 %, resp. 0,3 % (Graf III.7.4). Oproti prvnímu čtvrtletí zpomalil mezičtvrtletní růst jak soukromé spotřeby, tak investic. Naopak dynamika růstu vývozu zboží a služeb vzrostla, a zároveň došlo ke zpomalení mezičtvrtletního poklesu vládních výdajů. Dostupné údaje za třetí čtvrtletí ukazují na zpomalení dynamiky meziročního růstu průmyslové výroby v červenci a zejména srpnu na 4,3 %, resp. 2,8 %. Naproti tomu však vyznívá pozitivně index nákupních manažerů PMI v průmyslu, který v září po třech měsících vzrostl zpět nad hodnotu 50, která představuje hranici mezi vnímaným zlepšením a zhoršením situace. Nominální maloobchodní tržby si ve třetím čtvrtletí 2012 udržely meziroční dynamiku z předchozího čtvrtletí a index spotřebitelské důvěry Michiganské univerzity v říjnu již třetí měsíc v řadě rostl. Nicméně i přes zářijový pokles míry nezaměstnanosti pod 8 % je americký trh práce slabý a ekonomice Spojených států se nedaří vytvářet nová pracovní místa. Navíc přetrvává vysoký podíl zaměstnanců na zkrácený pracovní úvazek.

GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

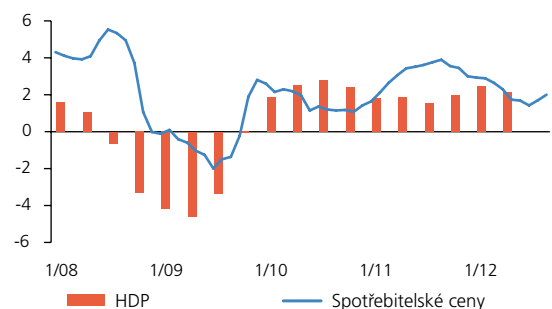
HDP si ve druhém čtvrtletí 2012 udržel vysoké tempo růstu, relativně vysoká zůstala ve třetím čtvrtletí i inflace
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

Růst HDP ve druhém čtvrtletí 2012 mírně zpomalil, meziroční inflace od července zrychlila
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Z hlediska vnější a vnitřní ekonomické rovnováhy ve druhém čtvrtletí 2012 mírně poklesl jak roční kumulovaný deficit běžného účtu platební bilance (na 3,1 % HDP), tak roční kumulovaný deficit výdajů federální vlády (na 8 % HDP). Podle říjnového CF by měl ekonomický růst v roce 2012 dosáhnout 2,1 %, což implikuje jeho mírné zpomalení ve druhé polovině roku. Velké nejistoty však přetrvávají pro výhled na rok 2013. Říjnový CF sice předpokládá růst o 2 %, nicméně existují rizika směrem k nižšímu růstu. Ta jsou spojená s potřebou přijmout dodatečná opatření v oblasti fiskální politiky, která jsou však v souvislosti s blížícími se listopadovými prezidentskými volbami a volbami do Kongresu odkládána.⁶⁹

Tempo meziročního růstu **spotřebitelských cen** v září zrychlilo na 2 %. Průměr za dosavadní průběh roku 2012 přitom činí 2,1 %, což je i předpokládaná celoroční hodnota podle říjnového CF. Do rostoucí dynamiky inflace se zřejmě již promítají dopady extrémního sucha, které letos postihlo zemědělskou výrobu v Severní Americe. Inflace bez cen energií a potravin oproti srpnu také mírně vzrostla a dosáhla stejné hodnoty jako celková inflace. Meziroční růst cen průmyslových výrobců se od července, kdy dosáhl svého téměř tříletého minima, začal rychle zvyšovat až na 2,2 % v září. Meziroční růst peněžního agregátu M2 v září mírně zrychlil na 6,9 %.

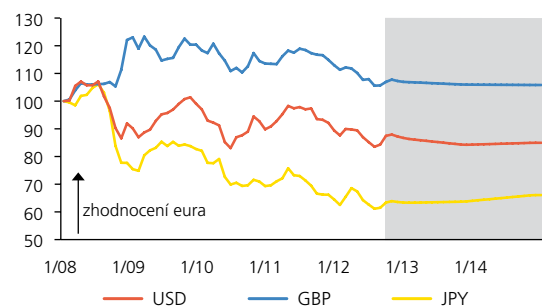
Na svém jednání v polovině září **Fed** rozhodl o dalších nákupech MBS (mortgage-backed securities) v objemu 40 mld. USD měsíčně, přičemž tyto nákupy budou pokračovat do doby, než se zlepší současná ekonomická situace. Podle názoru Fedu není současný ekonomický růst dostatečně silný k tomu, aby zajistil udržitelné zlepšení na trhu práce. Zároveň bude Fed pokračovat v prodlužování průměrné doby splatnosti jím držených cenných papírů a v reinvestování prostředků z maturujících cenných papírů. Tato opatření by měla tlačit na pokles dlouhodobých úrokových sazeb. Fed se navíc zavázal držet základní úrokovou sazbu na rekordně nízké hodnotě minimálně až do poloviny roku 2015.

GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

V ročním horizontu se očekává mírné oslabení eura vůči americkému dolaru

(leden 2008 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Kurz eura vůči hlavním světovým měnám v první polovině roku 2012 oslaboval, ale v srpnu se trend obrátil a euro opět posílilo (Graf III.7.5). Klíčový pro vývoj kurzu zůstává vývoj v eurozóně, zejména pak kroky centrální banky proti dluhové krizi a oslabujícímu hospodářskému růstu. V tomto ohledu byly podstatné nejen vyjádření připravenosti podnikat kroky k záchraně společné měny, ale i oznámení programu nákupů dluhopisů zemí postižených dluhovou krizí. Navíc se v září podařilo překonat poslední významnou překážku ke vzniku ESM (schválení ratifikace německým ústavním soudem). Po oznámení

⁶⁹ Bez přijetí dodatečných fiskálních opatření by došlo od ledna 2013 k automatickému skončení daňových úlev, které byly přijaty v předchozím období, a zároveň by se realizovaly vládní výdajové škrty, které byly odsouhlaseny v rámci jednání o dluhovém stropu v roce 2011.

dalšího kola kvantitativního uvolňování v USA, jehož rozsah překonal očekávání trhu, euro posílilo na nejsilnější hodnotu za poslední více než čtyři měsíce (1,31 USD/EUR). V meziročním srovnání je to však hodnota o více než 4 % slabší, přičemž v průměru za celé třetí čtvrtletí bylo meziroční oslabení ještě výraznější (o 12 %). Vůči britské libře a japonskému jenu euro oslabilo méně (o 10 % meziročně).

V první polovině října 2012 euro vůči hlavním měnám opět oslabilo. Po snížení ratingu Španělska o dva stupně se kurz vůči dolaru dostal až na 1,28 USD/EUR. Proti výraznějšímu posílení dolaru ale působí slabá domácí poptávka a fiskální nejistoty ve Spojených státech. I když v eurozóně přetrvává politické napětí a nedostatečná vůle k razantnějším krokům, deklaruje ECB podmíněnou připravenost spustit program nákupů státních dluhopisů, což vedlo ke zklidnění situace na dluhopisových trzích.

Říjnový CF očekává v horizontu jednoho roku mírné posílení dolaru vůči euru na 1,24 USD/EUR. Pro další vývoj kurzu eura vůči dalším světovým měnám budou důležité i kroky ostatních centrálních bank. Aktuální vývoj ve Velké Británii zvyšuje očekávání, že centrální banka schválí další nákupy dluhopisů již v listopadu. Podobně rostou i spekulace, že japonská centrální banka hodlá podstatně oslabit svou měnu poté, co poslední indikátory naznačují propad ekonomiky do recese. CF tak očekává, že společná evropská měna by měla v horizontu dvou let vůči japonskému jenu posílit. Výhled vůči britské libře zůstává téměř stabilní na současné úrovni.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

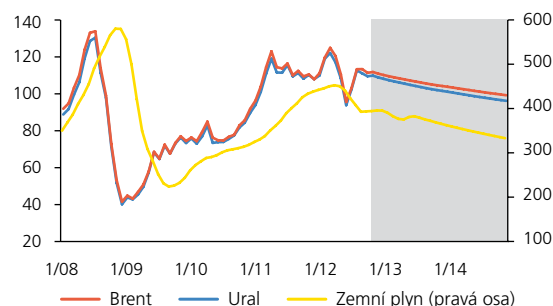
Cena ropy Brent vzrostla z krátkodobých minim na konci června (91 USD/barel) v průběhu července a srpna téměř ke 117 USD/barel. Poté se až do poloviny září pohybovala v úzkém pásmu 112–116 USD/barel a později mírně poklesla. Ve druhém říjnovém týdnu cena ropy opět vzrostla a pohybovala se kolem 114 USD/barel, což je však stále přibližně o 10 % pod březnovými maximy (Graf III.7.6). Za nárůstem ceny ve třetím čtvrtletí 2012 stojí především embargo Evropské unie na dovoz ropy z Íránu, které vstoupilo v platnost v červenci a navázalo na sankce USA. Část výpadků dodávek íránské ropy byla vykompenzována téměř rekordní těžbou ropy v Saúdské Arábii. Naopak těžba v některých dalších zemích byla omezená z důvodu nepříznivého počasí (hurikán Isaac v Mexickém zálivu), údržby těžebních zařízení, výpadků těžby v Severním moři a vnitřních nepokojů v Sýrii, Jemenu a Jižním Súdánu. Dalším faktorem růstu cen byla očekávání ohledně opatření hlavních centrálních bank. Ta se spolu s klesajícími zásobami ropy odrazila v aktivitě finančních investorů, jejichž otevřené čisté dlouhé pozice na ropu podle OPEC v červenci a srpnu vzrostly k rekordní úrovni. Posílení dolaru v polovině září a obavy ohledně vývoje globální ekonomiky naopak stály za poklesem cen ropy a dlouhých pozic ve druhé polovině září. Meziroční nárůst ceny ropy v korunovém vyjádření je vlivem oslabení koruny znatelnější než v dolarovém vyjádření (Graf III.7.7).

GRAF III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent v průběhu třetího čtvrtletí 2012 vzrostla opět nad 110 USD/barel, ve výhledu je však očekáván její pozvolný pokles

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

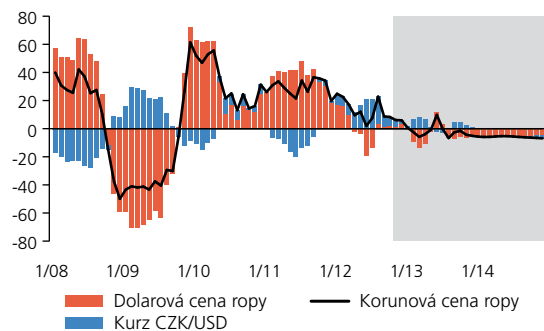


GRAF III.7.7

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Ve třetím čtvrtletí 2012 byl nárůst cen ropy v korunovém vyjádření vzhledem k slabšímu kurzu koruny vyšší než v dolarovém vyjádření

(ropa Brent v CZK/litr – meziroční změny v %, příspěvky dolarové ceny ropy Brent a kurzu CZK/USD v procentních bodech, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



IEA i OPEC revidovaly **předpověď růstu poptávky po ropě** v roce 2012 kvůli slabšímu než očekávanému globálnímu ekonomickému výkonu směrem dolů na 0,7 milionů barelů za den. Předpověď pro rok 2013 ale zůstala nezměněna a spotřeba ropy by měla růst tempem 0,8 milionů barelů za den. V posledních měsících letošního roku by se měla zotavovat těžba ropy s tím, jak budou znovu zapojena těžební zařízení, která jsou v současnosti mimo provoz, a jak dojde k zotavení těžby v Libyi a Iráku. Očekávaná rostoucí těžební kapacita a utlumená poptávka po ropě se odráží v pohybu tržních výhledů na základě futures kontraktů. Ty se v polovině října posunuly níže a na jejich základě by se cena měla na konci roku 2013 pohybovat pod 105 USD/barel. Také v korunovém vyjádření by cena ropy měla klesat. Ceny zemního plynu, podobně jako ceny ropy, ve třetím čtvrtletí klesaly a i trajektorie jejich výhledu je klesající.

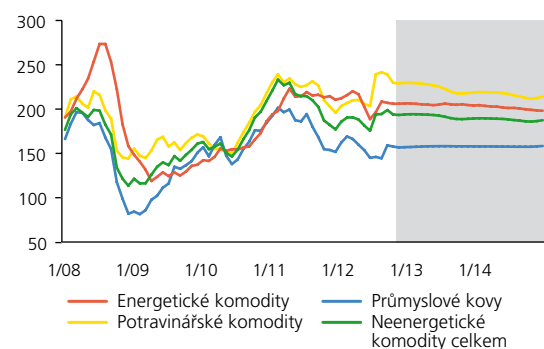
Hodnota celkového indexu **energetických surovin** v červenci a srpnu vzrostla a od té doby stagnuje. I jejich výhled je na horizontu dvou let na základě tržních výhledů konstantní, přičemž rostoucí výhled cen uhlí je kompenzován výše zmíněným klesajícím výhledem ostatních dvou složek, tedy cen ropy a zemního plynu.

GRAF III.7.8

CENY KOMODIT

Ve třetím čtvrtletí 2012 vzrostly hodnoty všech sledovaných komoditních indexů; výhled cen potravin je klesající, u ostatních komodit je stabilní

(leden 2007 = 100, zdroj: Bloomberg)



Index cen **neenergetických komodit** v červenci skokově vzrostl (oproti červnu o 10 %), od té doby prakticky stagnuje (Graf III.7.8). Za nárůstem stojí především zdražení potravinářských komodit, zejména kukuřice, pšenice a sóji, z důvodu špatné úrody v USA způsobené extrémním suchem. Index cen potravin dosáhl v srpnu krátkodobého maxima, v září a říjnu pak nepatrně klesl s mírným zlepšením výhledu úrody v USA a s optimistickým výhledem sklizně v Brazílii. Podobně poklesl i výhled cen potravin. Ceny průmyslových kovů v červenci a srpnu stagnovaly, v září ale hodnota jejich indexu vzrostla o 10 %, když si z jeho složek připsaly nejvíce hliník, olovo, platina a stříbro. Výhled hodnoty indexu průmyslových kovů je na dvouletém horizontu víceméně konstantní.

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).

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	9
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	11
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	12
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	13
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	13
Graf II.2.7	Prognóza měnového kurzu	13
Graf II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	14
Graf II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14
Graf II.2.11	Průměrná nominální mzda	15
Graf II.2.12	Prognóza růstu HDP	15
Graf II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	15
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	16
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	16
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	17
Graf II.2.17	Hrubá tvorba kapitálu	17
Graf II.2.18	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	22
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	22
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	22
Graf II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	23
Graf II.3.5	Změna prognózy kurzu	23
Graf II.3.6	Změna prognózy HDP	23
Graf II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	24
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	27
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	28
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	29
Graf III.1.2	Inflace	31
Graf III.1.3	Vývoj složek inflace	31
Graf III.1.4	Struktura inflace	31
Graf III.1.5	Ceny potravin	32
Graf III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	32
Graf III.1.7	HICP	32
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	33
Graf III.2.2	Dovozní ceny	33
Graf III.2.3	Minerální paliva	33
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	34

Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	34
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	35
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	35
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	36
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	37
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	37
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	37
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	38
Graf III.3.5	Míra úspor a indikátor spotřebitelské důvěry	38
Graf III.3.6	Struktura spotřeby domácností	38
Graf III.3.7	Tvorba fixního kapitálu	40
Graf III.3.8	Investice podle sektorů	40
Graf III.3.9	Investice do obydlí	41
Graf III.3.10	Čistý vývoz	41
Graf III.3.11	Vývoz a dovoz	41
Graf III.3.12	Podíly odvětví na růstu HPH	42
Graf III.3.13	Průmyslová produkce	42
Graf III.3.14	Bariéry růstu v průmyslu	42
Graf III.3.15	Nové průmyslové zakázky	43
Graf III.3.16	Ekonomický sentiment	43
Graf III.3.17	Potenciální produkt	44
Graf III.3.18	Mezera výstupu	44
Graf III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	44
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	45
Graf III.4.2	HDP a zaměstnanost	45
Graf III.4.3	Zaměstnanost podle odvětví	45
Graf III.4.4	Míra nezaměstnanosti	46
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	46
Graf III.4.6	Vývoj produktivity v NH	47
Graf III.4.7	Mzdová náročnost produktu	47
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	48
Graf III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	48
Graf III.5.3	Tvorba peněz	48
Graf III.5.4	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	49
Graf III.5.5	Úvěry podnikům a domácnostem	49
Graf III.5.6	Úvěry nefinančním podnikům	49
Graf III.5.7	Poptávka podniků po úvěrech	50
Graf III.5.8	Úvěry domácnostem	51
Graf III.5.9	Nové úvěry na bydlení	51
Graf III.5.10	Poptávka po úvěrech na bydlení	51
Graf III.5.11	Základní sazby ČNB	52
Graf III.5.12	Tržní úrokové sazby	52
Graf III.5.13	Úrokové diferenciály	53
Graf III.5.14	Výnosová křivka státních dluhopisů	53
Graf III.5.15	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	53
Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	54
Graf III.5.17	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	54
Graf III.5.18	Ex ante reálné sazby	54
Graf III.5.19	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	55
Graf III.5.20	Základní ukazatele hospodaření	56
Graf III.5.21	Financování nefinančních podniků	57
Graf III.5.22	Dlůh a čisté úrokové platby	57

Graf III.5.23	Financování domácností	58
Graf III.5.24	Finanční aktiva domácností	58
Graf III.5.25	Čistá finanční aktiva domácností	58
Graf III.5.26	Realizované a nabídkové ceny bytů	60
Graf III.5.27	Počty transakcí na trhu nemovitostí	61
Graf III.5.28	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	61
Graf III.5.29	Situace na kancelářském trhu	62
Graf III.6.1	Běžný účet	63
Graf III.6.2	Obchodní bilance	63
Graf III.6.3	Bilance služeb	63
Graf III.6.4	Bilance výnosů	64
Graf III.6.5	Finanční účet	64
Graf III.6.6	Přímé investice	64
Graf III.6.7	Portfoliové investice	65
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	65
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	67
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	68
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	69
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	69
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	70
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	71
Graf III.7.7	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	72
Graf III.7.8	Ceny komodit	72

Tab.	II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	12
Tab.	II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18
Tab.	II.2.3	Prognóza platební bilance	18
Tab.	II.2.4	Fiskální prognóza	19
Tab.	II.4.1	Citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru	25
Tab.	II.4.2	Citlivostní scénář kurzu	26
Tab.	II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	27
Tab.	II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	27
Tab.	III.1.1	Naplnění prognózy inflace	29
Tab.	III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	30
Tab.	III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	30
Tab.	III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	34
Tab.	III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	46
Tab.	III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	50
Tab.	III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	56
Tab.	III.5.3	Finanční indikátory podniků	57

BIS	Bank for International Settlements (Banka pro mezinárodní platby)	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CF	Consensus Forecasts	IRI	Institut regionálních informací
CP	cenné papíry	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	JPY	japonský jen
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČNB	Česká národní banka	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČR	Česká republika	MFI	měnové finanční instituce
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPH	daň z přidané hodnoty	NH	národní hospodářství
ECB	Evropská centrální banka	NHPP	národohospodářská produktivita
EFSS	European Financial Stability Facility (Evropský fond finanční stability)	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIB	Evropská investiční banka	OMT	Outright Monetary Transactions (přímé měnové transakce)
EK	Evropská komise	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	PH	pohonné hmoty
ESA 95	Evropský systém národních účtů	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů PMI)
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PPI	ceny průmyslových výrobců
ESM	Evropský stabilizační mechanismus	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EU	Evropská unie	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
EUR	euro	PZI	přímé zahraniční investice
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
Fed	centrální banka USA	SMP	Securities Market Programme (program pro trh cenných papírů)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USA	Spojené státy americké
GBP	britská libra	USD	americký dolar
HDP	hrubý domácí produkt	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HICP	harmonizovaný cenový index	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Centrum evropského ekonomického výzkumu)
HPH	hrubá přidaná hodnota		
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)		
Ifo	index podnikatelského klimatu institutu		
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		

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

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

Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	(box)	I/2011
Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3	(box)	II/2011
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru	(box)	II/2011
Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně 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
Vývoj míry úspor domácností	(box)	IV/2012
Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností	(box)	IV/2012
Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)	(box)	IV/2012

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Krytý dluhopis (covered bond): dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. dual recourse), z 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 m²) a součtu roční mzdy v daném regionu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
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	3 584,4	3 590,8	3 660,5
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,6	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,5	2,6	1,7	-0,9	0,2	1,9
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,1	3,0	4,4	4,1	3,0	-0,4	0,5	-0,6	-2,7	-0,1	0,9
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-3,3	1,6	-0,6	0,4	1,2	3,8	0,6	-1,7	-0,4	-0,7	0,0
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,4	4,4	10,9	15,4	1,3	-20,5	5,6	-1,3	-6,3	2,6	1,4
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	13,2	11,8	14,2	11,2	3,6	-9,7	16,0	11,1	3,8	3,6	8,5
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	9,6	6,0	11,1	12,8	2,4	-11,4	15,7	7,5	1,2	4,3	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	440,4	437,2	499,2
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	10,3	6,5	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,1	-3,5	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,3	1,8	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
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	3,3	2,3	1,6
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	3,5	1,9
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	1,1	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	2,8	2,0	1,7
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	-0,3	0,7	1,4
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	5,7	7,7	3,7	-0,2	4,3	-11,1	12,1	9,9	6,7	1,2	-0,7
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	2,1	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	1,4	2,6	0,0
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,5	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	1,5	1,8
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	20,0	3,3	3,3	2,1
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	1,0	-4,6	-5,2
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,4	2,6	2,4	2,9
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,5	-0,8	0,1	1,2
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,2	2,0	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,1
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	3,7	0,6	0,2	2,4	4,3	2,7	-3,1	0,6	3,2	1,7	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	-1,2	0,5	2,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	7,0	7,4	7,4
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	%, průměr	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	8,9	8,9	9,2	9,0
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	-124,8	-130,5	-101,9	-95,4
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,2	-3,4	-2,6	-2,4
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	1 567,9	1 692,8	1 797,6	1 894,3
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	43,9	45,3	46,9
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-13,4	48,6	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	94,0	170,4	180,0	210,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4	2,5	4,5	4,6	5,2
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	16,6	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	66,3	55,0	55,0	60,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-147,5	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-146,6	-109,1	-54,7	-55,0	-40,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-5,0	-1,0	-2,0	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,9	-1,4	-1,4	-1,0
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	37,7	95,0	75,2	115,0	95,0	95,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,5	20,2	20,2
Kč/EUR	průměr	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	25,1	25,2
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,6	-1,9	1,2	0,2	0,6
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-2,9	-5,6	-1,5	-3,7	-8,7	4,1	-3,1	-2,4	1,9	0,4	0,6
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	3,6	-1,5	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	2,6	1,1	1,9
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	1,6	-0,5	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,1	0,6	0,8
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	8,8	5,9	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,8	6,6	3,8
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	0,2	0,6

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 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	898,3	896,1	898,0	892,0	890,8	894,7	900,2	905,1	909,4	912,6	916,3	922,2
0,9	3,0	3,3	3,0	2,8	2,1	1,3	0,6	-0,5	-1,0	-0,8	-1,2	-0,8	-0,2	0,3	1,5	2,1	2,0	1,8	1,9
0,3	0,4	0,7	0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-0,7	-2,4	-3,3	-2,7	-2,3	-0,7	0,3	0,2	-0,1	0,4	0,8	1,0	1,3
1,5	1,5	0,4	-1,1	-0,4	-1,2	-3,1	-2,1	-0,5	-0,9	-0,5	0,5	-1,2	-0,3	-0,7	-0,9	-0,5	-0,2	0,2	0,6
-9,9	7,4	17,9	8,6	3,8	0,5	-3,8	-5,0	-9,2	-5,2	-10,1	-0,1	8,6	0,4	0,7	1,3	1,4	1,6	1,4	1,1
14,8	17,3	16,7	15,3	18,4	12,9	8,5	5,2	6,9	3,9	1,2	3,3	-3,7	3,1	6,2	9,3	10,0	9,0	7,8	7,3
10,0	17,2	20,3	15,1	16,0	9,8	3,6	1,5	3,1	1,1	-3,3	4,0	-1,2	3,9	6,6	8,1	8,5	8,0	7,2	6,8
65,2	59,2	39,6	73,8	91,0	86,1	76,2	101,4	123,2	108,5	108,6	100,1	100,5	106,2	112,7	117,9	120,7	122,8	125,7	130,0
6,9	11,5	10,7	11,8	12,1	8,7	3,2	2,4	2,9	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-22,7	-8,3	-2,8	-2,1	5,9	-5,2	-9,0	-0,8	-9,4	-4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,2	2,1	1,6	1,5	5,3	1,1	0,5	0,9	1,2	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,3	3,0	2,1	2,2	2,4	2,3	1,6	1,6	1,7	1,7
0,8	2,3	3,6	3,8	4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,3	3,7	3,6	3,5	3,4	2,2	2,0	1,8	1,6
-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	0,9	0,8	0,9	1,0	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5
-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	3,6	4,5	3,5	2,5	2,8	2,4	2,4	2,2	2,1	1,3	1,4	1,7	1,8	1,8
-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,4	1,0	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
18,5	13,6	7,4	9,0	10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	6,4	6,7	3,0	1,2	1,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9
-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	1,8	1,3	1,4	1,6	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	1,5	1,4	1,7	1,2	2,8	3,5	2,4	1,7	0,0	-0,6	-0,1	0,7
-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,6	1,4	0,7	1,2	1,9	2,3	2,2	1,8	1,5	1,4
-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	30,1	16,6	5,4	-1,9	-1,8	5,8	11,1	9,1	2,9	1,2	-0,2	0,3	2,6	2,8	2,8
0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70,5	35,9	11,9	15,8	36,7	49,0	48,0	26,2	13,2	-7,2	-2,5	1,9	-7,4	-0,1	-3,3	-6,0	-5,6	-5,3	-5,0	-4,8
2,8	3,1	2,2	0,7	2,4	2,4	2,4	2,4	3,3	2,3	2,4	2,4	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
2,1	1,9	0,3	-1,4	0,7	0,6	0,6	0,0	-0,4	-1,1	-0,9	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,2	1,1	1,2	1,3	1,3
-3,3	-2,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
-3,4	-3,9	-1,7	-3,4	-0,7	1,3	0,4	1,5	3,2	3,3	2,5	3,6	2,7	1,8	1,6	0,6	0,3	0,7	1,1	1,1
-11,0	-10,4	-5,4	-5,2	-0,5	1,2	1,3	0,3	0,9	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,4	5,7	3,7	4,1	2,7	1,8	1,2	0,2	-0,3	-1,9	-0,9	-1,5	-0,9	0,3	0,7	1,8	2,3	2,1	1,8	1,9
8,2	7,2	7,1	7,0	7,3	6,8	6,6	6,5	7,2	6,8	7,0	6,9	7,6	7,3	7,5	7,3	7,8	7,4	7,5	7,2
10,1	9,1	8,8	9,1	9,8	8,6	8,4	8,5	9,4	8,5	8,6	9,0	9,8	8,9	8,9	9,0	9,8	8,9	8,6	8,7
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31,0	22,9	-4,5	4,4	33,7	29,3	7,9	23,2	53,8	47,6	34,0	35,0	54,0	45,0	37,0	44,0	60,0	52,0	46,0	52,0
3,6	2,4	-0,5	0,4	3,8	3,0	0,8	2,3	6,0	5,0	3,5	3,5	5,9	4,5	3,7	4,3	6,4	5,2	4,5	4,9
18,3	24,8	15,3	16,9	14,2	20,3	18,8	13,0	14,2	11,7	15,0	14,0	11,0	16,0	17,0	11,0	12,0	18,0	18,0	12,0
22,3	-28,1	-106,4	-34,5	22,7	-56,8	-57,6	-17,4	22,9	-6,6	-55,0	-16,0	22,0	-21,0	-53,0	-3,0	27,0	-22,0	-49,0	4,0
2,6	-2,9	-11,1	-3,5	2,6	-5,9	-6,0	-1,7	2,6	-0,7	-5,6	-1,6	2,4	-2,1	-5,3	-0,3	2,9	-2,2	-4,8	0,4
13,9	30,2	37,6	13,3	13,1	34,5	-4,3	32,0	17,3	17,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18,7	20,2	19,3	18,3	17,8	16,9	17,3	18,8	19,1	19,7	20,1	19,2	20,1	20,1	20,2	20,3	20,3	20,3	20,2	20,1
25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3	25,1	24,9	25,1	25,2	25,2	25,2	25,2	25,1	25,2	25,2
-6,3	-4,1	-3,2	-4,8	-5,2	-4,2	-1,0	2,6	2,0	2,9	2,0	-2,1	0,0	-0,4	0,2	0,9	0,9	0,5	0,5	0,6
-5,6	-2,9	-1,0	-2,7	-4,9	-4,6	-1,8	1,9	3,0	4,3	2,8	-2,4	-0,9	-0,7	0,6	2,6	1,4	0,7	0,2	0,3
-6,5	-0,3	2,2	1,0	0,8	-0,1	1,6	4,6	4,0	3,9	3,2	-0,6	0,1	0,2	1,4	2,9	2,4	1,9	1,7	1,7
-4,4	2,5	5,8	4,7	4,7	2,4	3,5	6,5	5,7	5,7	4,6	0,5	0,0	-0,3	0,8	1,9	1,3	0,9	0,6	0,6
3,5	5,0	4,8	4,1	3,4	2,6	3,8	4,8	6,1	5,8	5,7	5,7	6,6	7,4	6,8	5,8	4,1	3,4	3,6	3,9
1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,9

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)

