



národní
úložiště
šedé
literatury

Zpráva o inflaci / IV, 2010

Česká národní banka
2010

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123845>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 27.09.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2010

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 11. listopadu 2010 a obsahuje informace dostupné k 22. říjnu 2010.

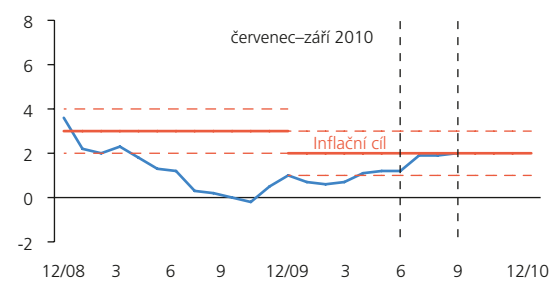
Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na internetové adrese <http://www.cnb.cz>. Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

PŘEDMLUVA	3
OBSAH	5
I SHRUTÍ	6
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	8
II.1 Vnější předpoklady prognózy	8
II.2 Prognóza	10
Box 1 Vliv nových instalací fotovoltaických elektráren na ekonomickou aktivitu	16
II.3 Srovnání s minulou prognózou	20
II.4 Citlivostní analýzy	23
II.4.1 Citlivostní scénář kurzu	23
II.4.2 Citlivostní scénář DPH	23
II.5 Prognózy ostatních subjektů	24
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	26
III.1 Inflace	26
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	26
III.1.2 Současný vývoj inflace	28
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	30
III.2.1 Dovozní ceny	30
III.2.2 Ceny výrobců	31
III.3 Poptávka a nabídka	34
III.3.1 Domácí poptávka	34
Box 2 Analýza vývoje spotřeby domácností	35
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	38
III.3.3 Nabídka	38
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	40
III.4 Trh práce	41
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	41
III.4.2 Mzdy a produktivita	42
III.5 Finanční a měnový vývoj	44
III.5.1 Peníze	44
III.5.2 Úvěry	45
Box 3 Úvěry související s reálním trhem v současné fázi hospodářského cyklu	46
III.5.3 Úrokové sazby	48
III.5.4 Měnový kurz	50
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	51
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	53
III.6 Platební bilance	56
III.6.1 Běžný účet	56
III.6.2 Kapitálový účet	57
III.6.3 Finanční účet	57
III.7 Vnější prostředí	59
III.7.1 Eurozóna	59
III.7.2 Spojené státy	60
III.7.3 Kurz USD/EUR	61
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	62
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	64
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	67
POUŽITÉ ZKRATKY	68
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	69
GLOSÁŘ POJMŮ	71
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	76

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

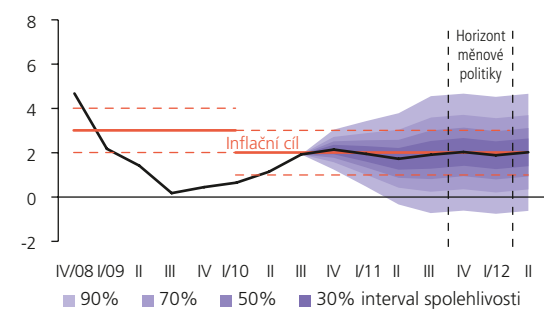
Celková inflace se ve třetím čtvrtletí zvýšila a zedola se dostala na inflační cíl ČNB
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

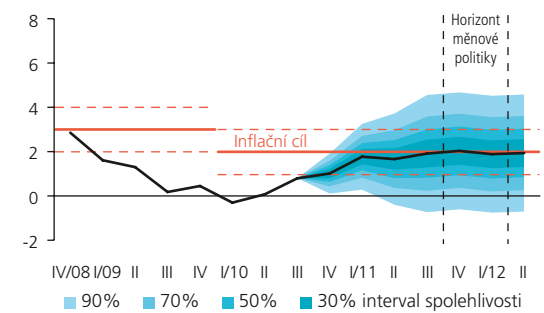
Podle prognózy se bude celková inflace nacházet poblíž inflačního cíle
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace dále poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží v první polovině příštího roku
(meziroční změny v %)



I. SHRUTÍ

Česká ekonomika sice aktuálně zrychluje svůj meziroční růst, avšak v příštím roce dojde k jeho oslabení mimo jiné vlivem úsporných vládních opatření. Inflace se bude v nejbližších dvou letech pohybovat blízko cíle. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí letošního roku výrazně zrychlila svůj meziroční růst, když zejména vlivem postupného obnovování stavu zásob vzrostla o 2,4 %. Mírně kladný byl rovněž příspěvek spotřeby vlády, čistého vývozu a překvapivě též spotřeby domácností, jejíž růst lze jen částečně vysvětlit příznivějším vývojem na trhu práce. Ve třetím čtvrtletí je očekáváno další, i když mírnější zrychlení meziročního růstu taženého všemi složkami HDP kromě čistého vývozu, k jehož poklesu přispívá mimo jiné dovoz fotovoltaických článků. Oživení se již projevuje i na trhu práce, kde došlo ve druhém čtvrtletí ke zmírnění meziročního poklesu zaměstnanosti a snížení obecné míry nezaměstnanosti. Ve druhém a třetím čtvrtletí došlo rovněž k mírnému poklesu sezonně očištěné míry registrované nezaměstnanosti.

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí zvýšila a zdola se dostala na inflační cíl ČNB (Graf I.1). Za zvýšením inflace stálo zejména zrychlení růstu cen potravin a regulovaných cen, v opačném směru působilo zpomalení růstu cen pohonných hmot. Dovozní ceny spotřebních statků působí aktuálně slabě protiinflačně (na rozdíl od dovozních cen komodit), což odráží nedávné posílení kurzu koruny, které více než kompenzuje zrychlení růstu cen zahraničních výrobců. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou v současnosti patrné. Marže výrobců zůstávají nadále stlačené a jejich postupný růst k rovnovážné úrovni bude na prognóze přispívat k návratu měnověpolitické inflace na cíl.

Vyšší než očekávaný ekonomický růst v první polovině letošního roku zejména v Německu a na Slovensku naznačuje silnější oživení **vnější poptávky** v letošním roce. Nicméně v dalších letech prognóza v souvislosti s fiskální konsolidací v Evropě předpokládá opětovné zpomalení zahraničního ekonomického růstu. Tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně se na delším konci dále snižuje. Kurz eura vůči dolaru v reakci na dobré výsledky v eurozóně při současných pochybnostech o udržitelnosti růstu v USA korigoval své předchozí oslabení a podle aktuálního výhledu by se měl v nejbližších dvou letech pohybovat v intervalu 1,3–1,4 USD/EUR. Cena ropy v souvislosti s oslabením dolaru stoupla a s postupujícím globálním oživením je očekáván její další mírný růst.

Celková inflace se bude na celém horizontu prognózy nacházet poblíž inflačního cíle (Graf I.2). Nominální náklady firem se budou pomalu zvyšovat v důsledku postupně zrychlujícího růstu mezd v podnikatelské sféře a mírného oživení ekonomické aktivity, zatímco dovozní ceny budou do poloviny roku 2011 působit protiinflačně vlivem nedávného posílení kurzu koruny. Dále zrychlovat bude v příštím období

růst cen potravin v návaznosti na prudký nárůst cen zemědělských výrobců a růst regulovaných cen kvůli zvýšení cen elektřiny. Meziroční růst cen pohonných hmot naopak zpomalí. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstane až do druhé poloviny příštího roku záporná, poté postupně poroste.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, na prognóze dále poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží v první polovině příštího roku (Graf I.3). V tomto období již odezní dopady letošních změn nepřímých daní a měnověpolitická inflace opět splyne s celkovou inflací.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních **úrokových sazeb** poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy (Graf I.4). Nízká hladina úrokových sazeb bude mimo jiné reflektovat dopady fiskální konsolidace v roce 2011 a nadále nízkou úroveň zahraničních úrokových sazeb na prognóze. **Kurz koruny** vůči euru bude podle prognózy postupně posilovat vlivem kladného úrokového diferenciálu, příznivého vývoje výkonové bilance v roce 2011 a obnovení reálné konvergence v delším horizontu (Graf I.5).

Očekávaný růst ekonomiky v letošním roce dosáhne podle prognózy 2,3 %. V roce 2011 dojde ke zpomalení tempa růstu produktu na 1,2 % (Graf I.6). Za tím budou stát fiskální konsolidace, zpomalení růstu zahraniční poptávky a odeznění efektu doplňování zásob i investic do solárních elektráren. V roce 2012 pak společně s oživením domácí spotřeby a zrychlením dynamiky zahraniční poptávky dojde k opětovnému – a již robustnějšímu – zrychlení růstu ekonomické aktivity.

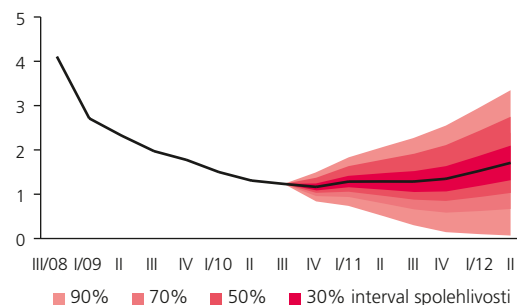
Trh práce má zřejmě již nejhorší dopady krize za sebou, nicméně vlivem poklesu zaměstnanosti ve vládním sektoru a zpomalení ekonomického růstu ho nečeká výrazné oživení ani v následujícím roce. Po překlopení meziročního poklesu zaměstnanosti k meziročnímu růstu počátkem roku 2011 se růst zaměstnanosti bude několik čtvrtletí pohybovat kolem nulové hodnoty. Obecná míra nezaměstnanosti by měla v následujících dvou letech klesat jen pozvolna. Mzdy se budou vyvíjet rozdílně – zatímco v podnikatelské sféře bude růst mezd v nejbližších dvou letech zrychlovat, mzdy v nepodnikatelské sféře budou v roce 2011 klesat a v roce 2012 se vrátí k jen mírnému růstu.

Na svém listopadovém měnovém zasedání bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik nové prognózy byla celkově posouzena jako vyrovnaná. Slabé proinflační riziko představuje vyšší růst světových cen surovin a domácích cen zemědělských výrobců. Naopak slabým protiinflačním rizikem jsou vyšší než očekávané protiinflační dopady fiskální konsolidace ve světě.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

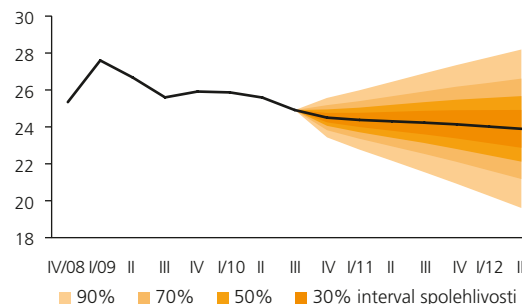
S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

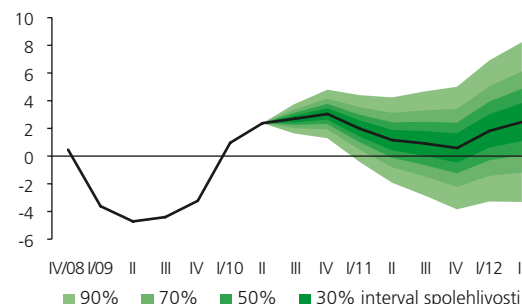
Nominální měnový kurz koruny na prognóze postupně posiluje (CZK/EUR)



GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

V příštím roce dojde k oslabení růstu HDP mimo jiné vlivem úsporných vládních opatření (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

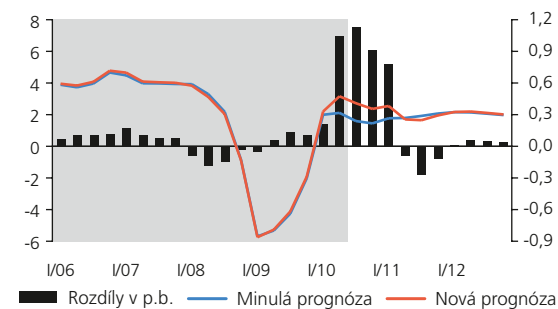


GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Na základě dat za první pololetí 2010 se očekává silný meziroční růst ekonomiky pro celý letošní rok, v příštím roce ale růst mírně zpomalí

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

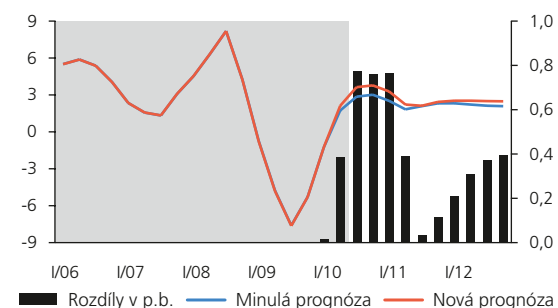


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Výhled růstu průmyslových cen se dále zvýšil v reakci na vývoj cen komodit a energií

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

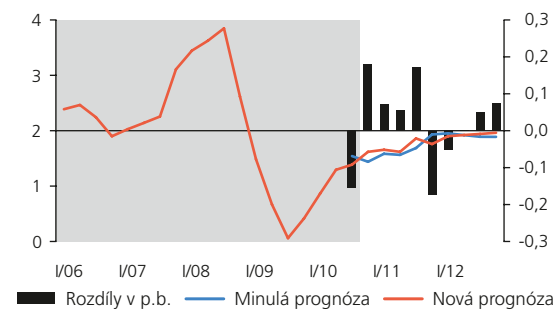


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Inflace se pozvolna vrací k hranici cenové stability, která dle ECB leží těsně pod úrovní 2 %

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



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Dobré výsledky za první pololetí roku 2010 (zejména v Německu a na Slovensku) vedly ke zvýšení očekávaného efektivního růstu HDP v eurozóně pro celý letošní rok. V dalších letech však očekávaný růst zpomalí v důsledku fiskální konsolidace. I přes nadále rostoucí výhled průmyslových cen jsou vnímané inflační tlaky na spotřebitelské ceny jen mírné a tržní výhled růstu tříměsíční sazby EURIBOR se dále snižuje. Euro zkorigovalo předchozí oslabení způsobené fiskálními problémy Řecka a posílilo v reakci na dobré hospodářské výsledky eurozóny. Cena ropy vzrostla v souvislosti s oslabením dolaru a s postupujícím globálním oživováním se očekává její další mírný růst.

Výhled ekonomické aktivity v efektivní eurozóně naznačuje pokračující oživení v příštích dvou letech (Graf II.1.1).¹ Dobré výsledky Německa a Slovenska (našich dvou největších obchodních partnerů) ve druhém čtvrtletí letošního roku podpořily optimismus ohledně růstu ve zbytku roku. Pozitivní signály dává i rostoucí průmyslová produkce a přebytek obchodní bilance eurozóny v důsledku oživování globální poptávky. Výrazné přehodnocení výhledu ekonomické aktivity se však týká pouze letošního roku, vývoj v příštích dvou letech by měl být naopak poněkud umírněnější z důvodů očekávané fiskální konsolidace téměř ve všech státech eurozóny. Pro rok 2010 se tak předpokládá růst ve výši 2,6 %, pro další dva roky pak 2 %, resp. 2,1 %.

Za zvýšeným **výhledem růstu efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2) stojí stejné faktory, které stimulují její hospodářský růst. Rychlejší růst globální ekonomiky, a tím i průmyslové produkce hlavně v Německu, vedl k rychlému vzestupu cen průmyslových surovin, energií a meziproduktů. Následkem toho rostly průmyslové ceny zejména v první polovině letošního roku. Další vývoj by však měl zohlednit zpomalení nárůstu světových cen komodit a fiskální restriktce, které budou tlumit ekonomický růst v eurozóně. V souhrnu byl růst efektivního ukazatele výrobních cen pro letošní rok přehodnocen o 0,5 procentního bodu nahoru, a meziroční růst se tak očekává na úrovni 2,1 %. Růst o 2,5 % se pak předpokládá pro oba následující roky.

Výhled **inflace spotřebitelských cen v zahraničí** se v příštích letech postupně přibližuje k definici cenové stability ECB (těsně pod 2 %). Očekávaný meziroční růst efektivního CPI eurozóny (Graf II.1.3) je přitom prakticky stejný jako v minulé prognóze, tj. vyšší výhled cen komodit a cen průmyslových výrobců se do něj zatím viditelně nepromítl. Letos by tedy spotřebitelské ceny měly vzrůst o 1,3 %, v roce 2011 o 1,7 % a v následujícím roce o 1,9 %.

1 Výhled zahraničních veličin, který čerpáme z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů, byl aktualizován k 11. říjnu 2010. Šedá plocha v grafech odděluje známou minulost od výhledu. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

Trajektorie 3M EURIBORu zřejmě odráží očekávání dalšího kola kvantitativního uvolňování, které vyplývá z komunikace amerického Fedu a britské centrální banky (BoE), ačkoli ze strany ECB podobné úvahy nezazněly. Sklon implikované křivky 3M EURIBORu se tak dále snížil (Graf II.1.4). Na začátku prognózy výhled sazeb sice kopíruje předpoklad z minulé prognózy, ale očekávaná tříměsíční sazba pak jen pomalu roste na 1,5 % na konci roku 2012 (zatímco minulé prognóza předpokládala růst na 1,8 %). Tato tržní očekávání jsou v souladu i s názorem analytiků přispívajících do CF. Převážná většina z nich v současnosti neočekává zvyšování základní sazby ECB ani v roce 2011 (dotazováni byli na první tři čtvrtletí roku), a první zvýšení se tedy předpokládá až za tímto horizontem. Odklad zpřísnění měnové politiky v eurozóně umožňují i inflační tlaky, které jsou i přes zvýšení světových cen komodit vnímány stále jako slabé. Pokud Fed a BoE přistoupí na další kvantitativní uvolňování, ovlivní to pravděpodobně i rozhodování ECB.

Kurz eura vůči dolaru v září a na počátku října rychle posiloval a kompenzoval tak předchozí ztráty, které zaznamenal v důsledku „řecké krize“ (Graf II.1.5). K silnějšímu euru přispěla dobrá exportní výkonnost Německa a pozitivní hospodářský vývoj v eurozóně při současných obavách o udržitelnost ekonomického oživení v USA. Dle říjnového CF by kurz měl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dosáhnout průměrné hodnoty 1,38 USD/EUR. V dalším období se očekává pozvolná korekce směrem k 1,30 USD/EUR, přesto je oproti minulé prognóze euro silnější na celém horizontu v průměru o cca 9 %.

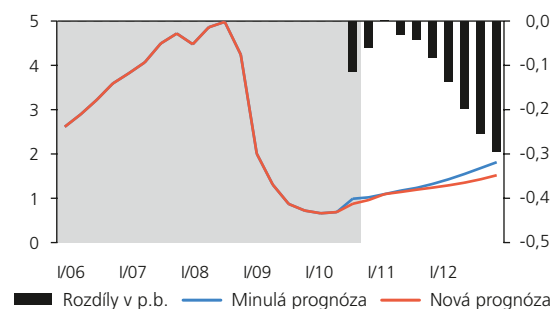
Na základě tržních výhledů je očekáván další pozvolný růst **ceny ropy Brent** ze současných hodnot kolem 82 USD/barel na 90 USD/barel na konci roku 2012 (Graf II.1.6). Podobnou trajektorii vykazuje také výhled cen benzínu. Oproti předpokladu z minulé prognózy jde o přehodnocení o cca 10 % směrem vzhůru, odrážející aktuální tržní vývoj. Cena ropy od září rychle vzrostla zejména v reakci na oslabování dolaru. Tržní výhledy jsou zhruba v souladu s očekáváním analytiků CF, kteří rovněž předpokládají růst ceny ropy (WTI). Za očekávaným růstem stojí předpokládané pokračující oživení globální ekonomiky v letošním a příštím roce.

GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Tržní výhled růstu sazeb se opět snižuje v očekávání dalšího možného měnového uvolňování ve světě

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

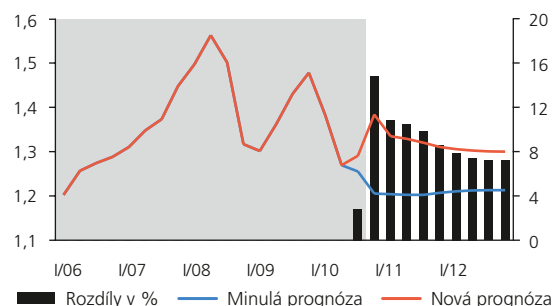


GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Výhled eura vůči dolaru se v důsledku nedávného vývoje posunul na silnější hladinu

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

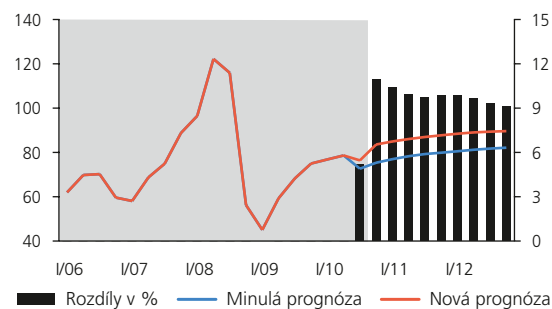


GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Cena ropy vzrostla v reakci na oslabení dolaru, další růst se očekává s oživením globální ekonomiky

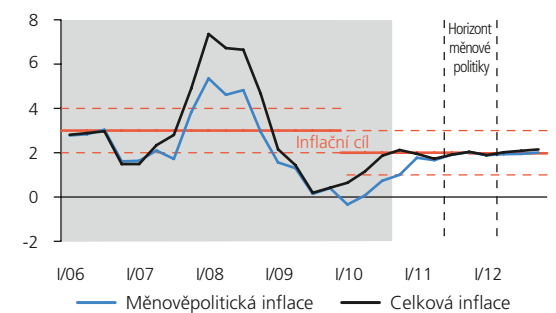
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

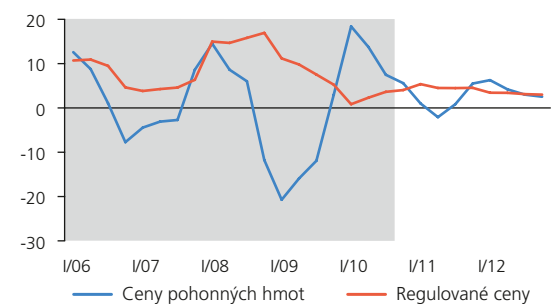
Celková inflace bude až do začátku roku 2011 ovlivněna změnami nepřímých daní (meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen v příštím roce zrychlí vlivem výrazného zvýšení cen elektřiny (meziroční změny v %, bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

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

	2009		2010		2011		2012	
	skut.	0,96	progn.	0,71	progn.	0,79	progn.	0,54
Regulované ceny*	5,0	0,96	4,2	0,71	4,5	0,79	3,0	0,54
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	27,6	0,56	17,0	0,23	8,5	0,13	9,5	0,16
Ceny elektřiny	11,4	0,46	-2,5	-0,09	10,0	0,35	3,0	0,11
Ceny zemního plynu	-11,7	-0,33	6,7	0,16	4,0	0,10	2,0	0,05
Ceny tepla	3,9	0,13	4,0	0,09	2,0	0,05	2,0	0,05
Regulované ceny ve zdravotnictví	-5,2	-0,10	9,0	0,18	2,0	0,04	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	0,00		1,02		0,00		0,14	

*) včetně dopadu změn nepřímých daní

II.2 PROGNOZA

Celková inflace ve třetím čtvrtletí 2010 dosáhla v průměru 1,9 %, přičemž měnověpolitická inflace byla 0,7 %. Dovození nákladové tlaky do spotřebitelských cen jsou v důsledku nedávné apreciacie kurzu aktuálně lehce protiinflační. Domácí inflační tlaky nejsou v současnosti patrné navzdory již postupujícímu oživení ekonomické aktivity. Na prognóze se bude celková inflace pohybovat v blízkosti 2% cíle. Měnověpolitická inflace se přiblíží k inflačnímu cíli v první polovině roku 2011. K tomu budou přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu. Ty budou částečně kompenzovány posílením měnového kurzu, který převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Vlivem obnovy zásob, vyšší zahraniční poptávky, růstu spotřeby domácností a výrazného zvýšení investic do výstavby solárních elektráren by měl v roce 2010 růst HDP činit 2,3 %. V roce 2011 by mělo mimo jiné v důsledku fiskální konsolidace dojít ke zpomalení růstu HDP na 1,2 %. Nominální měnový kurz na horizontu prognózy mírně posiluje. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy.

Meziroční **celková inflace** ve třetím čtvrtletí 2010 dosáhla 1,9 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila 0,7 %. V následujících čtvrtletích se bude celková meziroční inflace nacházet v okolí inflačního cíle (Graf II.2.1), měnověpolitická inflace dále poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží v první polovině roku 2011. Na kratším konci prognózy přispějí k návratu měnověpolitické inflace na cíl regulované ceny a ceny potravin, na delším konci pak postupné ožívování tlaků z domácí ekonomiky a odeznění protiinflačního působení dovozních cen spotřebních statků.

Meziroční růst **regulovaných cen** ve třetím čtvrtletí 2010 zrychlil na 3,6 %, a to zejména vlivem růstu cen zemního plynu a regulovaných položek ve zdravotnictví (ukončení plateb regulačních poplatků krajskými úřady). Další zrychlení růstu regulovaných cen prognóza předpokládá v prvním čtvrtletí 2011 vlivem výrazného zvýšení cen elektřiny (Graf II.2.2). Do konce roku 2011 by se pak měl růst regulovaných cen pohybovat v rozmezí 4,5–5,5 % s následným zpomalením v roce 2012 (Tab. II.2.1). Hlavními zdroji růstu regulovaných cen v letech 2011 a 2012 budou růst regulovaného nájemného, zvýšení cen elektřiny v roce 2011 a pozvolný růst cen ostatních energií.

Zvýšení **nepřímých daní** bude ovlivňovat meziroční inflaci v průběhu celého roku 2010 a částečně i v roce 2011. Od ledna 2010 došlo ke zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod, zvýšeny byly také spotřební daně u pohonných hmot, alkoholu, piva a cigaret. Celkově odhadujeme primární vliv změn daní v roce 2010 na 1,1 procentního bodu. V roce 2011 prognóza změny nepřímých daní nepředpokládá. Počátkem roku 2012 pak počítá s harmonizačním zvýšením spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace mírně nad 0,1 procentního bodu.

Čistá inflace překmitla ve třetím čtvrtletí 2010 v meziročním vyjádření do kladných čísel a dosáhla hodnoty 0,3 % (Graf II.2.3). Za tímto vývojem stál vývoj cen potravin, které přešly od meziročních poklesů k poměrně vysokým meziročním růstům. Pozvolné zvyšování domácích nákladových tlaků a růst cen komodit (včetně cen zemědělských výrobců) budou spolu s postupným navyšováním aktuálně stlačených marží výrobců přispívat k nárůstu čisté inflace. Tyto vlivy však budou na počátku prognózy částečně tlumeny posílením měnového kurzu a později též opětovným zpomalením růstu cen potravin. Čistá inflace tak dosáhne ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziroční hodnoty 1,5 % a ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se pak přiblíží úrovni 2 %.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla i ve třetím čtvrtletí nadále záporná na zhruba nezměněné úrovni. Nízké hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot jsou v souladu s protiinflačním působením vnějších nákladových tlaků (pokles dovozních cen bez potravin a energií), utlumených domácích nákladových tlaků a slabé domácí poptávky stlačující marže podniků. K obratu směrem k růstu korigované inflace bez pohonných hmot bude docházet jen zvolna a k překmitu této složky inflace do kladných hodnot meziročního růstu dojde až ve třetím čtvrtletí 2011. Korigovaná inflace bez pohonných hmot bude následně dále zrychlovat směrem k 2 % hranici, k té se však přiblíží až v závěru roku 2012.

Meziroční růst **cen potravin** ve třetím čtvrtletí 2010 výrazně zrychlil. Kromě vlivu nízké srovnávací základny bylo hlavní příčinou oživení růstu cen zemědělských výrobců. Aktuální růst spotřebitelských cen potravin je přitom nižší, než by odpovídalo pozorovanému růstu agrárních cen, mimo jiné v důsledku nadále meziročně klesajících cen v potravinářském průmyslu. Z hlediska výhledu do budoucna je důležité i to, že v minulosti došlo k navýšení marží prodejců potravin, kteří jen částečně reagovali na pokles vstupních cen. Prodejci tedy mají určitý prostor pro tlumení růstu nákladů, což je situace odlišná od ostatních složek čisté inflace. Tento faktor bude tlumit zrychlování růstu cen potravin na prognóze, které ale i tak bude poměrně výrazné (Graf II.2.4). Ke konci letošního roku prognóza předpovídá růst cen potravin ve výši 3,4 % (bez vlivu změn daní) a v roce 2011 okolo 4 %. Po odeznění vlivu aktuálního růstu cen zemědělských komodit se od čtvrtého čtvrtletí 2011 bude meziroční růst cen potravin zvolňovat až mírně pod 2 % a na těchto hodnotách setrvá po celý rok 2012.

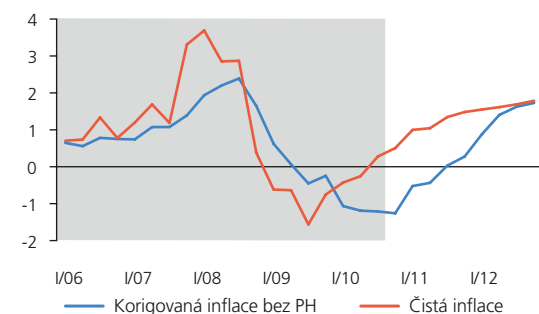
Meziroční růst cen **pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2010 zvolnil a zpomalovat bude i v nejbližších dvou čtvrtletích (Graf II.2.5). Posléze budou ceny pohonných hmot do konce prognózovaného období růst jenom mírně. Tato prognóza vychází z tržních výhledů cen ropy a benzinů, a dále z očekávaného vývoje kurzu koruny vůči dolaru.

Úrokové sazby na finančním trhu ve třetím čtvrtletí 2010 stagnovaly. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy (Graf II.2.6). Nízká hladina úrokových sazeb bude mimo jiné reflektovat dopady fiskální konsolidace v roce 2011 a nadále nízkou úroveň zahraničních úrokových sazeb na prognóze.

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

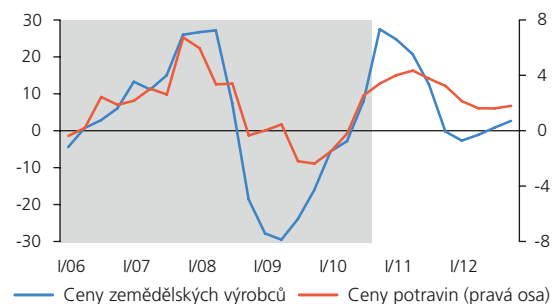
Korigovaná inflace bez pohonných hmot se bude do kladných hodnot vracet jen pozvolna
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

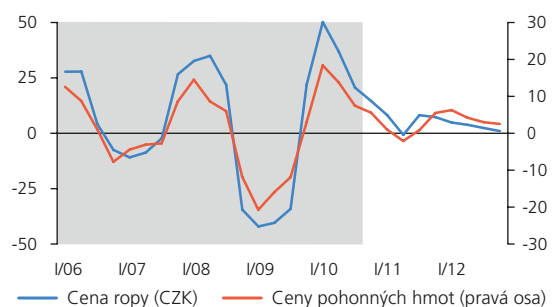
Aktuální prudký růst cen zemědělských výrobců ovlivní vývoj cen potravin
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

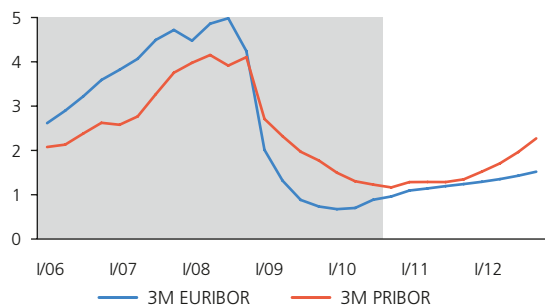
Růst cen pohonných hmot bude postupně slábnout
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

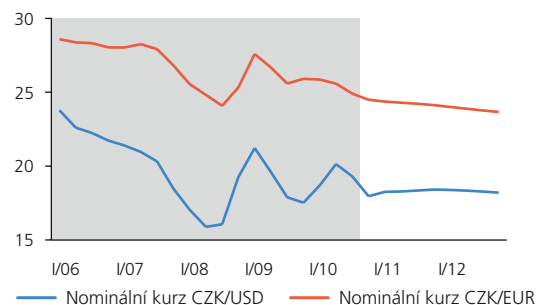
S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy (3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

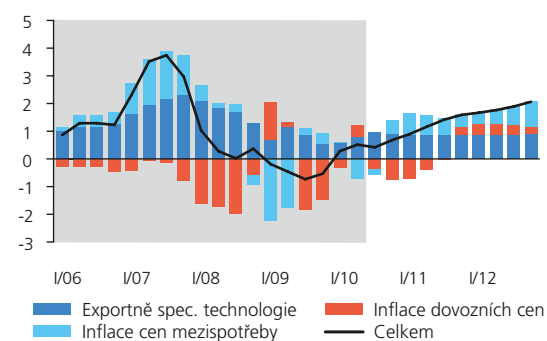
Nominální měnový kurz koruny vůči euru na prognóze postupně posiluje (CZK/EUR a CZK/USD)



GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Tlaky z domácí ekonomiky budou částečně kompenzovány opětovným protiinflačním působením dovozních cen (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



Koruna vůči euru ve třetím čtvrtletí posilovala, zejména vlivem sentimentu krátkodobých investorů a informace o zlepšení výhledu ratingu ČR. Krátkodobá prognóza pro čtvrté čtvrtletí 2010 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu na úrovni 24,5 CZK/EUR. Na prognóze kurz dále postupně posiluje (Graf II.2.7). Tento vývoj je dán zejména nízkým výhledem zahraničních sazeb, v jehož důsledku bude po většinu prognózovaného období přetrvávat kladný úrokový diferenciál. Na zhodnocování koruny bude mít vliv také příznivý výhled výkonové bilance na rok 2011 a obnovení reálné konvergence od roku 2012. Fiskální konsolidace bude naopak celkově působit ve směru mírně slabší trajektorie kurzu, neboť efekt nižších domácích úrokových sazeb převáží nad předpokládaným poklesem rizikové prémie země.

Výše uvedená prognóza inflace a s ní konzistentní trajektorie úrokových sazeb odráží hodnocení aktuální situace ekonomiky a její výhled do budoucna. Na základě pozorovaných dat odhadujeme ve třetím čtvrtletí 2010 mírně kladný mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** (Graf II.2.8). Působení dovozních cen je aktuálně mírně protiinflační v důsledku výrazného posílení měnového kurzu, které více než kompenzuje zvyšující se zahraniční inflaci. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, nejsou patrné. Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s přetrvávajícím rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt) a působí tradičně ve směru vyšší inflace.

Na začátku prognózy je růst nominálních mezních nákladů ve spotřebitelském sektoru mírný. Domácí inflační tlaky jsou do poloviny roku 2011 slabě pozitivní, a odrážejí tak oživující se domácí ekonomickou aktivitu, která je však tlumena očekávanou fiskální konsolidací. Působení dovozních cen setrvává v protiinflační poloze i přes předpokládaný růst cen průmyslových výrobců v eurozóně a světových cen komodit, protože převáží vliv silného měnového kurzu. Od druhé poloviny roku 2011 očekává prognóza spolu s opětovným oživením zahraniční poptávky již proinflační působení dovozních cen a souběžný nárůst inflačních tlaků z domácí ekonomiky.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby ve třetím čtvrtletí 2010 mezičtvrtletně mírně rostly, když růst nominálních mezd byl jen částečně kompenzován růstem práci zhodnocující technologie (Graf II.2.9), který je v souladu s pozorovaným růstem národohospodářské produktivity práce. Aktuálně neutrální příspěvek ceny kapitálu odráží nadále nízkou ekonomickou aktivitu. Domácí nákladové tlaky se začnou postupně obnovovat vlivem růstu mezd a od roku 2012 též robustnějšího oživení ekonomické aktivity. V souladu s tím aktuálně klesající nominální jednotkové mzdové náklady překmitnou v průběhu roku 2011 do meziročního růstu. Záporný příspěvek ceny kapitálu v roce 2011 je dán zpomalením růstu zahraniční poptávky a investic (vlivem odeznění výstavby solárních elektráren).

Z pohledu budoucího vývoje hodnotíme celkové inflační tlaky – aproximované **mezerou marží v sektoru spotřebitelských statků** –

ve třetím čtvrtletí 2010 jako mírně proinflační. Toto hodnocení odpovídá stlačení ziskových marží výrobců během let 2008–2009 pod jejich dlouhodobou úroveň. Mezera marží v sektoru spotřebitelských cen je tak na začátku prognózy záporná (Graf II.2.10). Na prognóze bude docházet k jejímu postupnému uzavírání, což bude působit ve směru vyšší inflace. K návratu marží na jejich dlouhodobou úroveň však dojde nejen prostřednictvím postupného růstu cen, ale také prostřednictvím pomalého růstu nákladů.

Produktivita práce na úrovni národního hospodářství, která v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostla poprvé od začátku ekonomické krize, pokračovala ve druhém čtvrtletí v růstu, a to o něco vyšším tempem. Její vývoj byl nejvíce ovlivněn rychlejším meziročním růstem HDP. Současně měla na produktivitu práce kladný vliv stále ještě negativní meziroční změna zaměstnanosti. Po přechodném poklesu tempa růstu národněhospodářské produktivity během roku 2011 vlivem nižší dynamiky HDP a mírného oživení zaměstnanosti je na delším horizontu prognózy očekáváno její opětovné zrychlení.

Po výrazném ochlazení růstu průměrné **nominální mzdy v podnikatelské sféře** začátkem roku 2010, došlo k jejímu mírnému zrychlení ve druhém čtvrtletí. V roce 2010 prognóza očekává růst průměrné mzdy o 2,6 %. V následujících letech pak dojde ke zrychlení růstu průměrné mzdy. V roce 2011 mzda poroste o 3,6 %, v roce 2012 bude tempo růstu mezd ještě o 1,2 procentního bodu vyšší (Graf II.2.11). Zrychlení růstu mezd v podnikatelské sféře bude odražen především oživením ekonomické aktivity.

Průměrná **mzda v nepodnikatelské sféře** v letošním roce vzroste jen o 0,9 %, což je dáno vlivem vládních úsporných opatření přijatých v závěru loňského roku. Podle dostupných informací by mělo v příštím roce dojít v rámci fiskální konsolidace k poklesu objemu mezd a platů v nepodnikatelské sféře v rozsahu cca -3,5 %. Ten bude z části realizován poklesem zaměstnanosti v tomto sektoru při snížení průměrné mzdy o 1,7 %. V roce 2012 se růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře jen mírně oživí na 0,5 % meziročně. Vývoj mezd v nepodnikatelské sféře je však nadále zatížen značnou mírou nejistoty ohledně dalšího vývoje fiskální konsolidace.

Reálný HDP ve druhém čtvrtletí 2010 meziročně vzrostl o 2,4 %, tj. oproti prvnímu čtvrtletí dále výrazně zrychlil. Minulá prognóza předpokládala na druhé čtvrtletí růst jen o 1,8 %. V mezičtvrtletním vyjádření vzrostl HDP ve druhém čtvrtletí o 0,9 %. Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu HDP měla hrubá tvorba kapitálu díky investicím do zásob, přičemž příspěvek fixních investic byl nadále záporný. Ostatní výdajové složky HDP, tj. čistý vývoz, spotřeba domácností a vlády, měly mírně kladné příspěvky k růstu ekonomické aktivity.

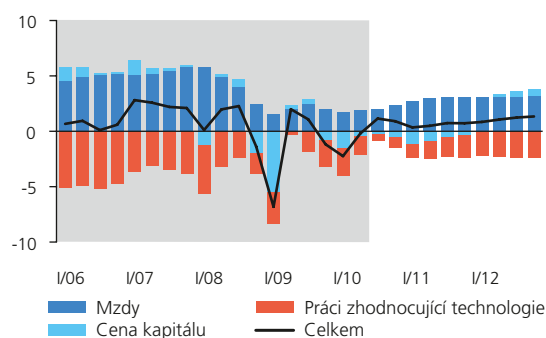
Růst ekonomické aktivity ve třetím čtvrtletí letošního roku pravděpodobně v mezičtvrtletním vyjádření mírně zpomalil (Graf II.2.13). K tomu přispěl zejména mezičtvrtletní pokles spotřeby domácností a čistého vývozu. Vládní spotřeba a tvorba hrubého kapitálu by měly

GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí nákladové tlaky budou přispívat k růstu cen mezipotřeby jen mírně

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

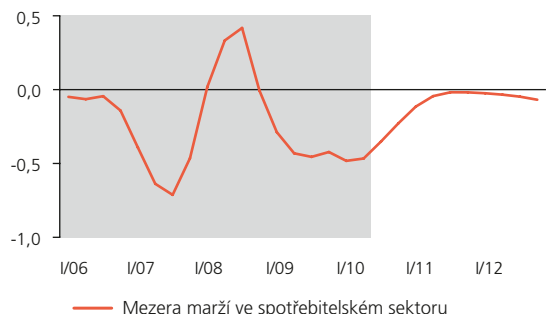


GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Marže podniků se na prognóze postupně navracejí na rovnovážnou úroveň

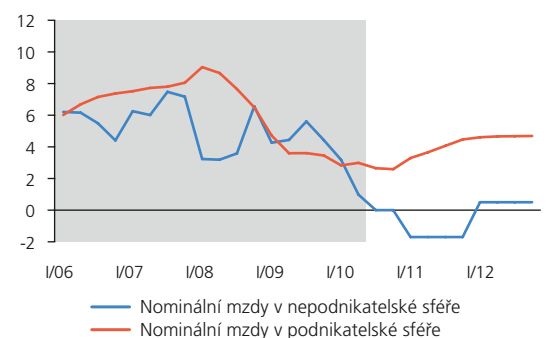
(v %)



GRAF II.2.11

Průměrná nominální mzda

Růst mezd v podnikatelském sektoru začne od roku 2011 zrychlovat, zatímco v nepodnikatelské sféře dojde k poklesu (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

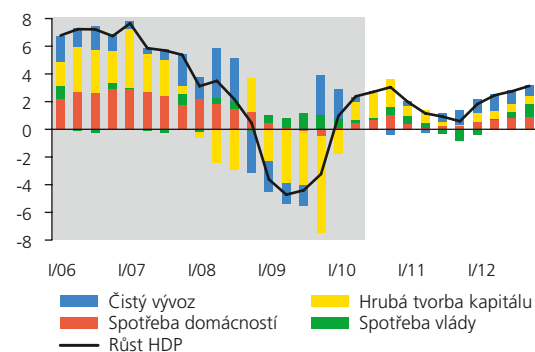


GRAF II.2.12

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu HDP bude mít v nejbližším období nadále hrubá tvorba kapitálu

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



naopak mezičtvrtletně zrychlit. Očekávaný meziroční růst HDP za třetí čtvrtletí podle aktuální prognózy činí 2,7 %, za celý rok 2010 pak 2,3 %. V roce 2011 dojde ke zpomalení tempa růstu HDP na 1,2 %, které bude odrážet vývoj všech složek domácí poptávky. V případě spotřeby domácností a vlády očekávané zpomalení resp. pokles v roce 2011 odrážejí předpokládaný dopad vládních úsporných opatření. V případě investic se jedná o odeznívání efektu doplňování zásob a investic do solárních elektráren. Příspěvek čistého vývozu bude naopak ve srovnání s rokem 2010 mírně příznivější vzhledem k výraznějšímu zpomalení domácí poptávky oproti vývozu. V roce 2012 by pak mělo dojít k oživení všech výdajových složek HDP, nejvíce však spotřeby domácností v návaznosti na zvyšující se mzdový růst a vývozu v důsledku zrychlení zahraniční poptávky. Za celý rok 2012 se tak růst HDP zvýší na 2,5 %.

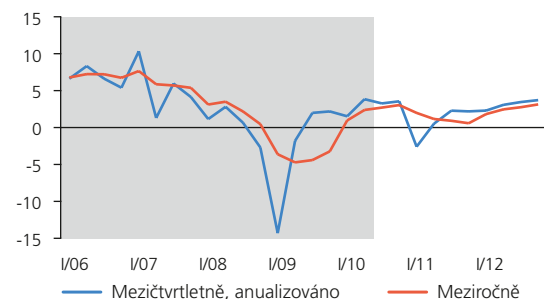
Dopad ekonomické krize na **trhu práce**, který se projevil poklesem zaměstnanosti a současným nárůstem míry nezaměstnanosti, zřejmě dosáhl svého maxima během prvního čtvrtletí roku 2010. Data od druhého čtvrtletí naznačují obrat směrem k příznivějšímu vývoji.

GRAF II.2.13

PROGNOZA RŮSTU HDP

Po oživení růstu HDP v letošním roce dojde v roce 2011 ke zpomalení vlivem fiskální konsolidace

(změny v %, sezonně očištěno)



Vlivem zrychlujícího ekonomického oživení se meziroční pokles **zaměstnanosti** v průběhu druhého čtvrtletí dále zmírnil. V meziroční růst pak překmitne na počátku roku 2011 (v mezičtvrtletním vyjádření po očištění o vliv sezonnosti přešla zaměstnanost k růstu již nyní). K částečnému oživení zaměstnanosti dochází v souvislosti s oživením exportně orientované výroby v průmyslové sféře. Navíc i sektor služeb, který má na celkové zaměstnanosti větší váhu (59 %) a v loňském roce významně brzdil její pokles, již patrně nebude ve větší míře doznívající recesí zasažen. Na prognóze však zaměstnanost po dvou čtvrtletích meziročního růstu přejde vlivem vládních úsporných opatření k opětovnému slabému poklesu, který potrvá až do prvního čtvrtletí roku 2012 (Graf II.2.14).

Sezonně očištěná obecná míra **nezaměstnanosti** zřejmě dosáhla v prvním čtvrtletí 2010 svého maxima a druhé čtvrtletí naznačilo změnu v dosavadním negativním trendu. Také registrovaná nezaměstnanost ve druhém a třetím čtvrtletí 2010 mírně klesla. Prognóza předpokládá postupné snižování obecné míry nezaměstnanosti, která v roce 2010 dosáhne 7,5 %, v následujících letech pak hodnoty 7,1 % respektive 6,8 % (Graf II.2.15). Tato prognóza odráží jak odeznění poklesu zaměstnanosti, tak i očekávané snížení pracovní síly vlivem klesající míry ekonomické aktivity i populace v produktivním věku. Faktorem působícím naopak ve směru zvýšení míry nezaměstnanosti budou fiskální opatření, která by měla počátkem roku 2011 bezprostředně přispět k nárůstu nezaměstnanosti o přibližně 0,2 procentního bodu. Tento vliv však postupně odezní.

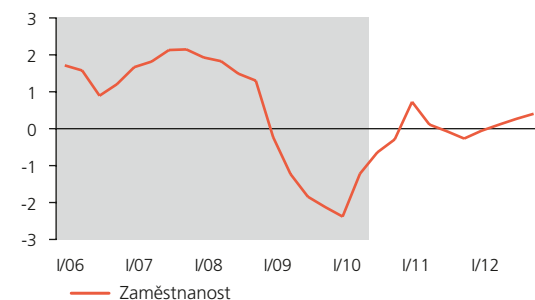
Zrychlení meziročního růstu **spotřeby domácností** pozorované v průběhu roku 2010 (částečně v souvislosti s pozvolným zlepšováním situace na trhu práce) nebude v příštím roce pravděpodobně pokračovat. V roce 2011 totiž růst disponibilního důchodu a spotřeby zbrzdí vliv úsporných opatření vlády. Na reálnou spotřebu bude působit nepřízni-

GRAF II.2.14

CELKOVÁ ZAMĚSTNANOST

Oživení zaměstnanosti na prognóze bude přerývané

(meziroční změny v %)



vě i cenový vývoj, když deflátor spotřeby v průběhu roku 2011 zrychlí svůj růst. V důsledku zmíněných faktorů reálná spotřeba vzroste za rok 2011 jen o 0,4 %. K obnovení rychlejšího meziročního růstu spotřeby domácností pak dojde až v průběhu roku 2012 (Graf II.2.16).

Cyklický profil spotřeby domácností je v největší míře určován vývojem celkového objemu mezd a platů. Pokračování mírného růstu průměrné mzdy a zmírňující se pokles zaměstnanosti přispívá k meziročnímu růstu mzdových příjmů již od druhého čtvrtletí 2010 (Graf II.2.17). V dalších letech očekává prognóza pozvolné zrychlení růstu objemu mezd a platů v důsledku rychlejšího růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře, zatímco pokles mezd v nepodnikatelské sféře bude působit v opačném směru. Kladný příspěvek zaměstnanosti se dostaví až v roce 2012. Další významnou složkou příjmů jsou sociální dávky, které v návaznosti na mírný pokles zaměstnanosti budou až do konce roku 2011 přispívat k růstu hrubého **disponibilního důchodu** nadále kladně. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů bude mít na prognóze mírně kladný příspěvek. Zejména v roce 2011 budou na disponibilní důchod působit záporně běžné daně a sociální příspěvky, kde se projeví dopad úsporných fiskálních opatření. V roce 2011 však v souhrnu začne růst hrubého disponibilního důchodu pozvolna zrychlovat, což vytvoří podmínky pro postupné oživení nominálního růstu spotřeby.

Domácnosti budou do poloviny roku 2011 vyhlazovat spotřebu pokračujícím snížením **míry úspor**, v delším období se pak její hodnoty budou postupně vracet k vyšším úrovním. Toto vyhlazení spotřeby se bude projevovat nejprve rychlejším růstem spotřebitelských výdajů než hrubého disponibilního důchodu a naopak relativním zaostáváním růstu spotřeby za důchodem v roce 2012.

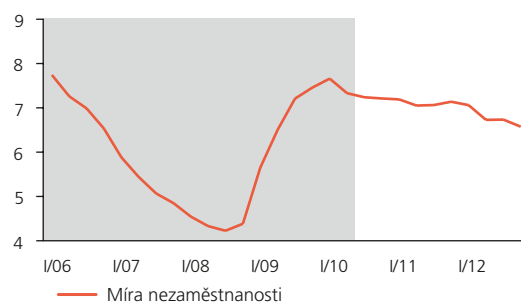
V předchozích obdobích pozorovaný rychlý růst reálné **spotřeby vlády** ve druhém čtvrtletí 2010 významně zpomalil na meziroční tempo 0,9 %. Pro třetí čtvrtletí 2010 prognóza předpokládá tutéž hodnotu. V následujícím roce dojde k meziročnímu poklesu vládní spotřeby v reálném vyjádření zejména v souvislosti s úspornými rozpočtovými opatřeními. Její reálný růst se pak obnoví v roce 2012.

Hrubá tvorba kapitálu ve druhém čtvrtletí 2010 meziročně vzrostla o 6,7 %, což představuje výraznou změnu oproti hlubokým poklesům v předchozích pěti čtvrtletích. K jejímu růstu přispěla pouze tvorba zásob, kdežto fixní investice pokračovaly v meziročním poklesu. Pro třetí čtvrtletí roku 2010 očekává prognóza růst hrubé tvorby kapitálu o 8,9 % meziročně. Nadále předpokládáme, že ke zrychlení celkových investic bude v 2010 přispívat vyšší tvorba zásob v důsledku oživené poptávky. Na počátku roku 2011 však růst hrubé tvorby kapitálu výrazně zpomalí v důsledku odeznění vlivu výstavby fotovoltaických elektráren (viz Box 1) a slábnoucího příspěvku změny stavu zásob. Fixní investice začnou trvale – byť pozvolna – růst až v dalším průběhu roku 2011. V následujících dvou letech proto prognóza celkově předpokládá umírněný růst investiční aktivity (Graf II.2.18).

GRAF II.2.15

OBECNÁ MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

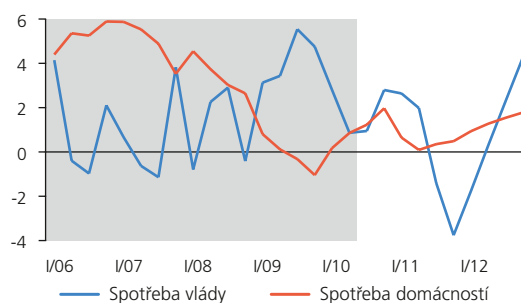
Míra nezaměstnanosti již dosáhla svého maxima a v nejbližších čtvrtletích bude pozvolna klesat (v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.16

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

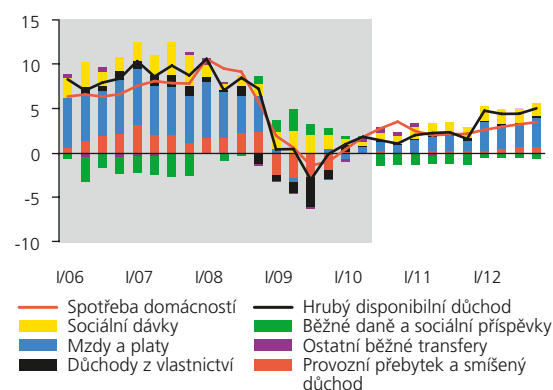
Úsporná vládní opatření povedou ke zpomalení růstu spotřeby domácností a k poklesu vládní spotřeby (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.17

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

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

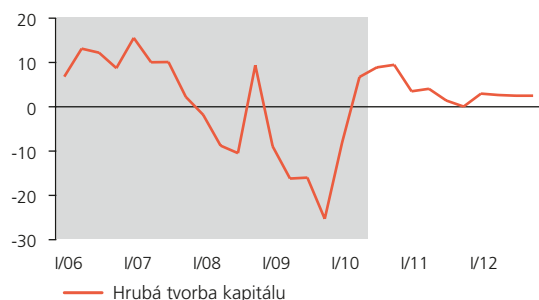


GRAF II.2.18

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Celkové investice ve zbytku roku 2010 nadále porostou vlivem obnovy zásob

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

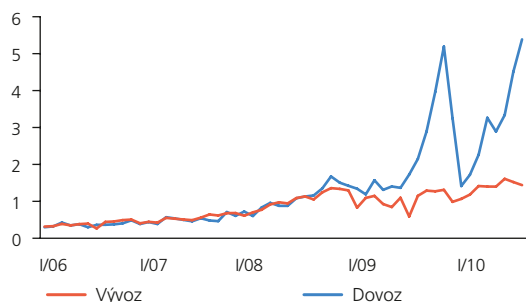


GRAF 1 (Box)

DOVOZ A VÝVOZ FOTOVOLTAICKÝCH PANELŮ

Vysoká poptávka po solárních panelech se projevila ve velmi vysokých objemech dovozů ke konci roku 2009 a ve druhé polovině roku 2010

(mld. CZK)

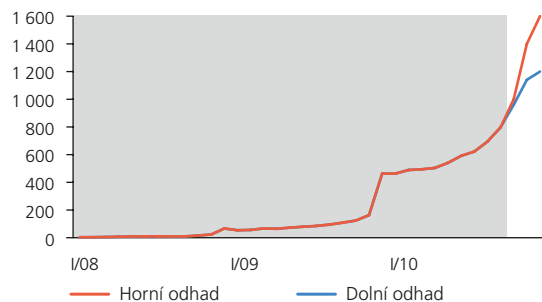


GRAF 2 (Box)

INSTALOVANÝ VÝKON SOLÁRNÍCH ELEKTRÁREN

Instalovaný výkon dále skokově vzroste

(MW)



BOX 1

Vliv nových instalací fotovoltaických elektráren na ekonomickou aktivitu

Aktuální rozvoj fotovoltaických elektráren, který má vlivem nastavení státní regulace do značné míry dočasný charakter, ve zřetelné míře ovlivňuje vývoj zahraničního obchodu, investice i ekonomickou aktivitu.

Dovoz fotovoltaických článků začal prudce stoupat po výrazném snížení jejich cen v roce 2009, přičemž nejvyšší rozdíly mezi dovozy a vývozy nastaly v závěru roku 2009. Za celý rok pak činily čisté dovozy 14,8 mld. Kč. Stoupající tendenci mají i data o čistých dovozech z prvních osmi měsíců roku 2010, kde čisté dovozy činí již 13,7 mld. Kč (Graf 1). Tomu odpovídají i údaje Energetického regulačního úřadu (ERÚ) o instalovaném výkonu slunečních elektráren (Graf 2). V roce 2009 proběhla převážná část instalací v prosinci a i za rok 2010 data a publikované odhady naznačují, že většina instalací proběhne ve druhé polovině roku. Odhady instalovaného výkonu na konci roku 2010 se pohybují mezi 1200 MW (Česká fotovoltaická průmyslová asociace) a 1600 MW (horní odhad ERÚ).

Za předpokladu, že většina čistých dovozů fotovoltaických článků byla v roce 2009 využita k novým instalacím, můžeme vyčíslit náročnost instalace 1 W na dovozy, jež činila zhruba 37 Kč. Při předpokládaném dalším poklesu cen ve výši 15 % odhadujeme vliv čistých nominálních dovozů fotovoltaických článků na obchodní bilanci v roce 2010 v rozmezí 23–36 mld. Kč. Předpokládáme, že většina dovozů v letošním roce se uskuteční až ve druhé polovině roku.

Při vyčíslení dopadů do domácí ekonomiky je třeba odhadnout výši investic plynoucích z nových instalací. Pokud navýšíme odhadnutou průměrnou dovozní cenu fotovoltaických článků o marži prodejců a DPH, dostaneme se velmi blízko publikované vážené průměrné ceně fotovoltaických článků v ČR ve výši cca 46 Kč za W². Fotovoltaické články jsou však pouze částí celkových nákladů na instalaci. Za předpokladu, že průměrná výše nákladu na fotovoltaické články činila zhruba 75 % z celkové investice, počítáme s průměrnou výší nákladů na 1 W ve výši cca 63 Kč pro rok 2009 a 53 Kč pro rok 2010. Dle těchto počtů pak instalace solárních elektráren zvýšily objem nominálních fixních investic o 25 mld. Kč v roce 2009 a pro rok 2010 předpokládáme jejich efekt ve výši 39–60 mld. Kč. Čistý dopad do HDP pak odhadujeme ve výši 0,3 % nominálního HDP v roce 2009 a 0,4–0,7 % nominálního HDP v roce 2010.

2 <http://www.renewableenergyworld.com/rea/news/article/2010/08/strong-pv-demand-in-2009-2010-and-2011>

Vývoz zboží a služeb v reálném vyjádření ve druhém čtvrtletí 2010 vzrostl výrazným meziročním (13,1 %) i mezičtvrtletním (2,7 %) tempem. Ve druhém pololetí však očekáváme zpomalení růstu vývozu pod úroveň 10 % v souvislosti s poklesem dynamiky zahraniční poptávky (Graf II.2.19). V příštím roce by mělo dojít k dalšímu zpomalení, v roce 2012 pak k opětovnému – avšak ne příliš výraznému – zrychlení vývozu. Tato prognóza odráží profil očekávaného růstu ekonomické aktivity v efektivní eurozóně.

V důsledku zrychlení růstu vývozu, u něž je tradičně vysoký podíl dovážených meziproductů, vzrostl ve druhém čtvrtletí 2010 výrazně i **dovoz zboží a služeb** (o 13,8 %). Prognóza růstu dovozu je rovněž odrazem predikce vývozu (a na počátku roku 2011 též odeznění dovozu pro výstavbu solárních elektráren).

Při výraznějším zrychlení růstu dovozu oproti vývozu vykázal příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP ve druhém čtvrtletí 2010 jen mírně kladnou hodnotu (0,4 procentního bodu), což je významně méně než v předchozím čtvrtletí. Do poloviny roku 2011 bude příspěvek čistého vývozu kolísat okolo nulových hodnot. V následujícím období pak dojde k postupnému zvyšování příspěvku čistého vývozu k hodnotám kolem 1 procentního bodu.

V prognóze platební bilance dochází k poměrně výraznému nárůstu deficitu **běžného účtu** z přibližně 1,0 % HDP v roce 2009 na cca 2,7 % v roce 2010 (Tab. II.2.2). Zvýšení deficitu běžného účtu v roce 2010 je způsobováno poklesem kladného salda výkonové bilance³. Meziroční zhoršení výkonové bilance v roce 2010 je způsobeno souběhem několika faktorů (vysokými dovozy pro fotovoltaiku, meziročním růstem cen energetických surovin a zhoršením dílčí bilance strojů a zařízení). Pro rok 2011 očekává prognóza mírné zlepšení výkonové bilance vlivem zpomalení tempa růstu dovozů, za nímž bude stát jednak výrazný meziroční pokles dovozů pro fotovoltaiku (Box 1) a jednak vliv pomalého růstu domácí poptávky způsobeného restriktivní fiskální politikou. Obdobný vývoj výkonové bilance jako v roce 2011 lze očekávat i v roce 2012. Deficit bilance výnosů očekává prognóza v roce 2010 mírně nad úroveň roku 2009. Prohlubování deficitu je způsobeno narůstajícím objemem zisků nerezidentů z přímých investic odplyvajících v podobě dividend. V následujících dvou letech bude zhoršování bilance výnosů pokračovat vlivem růstu zisků nerezidentů z přímých investic⁴ a zhoršování salda úrokových výnosů⁵. Mírné meziroční snižování schodku bilance běžných převodů v letošním roce je výsledkem vyššího čistého čerpání zdrojů z EU.

3 Statisticky se zhoršení výkonové bilance (prozatím) projevuje přechodem bilance služeb z přebytku do deficitu. Po avizované revizi dat (očistění obchodní bilance o operace nerezidentů) bude vývoj salda obchodní bilance podstatně méně příznivý a bilance služeb se vrátí k plusovým hodnotám. Zároveň nelze vyloučit snížení celkového přebytku výkonové bilance především za rok 2009 řádově v rozsahu dosud vykazovaných chyb a opomenutí v platební bilanci.

4 Rozložení zisku nerezidentů na dividendy na straně jedné a reinvestice na straně druhé předpokládá prognóza v poměru 65 % ku 35 %.

5 Vlivem mírného poklesu držby zahraničních dluhových cenných papírů rezidenty a rychlého růstu držby tuzemských dluhových cenných papírů nerezidenty v roce 2010.

TAB. 1 (Box)

ODHAD EFEKTU FOTOVOLTAIKY NA EKONOMICKOU AKTIVITU

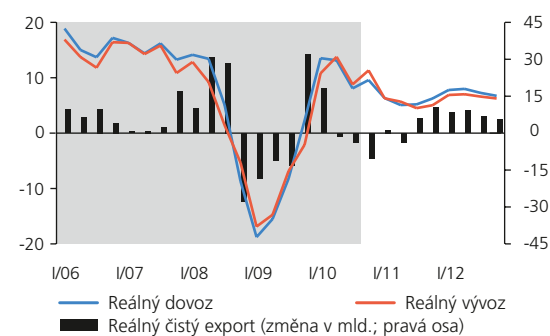
Investice do solárních panelů výrazně zvýšily objem fixních investic v letech 2009 i 2010

	2009	2010 dolní odhad	2010 horní odhad
Instalovaný výkon (v MW)	396	736	1 137
čistý dovoz (dovoz – vývoz, v mld. Kč)	15	23	36
Čistý dovoz do 31. 8. 2010		14	14
Čistý dovoz 1. 9. 2010–31. 12. 2010		10	22
Fixní investice (v mld. Kč)	25	39	60
Efekt do nominálního HDP	0,3 %	0,4 %	0,7 %

GRAF II.2.19

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

V nejbližších čtvrtletích dojde ke zpomalení růstu vývozu a dovozu v souvislosti s vývojem zahraniční poptávky (meziroční změny v %, meziroční změny v mld. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.2

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Schodek běžného účtu se v roce 2010 zvýší (v mld. Kč)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-37,0	-100,0	-85,0	-100,0
Obchodní bilance	180,6	180,0	230,0	240,0
Bilance služeb	27,0	-30,0	-35,0	-40,0
Bilance výnosů	-230,9	-240,0	-270,0	-290,0
Běžné převody	-13,7	-10,0	-10,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	41,0	38,0	48,0	48,0
C. FINANČNÍ ÚČET	123,9	177,0	145,0	140,0
Přímé investice	26,4	110,0	90,0	105,0
Portfoliové investice	113,8	125,0	70,0	30,0
Finanční deriváty	-7,7			
Ostatní investice ^{a)}	-8,6	-58,0	-15,0	5,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-38,4			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-60,6	-45,0	-55,0	-55,0

a) bez operací bankovního sektoru

TAB. II.2.3

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Plánovaná fiskální konsolidace povede ke znatelnému snížení deficitu vládního sektoru v roce 2011

(v % nominálního HDP)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,2	41,5	42,1	41,6
Výdaje vládního sektoru	45,9	46,8	46,2	45,6
z toho: úrokové platby	1,3	1,5	1,5	1,5
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-5,8	-5,3	-4,2	-4,0
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-4,5	-3,8	-2,7	-2,5
mimořádné jednorázové operace	0,4	-0,2	-0,2	-0,1
UPRAVENÉ SALDO ^{b)}	-6,1	-5,0	-4,0	-3,9
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{c)}	0,0	-0,3	-0,8	-0,7
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{c)}	-6,1	-4,8	-3,2	-3,2
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{d)}	-2,1	1,3	1,6	0,0
Cyklická složka (metoda EK) ^{c)}	-0,8	-0,5	-0,5	-0,1
Strukturální saldo (metoda EK) ^{c)}	-5,3	-4,5	-3,5	-3,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{d)}	-1,2	0,8	1,1	-0,3
Dluh vládního sektoru	35,3	39,3	42,2	44,1

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

c) odhad ČNB

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

Deficit běžného účtu bude financován pokračujícím přebytkem kapitálového účtu v důsledku silícího přílivu prostředků ze zdrojů EU a na finančním účtu čistým přílivem **přímých investic**. Příliv přímých investic ze zahraničí se v roce 2010 oproti loňské nízké úrovni výrazně zvýší. V následujících letech prognóza očekává mírné snížení celkového salda přímých investic. Kromě přímých investic je významným zdrojem přílivu kapitálu v roce 2010, podobně jako v roce 2009, též příliv **portfoliových investic**, který je spojený výhradně s pohyby dluhového kapitálu. V následujících dvou letech však dojde k výraznému poklesu kladného salda portfoliových investic vlivem obnovení zájmu rezidentů o investice do zahraničních cenných papírů, postupného snížení potřeby financování fiskálních deficitů v zahraničí a zastavení zahraniční expanze ČEZu, financované dosud ve značné míře emisemi obligací na zahraničních trzích.

Výše popsaný budoucí vývoj ekonomiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2010–2012 (Tab. II.2.3). V tomto výhledu jsou přitom zapracovány aktualizované údaje o hospodaření vládního sektoru za rok 2009, a nově také rozpočtová opatření na rok 2011 přijatá v souvislosti s návrhem státního rozpočtu na příští rok, který byl vládou předložen koncem září do Poslanecké sněmovny.

Dne 30. září odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95 za roky 2006–2009 v rámci tzv. podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu. Deficit veřejných financí pro rok 2009 byl v rámci uvedené aktualizace upřesněn z 5,9 % HDP na 5,8 % HDP.

Pro rok 2010 předpokládá prognóza pokles **deficitu vládního sektoru** na 5,3 % HDP, a to v důsledku účinnosti loni schváleného úsporného fiskálního balíčku. V roce 2011 by pak mělo dojít k dalšímu výraznému poklesu schodku na úroveň 4,2 % HDP vlivem působení plánovaných konsolidačních opatření přijatých v souvislosti s vládním návrhem státního rozpočtu. Restriktivní působení těchto opatření je v prognóze zachyceno zejména přes vládní spotřebu (škrty ve mzdách a počtech zaměstnanců nepodnikatelské sféry a v neinvestičních výdajích vládního sektoru) a skrze spotřebu domácností (nižší sociální transfery). Dopad konsolidačních opatření na bilanci vládního sektoru bude částečně tlumen nižším inkasem nepřímých daní z důvodu nižší spotřeby domácností a vyvolanými výdaji na vyplácení podpor v nezaměstnanosti. Dále prognóza předpokládá, že z důvodu zlepšení výhledu hospodaření vládního sektoru a s tím spojené nižší potřeby dluhového financování v delším horizontu dojde k mírnému poklesu rizikové premie země, dílčímu posílení nabídkové strany ekonomiky a zlepšení podmínek pro růst soukromých investic. Celkový dopad plánovaných konsolidačních opatření do růstu HDP je kvantifikován pro rok 2011 ve výši -0,8 procentního bodu.

Prognóza pro rok 2012 je založena na předpokladu nezměněné fiskální politiky oproti roku 2011 a očekává mírný pokles deficitu vládního sektoru zhruba na 4 % HDP v důsledku zrychlování ekonomického růstu, který se odráží v mírném zvýšení cyklické složky hospodaření

vládního sektoru. **Strukturální schodek** vládního sektoru se bude v roce 2010 pohybovat na úrovni 5 % HDP a v letech 2011–2012 poklesne na hodnoty kolem 3–4 % HDP. Očekávaný vývoj deficitu vládního sektoru povede dle prognózy ČNB k nárůstu vládního dluhu z 35,3 % HDP v roce 2009 na 44,1 % HDP v roce 2012.

Rizikem prognózy ve směru nižšího deficitu vládního sektoru pro rok 2012 jsou dodatečná (zatím však nespécifikovaná) **konsolidační opatření**, jejichž přijetí by mělo vést k dosažení 3% referenční hodnoty do roku 2013, jak vyplývá z procedury při nadměrném schodku. Jedním z možných opatření je vládou avizované zvýšení snížené sazby DPH. Toto riziko je popsáno zpracovaným citlivostním scénářem DPH (část II.4.2).

TAB. II.2.4

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Míra nezaměstnanosti bude v letech 2011 a 2012 postupně klesat

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

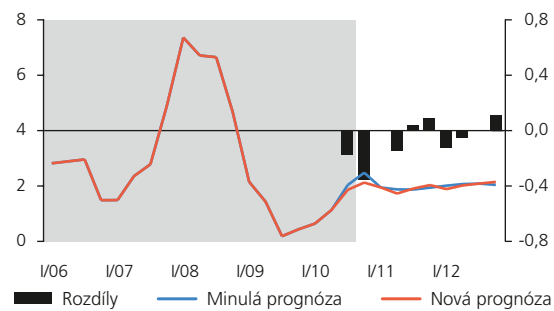
a) dle metodiky ILO

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Změny v prognóze celkové inflace nejsou významné

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Oproti minulé prognóze dochází pro rok 2010 k nepatrnému snížení predikce celkové inflace při nižší trajektorii úrokových sazeb na delším konci predikce. Prognóza čisté inflace se posouvá lehce směrem dolů. Změna výhledu zahraničí vytváří tlaky na nižší domácí úrokové sazby, stejným směrem působí i zapracování vládních úsporných opatření. Pouze na začátku predikovaného období jsou tyto tlaky kompenzovány dalšími faktory. Meziroční tempo růstu HDP bude v roce 2010 vyšší, v roce 2011 vlivem fiskální konsolidace a zpomalení investic naopak nižší. Tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se významně nepřehodnocuje. Měnový kurz s výjimkou silnější úrovně v prvních dvou čtvrtletích zhruba odpovídá minulé predikci.

Prognóza meziroční **celkové inflace** leží na konci roku 2010 pod minulou predikcí z důvodu aktuálně nízkých pozorovaných hodnot čisté inflace (Graf II.3.1). V letech 2011 a 2012 jsou změny v prognóze celkové inflace zanedbatelné.

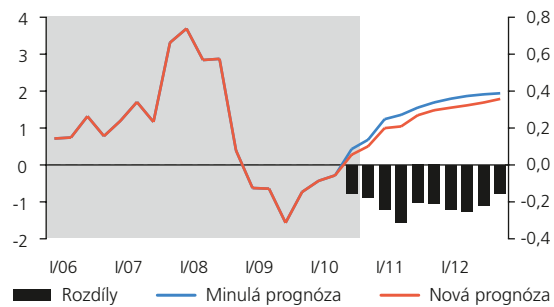
GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Mírné snížení prognózy čisté inflace je způsobeno aktuálně

silnějším kurzem a efekty fiskální konsolidace v příštím roce

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



Výhled růstu **regulovaných cen** je pro konec roku 2010 mírně nižší z důvodu snížení predikce růstu ceny plynu. Naopak pro rok 2011 je vyšší prognóza růstu regulovaných cen způsobena předpokládaným výraným růstem cen elektrické energie.

Prognóza **čisté inflace** je oproti minulé predikci mírně nižší (Graf II.3.2). Tato změna je způsobena především aktuálně silnějším kurzem a dále i nižším růstem reálné ekonomické aktivity v příštím roce spojeným s fiskální konsolidací.

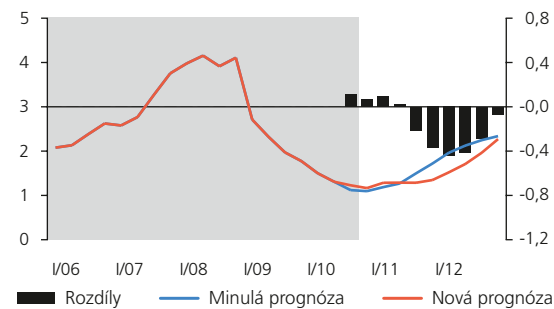
Celkové inflační tlaky do budoucna – aproximované **mezerou marží v sektoru spotřeby** – jsou na kratším konci prognózy slabší. Hlavním důvodem je pokles dovozních nákladů z důvodu nedávné kurzové apreciacie. Tento vliv převažuje nad mírně vyššími mzdovými náklady a vyšším růstem cen průmyslových výrobců v efektivní eurozóně. Na prognóze se marže, podobně jako v minulé predikci, postupně navracují ke své rovnovážné úrovni, kolem níž se budou zhruba od poloviny roku 2011 pohybovat.

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

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

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



Oproti minulé prognóze došlo u výhledu **zahraničí** ke změnám u všech hlavních proměnných. Výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR je zhruba od poloviny roku 2011 nižší a opět se tak oddálilo očekávané zvyšování sazeb v eurozóně. Vyšší zahraniční poptávka z druhého a třetího čtvrtletí 2010 na kratším konci prognózy postupně odezní. Oproti minulé prognóze se zvyšuje výhled růstu cen průmyslových výrobců na celém horizontu, jehož vliv je však oslaben posílením kurzu koruny. Celkový efekt výhledu zahraničí na domácí tržní sazby je ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nepatrný, na delším horizontu prognózy pak působí na nižší výhled sazeb.

Prognóza tržních **úrokových sazeb** se na krátkém konci nepatrně zvyšuje, poté leží naopak pod minulou trajektorii (Graf II.3.3). Proinflační vliv počátečních podmínek plyne z vyšší spotřeby domácností a zlepšeného vývoje na trhu práce spolu s vyšším výhledem inflace regulovaných cen. Na prognóze však postupně převažuje nástup dopadů fiskální konsolidace a působení změn ve vývoji zahraničí (Graf II.3.4). Nedávné posílení měnového kurzu rovněž působí ve směru nižších domácích úrokových sazeb.

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** se mění pouze na první dvě čtvrtletí (Graf II.3.5). Tato změna je důsledkem silnějšího výhledu pro čtvrté čtvrtletí 2010, který je ovlivněn nedávným kurzovým vývojem. V dalším období se víceméně kompenzuje apreciační vliv nižších zahraničních sazeb a rizikové prémie s depreciačním působením domácích úrokových sazeb, zohledňujícím protiinflační dopady fiskální konsolidace.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se pro rok 2010 významně zvyšuje, pro rok 2011 je naopak nižší (Graf II.3.6). Za přehodnocením HDP v roce 2010 stojí zejména vyšší spotřeba domácností a vyšší hrubá tvorba kapitálu. Investice do fotovoltaických elektráren jsou díky své dovozní náročnosti do značné míry kompenzovány dovozy, přesto jejich čistý dopad do HDP v roce 2010 považujeme za významný (viz Box 1). Přehodnocení celkového HDP v roce 2011 směrem dolů odráží očekávanou fiskální konsolidaci, kde mají rozhodující vliv výrazný pokles vládních výdajů a negativní dopady na disponibilní důchod domácností způsobené poklesem mezd v nepodnikatelské sféře.

Vyšší prognóza **spotřeby domácností** je z velké části dána překvapivě vysokými údaji za druhé čtvrtletí roku 2010 a také revizí dat za první čtvrtletí směrem nahoru. Vyšší spotřebu oproti minulé prognóze zčásti vysvětluje zlepšený vývoj na trhu práce, datové nejistoty v této oblasti však přetrvávají (Box 2 v části III.3). Pro rok 2011 se vlivem dopadů fiskální konsolidace výhled spotřeby snižuje.

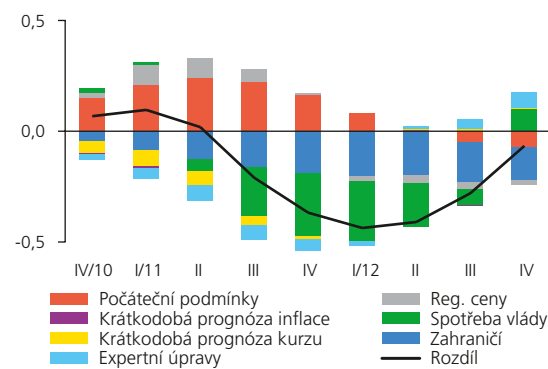
Aktuálně výrazně vyšší mezičtvrtletní tempa růstu **hrubé tvorby kapitálu** jsou způsobena jednak vysokými investicemi do solárních elektráren a také celkově příznivější reálnou ekonomickou aktivitou projevující se obnovou zásob. Z důvodu výpadku investic do fotovoltaiky na začátku roku 2011 však prognóza očekává skokový propad investic a poté jejich opětovný růst podobný minulé prognóze.

Tempa růstu **vývozu a dovozu** jsou v mezičtvrtletním vyjádření přehodnocena nahoru. Za vyššími exporty stojí především výrazné mezičtvrtletní zlepšení zahraniční poptávky vlivem vyššího růstu HDP v Německu a na Slovensku. Vyšší dovozy v roce 2010 jsou způsobeny jednak vysokou dovozní náročností exportů a ve druhé polovině roku také výraznými dovozy solárních panelů. Na začátku roku 2011, podobně jako u investic, proto dojde ke skokovému snížení dovozu. Na delším konci prognózy jsou tempa růstu vývozu a dovozu podobná jako v minulé prognóze.

GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Vliv počátečních podmínek je postupně převážen nástupem fiskální konsolidace a novým výhledem zahraničí (3M PRIBOR, v procentních bodech)

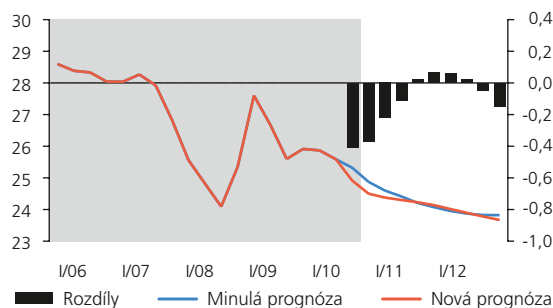


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Změny v prognóze kurzu nejsou s výjimkou kratšího konce významné

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

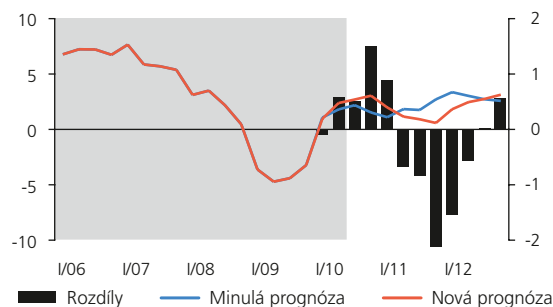


GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu hrubého domácího produktu se pro rok 2010 zvyšuje, v roce 2011 je naopak nižší

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

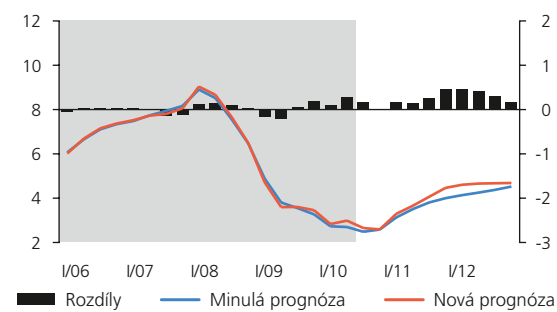


GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelském sektoru není významná

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



Prognóza růstu průměrných **nominálních mezd** v podnikatelském sektoru se významně nezměnila, tj. stále jsou očekávána nízká, jenom postupně zrychlující tempa růstu (Graf II.3.7). Jejich výraznějšímu zrychlení v roce 2011 bude bránit snížení růstu reálné ekonomické aktivity. Silnější oživení mzdového růstu tak nastane až v roce 2012.

II.4 CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy nebylo identifikováno žádné riziko, které by vedlo ke zpracování plnohodnotného alternativního scénáře. Byl však zpracován standardní citlivostní scénář kurzu a dále pak citlivostní scénář zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012.

II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. Tento citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyvu nominálního kurzu o ± 3 % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v prvním čtvrtletí prognózy jako v základním scénáři. Hodnota kurzu je tak 23,8 CZK/EUR, resp. 25,2 CZK/EUR oproti 24,5 CZK/EUR v základním scénáři.

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

Zhodnocení kurzu vede k poklesu dovozních cen na začátku horizontu prognózy, a tedy k nižší inflaci. Implikovaná trajektorie sazeb leží proto oproti základnímu scénáři níže. Zhodnocení kurzu také zhoršuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a vede nejprve k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři. V reakci na uvolnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP postupně roste a také inflace se vrací na hodnoty základního scénáře.

II.4.2 Citlivostní scénář DPH

Citlivostní scénář vyšší daně z přidané hodnoty zachycuje zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012 z 10 % na 14 %. Tento scénář odráží úvahy spojené s fiskální konsolidací a budoucí reformou penzijního systému. Primární dopad vyšší snížené sazby DPH do inflace dosahuje 1 procentní bod.

Primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto nemá vyšší sazba DPH v simulaci přímý dopad na úrokové sazby. Ty reagují pouze na mírný pokles měnověpolitické inflace vlivem zpomalení růstu HDP, a to nepatrným snížením ve druhé polovině roku 2012 (Tab. II.4.2). Zvýšení sazby DPH má dopad na ekonomickou aktivitu především prostřednictvím poklesu spotřebních výdajů domácností z důvodu nižšího reálného disponibilního důchodu. V roce 2012 tak dochází ke snížení HDP oproti základnímu scénáři v celoročním vyjádření zhruba o 0,4 procentního bodu.

Tab. II.4.1

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Zhodnocení kurzu vede k dočasně nižší inflaci a zpomalení růstu HDP oproti základnímu scénáři, úrokové sazby se snižují

(odchylky od základního scénáře)

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

Tab. II.4.2

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ DPH

Zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012 působí ve směru vyšší celkové inflace, pomalejšího růstu HDP a nepatrně nižších sazeb (odchylky od základního scénáře)

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

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání se pohybují nad cílem ČNB

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

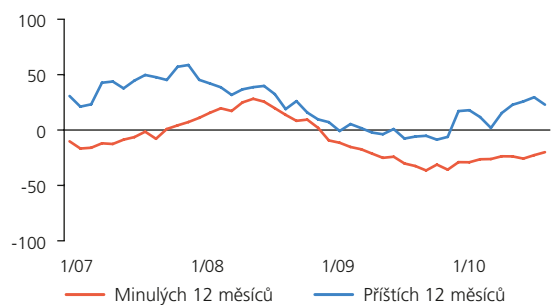
	6/10	7/10	8/10	9/10	10/10
IOFT:					
Index spotř. cen	2,2	2,3	2,5	2,6	2,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2010	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
Reálný HDP v roce 2011	2,4	2,4	2,3	2,2	2,1
Nominální mzdy v roce 2010	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3
Nominální mzdy v roce 2011	3,6	3,6	3,5	3,2	2,7
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,6	24,6	24,4	24,2	24,1
2T repo (v %)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
1R PRIBOR (v %)	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3
Podniky:					
Index spotř. cen	2,1			2,4	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5			2,3	

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností se od počátku roku zvýšila, jsou ale nadále poměrně nízká

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE CF

Analytici v rámci CF předpokládají zrychlující růst ekonomiky kolem 2 %

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

	6/10	7/10	8/10	9/10	10/10
Reálný HDP v roce 2010	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8
Reálný HDP v roce 2011	2,6	2,6	2,3	2,2	2,2
Nominální mzdy v roce 2010	2,5	2,5	2,3	2,3	2,4
Nominální mzdy v roce 2011	4,1	3,8	3,6	3,4	3,3
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,9	24,8	24,5	24,4
3M PRIBOR (v %)	1,7	1,8	1,6	1,7	2,0

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání v ročním horizontu se během třetího čtvrtletí zvýšila a v obou sledovaných horizontech přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají mírné zrychlení tempa růstu HDP v příštím roce, během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a nárůst základních sazeb ČNB. Před listopadovým zasedáním BR ČNB téměř všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu⁶ i podnikovými manažery v ročním horizontu se během třetího čtvrtletí 2010 zvýšila a pohybovala se nad 2% cílem ČNB platným pro období od ledna 2010 (Tab. II.5.1). V říjnovém šetření ale analytici svou predikci nepatrně snížili. Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků stagnovala, podnikoví manažeři je mírně snížili. Přesto se také tato dlouhodobější očekávání nadále pohybují nad cílem ČNB.

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

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce HDP poroste tempem mírně do 2 % a v roce 2011 jeho tempo růstu dále zrychlí (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). To představuje nejvýznamnější rozdíl od prognózy ČNB, která předpokládá významný vliv fiskální konsolidace a odeznění investic do fotovoltaických elektráren v roce 2011. Podobně by se měl vyvíjet i růst mezd, a to i přes plánované vládní úspory a snižování mezd ve veřejném sektoru. V porovnání s hodnotou měnového kurzu koruny z konce října převážně domácí analytici dotazovaní v šetření IOFT i převážně zahraniční analytici dotazovaní v šetření CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to zhruba o 1,6 %, resp. 0,5 %. Prognózy úrokových sazeb nezaznamenaly výraznější změny. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB dvanáct analytiků oslovených v rámci IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění, jeden analytik předpokládal jejich zvýšení o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu téměř všichni analytici předpokládají nárůst oproti stávající úrovni, jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,75 %.

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

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

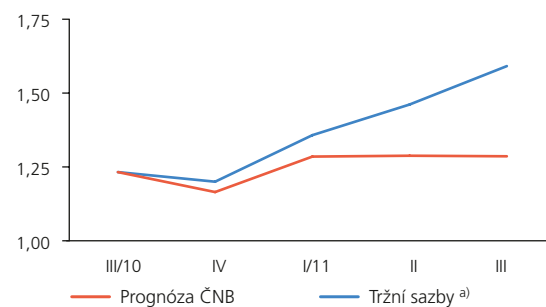
V **porovnání s novou prognózou ČNB** analytici očekávají mírně nižší hodnoty růstu reálného HDP pro letošní rok, v roce 2011 naopak zřejmě vyšší hodnoty. Rovněž inflace očekávaná v ročním horizontu se u analytiků pohybuje na vyšší hladině. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu se u analytiků IOFT shoduje s prognózou ČNB, u analytiků CF je o 1,1 % slabší. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby v ročním horizontu se pohybují na mírně vyšší hladině, než odpovídá trajektorii sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy ČNB. Výhled sazeb FRA se v celém horizontu pohybuje nad prognózovanými sazbami, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje. Pravděpodobným důvodem je zejména trhem očekávaný vyšší výhled repo sazby.

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

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



^{a)} pro III/10 a IV/10 3M PRIBOR, pro I/11 až III/11 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 22. 10. 2010

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace dosáhla v září hodnoty 2 %, a nacházela se tak na úrovni cíle ČNB, platného od začátku roku 2010. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla v září hodnoty 0,9 %. Zvýšení meziroční inflace ve třetím čtvrtletí 2010 bylo především důsledkem zrychlení meziročního růstu cen potravin a v menší míře i regulovaných cen. Největší podíl na dosažené meziroční inflaci měly nadále dopady změn nepřímých daní a regulované ceny. Tržní ceny, měřené čistou inflací, zaznamenaly jen velmi mírný růst v podmínkách stále ještě umírněné ekonomické aktivity a klesajících dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2010 nacházela zhruba na úrovni inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve třetím čtvrtletí roku 2010 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od ledna 2009 do září 2009 (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/2009 s následným cenovým vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci II/2009 očekávala, že celková inflace v roce 2009 bude pokračovat v poklesu započatém na konci roku 2008, udrží se však v kladných hodnotách. Inflace se měla snižovat v reakci na výrazný propad poptávky, zpomalování růstu regulovaných cen a odeznění vlivu změn nepřímých daní. Na konci roku 2009 se měla inflace začít opět postupně zvyšovat; k tomu mělo přispět zejména očekávané mírné oživení ekonomické aktivity. Prognóza předpokládala, že ve třetím čtvrtletí 2010 se celková inflace bude nacházet ve spodní polovině tolerančního pásma nového 2% inflačního cíle (Graf III.1.1).

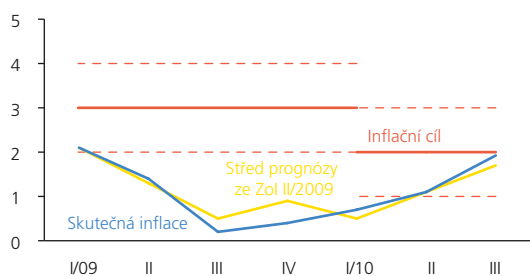
Celková **inflace se ve skutečnosti** ve druhé polovině roku 2009 pohybovala níže v porovnání s prognózou. V roce 2010 byla hodnota celkové inflace blízko prognózy, nicméně u jednotlivých skupin spotřebitelských cen byly patrné výrazné odchylky v obou směrech. V proinflačním směru působily vývoj regulovaných cen a změny nepřímých daní platné od 1. 1. 2010, které prognóza nemohla zachytit, neboť o nich bylo rozhodnuto až ve druhé polovině roku 2009. Naopak ve směru nižší inflace výrazně působila korigovaná inflace bez PH, u které se projevil vliv klesajících dovozních cen a předchozí propad ekonomické aktivity (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2010 nacházela lehce nad prognózou ze Zol II/2009

(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Změny nepřímých daní a regulované ceny působily ve směru vyšší inflace, výrazně nižší byla naopak korigovaná inflace bez PH

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol II/2009	Skutečnost 3. čtvrtletí 2010	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{b)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,7	1,9	0,2
z toho:			
regulované ceny	-0,3	3,6	0,7
primární dopady změn nepřímých daní	0,0	1,0	1,0
ceny potravin ^{a)}	2,1	2,3	0,0
ceny pohonných hmot (PH) ^{a)}	6,4	7,0	0,0
korigovaná inflace bez PH ^{a)}	1,8	-1,2	-1,6

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

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

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. V důsledku světové finanční a hospodářské krize se během roku 2009 zahraniční poptávka, inflace i úrokové sazby pohybovaly na nižších úrovních ve srovnání s předpoklady prognózy, a působily proto směrem k nižší inflaci. V dalším období se však zahraniční poptávka a inflace pohybovaly na vyšších úrovních. Tyto faktory se tak přidaly k cenám ropy, které byly oproti předpokladům vyšší na celém horizontu prognózy (Tab. III.1.2).

Také **reálné úrokové sazby** se lišily od předpokladů prognózy. Mírně přísnější působení reálných úrokových sazeb v roce 2009 se po snížení měnověpolitických sazeb změnilo na více uvolněné. **Měnový kurz** se až do poloviny roku 2010 pohyboval poblíž hodnot očekávaných prognózou (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. Neočekávaně silný zahraniční ekonomický propad v roce 2009 se zejména prostřednictvím vývozního kanálu přelil do domácího ekonomického vývoje. Měnová politika na to reagovala výraznějším poklesem měnověpolitických sazeb, než předpokládala prognóza ze Zprávy o inflaci II/2009 (Tab. III.1.3). Předpoklad o klesající trajektorii inflace do konce roku 2009 se naplnil, její pokles však byl poněkud hlubší. Oživení ekonomické aktivity v roce 2010 a změny nepřímých daní přispěly k tomu, že ve třetím čtvrtletí 2010 se inflace nacházela v těsné blízkosti inflačního cíle.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi lednem 2009 a zářím 2009 bankovní rada v prvních dvou čtvrtletích sledovaného období shledávala rizika prognóz jako vyrovnaná, na zbývajících dvou zasedáních byla rizika prognóz označena jako protiinflační. Rozhodnutí bankovní rady vedla v průměru k lehce uvolněnějšímu nastavení měnových podmínek, než implikovaly prognózy. K tomu přispělo zejména rozhodnutí bankovní rady snížit měnověpolitické sazby v květnu 2009, přestože prognóza v té době implikovala jejich ponechání beze změny. Ani tento pokles sazeb však nezabránil tomu, že se měnověpolitická inflace pohybuje stále pod cílem ČNB (cíl od roku 2010 snížen na 2 %). Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika během roku 2009 měla být ještě uvolněnější.

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraníční faktory v roce 2009 přispěly k nižší inflaci (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10
HDP v eurozóně ^{a, b, c)}	p	-3,5	-4,3	-3,2	-1,4	0,3	1,6
	s	-5,3	-4,1	-1,9	2,2	3,2	-
PPI v eurozóně ^{b, c)}	p	-1,8	-4,0	-1,7	0,3	1,3	1,7
	s	-4,8	-7,6	-5,3	-1,2	2,1	3,6
3M EURIBOR (v %)	p	1,2	1,0	1,0	1,2	1,5	1,8
	s	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,33	1,31	1,32	1,32	1,33	1,33
	s	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	52,1	55,3	58,2	60,6	62,7	64,3
	s	59,3	68,3	75,0	76,8	78,6	76,4

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Prognóza nepředpovídala tak výrazný útlum domácí ekonomické aktivity v roce 2009, k jakému došlo

		II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10
3M PRIBOR (v %)	p	2,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
	s	2,2	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	26,6	26,1	26,0	25,9	25,9	25,9
	s	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9
Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %)	p	-2,4	-2,7	-1,9	0,2	0,7	1,6
	s	-4,7	-4,4	-3,2	1,0	2,4	-
Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %)	p	3,2	1,8	1,1	1,5	2,4	3,6
	s	3,2	4,6	5,2	2,2	2,4	-

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

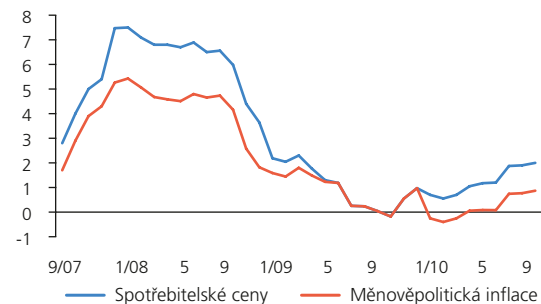
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

Ve třetím čtvrtletí 2010 se meziroční inflace dále zvýšila

(meziroční změny v %)

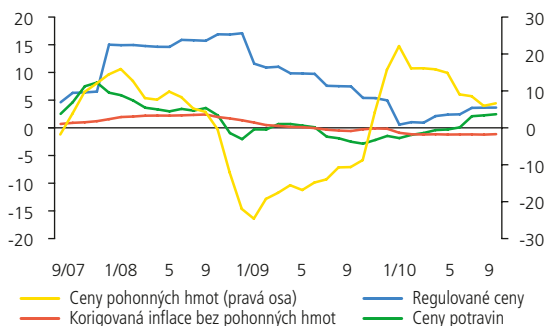


GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Ke zvýšení inflace přispěly především ceny potravin a regulované ceny

(meziroční změny v %)

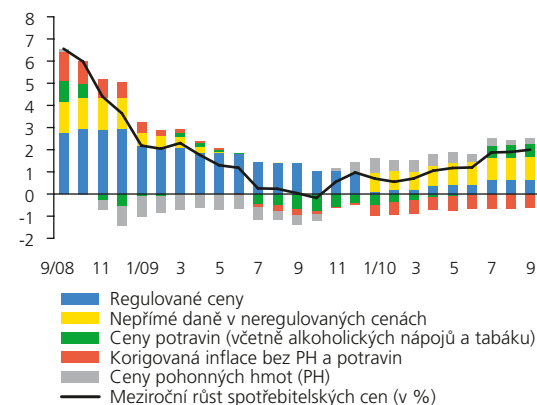


GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

Na inflaci se nadále nejvíce podílely nepřímé daně a regulované ceny a nově i ceny potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve třetím čtvrtletí 2010 se **meziroční inflace**⁸ dále zvýšila. V září byla ve srovnání s červnem o 0,8 procentního bodu vyšší a dosáhla 2 % (Graf III.1.2). Na jejím zvýšení se podílelo především zrychlení meziročního růstu cen potravin a v menší míře též regulovaných cen. Tyto změny byly částečně kompenzovány zpomalením meziročního růstu cen pohonných hmot (Graf III.1.3).

Z hlediska **struktury meziroční inflace** (Graf III.1.4) se na růstu cenové hladiny nadále převážně podílely administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny. Podíl tržních cen byl celkově méně významný.

V rámci administrativních vlivů dominoval vliv **změn nepřímých daní**, k nimž došlo s platností od 1. ledna 2010. Tato opatření zahrnovala zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod a zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, piva, lihovin a cigaret. Celkově byla dosažená meziroční inflace v září ovlivněna primárními dopady nepřímých daní v rozsahu 1,1 procentního bodu (Graf III.1.4), takže **měnověpoliticky relevantní inflace** dosáhla 0,9 %. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

Ve zrychlení meziročního růstu **regulovaných cen** (z 2,4 % v červnu na 3,7 % v září) se projevilo nejvíce červencové zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti o 4,2 % a zvýšení cen v oblasti zdravotnictví (především ukončování plateb regulačních poplatků krajskými úřady). Nejvýraznější příspěvek k meziročnímu růstu regulovaných cen však nadále měl vysoký růst regulovaného nájemného (v září o 17,1 %), a dále pak meziroční zvýšení cen v oblasti zdravotnictví (v září o 9 %).

Také **tržní ceny**, měřené čistou inflací, vykázaly po více než rok trvajícím poklesu mírný meziroční růst (o 0,3 %). Za touto změnou stálo zrychlení růstu cen potravin, zatímco korigovaná inflace bez pohonných hmot setrvala nadále na výrazně záporných hodnotách. V souhrnu tak vývoj tržních cen nadále potvrzoval významné působení stále ještě utlumené poptávky a absenci nákladových inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Také protiinflační působení dosud převážně klesajících dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh přispívalo k udržení nízké inflace. Rychlý meziroční růst světových cen surovin se zatím promítl jen prostřednictvím cen ropy do spotřebitelských cen pohonných hmot.

K obnovení růstu tržních cen přispěl vývoj **cen potravin**, jejichž meziroční růst zrychlil z 0,1 % v červnu na 2,5 % v září (Graf III.1.5). Jejich vývoj se zpožděním odrážel zvýšení cen zemědělských výrobců (viz část III.2.2 Ceny výrobců). Ve značné míře bylo toto zrychlení ovlivněno také nízkou základnou předchozího roku.

8 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

Na rozdíl od cen potravin byla meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** ve třetím čtvrtletí 2010 nadále výrazně záporná a její hodnota se již druhé čtvrtletí v řadě víceméně nezměnila (v září -1,1 %; Graf III.1.6). Podobně jako v předchozím čtvrtletí byl v obou jejích segmentech vykázány jen mírné změny v cenovém vývoji. Meziroční růst cen neobchodovatelných statků, zahrnujících zejména služby, se nadále nachází poblíž historického minima. Jeho nepatrné zvýšení v září (o 0,1 procentního bodu na 1,1 %) odráží zejména zrychlení růstu cen finančních služeb. Meziroční růst cen neobchodovatelných statků bez pohonných hmot i ve třetím čtvrtletí 2010 setrval na silně záporných hodnotách (-4,3 % v září). Nejvyšší meziroční pokles cen byl opět znamenán ve skupině doprava, především u dopravních prostředků.

Ceny pohonných hmot, jejichž vývoj je především ovlivňován vývojem cen ropy a kurzu CZK/USD, byly nadále nejrychleji rostoucí složkou inflace. Jejich meziroční růst však ve třetím čtvrtletí dále zvolnil (na 6,6 % v září; bez vlivu daní). Zpomalování meziročního růstu pohonných hmot bylo až do poloviny letošního roku především důsledkem efektu srovnávací základny. Meziměsíčně ceny pohonných hmot v tomto období trvale rostly. Ve třetím čtvrtletí již ale ceny pohonných hmot meziměsíčně klesaly (celkově o 3 %) v návaznosti na aktuální meziměsíční pokles světových cen ropy, resp. benzinů na burzách ARA vyjádřených v Kč (tj. po zahrnutí vlivu kurzu CZK/USD). Včetně vlivu zvýšení nepřímých daní se ceny pohonných hmot v září meziročně zvýšily o 11,8 %.

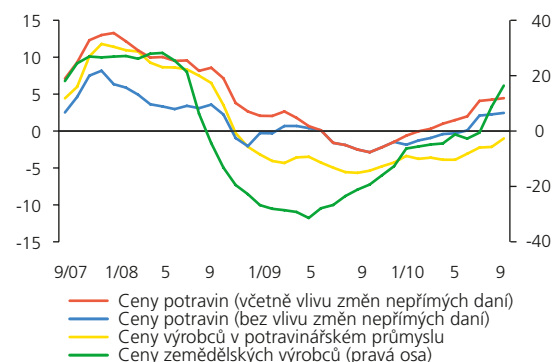
Spotřebitelské ceny v členění podle hlavních **skupin spotřebního koše** rostly nejrychleji ve skupině zdraví (v září o 7,4 % vč. vlivu změn daní). Největší příspěvek k meziroční inflaci však ve třetím čtvrtletí 2010 vykazala skupina potraviny a nealkoholické nápoje kvůli zesílenému růstu cen potravin a dále skupina bydlení v důsledku deregulace nájemného (Graf III.1.7). Významný byl také příspěvek ve skupině alkoholické nápoje a tabák, kde byl patrný vliv zvýšení spotřebních daní.

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR ve třetím čtvrtletí 2010 nadále pomaleji než v průměru zemí EU, uvedený rozdíl se ale zmenšil. Podle posledního odhadu Eurostatu se HICP v ČR zvýšil z 1 % v červnu na 1,8 % v září, zatímco v průměru zemí EU dosahoval ve druhém i třetím čtvrtletí 2010 hodnoty okolo 2 %.

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

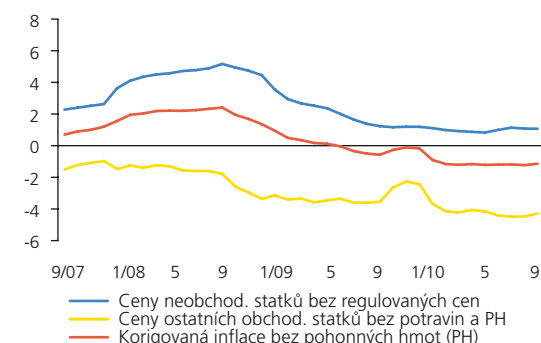
Růst cen potravin ve třetím čtvrtletí 2010 zřetelně zrychlil
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

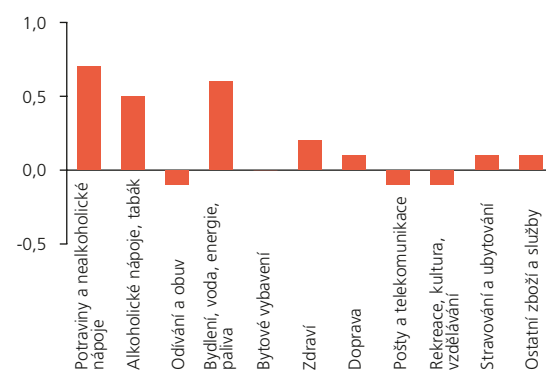
Meziroční korigovaná inflace bez pohonných hmot byla nadále záporná, když stagnovala na úrovni předchozích dvou čtvrtletí
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.7

CENY VE SPOTŘEBNÍM KOŠI

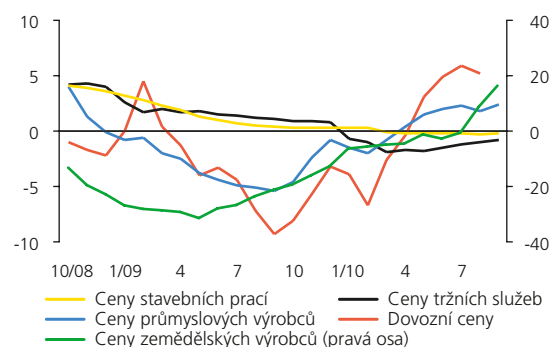
Ceny ve skupině potraviny a nealkoholické nápoje a bydlení nejvíce přispěly k meziroční inflaci
(září 2010, příspěvky v procentních bodech včetně změn nepřímých daní)



GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

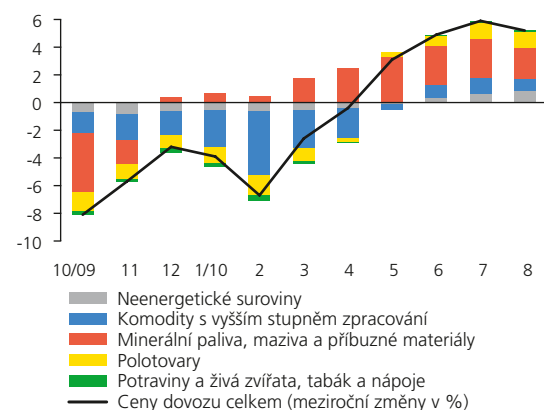
Ve třetím čtvrtletí 2010 již rostly dovozní ceny a ceny průmyslových i zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

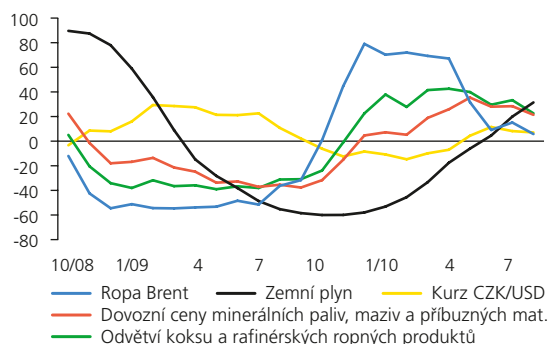
Růst dovozních cen byl tažen především cenami dovážených surovin a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Na rychlém růstu dovozních cen energetických surovin se již podílely i ceny zemního plynu (meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Meziroční růst dovozních cen dále zesílil, a to vlivem zrychlení či obnovení cenového růstu většiny skupin dovozu, zejména neenergetických surovin. V převážné většině skupin ceny dovozu již meziročně rostly. Růst cen dovážených energetických i neenergetických surovin a polotovarů se promítl především do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. V souhrnu tak ceny průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2010 dále zrychlily svůj meziroční růst; u produktů s vyšší přidanou hodnotou ale ceny nadále převážně klesaly nebo jen mírně rostly. Ceny zemědělských výrobců obnovily svůj meziroční růst. Pouze ceny stavebních prací a tržních služeb setrvaly při stále ještě nízké domácí poptávce v poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

Vývoj **dovozních cen** v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2010 potvrdzoval pokračující oživení jejich meziročního růstu, pozorované od května letošního roku. Podle posledních dostupných údajů ze srpna dovozní ceny již rostly v převážné většině komoditních skupin a jejich celkový meziroční nárůst dosáhl 5,2 % (Graf III.2.1).

Na dosaženém více než 5% meziročním růstu dovozních cen se v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2010 nadále nejvíce podílely rychle rostoucí **dovozní ceny minerálních paliv** (Graf III.2.2), i když dynamika jejich meziročního růstu se již v návaznosti na zpomalující růst světových cen ropy od června zmírňuje. Zatímco ještě v dubnu 2010 vykazovaly světové ceny ropy po prudkém nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí 2009 meziroční růst přesahující úroveň 60 %, v následujících čtyřech měsících se jejich dynamika rychle zpomalila pod úroveň 10 %. Dopad vysokých cen ropy do dovozních cen minerálních paliv byl však až do května částečně tlumen klesajícími cenami světových cen zemního plynu, které zpravidla následují ceny ropy se zpožděním. Od června se již ceny zemního plynu rovněž podílely na meziročním růstu dovozních cen energetických surovin, který tak v srpnu dosahoval stále ještě vysokých hodnot (21,4 %). K tomu přispělo i meziroční oslabení měnového kurzu CZK/USD (Graf III.2.3). Celkově se příspěvek dovozních cen energetických surovin k celkovému růstu dovozních cen snižuje, v srpnu dosáhl 2,2 procentního bodu.

Změny ve vývoji cen ropy se s určitým zpožděním promítaly do cen dovážených **chemikálií**, jejichž dynamika růstu se v srpnu znatelně zmírnila. Významnější roli však sehrálo zřetelné zrychlení růstu dovozních cen **polotovarů** (na 5,3 % v srpnu), za kterým stál vývoj světových cen komodit (zejména kovů) v podmínkách pokračujícího růstu světové poptávky a meziroční oslabení kurzu vůči USD. Také ve skupině **neenergetických surovin** došlo k prudkému oživení meziročního růstu jejich dovozních cen až k úrovni 30 %, zatímco ještě v květnu klesaly (Tab. III.2.1). Ceny dovážených **potravin** rovněž po roce překmitly do meziročního růstu vlivem rostoucích cen zemědělských a potravinářských komodit na světových trzích.

Obdobnou trajektorii vývoje zaznamenaly i dovozní ceny **komodit s vyšším stupněm zpracování**, především ve skupině dovážených strojů a dopravních prostředků. Jejich příspěvek k meziročnímu růstu dovozních cen dosáhl v srpnu významných 0,9 procentního bodu. Je pravděpodobné, že za oživením růstu dovozních cen v této skupině stálo zmírnění meziročního zhodnocení měnového kurzu CZK/EUR spolu se zrychlením růstu cen zahraničních výrobců.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců pokračovaly ve třetím čtvrtletí 2010 v meziročním růstu, započatém v dubnu letošního roku. Jejich meziroční růst dále zrychlil, v září byl o 0,4 procentního bodu vyšší než v červnu a dosáhl 2,4 % (Graf III.2.4). Na dosaženém růstu se nadále podílel především rychlý růst cen komodit, který se významně promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Naopak ceny v převážné většině ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu pokračovaly v meziročním poklesu nebo vykazovaly jen mírný růst. V jejich vývoji byl přítom patrný jen velmi mírný posun směrem k oslabení poklesu, resp. zesílení cenového růstu. Z tohoto pohledu ceny výrobců nadále neindikovaly přítomnost inflačních tlaků. Podniky zatím vytvářely prostor pro tvorbu svého zisku snižováním mzdové náročnosti produkce spíše než růstem cen.

Nejrychleji nadále rostly ceny v **odvětví koxu a rafinérských ropných výrobků**, i když tempo jejich růstu se v souvislosti s vývojem cen ropy na světových trzích zřetelně zvolnilo (na 24,7 % v září; Graf III.2.3). Jejich příspěvek k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců byl ale nadále významný a v září dosáhl 1,2 procentního bodu. Zpomalil i meziroční cenový růst v chemickém průmyslu, kde je řada výrob ve značné míře závislá na produktech z ropy (Graf III.2.6).

Také vývoj cen výrobců v **odvětví obecných kovů** se nadále významně podílel na růstu cen průmyslových výrobců. Na rozdíl od odvětví primárního zpracování ropy se dynamika cenového růstu v tomto odvětví dále zřetelně zrychlila (oproti červnu o 4,3 procentní body na 10,3 % v září). Hlavní příčinou byly především rostoucí ceny dovážených polotovarů na bázi kovů (Graf III.2.5). Rychle rostly ve třetím čtvrtletí i ceny v odvětví **těžby nerostných surovin** (v září o 7,5 %), jejich příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců byl ale méně významný. V pozadí pokračujícího oživení cenového růstu uvedených odvětví byla zvýšená světová poptávka po energetických a neenergetických surovinách. Výsledkem je poměrně rychlý meziroční růst cen meziproductů ve třetím čtvrtletí (v září o 5,4 %), zatímco v ostatních skupinách cen průmyslových výrobců ceny převážně klesaly nebo jen mírně rostly.⁹

⁹ V odvětví výrobků investiční povahy se v září ceny meziročně snížily o 1,6 %, v odvětví výroby zboží dlouhodobé spotřeby vzrostly o 0,2 %, v odvětví výroby zboží krátkodobé spotřeby poklesly o 2 %. Pouze ceny v odvětví energií se zřetelně zvýšily o 5,6 %.

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

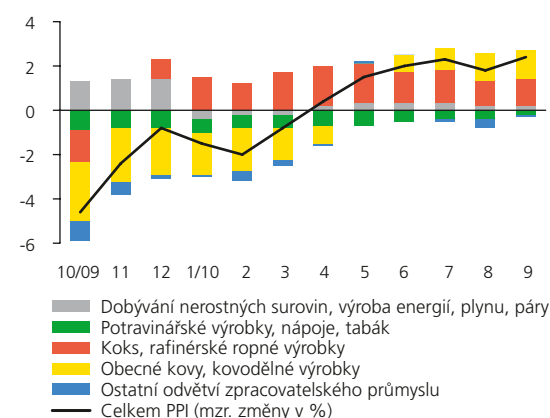
Ve většině skupin dovozu již ceny rostly
(meziroční změny v %)

	5/10	6/10	7/10	8/10
DOVOZ CELKEM	3,1	4,9	5,9	5,2
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-0,3	1,1	2,8	3,2
nápoje a tabák	-2,9	-1,9	-2,5	-2,6
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-3,6	10,4	19,5	29,3
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	35,4	28,0	28,4	21,4
živočišné a rostlinné oleje	-9,7	-3,0	3,5	3,7
chemikálie a příbuzné výrobky	0,2	2,0	2,9	1,2
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	1,5	3,3	5,1	5,3
stroje a dopravní prostředky	-0,1	2,2	2,4	2,0
průmyslové spotřební zboží	-2,8	-0,7	0,3	-0,1

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLYVÝCH VÝROBCŮ

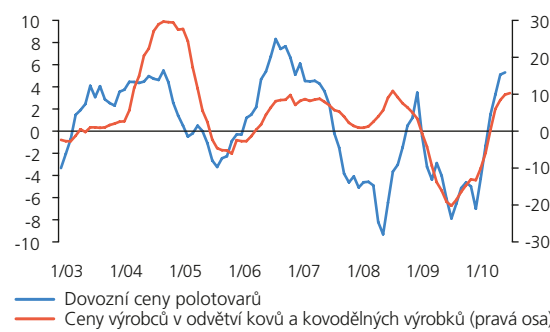
Růst cen průmyslových výrobců dále zrychlil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.5

CENY KOVŮ

Rychle rostoucí dovozní ceny polotovarů se promítaly do cen výrobců v odvětví obecných kovů
(meziroční změny v %)

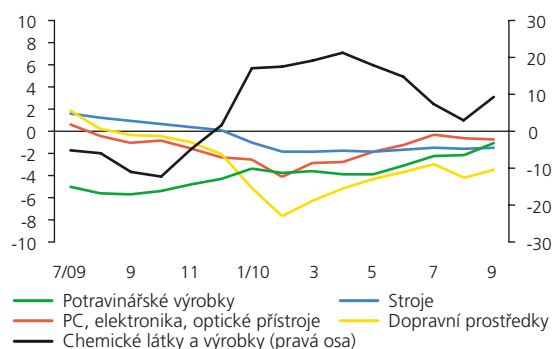


GRAF III.2.6

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

V řadě odvětví zpracovatelského průmyslu došlo k mírnému oslabení cenového poklesu

(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



V **ostatních odvětvích** zpracovatelského průmyslu, zahrnujících převážně výrobce produktů s vyšší přidanou hodnotou, ceny ve třetím čtvrtletí 2010 celkově meziročně klesaly.¹⁰ Byl však patrný velmi mírný posun směrem k oslabení meziročního poklesu, resp. zrychlení růstu (Graf III.2.6). Ceny výrobců setrvaly v poklesu i ve třetím čtvrtletí 2010 v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v září meziročně o 1,1 %). Jejich vývoj v dosavadním průběhu roku 2010 byl odrazem snížené poptávky po elektrické energii na evropském trhu v důsledku předchozího propadu ekonomické aktivity v domácím i evropském měřítku.

Ceny zemědělských výrobců

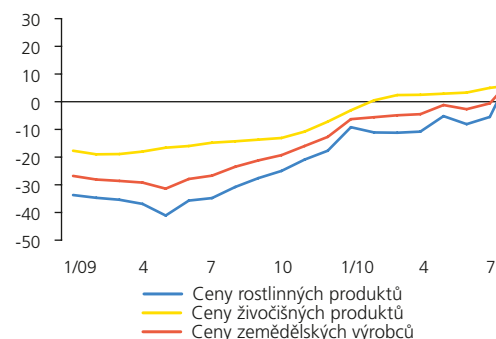
Postupné zmírňování meziročního poklesu **cen zemědělských výrobců**, patrné od poloviny roku 2009, přešlo v srpnu 2010 ve zřetelný meziroční růst, který pak v září dále zesílil na 16,4 % (Graf III.2.7). Tato trajektorie vývoje byla pozorována ve vývoji cen rostlinných výrobků, které v září vzrostly o výrazných 26 %. K oživení růstu cen živočišných výrobků došlo již v únoru letošního roku a v následujících měsících byl jejich vývoj pozvolnější než u rostlinných výrobků (v září o 7,1 %).

GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

U cen zemědělských výrobců došlo k výraznému oživení růstu

(meziroční změny v %)



Popsaný vývoj souvisel především s oživením růstu cen **agrárních komodit na světových trzích**, které je pozorováno od druhé poloviny roku 2009. Z pohledu domácích cen byl obnovený růst světových cen těchto komodit jen částečně kompenzován meziročním posílením měnového kurzu CZK/EUR v letošním roce. Na obnovení růstu světových cen zemědělských komodit působilo ekonomické oživení ve světě. Krátkodobým faktorem pak byla horší úroda v letošním roce u řady hlavních producentů vlivem nepříznivých klimatických podmínek. Uvedené faktory přispěly v červenci a srpnu letošního roku k výraznému nárůstu světových cen produktů rostlinné výroby, zejména obilovin.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

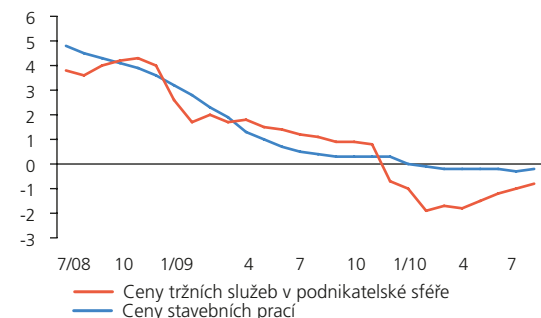
Vývoj cen stavebních prací a tržních služeb ve třetím čtvrtletí 2010 nadále indikoval trvalý vliv nízké domácí poptávky. **Ceny stavebních prací** ve třetím čtvrtletí setrvaly na velmi nízkých záporných hodnotách z předchozího čtvrtletí (v září -0,2 %; Graf III.2.8). Hlavní příčinu lze nadále vidět ve slabé poptávce po stavebních investicích ve všech sektorech ekonomiky. Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví ale pokračovaly v meziročním růstu, i když mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí (2,2 % v září). K obnovení jejich cenového růstu ve druhém čtvrtletí 2010 zřejmě přispělo oživení růstu cen dovážených polotovarů.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací a tržních služeb setrvaly i ve třetím čtvrtletí 2010 v meziročním poklesu

(meziroční změny v %)



¹⁰ U poloviny z těchto odvětví ceny meziročně klesaly a u druhé poloviny vykazovaly převážně jen mírný růst. Zřetelný pokles cen přetrvával u výroby dopravních prostředků (meziročně o 3,5 % v září).

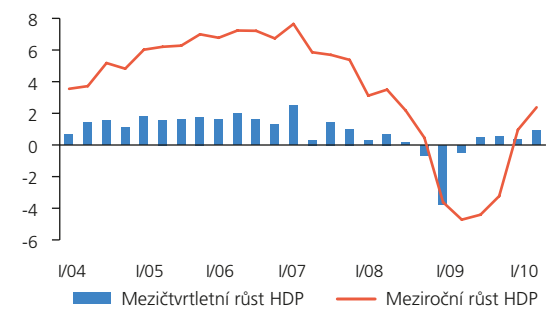
Také **ceny tržních služeb** pokračovaly v září v meziročním poklesu. Ten se však oproti červnu zřetelně zmírnil (o 0,7 procentního bodu na -0,8 %), na čemž se podílela většina odvětví tržních služeb. Zejména to byla nákladní doprava, kde došlo v souvislosti s ekonomickým oživením k zesílení cenového růstu. Zvýšily se také ceny poštovních, kurýrních a finančních služeb. Kromě toho v řadě ostatních odvětví bylo patrné oslabování meziročního poklesu, který již nedosahoval výrazných hodnot; pouze v případě reklamních služeb a průzkumu trhu byl nadále poměrně hluboký (meziročně o 5,8 %).

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Ve druhém čtvrtletí 2010 růst HDP dále zrychlil

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

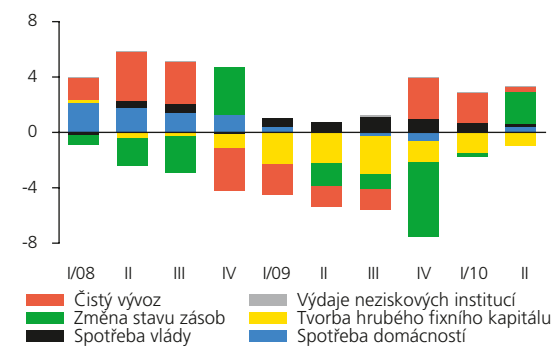


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP nejvíce přispěla změna stavu zásob

(příspěvky v procentních bodech)

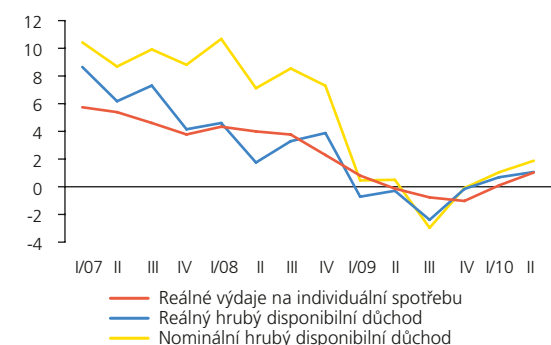


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Ve druhém čtvrtletí 2010 pokračovalo oživení růstu spotřeby domácností

(meziroční změny v %)



III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve druhém čtvrtletí 2010 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu zrychlil o 1,4 procentního bodu na 2,4 %.¹¹ Rovněž mezičtvrtletní růst produktu (0,9 %) byl rychlejší než v předchozím čtvrtletí. Na dosaženém meziročním růstu se nejvíce podílela tvorba hrubého kapitálu a v jejím rámci změna stavu zásob. Také výdaje na konečnou spotřebu a čistý vývoz přispěly k růstu hrubého domácího produktu. Na straně nabídky se podílel na pokračujícím ekonomickém růstu zejména průmysl, avšak i příspěvek ostatních sektorů ekonomiky k růstu produktu byl s výjimkou stavebnictví kladný.

III.3.1 Domácí poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2010 došlo po více než ročním meziročním poklesu k obnovení růstu **domácí poptávky**. Na této změně se nejvýrazněji podílela prudká meziroční změna tvorby zásob s vysokým kladným příspěvkem k růstu poptávky (Graf III.3.2). Růst poptávky podpořila ve znatelně menší míře také spotřeba domácností a vlády. Pouze fixní investice pokračovaly v poklesu, který ale oproti předchozímu čtvrtletí oslabil.

Konečná spotřeba

Dle prvního odhadu ČSÚ pokračovalo ve druhém čtvrtletí 2010 pozvolné oživení růstu **spotřeby domácností** následující po jejím zřetelném útlumu v roce 2009 (Graf III.3.3). Po nepatrném nárůstu v prvním čtvrtletí se reálné spotřební výdaje domácností ve druhém čtvrtletí meziročně zvýšily o 0,8 %. Jejich nárůst byl patrný zejména u předmětů dlouhodobé spotřeby (meziročně o 6,7 %) a služeb, v ostatních kategoriích byl slabý (viz Box 2).

Oživení růstu spotřebních výdajů domácností v první polovině roku 2010 bylo podpořeno obnoveným růstem příjmů domácností, odrážejícím mírné zlepšování situace na trhu práce při postupném posilování výkonu ekonomiky. **Nominální hrubý disponibilní důchod** se od počátku roku 2010 pozvolna zvyšuje a ve druhém čtvrtletí dosáhl jeho meziroční růst 1,9 % (Graf III.3.4). Jeho reálný nárůst činil 1,1 %.

V samotném druhém čtvrtletí 2010 nejvíce přispěl ke zlepšení vývoje hrubého disponibilního důchodu obnovený růst objemu **mezd a platů** (Graf III.3.4) vlivem mírného zrychlení růstu průměrné mzdy v podnikatelském sektoru v podmínkách zlepšující se situace na straně poptávky po práci. Posun vývoje hrubého disponibilního důchodu směrem ke kladným hodnotám byl rovněž významně ovlivněn zmírněním meziročního poklesu druhé nejvýznamnější složky příjmů domácností – příjmů z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu a také

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

důchodů z vlastnictví ve srovnání s rokem 2009. Současně ve druhém čtvrtletí – poněkud překvapivě – pokračoval pokles placených sociálních příspěvků a daní na straně běžných výdajů domácností.

Domácnosti vyrovnávaly v sestupné fázi cyklu dopad slábnoucích příjmů do spotřebních výdajů nižší tvorbou **úspor**. V první polovině roku 2010 se trend klesající tvorby hrubých úspor zastavil a míra hrubých úspor se stabilizovala mírně pod úrovní 10 %¹² ve druhém čtvrtletí. Nadále se však nacházela zřetelně pod předkrizovou úroveň (Graf III.3.5). Ve vývoji spotřebitelských úvěrů byl ale zřejmý pokračující zpomalující trend, indikující trvalý obezřetné chování domácností a bank v podmínkách stále ještě nejistých výhledů ekonomického vývoje a situace na trhu práce.

Na základě **předstihových indikátorů** lze v nejbližším období očekávat jen umírněný meziroční růst spotřeby domácností. Srpnové sezonně očištěné údaje o tržbách v maloobchodu potvrzují pokračování jejich reálného růstu, který je však zatím tažen jen zvýšeným prodejem v motoristickém segmentu; záporný příspěvek zbytku sektoru se ale postupně snižuje. Umírněný růst spotřeby domácností podporují i výsledky šetření ČSÚ o důvěře spotřebitelů, které naznačují stagnaci, resp. zastavení pozvolného trendu zlepšování tohoto indikátoru během třetího čtvrtletí (Graf III.3.14). Zhoršila se zejména očekávání spotřebitelů o vývoji nezaměstnanosti a celkové hospodářské situace v příštích 12 měsících.

Výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu ve druhém čtvrtletí 2010 meziročně reálně vzrostly o 0,9 %. V porovnání s vývojem v prvním čtvrtletí 2010 tak došlo k dalšímu významnému zpomalení tempa růstu vládních výdajů.

Box 2

Analýza vývoje spotřeby domácností

Poslední údaje o spotřebě domácností za první pololetí 2010 jsou výrazně nad minulou prognózou, přičemž tuto odchylku lze vysvětlit jen zčásti příznivějším vývojem na trhu práce. Motivací tohoto boxu je porovnat jednotlivé statistiky týkající se spotřeby domácností a identifikovat rozdíly mezi nimi.

Spotřeba domácností jako váhově nejvýznamnější výdajová komponenta hrubého domácího produktu stejně jako ostatní složky HDP podléhá po zveřejnění prvního odhadu následným revizím (Graf 1). Rozsah revizí v letech 2006–2010 je proměnlivý v čase, přičemž v některých obdobích je vyšší než 2 procentní body. Budoucí revize dat HDP tak představují jednu z obecných nejistot prognózy.

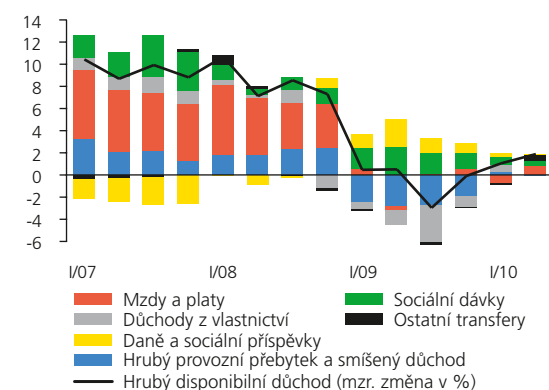
12 Sezonně očištěný údaj ČNB.

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Ke zrychlení růstu spotřebních výdajů domácností přispěl obnovený růst mezd a platů

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

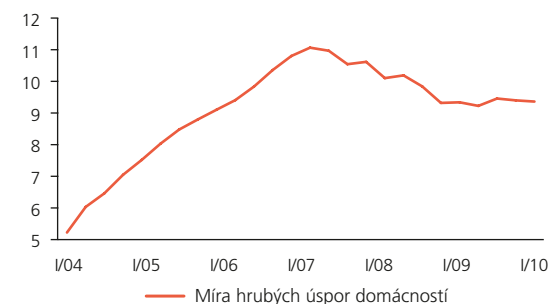


GRAF III.3.5

MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Pokles míry hrubých úspor se zastavil na zřetelně nižší úrovni ve srovnání s předkrizovým obdobím

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

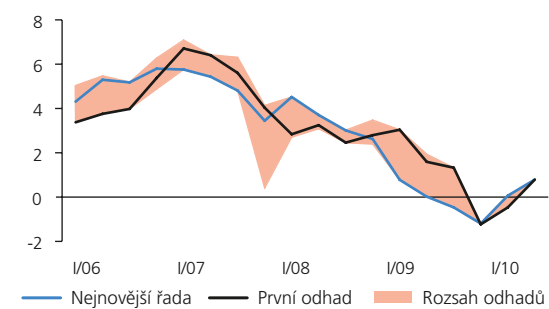


GRAF 1 (Box)

ROZSAH REVIZÍ SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Rozsah revizí se na minulosti liší, někdy revize dosahují více než 2 procentní body

(ve stálých cenách, sezonně očištěno, meziročně v %)

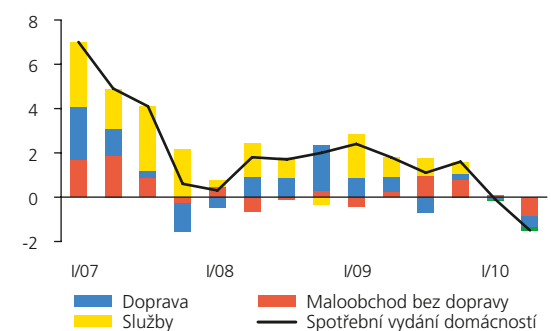


GRAF 2 (Box)

SPOTŘEBNÍ VYDÁNÍ DOMÁCNOSTÍ PODLE RODINNÝCH ÚČTŮ

Dle rodinných účtů začaly spotřební výdaje klesat až v letošním roce, a to v maloobchodě včetně dopravy

(ve stálých cenách, meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

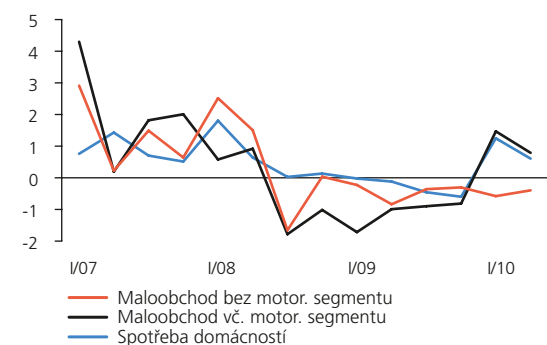


GRAF 3 (Box)

TRŽBY V MALOOBCHODĚ A SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ

Spotřeba se v posledních čtvrtletích vyvíjí v souladu s tržbami maloobchodu včetně motoristického segmentu, taženými prodeji automobilů

(ve stálých cenách, mezičtvrtletní změny v %)

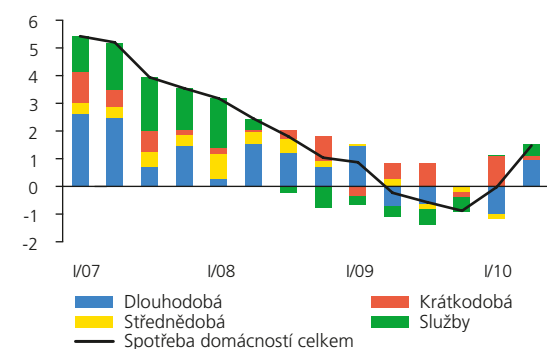


GRAF 4 (Box)

SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ DLE NÁRODNÍCH ÚČTŮ V ROZLIŠENÍ PODLE TRVANLIVOSTI

Dle národních účtů rostou zejména výdaje na statky dlouhodobé spotřeby a služby

(ve stálých cenách, meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



V minulých letech ČSÚ při odhadování výdajů domácností na konečnou spotřebu ve čtvrtletní i roční periodicitě využíval především výstupy ze statistiky rodinných účtů. Tato statistika poskytuje národním účtům podklady v požadovaném členění podle mezinárodní klasifikace COICOP¹³ a dokumentuje spotřební chování vzorku přibližně 3000 domácností. Reálná spotřební vydání domácností ze statistiky rodinných účtů však poskytují odlišný průběh spotřeby domácností oproti datům vykazovaným v metodice národních účtů (Graf.2). Podle rodinných účtů nedošlo k reálnému propadu spotřebních výdajů domácností v průběhu roku 2009 a jejich zřetelný meziroční pokles byl vykázán až ve druhém čtvrtletí 2010. Tento pokles byl způsoben zejména snížením výdajů v maloobchodě včetně dopravy.

Vzhledem k tomu, že se tato statistika začala v trendech odlišovat od nabídkové strany reprezentované statistikou maloobchodního prodeje, ČSÚ počínaje odhadem spotřeby v rámci národních účtů za čtvrté čtvrtletí 2009 inovoval metodický postup a při odhadu individuální spotřeby domácností zapojil ve větší míře statistiku o tržbách v maloobchodě. Jako důvod této metodické změny ČSÚ uvedl menší reprezentativnost souboru šetřených domácností, a to zejména ve čtvrtletní periodicitě. Jak je zřejmé z Grafu 3, od tohoto období se mezičtvrtletní průběh vykazované časové řady spotřeby domácností téměř shoduje s časovou řadou tržeb v maloobchodě včetně motoristického segmentu, kde v letošním roce již došlo k zřetelnému růstu taženému zvýšenými prodeji dopravních prostředků. Naproti tomu tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu i v letošním roce stále meziročně klesaly a naznačovaly utlučenější poptávku ve srovnání se spotřebou domácností z národních účtů.

Spotřeba domácností dle národních účtů v rozlišení podle trvanlivosti ukazuje, že struktura spotřeby domácností vykazovaná ČSÚ v posledních třech čtvrtletích je zhruba v souladu zejména s tržbami včetně motoristického segmentu maloobchodu. Prudký růst tržeb v motoristickém segmentu v datech národních účtů je pravděpodobně zohledněn v rámci zboží dlouhodobé spotřeby, které mají ve stálých cenách významně kladný příspěvek za druhé čtvrtletí 2010, a napomáhají tak spotřebě domácností vymanit se z meziročního poklesu. V prvních dvou čtvrtletích letošního roku je rovněž významný příspěvek zboží krátkodobé spotřeby, kde však tržby v maloobchodě ještě vykazují zřetelný meziroční pokles tržeb.

13 Mezinárodní standard Classification of Individual Consumption by Purpose, který se používá v systému národních účtů.

Investice

Ve druhém čtvrtletí 2010 přetrvávala velmi nízká úroveň investiční aktivity v ekonomice. Další zmírnění meziročního poklesu **fixních investic** na 4,3 % ve druhém čtvrtletí odrazilo především nízkou srovnávací základnu (Graf III.3.6). Příčiny nadále nízkých investic v podmínkách zlepšující se agregátní poptávky zůstávají stejné jako v předchozím čtvrtletí. Patří mezi ně nejistoty o budoucím vývoji poptávky, nadále poměrně nízké využití stávajících výrobních kapacit a omezující přístup bank při poskytování úvěrů.

Působení těchto faktorů se nadále nejvíce projevilo v sektoru **nefinančních podniků**, kde byla realizována polovina celkových investic. Meziroční pokles investic byl v tomto sektoru stále poměrně vysoký (ve druhém čtvrtletí 8,7 %),¹⁴ avšak ve srovnání s druhou polovinou roku 2009 již dosahoval zhruba polovičních hodnot.¹⁵ Nejvýrazněji klesaly ve druhém čtvrtletí investice do strojů a zařízení (meziročně o 14 %), naopak pokles investic do dopravních prostředků již nepřesáhl úroveň 3 %. Výsledky konjunkturálního šetření ČNB ze září prozatím nenaznačují významnější změny ve vývoji investičních aktivit sektoru nefinančních podniků v nejbližším období.¹⁶

Zřetelnější změna byla zaznamenána v **sektoru domácností**, kde se meziroční pokles investic přiblížil ve druhém čtvrtletí 2010 k nulové hodnotě (-0,5 %). Přispělo k tomu především oživení meziročního růstu investic do obydlí, které tvoří významnou složku celkových investic domácností (ve druhém čtvrtletí růst o 6,4 %; Graf III.3.7). V nejbližším období však zřejmě nelze očekávat znatelné zesílení příznivých tendencí v poptávce po investicích do bydlení. Tento předpoklad podporují výrazně klesající počty dokončených a zahájených bytů, odrážející zejména vnímání nejistot na tomto trhu z pohledu developerů ovlivněné značnou „zásobou“ dokončených neprodaných bytů. Zároveň je nutné nadále počítat s omezujícími bank při poskytování nových hypotečních úvěrů a jen pozvolně se měnícími podmínkami na trhu práce.

Celkový pokles objemově významných investic nefinančních podniků a domácností byl ve druhém čtvrtletí 2010 jen částečně kompenzován růstem **investic vládních institucí** (o 1,1 %), které jsou zřejmě spojeny zejména s rozvojem infrastruktury. Vzrostly i fixní investice finančních institucí a neziskového sektoru, jejich příspěvek k celkové změně investic byl však nevýznamný.

¹⁴ Stálé ceny, propočít ČNB.

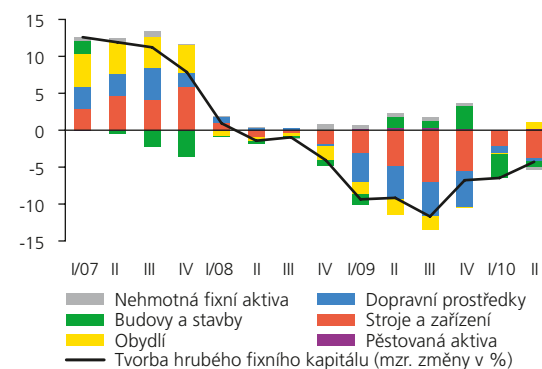
¹⁵ Ve třetím čtvrtletí 2009 se investice v sektoru nefinančních podniků meziročně snížily o 18,6 % a ve čtvrtém čtvrtletí 2009 o 20,5 %.

¹⁶ Podle posledního konjunkturálního šetření ČNB se u 68 % respondentů ve zpracovatelském průmyslu objem investičních výdajů v následujících 12 měsících nezmění, přičemž ve stavebnictví a v nákladní dopravě většina respondentů očekává jejich pokles. Hlavními limitujícími faktory budoucích investičních výdajů jsou nejistoty ohledně budoucí poptávky a nedostatek vlastních zdrojů (ve zpracovatelském průmyslu 60 %, resp. 50 % respondentů).

GRAF III.3.6

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

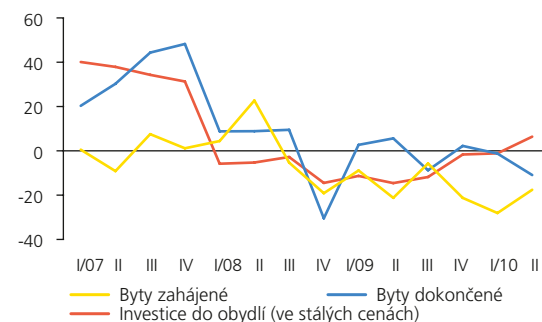
Pokles fixních investic se ve druhém čtvrtletí 2010 zmírnil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny roku 2000)



GRAF III.3.7

INVESTICE DO OBYDLÍ

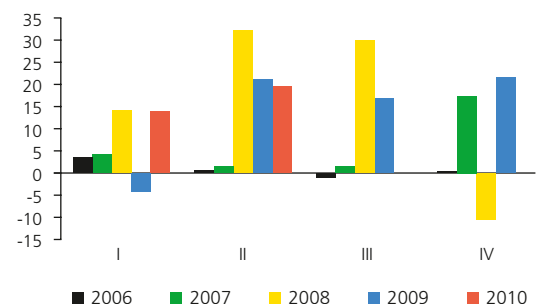
Po delším období poklesu se investice do obydlí ve druhém čtvrtletí 2010 meziročně zvýšily
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

ČISTÁ ZAHRAŇIČNÍ POPTÁVKA

Ve druhém čtvrtletí 2010 se čistý vývoz meziročně nepatrně snížil
(v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)

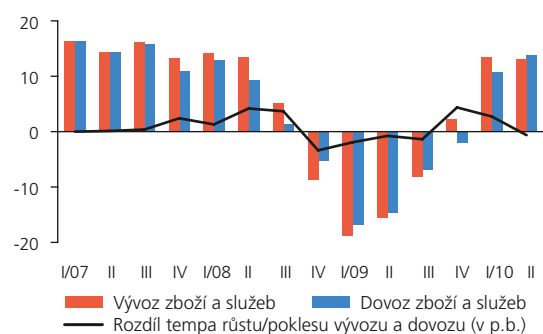


GRAF III.3.9

VÝVOZ A DOVOZ

Rychlý růst obrátu zahraničního obchodu pokračoval i ve druhém čtvrtletí 2010

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

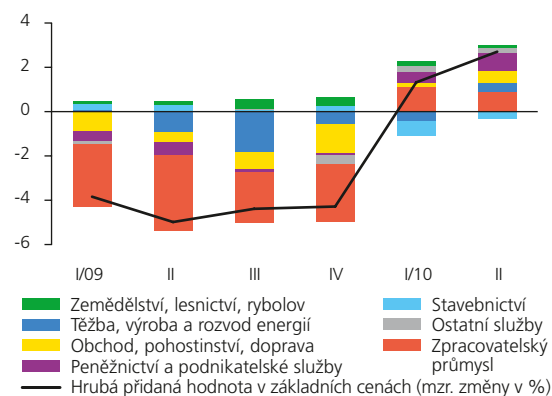


GRAF III.3.10

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ve druhém čtvrtletí 2010 vzrostla hrubá přidaná hodnota ve všech odvětvích kromě stavebnictví

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

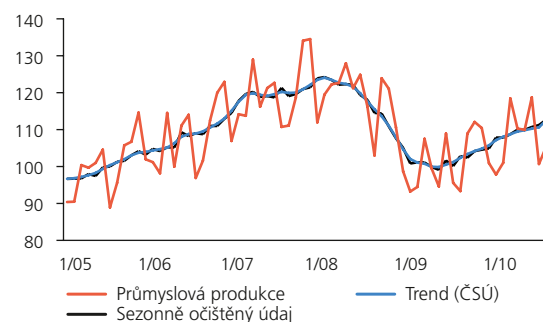


GRAF III.3.11

PRŮMYŠLOVÁ PRODUKCE

Úroveň průmyslové produkce setrvale rostla

(bazický index, rok 2005 = 100)



Reálná meziroční i mezičtvrtletní změna tvorby **zásob** se ve druhém čtvrtletí 2010 dále výrazně zvýšila a ze všech výdajových složek HDP vykazovala největší příspěvek k jeho meziročnímu růstu (Graf III.3.2). Výrazné oživení tvorby zásob v první polovině roku 2010 zřejmě souviselo s růstem zahraniční poptávky a postupným obnovením předkrizových stavů zásob v průmyslu a ve vývozně orientovaných odvětvích.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2010 se příznivý vývoj **čistého vývozu zboží a služeb**¹⁷, patrný v předchozích dvou čtvrtletích, zastavil. Čistý vývoz dosáhl přebytku 19,5 mld. Kč a po dvou čtvrtletích výrazného meziročního růstu se nepatrně snížil (o 1,5 mld. Kč). V mezičtvrtletním srovnání ale vzrostl o téměř 6 mld. Kč (Graf III.3.8).

Za mírným snížením přebytku čistého vývozu v meziročním srovnání stálo především znatelné zrychlení dynamiky **celkového dovozu**; celkový dovoz vzrostl ve druhém čtvrtletí 2010 o 13,8 %, což bylo o 3 procentní body více než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.9).

Celkový vývoz si udržel vysokou dynamiku meziročního růstu, která se jen nepatrně zvolnila (o 0,4 procentního bodu na 13,1 %). Její dosažená úroveň svědčila o zotavování ekonomického výkonu v zemích našich hlavních obchodních partnerů, a také schopnosti výrobců přeměňovat část vývozu na jiné trhy. I při pokračující vysoké dynamice růstu však objem vývozu ve stálých cenách ještě nedosahoval předkrizové úrovně. Podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích byla meziroční dynamika růstu vývozu také částečně ovlivněna efektem nízké základny předchozího roku, kdy dosáhl propadu vývozu v důsledku světové krize dvouciferných hodnot.

III.3.3 Nabídka

Na straně nabídky se pokračující zotavování české ekonomiky z propadu způsobeného světovou finanční a hospodářskou krizí projevilo v dalším nárůstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách. Již počtvrté v řadě mezičtvrtletně vzrostla a stejně jako v prvním čtvrtletí znamenala i meziroční růst (o 2,7 %), který však byl opět značně ovlivněn efektem nízké srovnávací základny z roku 2009 (Graf III.3.10).

Na meziročním růstu přidané hodnoty se i ve druhém čtvrtletí významně podílelo **odvětví průmyslu** (1,3 procentního bodu) a v jeho rámci především zpracovatelský průmysl; kladný byl ale tentokrát i příspěvek odvětví těžby a výroby a rozvodu energií (Graf III.3.10). Růst přidané hodnoty v tomto odvětví byl dosažen při poměrně rychlém meziročním růstu průmyslové výroby podporovaném většinou odvětví v průmyslu.

17 V cenách roku 2000, sezonně očištěno.

Její dynamika byla nadále významně ovlivňována zmíněnou nízkou srovnávací základnou, nicméně úroveň produkce v průmyslu se setrvale zvyšovala (Graf III.3.11). Zatím však nedosahovala předkrizové úrovně. Také míra využití výrobních kapacit v průmyslu zůstala i přes postupný nárůst ve srovnání s předkrizovými hodnotami stále poměrně nízká (Graf III.3.12). K růstu produkce v průmyslu přispěl ve druhém čtvrtletí 2010 zejména vývoj zahraniční poptávky, který se projevil v meziročním růstu reálného vývozu zboží o 13,5 %.

Podle posledních publikovaných údajů za srpen se průmyslová produkce dále meziměsíčně zvyšovala a v meziročním srovnání vzrostla o 9,6 %¹⁸. Tento růst byl nadále tažen spíše zahraniční než domácí poptávkou, což indikovaly rychle rostoucí tržby z přímého vývozu. Poslední dostupné údaje o vývoji **nových průmyslových zakázek** z července a srpna ukazují na pokračující meziroční růst, jehož tempo je však rovněž ovlivněno efektem srovnávací základny (Graf III.3.13). Tento poznatek koresponduje s výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ, podle kterých podnikatelé v průmyslu v září snížili hodnocení očekávané poptávky, zejména domácí. Nedostatečná poptávka tak zatím zůstává podnikateli v průmyslu vnímána jako největší bariéra růstu produkce, i když tato bariéra pozvolna slábne.

Příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k meziročnímu růstu celkové hrubé přidané hodnoty se ve druhém čtvrtletí 2010 zvýšil a v souhrnu byl vyšší než v průmyslu (1,6 procentního bodu). V souladu s pokračujícím růstem produkce v průmyslu zesílil růst přidané hodnoty zejména v odvětví doprava, skladování, a v odvětvích služeb pro podniky. V maloobchodě naopak přidaná hodnota setrvala i ve druhém čtvrtletí v meziročním poklesu, který se nicméně již přiblížil k nulové hodnotě, což korespondovalo s vývojem reálných tržeb v nemotoristickém segmentu maloobchodu. Poslední údaje o vývoji tržeb v maloobchodě prozatím nesignalizují zřetelné změny ve vývoji spotřebitelské poptávky v nejbližším období.

Stavebnictví ve druhém čtvrtletí 2010 mezičtvrtletně rostlo a korigovalo tak svůj propad z předchozího čtvrtletí. Jeho produkce však zůstala nižší než ve stejném období předchozího roku, a tak příspěvek stavebnictví k celkovému meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty byl záporný (Graf III.3.10). Také v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí zaznamenala stavební produkce meziroční pokles, který byl zejména ovlivněn váhově významnějším pozemním stavitelstvím. Produkce inženýrského stavitelství se naopak v srpnu zvýšila a její nárůst lze očekávat i v nejbližším období, neboť orientační hodnota staveb povolených v srpnu meziročně vzrostla.¹⁹ Je však pravděpodobné, že ministerstvem dopravy avizovaná zastavení a omezení výstavby dopravních staveb mohou vést k opětovnému poklesu produkce inženýrského stavitelství.

¹⁸ Jedná se o sezonně očištěný údaj.

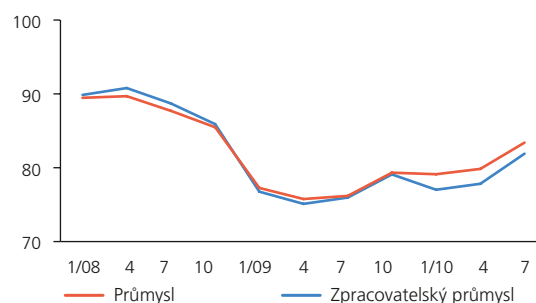
¹⁹ Zejména v důsledku vydaných povolení na stavby pro energetiku (zejména fotovoltaické elektrárny) a na finančně nákladné stavby dopravní infrastruktury.

GRAF III.3.12

VYUŽITÍ VÝROBNÍCH KAPACIT

Míra využití výrobních kapacit v průmyslu zůstává nižší než před krizí

(plné využití kapacit = 100)

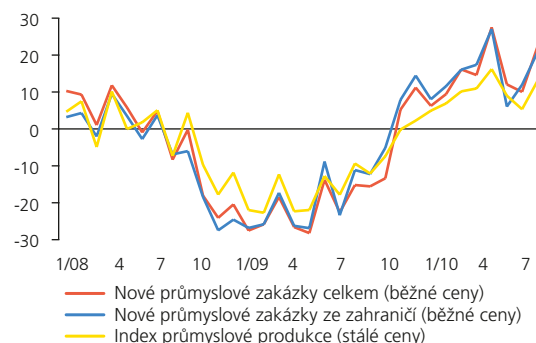


GRAF III.3.13

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

K meziročnímu růstu nových zakázek přispívá efekt nízké srovnávací základny

(meziroční změny v %)

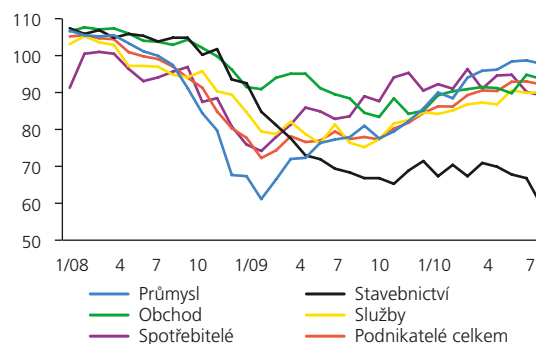


GRAF III.3.14

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Zvyšování podnikatelského indikátoru důvěry se zastavilo

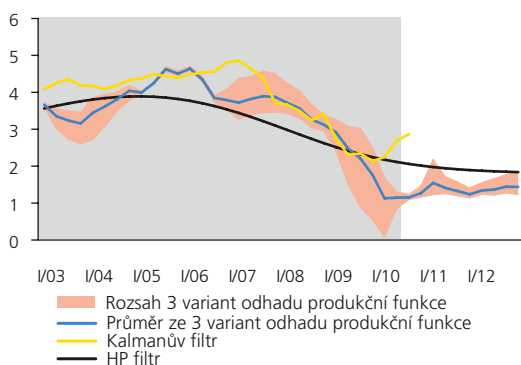
(průměr roku 2005 = 100; zdroj: ČSÚ)



GRAF III.3.15

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

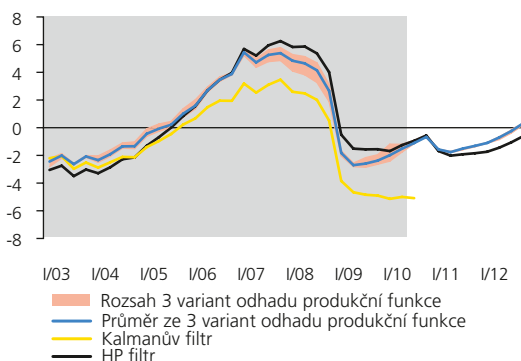
Ve druhém čtvrtletí 2010 se zastavilo zpomalování tempa růstu potenciálního produktu (meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

MEZERA VÝSTUPU

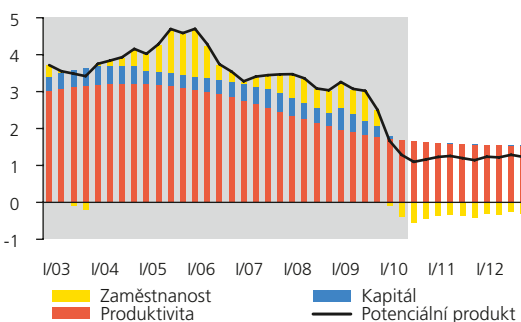
Mezera výstupu se mírně přivřela (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.17

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Příspěvek zaměstnanosti k růstu potenciálu (v základní variantě produkční funkce) je záporný (meziroční změny v %)



Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ došlo ve třetím čtvrtletí 2010 k poklesu celkového **indikátoru důvěry**, když nejprve poklesla důvěra spotřebitelů a v září pak i důvěra podnikatelů. Zatímco důvěra podnikatelů ve službách ve třetím čtvrtletí stagnovala a u podnikatelů v průmyslu a obchodě se v září jen nepatrně zhoršila, ve stavebnictví ve třetím čtvrtletí výrazně zesílila negativní očekávání (Graf III.3.14).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Podle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**²⁰ se ve druhém čtvrtletí 2010 zastavilo zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu (Graf III.3.15). Tempo růstu potenciálního produktu zůstalo stejné jako v předchozím čtvrtletí na hodnotě 1,1 %²¹. Odpovídající mezera výstupu se dále mírně přivřela na -1,5 % (oproti -2,0 % v prvním čtvrtletí 2010)²¹. Výpočty pro následující čtvrtletí tohoto roku naznačují mírné zrychlení růstu potenciálního produktu a pozvolné přivírání mezery výstupu (Graf III.3.16). Očekávané zpomalení meziročního růstu HDP v roce 2011 však bude spojeno s opětovným zpomalením míry růstu potenciálního produktu a také s mírným otevřením mezery výstupu více do záporu. V roce 2012 se bude vývoj pravděpodobně opět zlepšovat a koncem roku 2012 by mohlo dojít k překmitu mezery výstupu do kladných hodnot.

Podle základní varianty výpočtu produkční funkce ve druhém čtvrtletí ještě pokračovalo zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu a k jeho zrychlení má dojít až koncem tohoto roku. Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v této základní variantě ukazuje, že za zpomalením meziročního růstu potenciálu ve druhém čtvrtletí 2010 stál záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti (Graf III.3.17). Zároveň se téměř k nule snížil příspěvek kapitálu. Příspěvky produktivity se ve druhém čtvrtletí výrazněji nezměnily, a také v následujících čtvrtletích očekáváme jejich setrvání poblíž současných hodnot.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru** naznačuje o něco vyšší hodnotu růstu potenciálu (2,1 % ve druhém čtvrtletí 2010) a méně otevřenou mezera výstupu (-1,3 %). Odhad potenciálního produktu pomocí **Kalmanova filtru**, jehož významnou výhodou je přímé zohlednění cenového vývoje, měnových podmínek apod., naopak naznačuje vlivem nízké pozorované inflace rychlejší růst potenciálního produktu (2,7 % ve druhém čtvrtletí 2010). Mezera výstupu je tak dle této metody v současnosti mnohem více otevřená do záporných hodnot (-5,0 %), zatímco pro období let 2007–2008 naznačuje výrazně menší rozsah přehřátí české ekonomiky, což je v souladu s intuicí. Nicméně přetrvávající výrazný rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod vyjadřuje velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

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

21 Průměry ze tří variant výpočtu.

III.4 TRH PRÁCE

Zmírnění poklesu zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí 2010 se příznivě projevuje i ve vývoji obecné a registrované míry nezaměstnanosti. Meziroční růst průměrné mzdy po výrazném zpomalení na začátku letošního roku mírně zrychlil. Zároveň bylo ve druhém čtvrtletí zaznamenáno zrychlení růstu národohospodářské produktivity. Při zřetelném oživení ekonomické aktivity a současně pouze mírném nárůstu objemu mezd a platů se mzdová náročnost produktu i ve druhém čtvrtletí 2010 meziročně snížila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující oživení hospodářské aktivity se ve druhém čtvrtletí 2010 projevilo ve zřetelném oslabení meziročního poklesu celkové **zaměstnanosti** oproti předchozímu čtvrtletí (z -2,4 % v prvním čtvrtletí na -1,2 % ve druhém čtvrtletí). V absolutním vyjádření to znamenalo zmírnění meziročního poklesu počtu zaměstnaných o téměř 60 tis. osob oproti předchozímu čtvrtletí.²² V mezičtvrtletním srovnání se již zaměstnanost ve druhém čtvrtletí zvýšila o 0,6 %. V kontextu s vývojem dalších dílčích indikátorů tento výsledek naznačoval, že trh práce zřejmě dosáhl v prvním čtvrtletí svého dna a dochází k obratu dosavadního trendu (Graf III.4.1).

Tomu nasvědčoval i **vývoj počtu zaměstnanců**²³, který v období krize zřetelně směřoval k prohlubování meziročního poklesu. Ve druhém čtvrtletí se tento trend již zastavil a meziroční pokles zaměstnanců se naopak zmírnil (oproti prvnímu čtvrtletí 2010 o 0,6 procentního bodu na -2,6 %). Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl jeho dopad do celkové zaměstnanosti částečně tlumen nárůstem počtu podnikatelů (o 5,5 %).²⁴

Zmírnění dosavadních nepříznivých tendencí ve vývoji zaměstnanosti bylo pozorováno zejména v **průmyslu**, který byl v předchozích čtvrtletích nejvíce zasažen propadem poptávky. Příspěvek průmyslu k celkovému poklesu zaměstnanosti byl sice nadále nejvyšší (Graf III.4.2), avšak zaměstnanost v tomto odvětví klesala ve druhém čtvrtletí přibližně o polovinu pomaleji než v prvním čtvrtletí 2010 (o 2,8 %, tj. o 58,9 tis. osob). Situace se zlepšila především ve zpracovatelském průmyslu, kde se počet zaměstnaných osob meziročně snížil o 40,3 tis. osob, zatímco v prvním čtvrtletí byl jejich pokles zhruba dvojnásobný. Probíhající změny ve vývoji zaměstnanosti v průmyslu tak potvrzovaly pozvolnou reakci podniků na pokračující oživení poptávky. Zaměstnanost ale stále ještě klesala, a tak produktivita při rostoucí produkci pokračovala v rychlém růstu (o 9,4 %; Graf III.4.3).

22 V prvním čtvrtletí 2010 se počet zaměstnaných osob meziročně snížil o 117,6 tis. osob, ve druhém čtvrtletí 2010 o 60,3 tis. osob.

23 Včetně členů produkčních družstev.

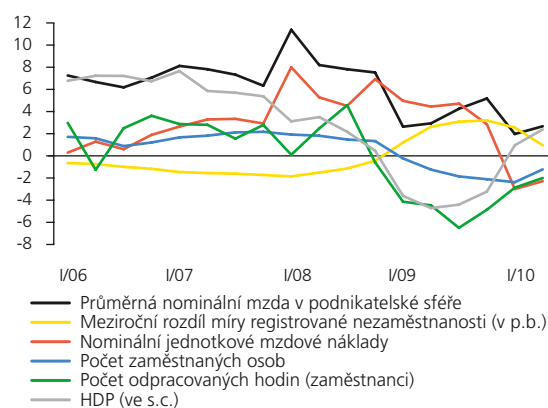
24 Zaměstnanci po ztrátě zaměstnání často hledají hlavní uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti.

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Při pokračujícím hospodářském oživení se pokles zaměstnanosti zřetelně zmírnil

(meziroční změny v %, procentních bodech)

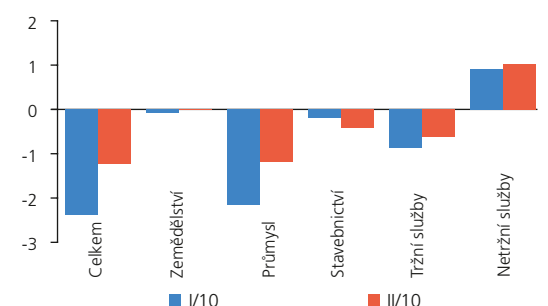


GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Ke zmírnění poklesu zaměstnanosti došlo v průmyslu i tržních službách

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

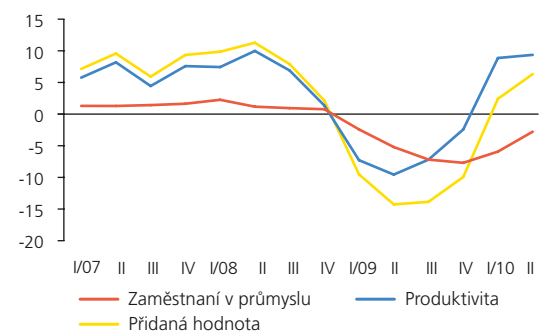


GRAF III.4.3

ZAMĚSTNANOST V PRŮMYSLU

Podniky reagují na vývoj poptávky změnami v zaměstnanosti se zpožděním, což se odráží v rychlém růstu produktivity

(meziroční změny v %)

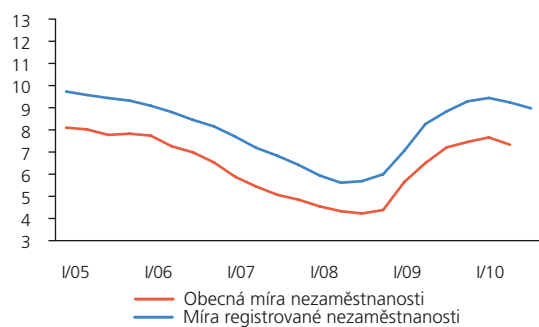


GRAF III.4.4

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Objevují se známky obratu ve vývoji míry nezaměstnanosti

(v %, sezonně očištěné údaje; zdroj: MPSV, ČSU, propočít ČNB)

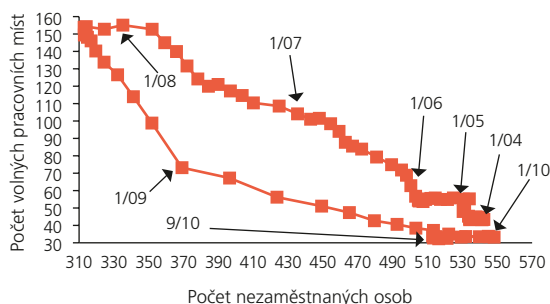


GRAF III.4.5

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Snižování počtu nezaměstnaných osob bylo doprovázeno jen nepatrným zvyšováním počtu volných pracovních míst

(sezonně očištěné počty v tis.)



Ve **službách a obchodu**, kde minulá prognóza předpokládala pokles zaměstnanosti v důsledku zpožděné reakce na hospodářskou krizi, meziroční růst zaměstnanosti ve druhém čtvrtletí naopak zesílil na 0,7 %. V mezičtvrtletním srovnání byl její nárůst ještě vyšší a dosáhl 1,5 %. Při podrobnějším pohledu je vidět, že zaměstnanost meziročně vzrostla nejvíce ve zdravotní a sociální péči následované veřejnou správou a obranou (o 26,5 tis. osob, resp. 14,4 tis. osob).

Obecná míra nezaměstnanosti²⁵ se ve druhém čtvrtletí 2010 po delším období nárůstu snížila (na 7,4 %; Graf III.4.4) zejména díky nárůstu zaměstnanosti. K jejímu snížení také významně přispěl pokles pracovní síly, ve značné míře ovlivněný změnou v míře ekonomické aktivity populace ve věku nad patnáct let. **Míra registrované nezaměstnanosti** (MPSV) rovněž ve druhém čtvrtletí začala klesat a tento trend pokračoval se zmírňující se tendencí i ve třetím čtvrtletí (pokles na 8,8 %).²⁶

O prozatím jen pozvolném zlepšování situace na trhu práce svědčil vývoj **Beveridgeovy křivky** (Graf III.4.5). Podle ní sice pokračuje snižování počtu nezaměstnaných osob²⁷, jeho tempo se však v posledních měsících zmírňuje a navíc stále nedochází k výraznému obratu v počtu volných pracovních míst.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném zpomalení **růstu průměrné nominální mzdy** v prvním čtvrtletí 2010 na nejnižší hodnotu dosaženou od počátku srovnatelné časové řady (meziročně na 2,2 %) ve druhém čtvrtletí její růst jen mírně zrychlil na 2,4 %. Reálný růst průměrné mzdy dosáhl 1,2 %. Ke zrychlení růstu průměrné nominální mzdy přispěl hlavně podnikatelský sektor, kde se tempo jejího meziročního růstu zvýšilo oproti prvnímu čtvrtletí o 0,7 procentního bodu na 2,7 %. V nepodnikatelském sektoru naopak pokračoval trend zpomalení dynamiky růstu z předchozích čtvrtletí (na 1 %). Reálně se pak průměrná mzda v tomto sektoru velmi mírně meziročně snížila (Tab. III.4.1).

Ke zvyšování mezd přistupovali zaměstnavatelé v aktuální fázi cyklu jen v malém rozsahu. K poklesu mezd již ale docházelo zřídka (pouze v oblasti vzdělávání a dopravy a skladování), přičemž i v těchto oborech šlo o meziroční snížení průměrné mzdy v řádu několika desetin. V průmyslu růst průměrné mzdy ve druhém čtvrtletí zpomalil oproti prvnímu čtvrtletí o 0,4 procentního bodu na 3,5 %, zejména vlivem vývoje mezd ve zpracovatelském průmyslu.²⁸ V nepodnikatelském sektoru výrazně vzrostla průměrná mzda pouze v odvětví zdravotní a sociální péče (meziročně o 4,9 %).

25 Měřené metodikou ILO dle VŠPS, sezonně očištěno ČNB.

26 Podle sezonně očištěných údajů se snížila na 9 %.

27 S výjimkou měsíce září 2010.

28 Meziroční růst průměrné mzdy zde ve druhém čtvrtletí 2010 oproti prvnímu čtvrtletí 2010 zpomalil o 0,6 procentního bodu na 3,2 %.

TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Ve druhém čtvrtletí 2010 NJMN setrvaly v poklesu

(meziroční změny v %)

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

Ve druhém čtvrtletí meziroční růst **národohospodářské produktivity práce** dále zrychlil o 0,9 procentního bodu na 4 %. Na rozdíl od prvního čtvrtletí, kdy obnovení růstu produktivity bylo podpořeno převážně klesající zaměstnaností, ve druhém čtvrtletí již dominoval příspěvek růstu HDP (Graf III.4.6). V rámci odvětví byly nadále patrné značné rozdíly ve změnách produktivity, zejména v důsledku rozdílného vývoje poptávky v jednotlivých oborech. Zatímco v průmyslu rostla produktivita i ve druhém čtvrtletí velmi rychle (meziročně o 9,4 %), ve stavebnictví v důsledku útlumu poptávky v pozemním i inženýrském stavitelství produktivita již druhé čtvrtletí v řadě klesala, i když mírněji než v předchozím čtvrtletí. V ostatních sektorech se produktivita mírně zvýšila.

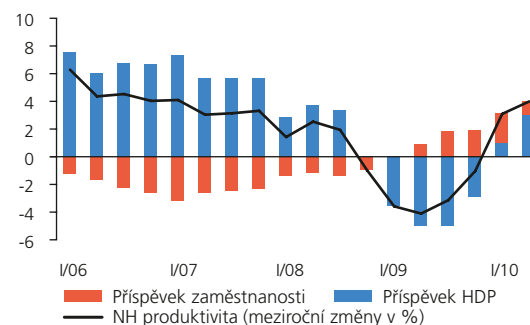
Za uvedených okolností se i ve druhém čtvrtletí 2010 **mzdová náročnost** produktu meziročně snížila. Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN) se ve druhém čtvrtletí meziročně snížily o 2,3 % (Graf III.4.7). K tomuto poklesu přispělo další zesílení růstu hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí. Vliv tohoto faktoru byl na rozdíl od předchozího čtvrtletí částečně kompenzován obnoveným mírným nárůstem objemu mezd a platů, ke kterému došlo při souběhu mírného zrychlení průměrné mzdy a oslabení poklesu zaměstnanosti. Nejvíce se mzdová náročnost produktu snížila v průmyslu, kde výrazně klesala jak ve zpracovatelském průmyslu, tak v odvětví energie, plynu a vody (o 4,8 %, resp. 5,1 %). V tržních službách byl meziroční pokles NJMN výsledkem souběhu mírného růstu přidané hodnoty a výraznějšího poklesu objemu mezd a platů.

GRAF III.4.6

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Růst produktivity ve druhém čtvrtletí 2010 zrychlil

(příspěvy v procentních bodech, meziroční změny v %)

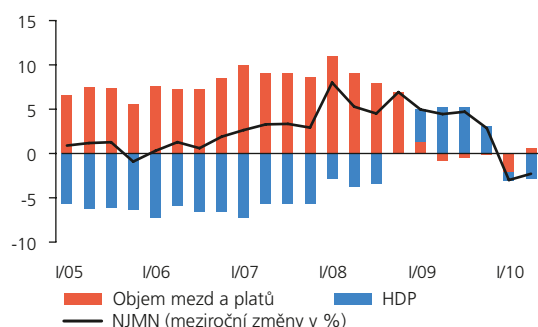


GRAF III.4.7

NJMN

K meziročnímu snížení NJMN přispělo zrychlení tempa růstu HDP

(příspěvy v procentních bodech, meziroční změny v %)

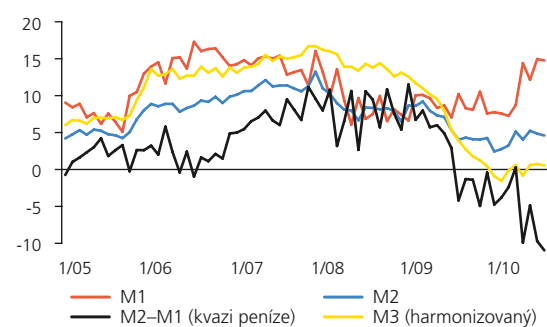


GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Růst peněžního agregátu M2 je nadále poměrně slabý

(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

STRUKTURA PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ

Zrychlila dynamika růstu jednoduchých vkladů, prohloubil se pokles vkladů s výpovědní lhůtou

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

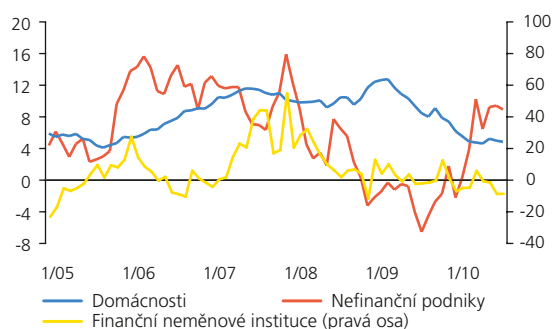
	I/10	II/10	7/10	8/10	Podíly na M2 v % 8/10
M1	7,5	11,8	15,0	14,8	66,4
Oběživo	-2,4	-0,9	0,5	0,3	12,8
Jednodenní vklady	10,6	15,6	19,2	18,8	53,6
M2-M1 (kvazi-peníze)	-3,7	-4,8	-9,7	-11,0	33,6
Vklady s dohod. splatností	-7,7	-3,5	0,6	-1,2	19,9
do 2 let	-19,9	-17,3	-13,9	-16,9	13,1
nad 2 roky	53,2	57,3	59,2	55,0	6,8
Vklady s výpovědní lhůtou	3,6	-6,2	-21,6	-22,5	13,2
do 3 měsíců	-5,7	-7,0	-18,8	-19,0	11,4
nad 3 měsíce	64,5	-1,4	-35,8	-38,7	1,8
Repo operace	-37,2	-13,4	-33,9	-11,0	0,5
M2	2,8	4,8	4,8	4,6	100,0

GRAF III.5.2

VKLADY DLE SEKTORŮ V RÁMCI M2

Vklady sektorů odpovídají fázi hospodářského oživení a nastávajícího obratu na trhu práce

(meziroční změny v %)



III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžní zásoby zůstává umírněný. Nízká hladina úrokových sazeb a ožívání ekonomiky se odrážejí ve zvyšování transakčních peněz a vkladů podniků. Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem celkově jen pozvolna rostou, přičemž pokles úvěrů nefinančním podnikům se zmírňuje a úvěry domácnostem zaznamenávají nadále zpomalující růst. Klientské úrokové sazby většinou již jen mírně klesaly či přetrvávaly na úrovni předchozího měsíce, což odráželo stagnaci sazeb peněžního trhu a minulý pokles dlouhodobých výnosů vládních dluhopisů. Klientské rizikové prémie u domácností mírně poklesly. Kurz koruny vůči euru ve třetím čtvrtletí posílil. Finanční indikátory nefinančních podniků a domácností se zlepšily. Podniky při poklesu úvěrů využívaly ve druhém čtvrtletí především financování prostřednictvím emise dluhopisů. Zadluženost domácností se snížila, jejich zatížení čistými úrokovými platbami však rostlo. Ve třetím čtvrtletí realizační a nabídkové ceny bytů nadále klesaly.

III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 se v průběhu třetího čtvrtletí mírně snižuje a v srpnu dosáhl 4,6 % (Graf III.5.1).²⁹ Dynamika peněžní zásoby zůstává umírněná, a to i přes její zvýšení ve druhém čtvrtletí vlivem emise podnikových dluhopisů. Inflační tlaky plynoucí z vývoje peněžní zásoby jsou tudíž slabé.

Ve struktuře peněžního agregátu M2 vzrostla dynamika M1 a naopak se prohloubil pokles kvazi-peněz. Pokračovaly přesuny termínovaných vkladů s kratší splatností (do dvou let a do tří měsíců) do jednoduchých vkladů. Oběživo po meziročním poklesu v první polovině roku 2010 následně ve třetím čtvrtletí nepatrně vzrostlo. Termínované vklady s dlouhodobou splatností (nad dva roky) se zvyšovaly stále vysokým tempem, i když mírněji než v předchozích několika měsících vlivem jejich nižšího úročení (Tab. III.5.1). Naopak pokles vkladů s výpovědní lhůtou se dále prohloubil.

Dynamika růstu celkového objemu vkladů se začala meziročně zvyšovat (v srpnu dosáhla 3,1 %). Poměr bankovních vkladů k úvěrům dosahuje téměř 140 % a vlivem umírněného růstu úvěrů roste. Meziroční dynamika vkladů nefinančních podniků po dubnovém prudkém zvýšení daném emisí dluhopisů velkých subjektů na zahraničních trzích ve třetím čtvrtletí stagnuje a v srpnu dosáhla 8,9 %. Podniky zvyšují likvidní finanční aktiva v důsledku dalšího zlepšení cash flow. Lze předpokládat, že vývoj vkladů podniků bude nadále pozitivně ovlivňován ožíváním ekonomiky. Meziroční růst vkladů domácností po poklesu zaznamenaném od počátku roku 2009 rovněž v posledních několika

²⁹ Harmonizovaný peněžní agregát M3 meziročně vzrostl o pouhých 0,6%. Předstih v tempu růstu M2 oproti M3 je důsledkem vyšší poptávky po dlouhodobých termínovaných vkladech v posledních měsících, které v M3 na rozdíl od M2 nejsou zahrnuty.

měsících stagnuje a v srpnu činil 4,8 %. V tom se projevvalo mírné zvýšení nominálních příjmů. Vklady finančních neměnových institucí se od roku 2008 až na krátkodobé kolísání výrazněji nemění (Graf III.5.2).

III.5.2 Úvěry

Meziroční růst stavu **úvěrů podnikům a domácnostem** se jen pozvolna zvyšuje. V srpnu 2010 dosáhl 1,1 % a po úpravě o netranksakční vlivy 1,8 % (Graf III.5.3). V uvedeném vývoji se projevuje zmírňování poklesu úvěrů nefinančním podnikům při stále slábnoucím růstu úvěrů domácnostem. Kladný příspěvek úvěrů poskytnutých v souvislosti s trhem nemovitostí stagnuje (viz Box 3). V eurozóně dosahuje meziroční růst úvěrů podobně nízké hodnoty 1 %. Nové úvěry ukazují na zmírňování jejich poklesu u nefinančních podniků a stagnaci u domácností (Graf III.5.4). To odráží postupné ožívování ekonomiky a snižování úrokových sazeb.

Pokles stavu **úvěrů nefinančním podnikům** dosáhl v srpnu 4 %. Zmírňoval se propad krátkodobých úvěrů se splatností do jednoho roku při růstu dlouhodobých úvěrů. Od počátku roku 2010 slábne pokles úvěrů ve všech odvětvích s výjimkou stavebnictví (Graf III.5.5). Pokles indikátoru důvěry ve stavebnictví a naopak jeho růst v ostatních odvětvích ukazuje na pokračování uvedených tendencí i v následujících měsících. Vývoj úvěrů podnikům je v souladu s postupným ožíváním poptávky v průmyslu a zmírňování finančních problémů podniků, na druhou stranu větší dostupnost vnitřních zdrojů pravděpodobně brzdí výraznější oživení růstu úvěrů. Podle červencového konjunkturálního průzkumu pouze 8 % průmyslových podniků očekává v následujících několika měsících zvýšené čerpání úvěrů. Obnovení meziročního růstu úvěrů lze tudíž předpokládat až v závěru roku 2010 s tím, že toto oživení bude spíše pozvolné.

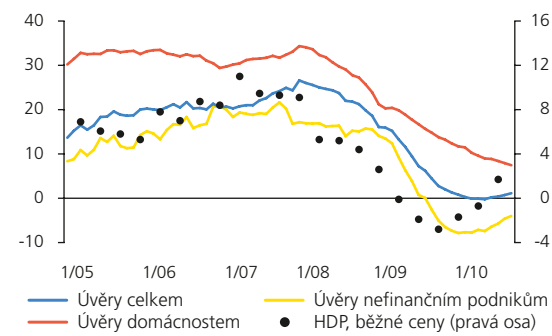
Meziroční dynamika stavu **úvěrů poskytnutých domácnostem** pokračuje v mírném zpomalování, na rozdíl od nefinančních podniků však zůstává kladná (v srpnu 7,5 %). Méně rostou úvěry na bydlení i na spotřebu při mírném růstu nominálních příjmů a stále vysoké míře nezaměstnanosti (Graf III.5.6). Pozvolné snižování úrokových sazeb se však projevuje ve zmírňování poklesu nových úvěrů na bydlení (Graf III.5.7).³⁰ Výraznějšímu oživení stále brání přetrvávající nejistoty na trhu práce a trhu s bydlením. Nové spotřebitelské úvěry stále poměrně výrazně klesají. Oživení úvěrů domácnostem je tlumeno nadále poměrně vysokými klientskými rizikovými premiemi (viz níže). Růst úvěrů domácnostem by se měl v závěru roku 2010 pohybovat kolem aktuálních hodnot.

GRAF III.5.3

STAVY ÚVĚRŮ PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Meziroční růst úvěrů je nízký

(meziroční změny v %)

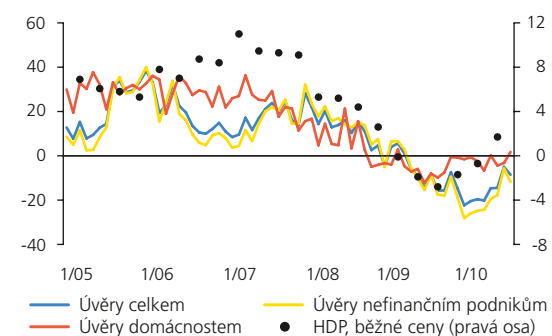


GRAF III.5.4

NOVÉ ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Pokles nových úvěrů se zřetelně zmírnil

(meziroční změny v %)

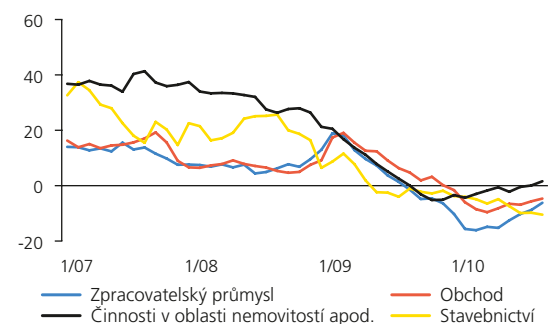


GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Pokles úvěrů se zmírnil ve většině sledovaných odvětví, zatímco ve stavebnictví se prohloubil

(meziroční změny v %)



Poznámka: Časové řady stavebnictví a činnosti v oblasti nemovitostí byly z důvodu změny metodiky v roce 2009 upraveny.

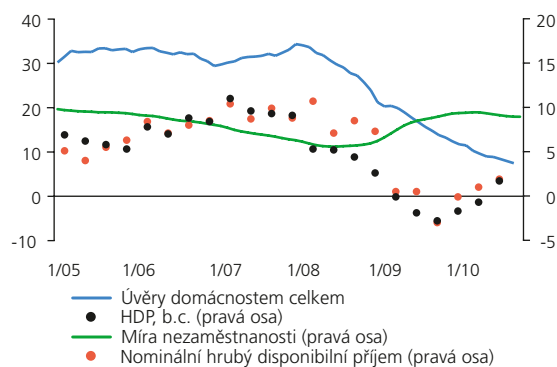
30 Podle Hypoindexu za září 2010 úrokové sazby z hypoték klesaly a objem hypoték rostl.

GRAF III.5.6

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů domácnostem nadále mírně zpomaluje

(meziroční změny v %)

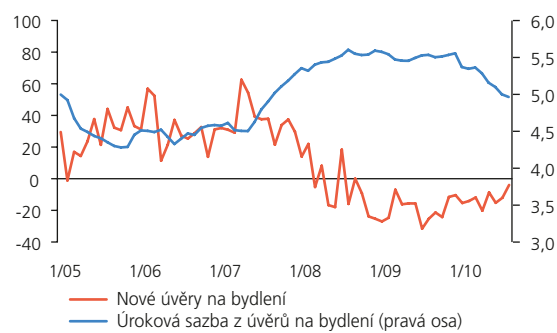


GRAF III.5.7

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

Při postupném snižování úrokových sazeb se pokles nových úvěrů na bydlení zmírnil

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

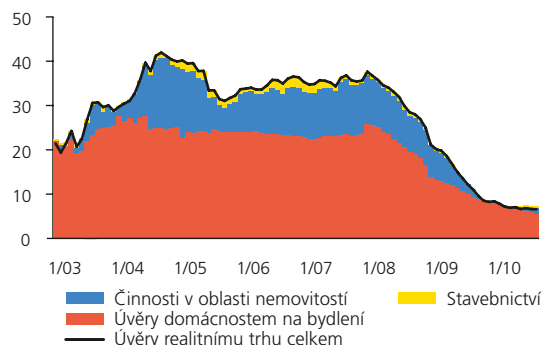


GRAF 1 (Box)

STRUKTURA ÚVĚRŮ REALITNÍMU TRHU

Růst úvěrů spojených s realitním trhem během krize výrazně zpomalil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Poměr **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech setrval v srpnu u úvěrů nefinančním podnikům na úrovni 9 %, naopak u spotřebitelských úvěrů a u úvěrů na bydlení dále mírně vzrostl na 10,2 %, resp. 3,2 %. Ve vývoji úvěrů se selháním by se mělo začít postupně projevovat zlepšování solventnosti podniků a domácností (část III.5.6). Celkový objem úvěrů v selhání dosáhl v srpnu 116 mld. Kč, což je o třetinu více než před rokem a dvojnásobně více oproti roku 2008.

BOX 3

Úvěry související s realitním trhem v současné fázi hospodářského cyklu

Trh s nemovitostmi velmi úzce souvisí s vývojem úvěrů na bydlení, úvěrů podnikům zabývajících se činnostmi v oblasti nemovitostí (developerům) a částečně i ve stavebnictví. Tento box proto analyzuje význam uvedených segmentů na celkových úvěrech. Širší pohled je relevantní zejména s ohledem na stále slabý trh s nemovitostmi odrážející se v přetrvávajícím poklesu cen rezidenčních i komerčních nemovitostí (viz část III 5.7).

K růstu úvěrů realitnímu trhu přispívaly v letech 2004 až 2009 dvěma třetinami úvěry na bydlení. Příspěvek úvěrů developerům činil jednu třetinu, v sektoru stavebnictví byl okrajový³¹. Na zpomalení růstu úvěrů realitnímu trhu se přitom od roku 2008 podílely všechny uvedené segmenty. To bylo ovlivněno snížením poptávky po úvěrech ze strany domácností a firem, ale i zpřísněním úvěrových podmínek ze strany bank. Aktuálně se meziroční růst úvěrů realitnímu trhu pohybuje okolo 7 %. Kladný příspěvek úvěrů na bydlení stále klesá, je však jednoznačně nejvyšší ze všech uvedených složek. Příspěvek úvěrů developerům se nepatrně zvyšuje, v sektoru stavebnictví je okrajový (Graf 1).

Úvěry realitnímu trhu se významně podílejí na růstu celkových úvěrů poskytnutých do ekonomiky. V roce 2008, kdy bylo dosaženo vrcholu úvěrového cyklu, tyto úvěry přispívaly 16 procentními body k téměř 30% růstu celkových úvěrů. Příspěvky ostatních odvětví byly méně významné, přičemž zde došlo po prohloubení globální finanční a ekonomické krize k propadu celkových úvěrů. V roce 2010 kladný příspěvek úvěrů realitnímu trhu stagnuje (pouze tento segment vykazuje kladný příspěvek), záporné příspěvky úvěrů ostatním odvětvím se většinou zmírňují (Graf 2).

Meziroční tempa růstu úvěrů poskytnutých podnikům na činnosti související s trhem nemovitostí ukazují, že v roce 2010 se zastavil pokles úvěrů developerům, zatímco propad úvěrů do stavebnictví pokračuje (Graf 3). Hrubá přidaná hodnota

31 Úvěry poskytnuté stavebnictví navíc souvisí s realitním trhem jen ze 64 %, zbývající část úvěrů jsou úvěry do inženýrského stavitelství apod.

u developerů přitom stagnuje a známky jejího případného oživení jsou velmi slabé, zatímco ve stavebnictví přidaná hodnota dále klesá. Indikátor důvěry ve stavebnictví se stále snižuje, pokles stavební produkce a nových zakázek však slábne. Pokračování nepříznivého vývoje v obou segmentech ukazují i jejich problémy se splácením úvěrů, byť ve stavebnictví ve výrazně větším měřítku. Podíl úvěrů se selháním na celkových úvěrech se zvýšil ve stavebnictví na 14 %, resp. u developerů na 6 % (ze 6 %, resp. 1 % v roce 2007).

U nových úvěrů domácnostem na bydlení dochází v roce 2010 na rozdíl od stavů úvěrů ke zmírňování jejich poklesu, přičemž v segmentu velkých bank již tyto úvěry rostou. Zvyšují se nové úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let při přetrvávajícím poklesu nových úvěrů s ostatními fixacemi sazeb (Graf 4). Podíl nových úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let na celkových nových úvěrech na bydlení se tak zvýšil na 51 %, v posledních měsících rovněž nepatrně vzrostl podíl úvěrů s fixací sazby do jednoho roku na 17 % (dle Hypoindexu poměr úvěrů s variabilní sazbou činí 4 %). Naopak podíl nových úvěrů s delšími fixacemi klesá. To je ovlivňováno snižováním sazeb, které bylo nejvýraznější právě u úvěrů s fixacemi do pěti let.

Zatímco úrokové sazby a klientské rizikové prémie v poslední době klesají, poměr úvěrů k hodnotě zastavené nemovitosti (LTV) přetrvává od počátku roku 2009 na úrovni 56 %. Banky tudíž celkově uvolňují úrokové podmínky úvěrů na bydlení, zatímco neúrokové podmínky se viditelně nemění. Nejnížší sazby z nových úvěrů na bydlení jsou u velkých bank, aktuálně však dochází k zastavování jejich poklesu (Graf 5).

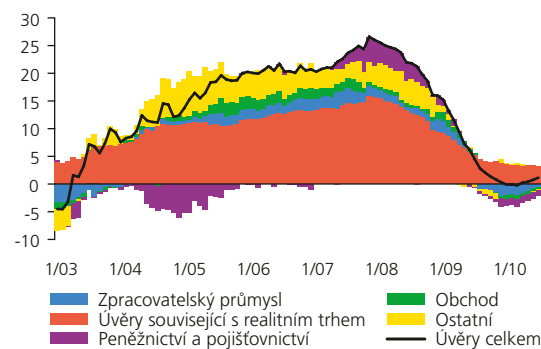
Lze tedy shrnout, že po propuknutí globální finanční a ekonomické krize byl vývoj úvěrů realitnímu trhu ovlivněn negativně, a to velmi záhy a ve značné intenzitě. Banky začaly přistupovat k úvěrům developerům velmi obezřetně kvůli typicky nízkému podílu vlastních zdrojů investovanému developerem do jejich projektů. Menší a střední banky současně čelily přechodnému nedostatku zdrojů po nárůstu napětí na finančních trzích. Na straně hypoték začala postupně dominovat nižší poptávka po úvěrech v důsledku obezřetnějšího přístupu domácností k zadlužování, v podmínkách sílící ekonomické recese. Zpomalování růstu úvěrů realitnímu trhu však již v roce 2010 pravděpodobně dosáhlo svého dna. Aktuálně úvěry developerům stagnují a zmírňuje se pokles nových úvěrů na bydlení. Úvěrový trh s bydlením je nicméně stále relativně slabý, což je v souladu s jen pozvolným zotavováním trhu práce a s přetrvávajícím poklesem nabídkových i realizačních cen bytů. Teprve výraznější oživení úvěrů na bydlení společně s obnovením růstu úvěrů developerům a stavebnictví by mohlo podpořit zrychlení dynamiky celkových úvěrů. Růst úvěrů by měl ale být s ohledem na očekávaný nižší hospodářský růst oproti minulosti umírněnější.

GRAF 2 (Box)

VÝZNAM ÚVĚRŮ REALITNÍMU TRHU V CELKOVÝCH ÚVĚRECH

Úvěry realitnímu trhu mají klíčový příspěvek k růstu celkových úvěrů

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

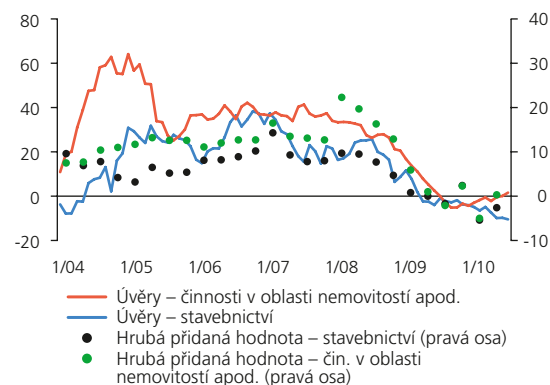


GRAF 3 (Box)

ÚVĚRY A HRUBÁ PŘIDANÁ HODNOTA PODNIKŮ REALITNÍHO TRHU

Úvěry developerům v souladu s jejich hrubou přidanou hodnotou stagnují, zatímco u stavebnictví dále klesají

(meziroční změny v %)

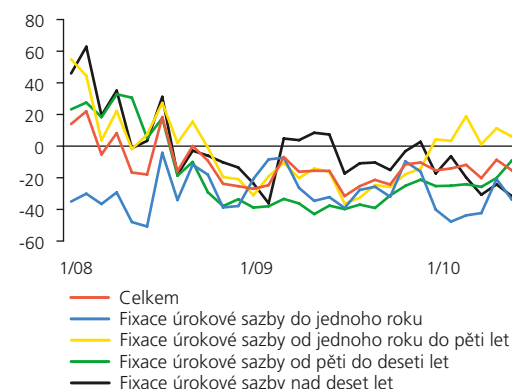


GRAF 4 (Box)

ÚVĚRY NA BYDLENÍ DLE FIXACE ÚROKOVÉ SAZBY

Úvěry na bydlení s fixací sazby od jednoho roku do pěti let rostou

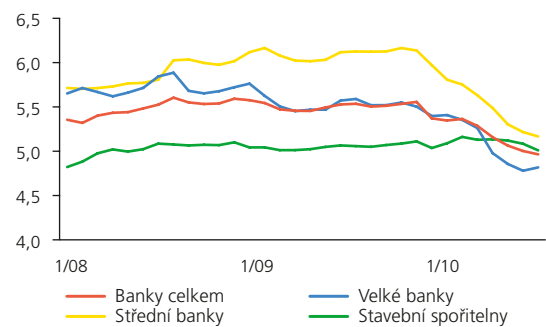
(nové obchody, meziroční změny v %)



GRAF 5 (Box)

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ DLE SKUPIN BANK

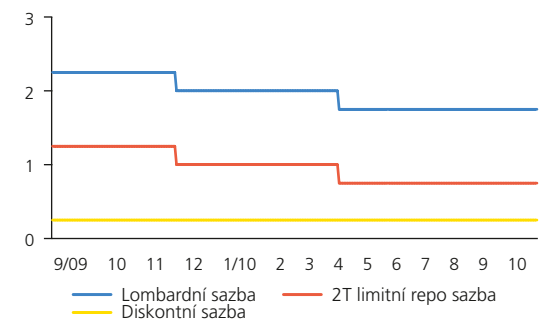
Úrokové sazby klesaly především u velkých a středních bank (nové obchody, v %)



GRAF III.5.8

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

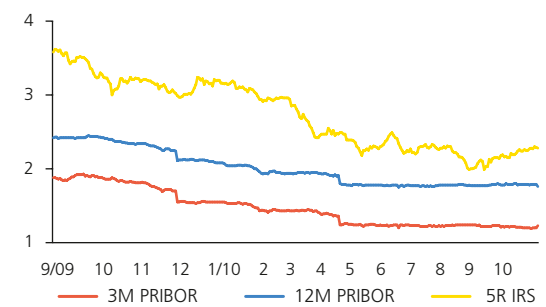
ČNB ve třetím čtvrtletí 2010 základní sazby nezměnila (v %)



GRAF III.5.9

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím čtvrtletí 2010 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S tou byla konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž tehdejší hodnoty, následována jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011. V souladu s tím bankovní rada na svém srpnovém i zářijovém zasedání rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. S účinností od 7. května 2010 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na 0,75 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.8). Rizika základního scénáře minulé prognózy na srpnovém zasedání bankovní rady byla vnímána jako mírně protiinflační. Na zářijovém zasedání pak bilance rizik byla označena za vyrovnanou.

Na svém listopadovém měnovém zasedání bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik nové prognózy byla celkově posouzena jako vyrovnaná. Slabé proinflační riziko představuje vyšší růst světových cen surovin a domácích cen zemědělských výrobců. Naopak slabým protiinflačním rizikem jsou vyšší než očekávané protiinflační dopady fiskální konsolidace ve světě.

Úrokové sazby na finančním trhu

Od začátku května, kdy došlo k jejich poklesu po snížení repo sazby, **úrokové sazby na peněžním trhu** stagnovaly. Sazby s delší splatností (IRS a výnosy dluhopisů) ještě pokračovaly do konce srpna v sestupném trendu, stejně jako v zahraničí, kde stále panovaly pochybnosti o ekonomickém oživení a přetrvávala poptávka po bezpečných instrumentech. Pokles tuzemských dluhopisových výnosů byl navíc podpořen nižší nabídkou státních dluhopisů v primárních aukcích, úspěšnou emisí eurobondu a zlepšeným výhledem ratingu ČR. Počátkem září se derivátové sazby FRA a IRS mírně zvýšily. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je v nejbližším období stabilní, od začátku roku 2011 mírně rostoucí. Celkově se tento výhled v celém horizontu pohybuje mírně nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy s tím, že s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za třetí čtvrtletí 2010 dosáhla 1,2 %, tj. byla oproti minulé prognóze vyšší o 0,1 procentního bodu. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií.

Celkově od počátku roku 2010 úrokové sazby PRIBOR klesly ve všech splatnostech o 0,3 procentního bodu, což odpovídá jediné letošní (květnové) úpravě repo sazby o 0,25 procentního bodu. V případě úrokových sazeb IRS byl pokles výraznější, v nejdelších splatnostech dosáhl až 0,8 procentního bodu.

Výnosová křivka PRIBOR se během třetího čtvrtletí 2010 nezměnila, její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v září 2010 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během

října výnosová křivka na peněžním trhu nadále stagnovala. **Výnosová křivka IRS** se naopak během třetího čtvrtletí 2010 posunula níže, především v delších splatnostech. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v září 0,8 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,2 procentního bodu. Na začátku října se výnosová křivka IRS lehce zvýšila.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** se vůči hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) vyvíjely rozdílně, nicméně se nadále udržovaly v kladných hodnotách (Graf III.5.10). Vůči eurovým sazbám ještě pokračovaly v poklesu, vůči dolarovým sazbám začaly naopak růst. Příčinou byl – při stagnaci úrokových sazeb na tuzemském peněžním trhu – odlišný vývoj na zahraničních peněžních trzích. Úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2010 činil průměrně 0,4 procentního bodu, k 22.10. dosahoval 0,2 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve sledovaném období uskutečnilo devět aukcí dluhopisů s pevným kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 60 mld. Kč. Ve většině aukcí byla vysoká poptávka a ministerstvo financí navyšovalo původně oznámené objemy, aby využilo příznivějších cen. Po emisi eurobondu v objemu 2 mld. EUR počátkem září však zájem o korunové dluhopisy v primárních aukcích mírně poklesl. Uvedený eurobond je splatný v roce 2021, kupón činí 3,625 %. Ratingová agentura Standard & Poor's zlepšila výhled ratingu dlouhodobých závazků ČR v cizí měně ze stabilního na pozitivní. Výnosová křivka státních dluhopisů se (s výjimkou nejkratšího konce) posunula na nižší hladinu a zmírnil se její pozitivní sklon (Graf III.5.11).

Klientské úrokové sazby

Klientské **úrokové sazby z nových úvěrů** ve třetím čtvrtletí většinou stagnovaly či jen mírně klesaly. Klientské rizikové prémie jsou nadále zvýšené, a to nejvíce u domácností, přestože mírně klesají. V následujícím období by měly být pozitivně ovlivňovány příznivým výhledem ekonomického vývoje.

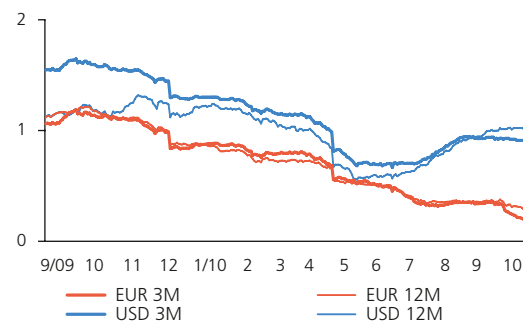
Sazba z úvěrů nefinančním podnikům po svém nedávném poklesu již v srpnu přetrvávala na úrovni 3,9 %. V tom se projevovalo zastavování poklesu sazeb s krátkými fixacemi při nepatrném snižování sazeb s dlouhými fixacemi (Graf III.5.12). V uvedeném vývoji se odráží především stagnace sazeb peněžního trhu a nedávné snížení výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů. Rozpětí celkových podnikových a tržních úrokových sazeb zůstává od závěru roku 2008 zvýšené, což z části odráží obvyklé působení fáze hospodářského cyklu. Přesto jsou úrokové sazby z úvěrů podnikům na nejnižší úrovni od roku 2004. V eurozóně se sestupná tendence sazeb z úvěrů podnikům rovněž zmírnila.

Úroková sazba z úvěrů domácnostem se v průměru ve třetím čtvrtletí snižovala, její vývoj byl však rozdílný u jednotlivých typů úvěrů. Úroková sazba z úvěrů na bydlení dále pozvolně klesala a v srpnu dosáhla 5 %. Nepatrně se snižovaly téměř všechny fixace sazeb, pokles sazeb s fixací do jednoho roku však slabne (Graf III.5.13). Rozpětí mezi

GRAF III.5.10

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

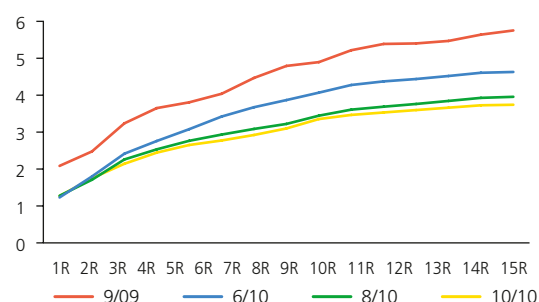
Úrokové diferenciály vůči euru pokračovaly v poklesu (v procentních bodech)



GRAF III.5.11

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

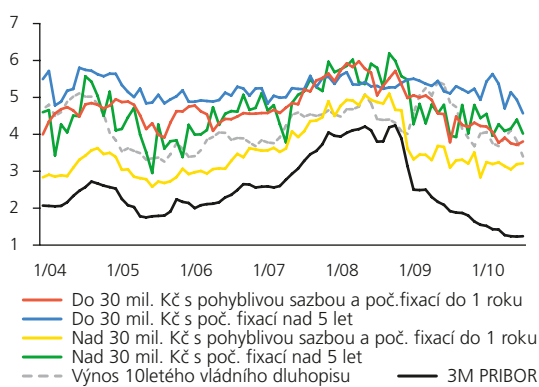
Výnosová křivka se posunula níže (v %)



GRAF III.5.12

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům s plovoucí či krátkodobou fixací stagnují (nové obchody, v %)

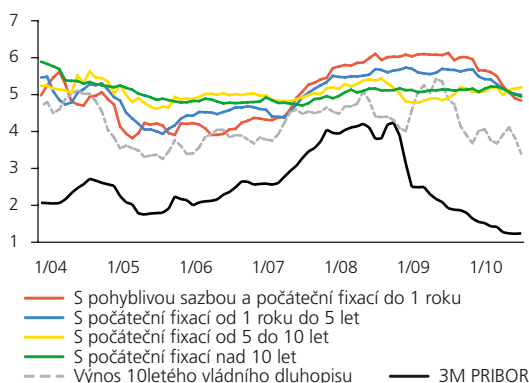


GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Pokles úrokových sazeb z úvěrů na bydlení pokračuje

(nové obchody, v %)

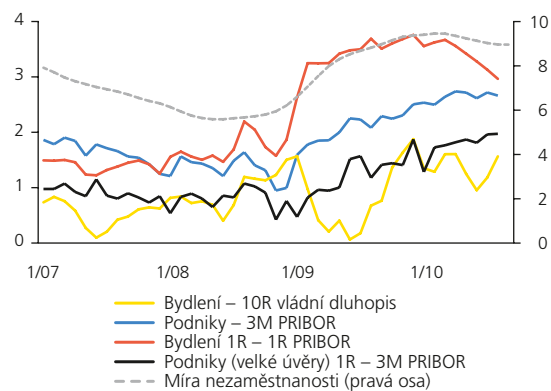


GRAF III.5.14

ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB Z ÚVĚRŮ

Rozdíly mezi clientskými a tržními sazbami přetrvávají na zvýšených hladinách

(v procentních bodech, v %)

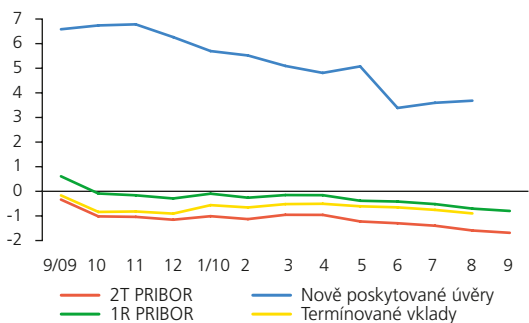


GRAF III.5.15

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů ve třetím čtvrtletí 2010 dále klesly

(v %)



sazbou z úvěrů na bydlení s krátkou fixací a tržní sazbou 1R PRIBOR se snížilo, zůstává ale poměrně vysoké. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletých vládních dluhopisů je rovněž nadále zvýšené (Graf III.5.14). Uvedená rozpětí indikují stále zpřísněné úrokové podmínky při poskytování úvěrů a jsou ovlivňována zvýšenou mírou nezaměstnanosti a dalšími charakteristikami současné fáze ekonomického cyklu. Rozpětí sazeb z úvěrů na bydlení a tržních sazeb je v eurozóně zhruba nulové. Sazby z úvěrů na bydlení v ČR celkově dosahují zhruba úrovně konce roku 2007, zatímco v eurozóně jsou na historickém minimu. Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se naopak ve třetím čtvrtletí zvyšovala a v srpnu dosáhla 14,7 %, což byla jedna z nejvyšších hodnot za posledních několik let. V tom se projevuje zejména přetrvávající vysoké vnímané riziko ze strany bank.

Úroková sazba z **vkladů** přetrvává v roce 2010 v průměru na úrovni 0,9 %. U domácností činí 1,1 % a u nefinančních podniků 0,5 %. Aktuálně tato sazba stagnuje u velkých bank a stavebních spořitelén, u ostatních skupin bank pozvolna klesá.³²

Marže mezi úrokovými sazbami z úvěrů a vkladů z nových obchodů ve třetím čtvrtletí přetrvává na úrovni 5,7 procentního bodu. I přes svůj pokles v prvním pololetí roku 2010 je v historické perspektivě nadále vysoká.

Reálné clientské úrokové sazby³³ ve třetím čtvrtletí pokračovaly v sestupném trendu. Reálné sazby z nových úvěrů v srpnu dosáhly 3,7 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,9 % (Graf III.5.15).

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve třetím čtvrtletí 2010 hodnoty 24,9 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční i mezičtvrtletní posílení o 2,7 %. K výraznému zpevnění kurzu došlo zejména v červenci (Graf III.5.16). V mírném posilování pokračoval kurz koruny i na počátku října a v jeho polovině se pohyboval kolem hodnoty 24,5 CZK/EUR.

Vývoj koruny byl nadále ovlivňován především sentimentem krátkodobých investorů. K rychlému posílení koruny v červenci zřejmě nejvýrazněji přispěly informace o zlepšení výhledu ratingu ČR v souvislosti s očekávanými opatřeními ke snížení deficitu veřejných rozpočtů. Ve světě nyní navíc dochází k posilování řady regionálních měn, kterému se některé země snaží čelit devizovými intervencemi. V Evropě kromě české koruny posilovaly vůči euru výrazně ještě švýcarský frank,

32 Úroková sazba z vkladů je různorodá z hlediska jednotlivých skupin bank. U velkých bank činí 0,5 %, u stavebních spořitelén 2,3 %, u středních bank 0,4 %, u malých bank 1,4 % a u poboček zahraničních bank 1,7 %.

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

švédská koruna a polský zlotý. Zhodnocování koruny mohlo být naopak tlumeno především fundamentálními vlivy, tj. meziročním zhoršováním obchodní bilance v posledních měsících, rekordně vysokými dividendami nerezidentů z přímých investic během třetího čtvrtletí a růstem krátkodobé úvěrové angažovanosti rezidentů vůči zahraničí.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve třetím čtvrtletí 2010 činil 19,3 CZK/USD, což představovalo mezičtvrtletní posílení o 4,3 %, meziročně se však jednalo o oslabení o 7,8 %. V průběhu třetího čtvrtletí přitom dolar na světových trzích výrazně oslaboval, vývoj vůči koruně byl navíc umocňován jejím posilováním vůči euru. V průběhu čtvrtletí tak koruna posílila z hodnoty cca 21 CZK/USD na počátku července na cca 18 CZK/USD na konci září. V říjnu tento vývoj dále pokračoval a v polovině měsíce činil kurz již jen 17,4 CZK/USD. Vývoj dolaru je aktuálně ovlivňován komentáři představitelů Fedu a úvahami o dalším kvantitativním uvolňování jeho měnové politiky.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve druhém čtvrtletí 2010 došlo v segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**³⁴ k výraznému zrychlení meziročního růstu hlavních ukazatelů jejich finančního hospodaření. Přestože rychlost tohoto růstu byla ovlivněna nízkou základnou ze druhého čtvrtletí 2009, dosažené úrovně těchto ukazatelů signalizují zlepšování ekonomické situace podniků. V meziročním srovnání se výrazně zvýšily zejména tržby a výkony, nárůst účetní přidané hodnoty byl v důsledku rychleji rostoucí výkonové spotřeby o něco méně výrazný (Graf III.5.17). Osobní náklady poklesly meziročně již jen nepatrně. Hrubý provozní přebytek vykázal dle propočtů ČNB rychlý růst.

Vývoj materiálové náročnosti výkonů byl ve druhém čtvrtletí 2010 ovlivněn zejména dalším zřetelným zrychlením růstu dovozních cen energetických surovin a obnovením růstu dovozních cen polotovarů na bázi kovů. Rostoucí ceny těchto vstupů byly zřejmě hlavním zdrojem tlaků na růst nákladů výrobců, který přispěl k meziročnímu nárůstu materiálové náročnosti výkonů o 0,8 procentního bodu na 72 % (Tab. III.5.2). Náklady se zvyšovaly především u výrobců stojících na počátku výrobního řetězce.

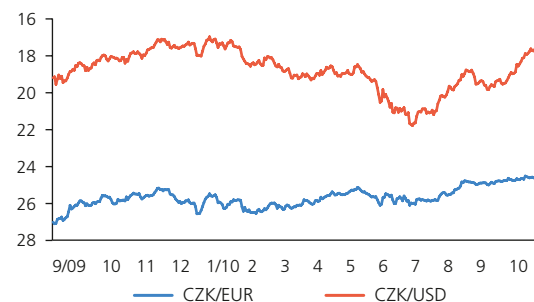
Zároveň pokračovalo snižování mzdové náročnosti výkonů (meziročně o 1,7 procentního bodu). Oproti předchozímu čtvrtletí k tomu přispěl zejména rychlý růst výkonů, osobní náklady se meziročně snížily již jen mírně; při rostoucí průměrné mzdě toho bylo opět dosaženo snížením počtu zaměstnanců. V mezičtvrtletním srovnání byl již pozorován růst počtu zaměstnanců a návazně i osobních nákladů; mzdová náročnost se ale díky rychlému růstu výkonů ještě snížila.

³⁴ Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci druhého čtvrtletí 2010 téměř 9,3 tisíce nefinančních podniků.

GRAF III.5.16

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

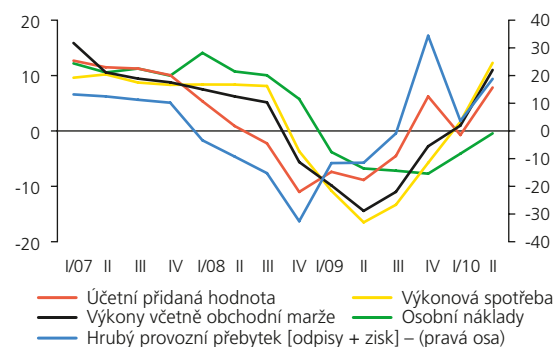
Ve třetím čtvrtletí 2010 koruna vůči euru dále mírně posilovala, vůči dolaru bylo zpevnění výraznější



GRAF III.5.17

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve druhém čtvrtletí 2010 zrychlil meziroční růst účetní přidané hodnoty i hrubého provozního přebytku (meziroční změny v %)



TAB. III.5.2

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Mzdová náročnost výkonů se ve druhém čtvrtletí 2010 dále snížila, avšak materiálová náročnost vzrostla

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

	2.Q 2010	2.Q 2009	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1282,3	1155,1	11,0
Osobní náklady (mld. Kč)	189,0	189,8	-0,4
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	923,1	822,0	12,3
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	359,2	333,1	7,8
Tržby (mld. Kč)	1664,5	1529,2	8,9
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	52,6	57,0	-4,4
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	72,0	71,2	0,8
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14,7	16,4	-1,7
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	28,0	28,8	-0,8

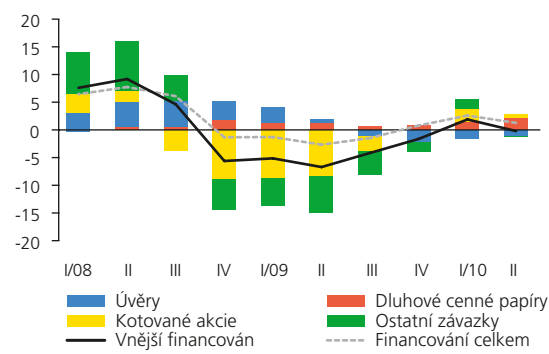
a) propočten ČNB

GRAF III.5.18

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Vnější financování podniků stagnuje a koncentruje se do tržního financování

(příspěvky v procentních bodech na vnější financování a meziroční změny v %)

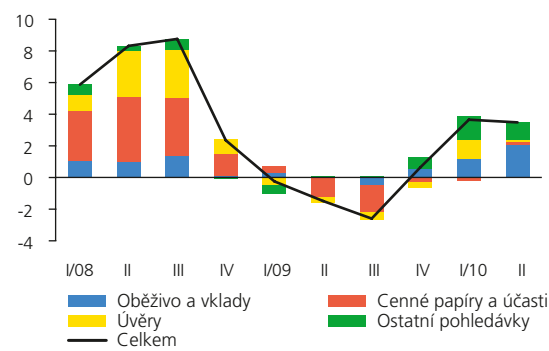


GRAF III.5.19

FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Podniky zvyšují zejména likvidní finanční aktiva ve formě oběživa a vkladů

(příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %)

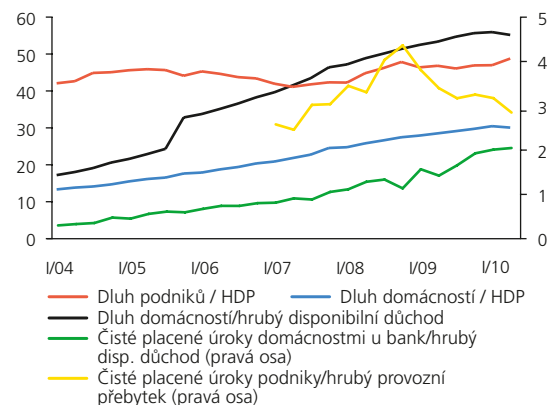


GRAF III.5.20

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

Čisté úrokové platby u domácností rostou, zatímco u nefinančních podniků klesají

(v %)



Údaje za užší segment **velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci³⁵) ukazují na rychlejší růst tržeb, výkonů, účetní přidané hodnoty i hrubého provozního přebytku ve velkých podnicích než v širším segmentu podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Nefinanční podniky

Pokračování příznivého vývoje většiny indikátorů ziskovosti nefinančních podniků přispívalo ve druhém čtvrtletí k vyšší tvorbě jejich vnitřních zdrojů. Pokud jde o vnější **financování**, meziroční pokles celkových finančních úvěrů se zmírnil, zatímco růst emise dluhových cenných papírů nepatrně vzrostl. Ostatní závazky se snížily (Graf III.5.18). Vnější financování podniků tak ve druhém čtvrtletí nepatrně pokleslo o 0,2 %.³⁶ Růst celkového financování se vyvíjel obdobně, byl však mírně kladný (1,2 %). V souhrnu ve druhém čtvrtletí pokračovalo snižování poměru dluhu k vlastnímu jmění podniků a naopak vzrostl poměr financování prostřednictvím emise dluhopisů, což je trend zaznamenaný od počátku roku 2009. Podíl financování emisí dluhopisů a kotovaných akcií na celkovém financování podniků je však poměrně nízký (11,8 %).

Meziroční růst **finančních investic podniků** ve druhém čtvrtletí zhruba stagnoval. Podniky držely více volných zdrojů ve formě oběživa a vkladů při nižším růstu ostatních pohledávek (zahrnujících pohledávky z obchodního styku). Příspěvky ostatních složek finančních aktiv k dosaženému růstu celkových investic byly téměř nulové (Graf III. 5.19). Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se od začátku roku 2009 mírně snížil na 23,3 %.³⁷

Poměr **dluhu nefinančních podniků**, vyjádřeného úvěry a emisí dluhových cenných papírů k HDP, činil ve druhém čtvrtletí 48,8 %³⁸ (Graf III.5.20). Úrokové zatížení podniků se nadále snižovalo v důsledku poklesu úrokových sazeb z bankovních úvěrů a poklesu stavu těchto úvěrů.

Finanční indikátory nefinančních podniků ukazují, že od konce roku 2009 se zlepšuje solventnost (na 115 %) a pohotová likvidita podniků (na 154 %).³⁹ V minulosti záporná mezera financování (resp. čisté výpůjčky), představující rozdíl mezi vnitřními zdroji (tj. hrubé úspory)

35 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci druhého čtvrtletí 2010 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

36 Současně s údaji za druhé čtvrtletí byly publikovány revidované údaje finančních účtů od roku 2004. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, emise kotovaných akcií a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

37 Ve struktuře finančních investic v celém národním hospodářství dosahují investice nefinančních podniků 23 %, domácností 17 %, finančních institucí 32 %, vládních institucí 9 % a nerezidentů 19 %.

38 Po zohlednění ostatních závazků (souvisejících zejména se závazky z obchodního styku) se poměr dluhu podniků k HDP udržuje na úrovni 111 %.

39 Solventnost představuje poměr finančních aktiv celkem k finančním závazkům bez účasti. Pohotová likvidita je definována jako podíl likvidních aktiv držených ve formě oběživa, vkladů a krátkodobých dluhových cenných papírů na krátkodobých úvěrech.

a výdaji na reálné investice (tj. tvorbu hrubého kapitálu), byla ve druhém čtvrtletí kladná. Poměr hrubých úspor podniků k hrubé přidané hodnotě činil na bázi klouzavých úhrnů za čtyři čtvrtletí 29 % oproti 19 % u reálných investic. Celkově umírněné vnější financování doprovázené snížením úrokového zatížení a růst vnitřních zdrojů zaznamenaný od druhé poloviny roku 2009 ukazuje na zlepšování finanční pozice podniků ve fázi cyklického oživení.

Domácnosti

Zadlužení domácností se ve druhém čtvrtletí mírně snížilo, a to v poměru k HDP na 30,1 % a k hrubému disponibilnímu důchodu na 55,2 % (Graf III.5.20). Čisté úrokové platby (tj. rozdíl placených a přijatých úrokových plateb z bankovních úvěrů a vkladů) v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu dosahují 2 %. Z toho úrokové náklady činí 3,1 % a úrokové příjmy 1,1 %. Čisté úrokové platby se na rozdíl od podniků v posledních několika letech zvyšovaly, což odráželo výrazně nižší pokles úrokových sazeb z úvěrů domácnostem a přetrvávající růst stavu úvěrů poskytnutých domácnostem v tomto období. Na růstu čistých úrokových plateb se podílel i pokles úrokové sazby z vkladů zaznamenaný od počátku roku 2009. Meziroční růst financování domácností za přispění všech jeho složek dále zpomalil na 5,1 % (Graf III.5.21).

Meziroční dynamika **finančních investic domácností** se začala opět nepatrně zvyšovat a ve druhém čtvrtletí dosáhla 6,4 %. Vzrostl příspěvek investic do oběživ a vkladů, nepatrně do dluhových cenných papírů a naopak mírně poklesl příspěvek do pojistných a technických rezerv.

Finanční indikátory domácností ukazují, že ve druhém čtvrtletí se poprvé od konce roku 2008 zlepšila solventnost domácností (poměr celkových finančních aktiv k celkovým závazkům dosáhl 267 %). To by se mohlo začít pozvolna pozitivně projevat ve vývoji úvěrů v selhání a v růstu spotřebních výdajů domácností.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve třetím čtvrtletí 2010 pokračoval pokles nabídkových **cen bytů** jak v Praze, tak ve zbytku ČR (Graf III.5.22). Úroveň nabídkových cen tak již od svého vrcholu z třetího čtvrtletí 2008 poklesla podle různých zdrojů a pro různé oblasti o 11–16 %. Nové zveřejněné odhady růstu **realizačních cen bytů** pro rok 2009 přitom naznačují, že pokles cen skutečných převodů mohl být ještě výraznější (meziroční pokles ve čtvrtém čtvrtletí 2009 o 14,3 % pro Prahu a o 18,6 % pro zbytek ČR). Oproti tomu nabídkové ceny stavebních pozemků zaznamenaly ve třetím čtvrtletí mírné meziroční nárůsty (za ČR celkem o 0,5 %).

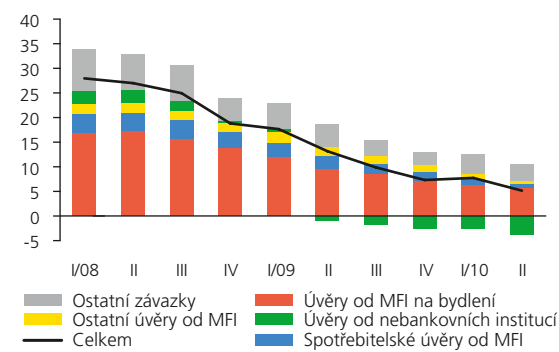
Pokles cen nemovitostí byl v minulosti dán především klesající poptávkou, která souvisela s obecným zhoršením situace na trhu práce a s demografickým vývojem (pokles přírůstků obyvatelstva). Pokles poptávky se projevil také v poklesu počtu transakcí na nemovitostním trhu.

GRAF III.5.21

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Tempo růstu zadluženosti domácností se dále snížilo

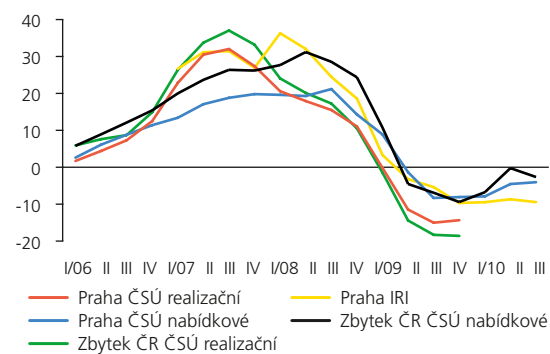
(příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %)



GRAF III.5.22

REALIZAČNÍ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

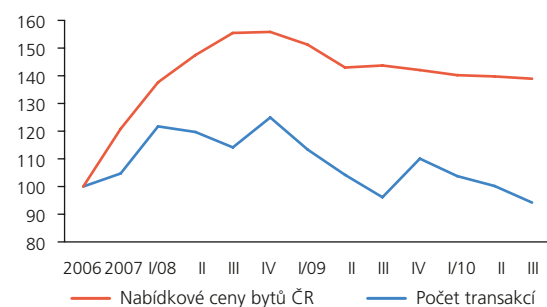
Ve třetím čtvrtletí 2010 pokračoval meziroční pokles cen bytů (meziroční změny v %)



GRAF III.5.23

POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Pokles cen byl doprovázen klesajícím počtem transakcí na trhu nemovitostí
(průměr 2006 = 100)



Jak ukazují údaje Českého úřadu katastrálního a zeměměřičského, počet transakcí měřený počtem předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí poklesl za první tři čtvrtletí 2010 meziročně o 5 % po poklesu za rok 2009 o 11,8 % (Graf II.5.23). V samotném třetím čtvrtletí 2010 však již meziroční pokles počtu transakcí zpomalil na 2 %.

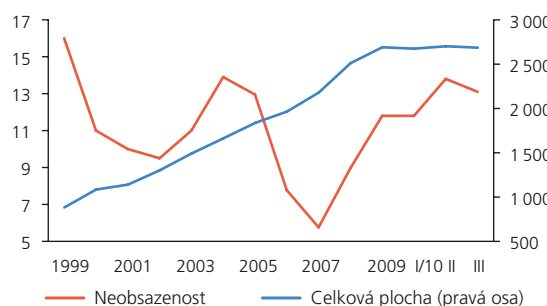
Pokles cen bytů se projevil mimo jiné také v poměrně výrazném poklesu bytové výstavby. **Počty dokončených bytů** za období leden – srpen poklesly meziročně o 8,8 %, počty zahájených bytů o 24,4 %. Pokles výstavby se přitom dotýkal především bytů v bytových domech (pokles počtu dokončených bytů o 19,3 % a zahájených bytů o 48,9 %), z regionů se na tomto poklesu podílela nejvíce Praha (zhruba z 35 %).

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se v návaznosti na pokles cen opět snížily (Graf II.5.24). **Podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income) poklesl mezi druhým a třetím čtvrtletím o 2,9 procentního bodu a pohybuje se již na úrovních poloviny roku 2007, tedy jen mírně nad svým dlouhodobým průměrem za období před posledním cenovým nárůstem. **Podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) poklesl o 1 procentní bod, což odráží mimo jiné posun v preferenci nájemního bydlení oproti bydlení vlastnickému v období zhoršené finanční situace domácností. Od svého vrcholu v polovině roku 2008 již podíl ceny bytu a tržního nájemného poklesl o 7,6 procentního bodu. Dostupné analýzy (vedle zmíněných poměrových ukazatelů také regresní analýza makroekonomických determinant cen nemovitostí) naznačují, že se trh rezidenčních nemovitostí nyní nachází zhruba v rovnováze. Na horizontu prognózy lze očekávat nejprve stagnaci a ke konci roku 2011 postupný růst cen nemovitostí především v návaznosti na zlepšenou situaci na trhu práce. Nad rámec standardních makroekonomických veličin může na trh zapůsobit uvažované zvýšení spodní sazby DPH, které by mělo tlačit na krátkodobé oživení poptávky a na nárůst cen, nejistota panuje i ohledně vývoje trhu po deregulaci nájemného.

GRAF III.5.24

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

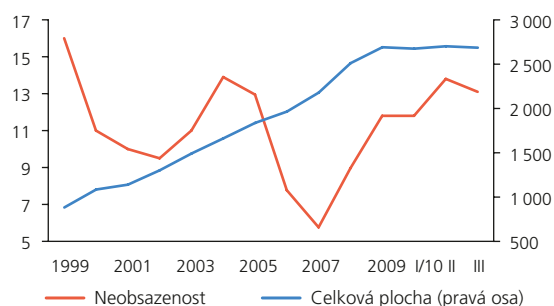
Ukazatele udržitelnosti cen bytů se snižovaly
(průměr 2000–2007 = 100)



GRAF III.5.25

SITUACE NA KANCELÁŘSKÉM TRHU

Míra neobsazenosti na kancelářském trhu zůstává vysoká navzdory stagnaci nové nabídky
(neobsazenost v %, plocha v tis. m²)



V sektoru komerčních nemovitostí docházelo po předchozích výrazných propadech v roce 2009 ke stabilizaci situace. K tomu přispělo oživení poptávky především v segmentu logistických nemovitostí, která v návaznosti na oživení průmyslové výroby za druhé čtvrtletí vzrostla mezikvartálně o 41 % a meziročně dokonce o 224 % (údaje King Sturge). Oživení poptávky v segmentu logistických nemovitostí se projevilo také v jejich poklesu **míry neobsazenosti**, která se snížila z 17,6 % na 15,9 % ke konci pololetí. Poptávka v sektoru kancelářských nemovitostí však nadále klesá (ve druhém čtvrtletí meziročně o 10 %), a to navzdory prakticky úplnému zastavení nové nabídky (dle odhadu společnosti King Sturge nabídka nových kancelářských prostor v letošním roce poklesne o dvě třetiny, celková rozloha kancelářských prostor stagnuje). Míra neobsazenosti kancelářských prostor tak v prvním pololetí roku 2010 dále rostla až o 2 procentní body (Graf III.25), ve třetím čtvrtletí však již mírně poklesla (o 0,7 procentního bodu).

Zdroj: King Sturge, Prague Research Forum

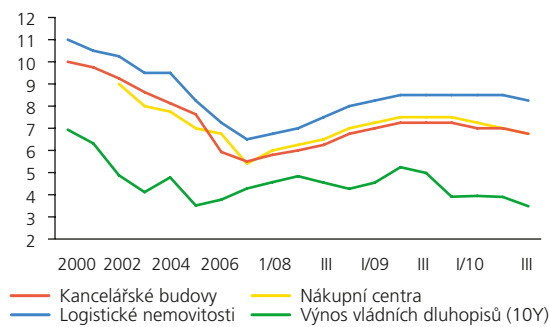
Na celkové hrubé poptávce na kancelářském trhu se přitom významně podílejí renegociace starých smluv, které v prvním pololetí tvořily polovinu celkového objemu transakcí (v roce 2009 renegociace tvořily pouze 35 % objemu transakcí). Toto se ve třetím čtvrtletí 2010 projevílo v poklesu výnosu u tohoto segmentu trhu oproti konci roku 2009 celkem o 0,5 procentního bodu (Graf III.5.26). Podobně klesaly výnosy u logistických nemovitostí i u nákupních center (o 0,3 %, resp. 0,8 %).

GRAF III.5.26

VÝNOSY KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ

Výnosy komerčních nemovitostí mírně poklesly, což naznačuje oživení růstu cen

(výnosy v %)

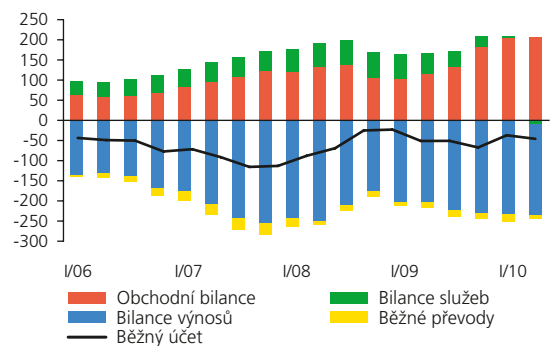


Zdroj: King Sturge

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

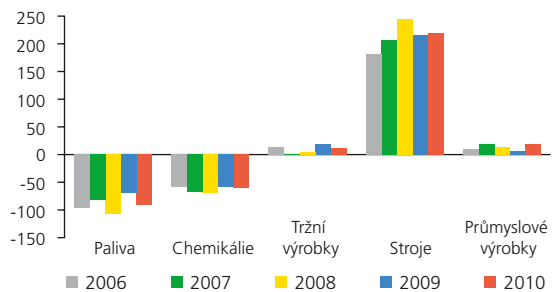
Roční schodek běžného účtu se ve druhém čtvrtletí 2010 zejména vlivem vývoje bilance výnosů a běžných převodů nepatrně snížil
(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

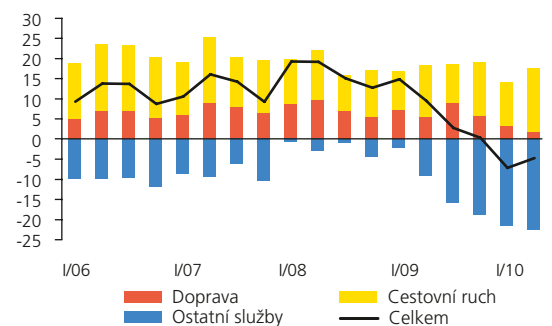
Vývoj přebytku obchodní bilance za leden až srpen 2010 byl nejvýrazněji ovlivněn růstem schodku minerálních paliv
(kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

Schodek bilance služeb ve druhém čtvrtletí 2010 byl dán vývojem ostatních služeb, zejména položky „branding“
(v mld. Kč)



III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním pololetí 2010 byl charakteristický vysoký schodek bilance výnosů, ovlivněný zejména hodnotou dividend vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl z velké části vyvážen přebytkem výkonové bilance, který se nicméně vlivem cenového vývoje meziročně snížil. Roční klouzavý schodek běžného účtu na úrovni 1,1 % HDP ukazuje na přetrvávající vnější rovnováhu české ekonomiky. Vysoký schodek ostatních investic v rámci finančního účtu byl ovlivněn zejména velmi vysokým čistým odlivem v sektoru podniků. Byl však vyvážen přebytkem portfoliových a přímých investic.

III.6.1 Běžný účet

V prvním pololetí 2010 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 10,4 mld. Kč. V meziročním srovnání se pololetní schodek prohloubil o necelých 5 mld. Kč v důsledku přechodu bilance služeb z přebytku do schodku (Graf III.6.1). Vývoj bilance služeb byl ve velké míře kompenzován ostatními třemi bilancemi, zejména pak růstem přebytku obchodu se zbožím. Poměr ročního klouzavého schodku běžného účtu k HDP se nepatrně zmínil na 1,1 %.

Obchodní bilance dosáhla v prvním pololetí 2010 přebytku 118 mld. Kč, jenž se meziročně zvýšil o téměř 24 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispěl vývoj v reálném vyjádření, který však byl zhruba z poloviny kompenzován cenovým vlivem, spojeným zejména s výrazně zápornými směnnými relacemi nerostných paliv. Obnovení růstu vnější poptávky se projevilo v rychlém růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo se i přes posílení kurzu koruny zvýšilo na téměř 15 %. V důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu a oživování domácí poptávky zároveň došlo k rychlému růstu dovozu. Z pohledu komoditní struktury k růstu celkového přebytku nejvýznamněji přispělo zvýšení přebytků ve skupinách strojů a dopravních prostředků a průmyslových spotřebních výrobků (Graf III.6.2). V červnu se však meziroční růst přebytku obchodní bilance přerušil a za červenec až srpen se přebytek snížil o více než 5 mld. Kč mimo jiné vlivem rychlého růstu investičních dovozů fotovoltaických součástí.

Bilance služeb skončila v prvním pololetí 2010 schodkem 12,1 mld. Kč a její meziroční změna přesáhla při přechodu z přebytku do schodku 36 mld. Kč (Graf III.6.3). Celkový schodek byl způsoben rychlým růstem schodku dílčí bilance ostatních služeb, spojeným s nárůstem

výdajů ve skupině ostatních služeb obchodní povahy.⁴⁰ V menším rozsahu se snížil i přebytek bilance dopravy. Přebytek cestovního ruchu se naopak mírně zvýšil.

Bilance výnosů dosáhla schodku 121,2 mld. Kč, který se meziročně snížil o více než 6 mld. Kč. Rozhodující podíl na výši celkového schodku měla dílčí bilance výnosů z přímých investic (-114,8 mld. Kč; Graf III.6.4). Také meziroční zmírnění celkového schodku v prvním pololetí souviselo především s vývojem schodku výnosů z přímých investic v důsledku nižších vyplacených dividend nerezidentům. Ve směru poklesu celkového schodku působilo rovněž snížení schodku náhrad zaměstnancům vlivem nižších mzdových nákladů na zahraniční pracovníky v tuzemsku.

Běžné převody vykázaly přebytek 4,8 mld. Kč, který se v důsledku rychlejšího poklesu celkových výdajů než příjmů meziročně mírně zvýšil. Pro bilanci byl určující přebytek vládních převodů ve výši 15,3 mld. Kč. Z toho přebytek převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU vykazovaných na běžném účtu dosáhl v prvním pololetí 15 mld. Kč. Přebytek vládních převodů byl nicméně zhruba ze dvou třetin kompenzován schodkem soukromých převodů.

III.6.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet dosáhl přebytku 11,8 mld. Kč, který se vlivem výrazně nižších příjmů od institucí EU meziročně snížil o více než 8 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složku přesto představovaly čisté příjmy vládního sektoru z fondů EU zaznamenávané na kapitálovém účtu ve výši 7,9 mld. Kč. Přebytek v obchodování s emisními povolenkami se naopak zvýšil na 4,2 mld. Kč.

III.6.3 Finanční účet

Finanční účet platební bilance (Graf III.6.5) skončil v prvním pololetí 2010 mírným schodkem 2,1 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složku představoval čistý odliv ostatních investic, jenž byl téměř vyvážen přebytky přímých a portfoliových investic. Vývoj ostatních investic ovlivnil i meziroční přechod finančního účtu z přebytku do schodku.

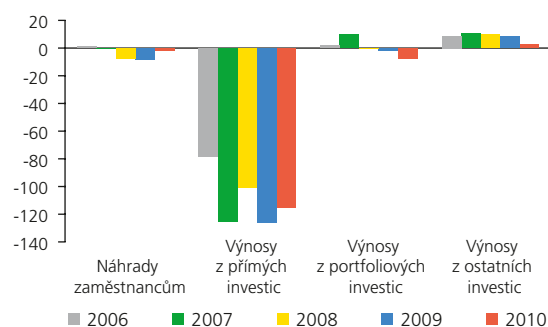
⁴⁰ Výrazným poklesem salda bilance služeb je kompenzován růst přebytku obchodní bilance související s operacemi ovlivněnými ekonomickou globalizací, které přispívají k vyššímu růstu jejího přebytku i obrátu, aniž by odrážely tuzemskou ekonomickou výkonnost. Korekce bilance zboží o přidanou hodnotu vykázanou v obchodní bilanci, která náleží nerezidentům, je zachycována v rámci výdajů na ostatní služby v položce branding. Její výše za první pololetí 2010 byla odhadnuta na 44 mld. Kč. Bez této položky by tedy bilance služeb byla stále v přebytku. V současné době ČNB a ČSÚ připravují narovnání časové řady výkonové bilance (zejména půjde o protisměrnou úpravu salda bilance zboží a služeb a odstranění růstu schodku bilance služeb). Revidovaná data za roky 2009–2010 budou zveřejněna v březnu 2011 spolu s daty za letošní čtvrtletí.

GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

Schodek bilance výnosů byl v prvním pololetí 2010 nejvýznamněji ovlivněn zmírněním schodku výnosů z přímých investic

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)

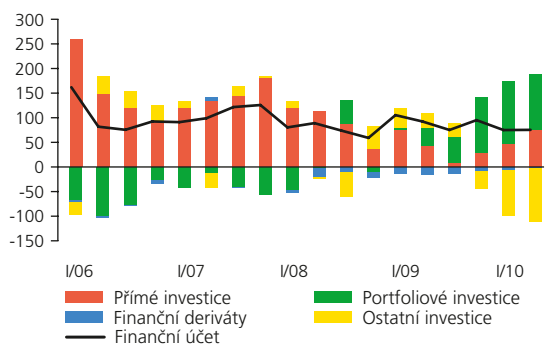


GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Roční přebytek finančního účtu se ve druhém čtvrtletí 2010 celkově nezměnil

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

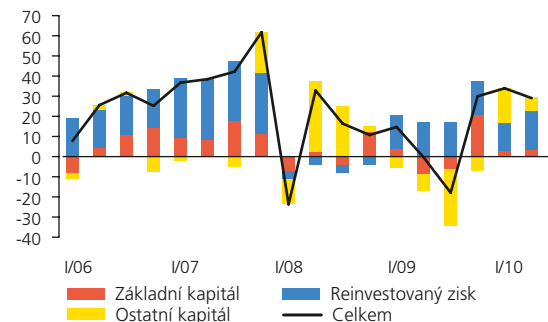


GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

Přebytek přímých investic ve druhém čtvrtletí 2010 byl nejvýznamněji ovlivněn čistým přílivem reinvestovaného zisku

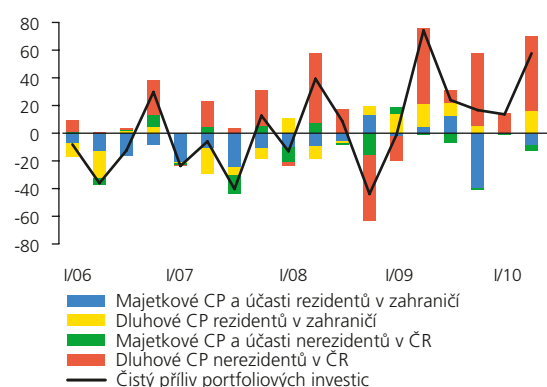
(v mld. Kč)



GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Ve druhém čtvrtletí 2010 dosáhly portfoliové investice zejména vlivem nákupu dluhopisů nerezidenty čistého přílivu (v mld. Kč)



Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 63 mld. Kč (Graf III.6.6) a v meziročním srovnání se zvýšil o téměř 49 mld. Kč. Příliv přímých zahraničních investic do ČR vzrostl vlivem výrazné změny v tocích ostatního kapitálu na 80,2 mld. Kč. Více než polovinu celkového přílivu představoval reinvestovaný zisk, zatímco příliv investic do základního kapitálu byl nízký. Rovněž přímé investice tuzemských podniků v zahraničí byly nejvíce ovlivněny výší reinvestovaného zisku. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí především do odvětví dopravy a telekomunikací, a dále pak do výroby kovů a kovových výrobků. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován především do odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody.

Portfoliové investice skončily v prvním pololetí 2010 čistým přílivem 71,3 mld. Kč (Graf III.6.7), který se v meziročním srovnání jen mírně snížil. Nejvýznamnější operace představovaly nákupy tuzemských dluhových cenných papírů nerezidenty, které dosáhly téměř 69 mld. Kč. Byly spojeny zejména s emisemi dluhopisů tuzemských podniků na zahraničních trzích a dále s nákupy vládních dluhopisů zahraničními investory na tuzemském trhu. U aktivních operací doposud přetrvával nezájem tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Odprodeje zahraničních dluhopisů byly nicméně z poloviny vyváženy nákupy zahraničních akcií rezidenty.

Čistý odliv kapitálu v podobě **finančních derivátů** činil jen 1,1 mld. Kč. Meziročně se snížil o více než 6 mld. Kč.

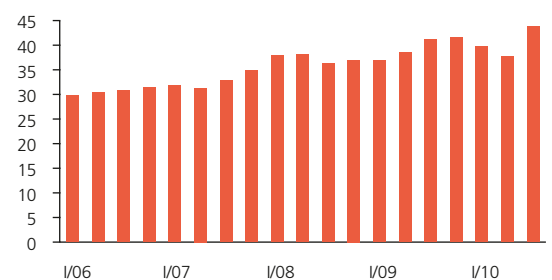
U **ostatních investic** byl v prvním pololetí 2010 dosažen čistý odliv kapitálu v rozsahu 135,2 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 73 mld. Kč. Celkovou bilanci i nárůst jejího schodku ovlivnil zejména čistý odliv zdrojů podnikového sektoru ve výši 94 mld. Kč. Souvisel hlavně s poskytováním obchodních a finančních úvěrů nerezidentům. Významný byl rovněž čistý odliv v sektoru finančních institucí (-40,7 mld. Kč), spojený s navýšením vkladů a půjček vůči zahraničí. Ke zmírnění celkového schodku přispěl ve velmi malém rozsahu pouze čistý příliv zdrojů vládního sektoru v souvislosti s čerpáním úvěru na rozvoj infrastruktury od EIB.

Devizové rezervy ČNB dosáhly ke konci třetího čtvrtletí 2010 790,2 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní nárůst o 0,6 mld. Kč. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období zvýšily o 6,1 mld. USD na 43,8 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 46,8 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci druhého čtvrtletí.

GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB v USD se ve třetím čtvrtletí 2010 oproti předchozímu čtvrtletí zvýšily (v mld. USD)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ekonomické oživení v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2010 zesílilo zejména zásluhou Německa. V dalším období se však očekává zpomalení v důsledku realizace fiskálních úspor ve většině členských zemí. V USA naopak ekonomika zpomalila a zhoršil se i výhled jejího růstu. Spotřebitelská inflace v současnosti nepředstavuje problém ani v eurozóně, ani v USA, a to i přes rychlý růst světových cen komodit a cen výrobců. V Evropě je růst cen surovin kompenzován značným posílením eura ve třetím čtvrtletí. To však znamená zároveň další překážku pokračování silného oživení v eurozóně. Výrazné oslabení dolaru bylo způsobeno jednak zlepšeným vnímáním ekonomického vývoje v eurozóně, jednak očekáváním dalšího kola kvantitativního uvolňování měnové politiky v USA, které by mělo stimulovat ochabující ekonomiku. Oslabující dolar byl zřejmě důvodem silného růstu cen ropy a ostatních komodit.

III.7.1 Eurozóna

Ve druhém čtvrtletí 2010 se mezičtvrtletní **tempo ekonomického růstu v eurozóně** výrazně zvýšilo z 0,3 % na 1,0 % zejména v důsledku rychlejšího růstu investic. Celkový výsledek však zakrývá významné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi – německý HDP se zvýšil o 2,2 %, slovenský o 1,2 %, naproti tomu řecký se snížil o 1,8 % a irský o 1,2 %. Také tempo meziročního hospodářského růstu se zvýšilo o 1,1 procentního bodu na 1,9 % (Graf III.7.1). Ve druhé polovině letošního roku lze ale očekávat zpomalení růstu HDP. Za červenec a srpen se mezičtvrtletně i meziročně snížil růst průmyslové produkce a klesl maloobchodní obrat i stavební výroba. Míra nezaměstnanosti se nesnižovala a v září zůstala na vysoké úrovni 10,1 %.

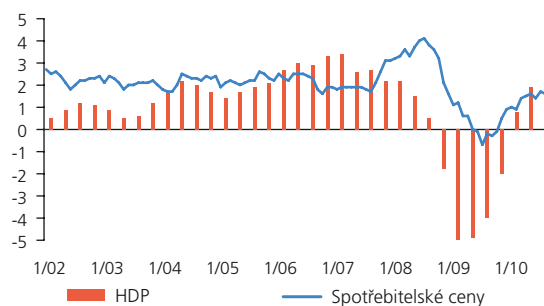
Říjnový Consensus Forecasts (CF) zvýšil proti červencovému vydání odhad ekonomického růstu pro celý rok 2010 o 0,5 procentního bodu na 1,6 %, očekává zejména vyšší růst spotřeby domácností. Pro příští rok předpovídá CF mírné snížení tempa růstu HDP na 1,4 % jako důsledek fiskální konsolidace ve většině zemí eurozóny a méně příznivých výhledů exportu. Stejným způsobem upravily své odhady letošního tempa růstu HDP také ECB a MMF.

V důsledku rychlého růstu cen energií se v září **inflace v eurozóně** zvýšila na 1,8 % z 1,6 % v srpnu. Podle ECB by cenový růst měl v příštích měsících zůstat zhruba na této úrovni a v roce 2011 mírně klesnout. Také říjnový CF očekává pro příští rok průměrnou inflaci na úrovni 1,6 %. ECB ponechala na svém zasedání na začátku října svou základní úrokovou sazbu na historicky nejnižší 1 % hladině. Rada guvernérů ECB nevidí ve střednědobém horizontu riziko, že by se inflace posunula mimo pásmo cenové stability, a také inflační očekávání jsou podle ní pevně ukotvena. Vývoj měnových a úvěrových agregátů v srpnu potvrzuje nepřítomnost inflačních tlaků. Agregát M3 se meziročně zvýšil jen o 1,1 % a úvěry soukromým nebankovním klientům o 1,2 %. Rada guvernérů na rozdíl od amerického FOMC nenaznačila, že by uvažovala o obnovení kvantitativního uvolňování.

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Ve druhém čtvrtletí 2010 meziroční růst HDP eurozóny zrychlil a inflace se v průběhu třetího čtvrtletí 2010 zvýšila (meziroční změny v %; zdroj: Eurostat)

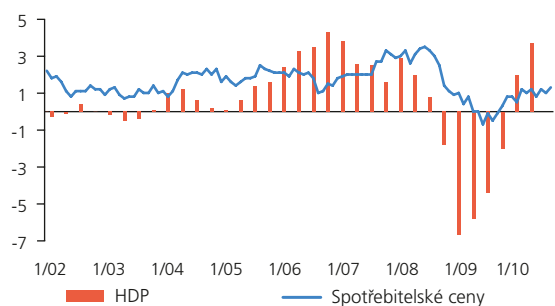


GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Meziroční tempo růstu německého HDP se ve druhém čtvrtletí 2010 dále výrazně zvýšilo, inflace ve třetím čtvrtletí mírně vzrostla

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



Německá ekonomika zvýšila ve druhém čtvrtletí své mezičtvrtletní tempo růstu velmi výrazně o 1,7 procentního bodu na 2,2 %. Zvýšil se růst všech složek agregátní poptávky, zejména však vývozu a fixních investic. Obě složky přispěly k celkovému přírůstku HDP 0,8 procentního bodu. Také meziroční tempo ekonomického růstu se silně zvýšilo na 3,7 % (Graf III.7.2). Tento vysoký růst se projevil v dalším snižování míry nezaměstnanosti na 6,8 % v srpnu, a ta se tak dostala pod svou předkrizovou úroveň. Pro druhou polovinu roku se odhaduje oslabení růstu proti druhému čtvrtletí v důsledku očekávané slabší globální poptávky a posílení kurzu eura vůči americkému dolaru. Zhoršený výhled se však zatím neprojevil v nižších přírůstcích průmyslové výroby v červenci a srpnu ve srovnání s druhým čtvrtletím. Také nové průmyslové objednávky v srpnu pokračovaly v růstovém trendu.

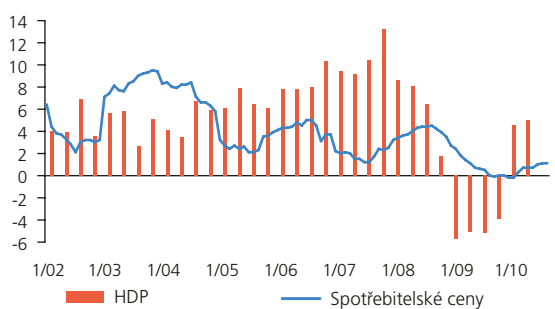
Pro celý rok 2010 CF v říjnu zvýšil proti červenci **odhad růstu německého HDP** o 1,3 procentního bodu na 3,3 %. Zvýšil zejména predikci růstu fixních investic, ale i spotřeby. Prognózu HDP pro rok 2011 zvýšil o 0,3 procentního bodu na 2 %. Stejným způsobem zvýšily své odhady vývoje HDP pro roky 2010 a 2011 také MMF a institut Ifo. Inflace se v září zvýšila o 0,3 procentního bodu na 1,3 % zejména kvůli rostoucím cenám energií. Říjnový CF pro letošní rok očekává průměrnou inflaci 1,1 % a pro příští rok její zvýšení na 1,4 %.

GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Slovenská ekonomika byla ve druhém čtvrtletí 2010 jednou z nejrychleji rostoucích ekonomik eurozóny, meziroční míra inflace postupně zrychluje

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)



Slovenská ekonomika silně rostla i ve druhém čtvrtletí 2010, když meziroční růst reálného HDP činil 5 % (Graf III.7.3). Slovensko tak bylo po Lucembursku druhou nejrychleji rostoucí ekonomikou eurozóny v meziročním vyjádření. Mezičtvrtletní dynamika růstu reálného HDP se zvýšila z 0,8 % na 1,2 %. Čistý export byl hlavním faktorem růstu, a to díky rostoucí zahraniční poptávce a tedy rychlejší dynamice vývozu. K ekonomickému růstu přispěly vyšší přidanou hodnotou jak průmysl, tak zemědělství a veřejné služby. Spotřeba vlády a domácností jak v meziročním, tak v mezičtvrtletním vyjádření ve druhém čtvrtletí klesala. Slabou domácí poptávkou odrážejí i údaje o celkovém maloobchodním obrátu ve druhém čtvrtletí, který se meziročně snížil téměř o 4 %. Nízká spotřebitelská poptávka je odrazem velmi vysoké míry nezaměstnanosti, která se na Slovensku již od listopadu 2009 stále pohybuje na hodnotách přes 14 % (v srpnu činila 14,6 %). Meziroční míra inflace v průběhu roku postupně roste, v srpnu a září dosáhla zejména vlivem růstu cen potravin a služeb hodnoty 1,1 %.

Záříjový CF očekává růst slovenské ekonomiky v letošním roce o 3,9 %. Růst o 4 % předpokládá také aktuální říjnová předpověď MMF a Ministerstva financí SR.

III.7.2 Spojené státy

Ve druhém čtvrtletí 2010 v USA mezičtvrtletní tempo růstu HDP dále zpomalilo o 0,5 procentního bodu na 0,4 %. Všechny složky domácí poptávky pokračovaly v růstu, ale výrazně vyšší nárůst dovozu ve srovnání s vývozem způsobil významné zhoršení čistého vývozu o 17 mld. USD proti předchozímu čtvrtletí. Tempo meziročního ekono-

Po prudkém posílení eura vůči americkému dolaru z 1,19 USD/EUR na začátku června na 1,33 USD/EUR následně došlo začátkem srpna k silné korekci. V důsledku zpráv o prohloubení řecké recese a zhoršení stavu tamních veřejných financí euro skokově oslabilo o 4,5 % na hodnoty kolem 1,27 USD/EUR. Kurz eura v daném období také negativně ovlivnila rostoucí nejistota spojená se zavedením mezinárodního záchranného plánu pro Řecko a spory některých členských zemí o podmínkách účasti na jeho realizaci. Kurz následně stagnoval v koridoru 1,27–1,29 USD/EUR až do září, kdy byly zveřejněny nad očekávání pozitivní zprávy o ekonomickém růstu členských zemí eurozóny, zejména Německa.

Navracející se důvěru ve stabilitu některých členských zemí eurozóny částečně odrážely pozitivní výsledky aukcí irských, španělských a řeckých vládních dluhopisů. S tím kontrastovaly příznaky neočekávaného zpomalení ekonomickému růstu v USA, rostoucí nezaměstnanost a očekávání dalšího uvolňování měnové politiky Fedu.⁴¹ Kurz eura vůči americkému dolaru se tak od druhé dekády září opět vrátil k růstové trajektorii a rychle posílil až na hodnoty kolem 1,40 USD/EUR, dosažené v prvním říjnovém týdnu. Rizika pro budoucí vývoj společné evropské měny, zejména dosud stále nevyřešené fiskální problémy většiny zemí eurozóny, zatím ustoupila do pozadí.

Říjnový CF očekává oslabení eura v horizontu následujících tří měsíců na úroveň 1,34 USD/EUR a v horizontu jednoho roku na hodnoty kolem 1,31 USD/EUR.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Zatímco v průběhu července **cena ropy Brent** vzrostla téměř o 10 USD/barel, v srpnu ve stejném rozsahu opět poklesla. V září byl vývoj méně volatilní s tendencí k mírnému růstu. Na konci září však cena opět skokově vzrostla cca o 5 USD/barel a v prvních dvou říjnových dekáдах kolísala kolem 82 USD/barel (Graf III.7.6). Uvedené výkyvy do značné míry odrážejí vývoj kurzu dolaru. K poslednímu růstu ceny přispěla dle IEA i vyšší než očekávaná poptávka ve třetím čtvrtletí (zejména v zemích OECD), oživení na finančních trzích a stávka ve francouzských přístavech.

Rychlejšímu vzestupu cen ropy brání **vysoké zásoby ropy** a ropných produktů ve světě. Zásoby průmyslových podniků v zemích OECD v srpnu činily 61,1 dnů spotřeby, a byly tak pro tento měsíc nejvyšší od roku 1998. Podle předběžných údajů však v září došlo k poklesu, když celková nabídka poklesla zejména ze strany zemí mimo OPEC.

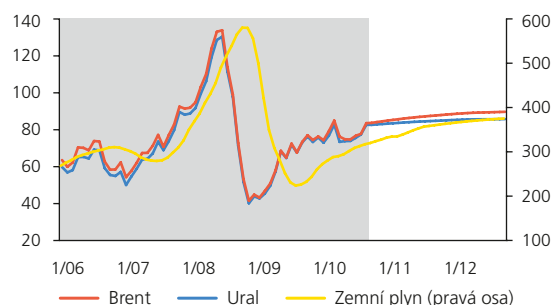
41 Problémy americké ekonomiky vedly ke slovním intervencím nejvyšších představitelů Fedu včetně předsedy B. Bernankeho a k úvahám o znovuzavedení programu odkupu aktiv (zejména amerických vládních dluhopisů) v hodnotě 500–1000 mld. USD. To způsobilo hromadné výprodeje amerického dolaru.

GRAF III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy se od října drží nad hranicí 80 USD/barel

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



Naopak země kartelu OPEC svou nabídku zvýšily, přestože na svém říjnovém zasedání ponechaly kvóty dohodnuté před téměř dvěma roky beze změny. Jejich dodávky kolísají v závislosti na dodržování těchto kvót, které se dle průzkumu Reuters v současnosti pohybuje na 57 %. Jednotlivé země OPEC nejsou jednotné ohledně současné ideální ceny. Saudská Arábie se obává poklesu poptávky a viděla by cenu raději níže, ostatní země (s rozpočtovými problémy) naopak poukazují na sníženou kupní sílu dolaru a vyšší ceny jim vyhovují.

V souvislosti se zvýšenými odhady růstu HDP v zemích OECD **přehodnotila IEA spotřebu ropy** jak pro letošní, tak pro příští rok. Letos by měla spotřeba vzrůst o 2,1 mil. barelů za den (Mb/d) na průměrných 86,9 Mb/d a v roce 2011 by se měla zvýšit o dalších 1,2 Mb/d. Tomu odpovídá i očekávaný vývoj ceny ropy v následujících dvou letech. Cena ropy Brent by dle tržních kontraktů měla dále zvolna růst ze současných cca 82 USD/barel až na 90 USD/barel na konci roku 2012. Podobný růst očekávají i analytici CF pro ropy WTI, která se však aktuálně prodává zhruba o dva dolary levněji než Brent díky vysokým zásobám ropy v USA.

Ceny **komodit** (Graf III.7.8) rostly ve třetím čtvrtletí napříč všemi skupinami. Důvodem tohoto vývoje bylo především silné oslabování amerického dolaru. Nejvyššího růstu dosáhly zemědělské komodity a některé průmyslové kovy, jejichž růst začal zhruba v polovině roku 2010. U průmyslových kovů lze za hlavní faktor růstu ceny považovat rostoucí poptávku spojenou s ožíváním globální průmyslové aktivity. Nejvyšší nárůst okolo 40 % byl v průběhu třetího čtvrtletí zaznamenán u ceny zinku a olova. Ceny mědi a hliníku vzrostly přibližně o 30 %.

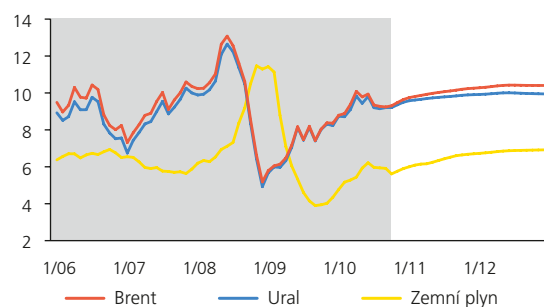
U **zemědělských komodit** stále přetrvávají nejistoty ohledně rozsahu dopadu nepříznivého počasí na letošní sklizeň. Nejvyšší dynamiku růstu v rámci skupiny zemědělských komodit stále vykazuje cena kukuřice, která se během třetího čtvrtletí téměř zdvojnásobila. Rychle však rostly i ceny cukru, bavlny a pšenice. Zatímco v ostatních skupinách se očekává spíše další nárůst ceny, u zemědělských komodit by ceny měly klesat.

GRAF III.7.7

Korunové ceny ropy a plynu

V korunovém vyjádření ceny ropy i plynu ve třetím čtvrtletí stagnovaly, výhled je rostoucí zejména v roce 2011

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

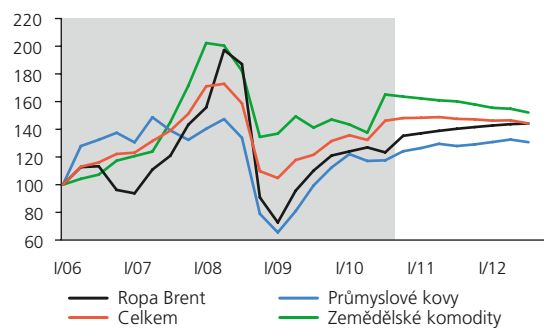


GRAF III.7.8

CENY KOMODIT

Ceny zemědělských komodit ve třetím čtvrtletí 2010 výrazně vzrostly

(první čtvrtletí 2006 = 100, zdroj: The Economist)



Graf	I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf	I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf	I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf	I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf	I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf	I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf	II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	8
Graf	II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	8
Graf	II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	8
Graf	II.1.4	3M EURIBOR	9
Graf	II.1.5	Kurz eura k dolaru	9
Graf	II.1.6	Cena ropy Brent	9
Graf	II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	10
Graf	II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	10
Graf	II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	11
Graf	II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	11
Graf	II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	11
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	12
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	12
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	12
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	13
Graf	II.2.11	Průměrná nominální mzda	13
Graf	II.2.12	Struktura meziročního růstu HDP	14
Graf	II.2.13	Prognóza růstu HDP	14
Graf	II.2.14	Celková zaměstnanost	14
Graf	II.2.15	Obecná míra nezaměstnanosti	15
Graf	II.2.16	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf	II.2.17	Nominální disponibilní důchod	15
Graf	II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	16
Graf	II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf	II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf	II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf	II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	20
Graf	II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	21
Graf	II.3.5	Změna prognózy kurzu	21
Graf	II.3.6	Změna prognózy HDP	21
Graf	II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	22
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	24
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	25
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	26
Graf	III.1.2	Inflace	28
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	28
Graf	III.1.4	Struktura inflace	28
Graf	III.1.5	Ceny potravin	29
Graf	III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	29
Graf	III.1.7	Ceny ve spotřebním koši	29
Graf	III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	30
Graf	III.2.2	Dovozní ceny	30
Graf	III.2.3	Minerální paliva	30

Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	31
Graf III.2.5	Ceny kovů	31
Graf III.2.6	Zpracovatelský průmysl	32
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	32
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	32
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	34
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	34
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	34
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	35
Graf III.3.5	Míra hrubých úspor	35
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	37
Graf III.3.7	Investice do obydlí	37
Graf III.3.8	Čistá zahraniční poptávka	37
Graf III.3.9	Vývoz a dovoz	38
Graf III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	38
Graf III.3.11	Průmyslová produkce	38
Graf III.3.12	Využití výrobních kapacit	39
Graf III.3.13	Nové průmyslové zakázky	39
Graf III.3.14	Indikátory důvěry	39
Graf III.3.15	Potenciální produkt	40
Graf III.3.16	Mezera výstupu	40
Graf III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	40
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	41
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	41
Graf III.4.3	Zaměstnanost v průmyslu	41
Graf III.4.4	Míra nezaměstnanosti	42
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	42
Graf III.4.6	Vývoj produktivity v NH	43
Graf III.4.7	NJMN	43
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	44
Graf III.5.2	Vklady dle sektorů v rámci M2	44
Graf III.5.3	Stavy úvěrů podnikům a domácnostem	45
Graf III.5.4	Nové úvěry podnikům a domácnostem	45
Graf III.5.5	Úvěry podnikům dle odvětví	45
Graf III.5.6	Úvěry domácnostem	46
Graf III.5.7	Úvěry domácnostem na bydlení	46
Graf III.5.8	Základní sazby ČNB	48
Graf III.5.9	Tržní úrokové sazby	48
Graf III.5.10	Úrokové diferenciály	49
Graf III.5.11	Výnosová křivka státních dluhopisů	49
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	49
Graf III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	50
Graf III.5.14	Rozpětí úrokových sazeb z úvěrů	50
Graf III.5.15	Ex ante reálné sazby	50
Graf III.5.16	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	51
Graf III.5.17	Základní ukazatele hospodaření	51
Graf III.5.18	Financování nefinančních podniků	52
Graf III.5.19	Finanční investice nefinančních podniků	52
Graf III.5.20	Dluh a čisté úrokové platby	52
Graf III.5.21	Financování domácností	53
Graf III.5.22	Realizační a nabídkové ceny bytů	53
Graf III.5.23	Počty transakcí na trhu nemovitostí	54

Graf III.5.24	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	54
Graf III.5.25	Situace na kancelářském trhu	54
Graf III.5.26	Výnosy komerčních nemovitostí	55
Graf III.6.1	Běžný účet	56
Graf III.6.2	Obchodní bilance	56
Graf III.6.3	Bilance služeb	56
Graf III.6.4	Bilance výnosů	57
Graf III.6.5	Finanční účet	57
Graf III.6.6	Přímé investice	57
Graf III.6.7	Portfoliové investice	58
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	58
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	59
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	60
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	60
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	61
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	61
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	62
Graf III.7.7	Korunové ceny ropy a plynu	63
Graf III.7.8	Ceny komodit	63

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	10
Tab. II.2.2	Prognóza platební bilance	17
Tab. II.2.3	Fiskální prognóza	18
Tab. II.2.4	Prognóza vybraných veličin	19
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář kurzu	23
Tab. II.4.2	Citlivostní scénář DPH	23
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele IOFT a podniků	24
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele CF	24
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	26
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	27
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	27
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	31
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	42
Tab. III.5.1	Struktura peněžních agregátů	44
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	51

ARA	Amsterdam-Rotterdam-Antverpy	HICP	harmonizovaný cenový index
BEA	Bureau of Economic Analysis	HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr
BLS	Bureau of Labor Statistics	IEA	International Energy Agency
BoE	Bank of England	Ifo	index podnikatelského klimatu institutu
CF	Consensus Forecasts	ILO	International Labour Organization
COICOP	Klasifikace individuální spotřeby podle účelu	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CP	cenné papíry	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	KSVS	kolektivní smlouva vyššího stupně
CZK, Kč	česká koruna	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČNB	Česká národní banka	LTV	loans to value ratio
ČR	Česká republika	M1, M2	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
DPH	daň z přidané hodnoty	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NH	národní hospodářství
EIB	Evropská investiční banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ERÚ	Energetický regulační úřad	PH	pohonné hmoty
ESA 95	Evropský systém národních účtů	PLN	polský zlotý
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PPI	ceny průmyslových výrobců
EU	Evropská unie	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EUR	euro	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
Euribor	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
Fed	centrální banka USA	USA	Spojené státy americké
FOMC	Federal Open Market Committee	USD	americký dolar
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

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

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

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

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

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

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

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

Dezinflace: snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nabídkové ceny nemovitostí: Ceny nabídek prodeje nemovitosti 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.

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

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

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

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

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

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

Podíl 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.

Podíl 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).

Realizační 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.

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

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

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

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

Tabulka č. 1

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	roky											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 286,0	2 368,4	2 470,8	2 628,5	2 812,2	2 984,6	3 053,3	2 931,3	2 997,9	3 032,5	3 109,6
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,3	1,2	2,5
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,2	5,9	2,8	2,6	5,2	4,8	3,5	-0,2	1,0	0,4	1,4
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,7	1,0	4,2	1,8	-0,2	1,3
Tvorba hrubého kapitálu	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,3	-3,1	-16,8	3,8	2,2	2,7
Vývoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,0	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	11,0	5,7	7,4
Dovoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,9	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	11,1	5,4	6,7
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-146,4	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	57,2	71,3	101,2
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	% , meziročně, reálné	4,1	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	-	-	-
Stavební produkce	% , meziročně, reálné	3,0	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	% , meziročně, reálné	1,7	7,3	3,9	8,1	10,9	9,9	2,7	-4,7	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	% , konec období	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	-	-	-
Spotřebitelské ceny	% , meziročně, průměr	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	2,0
Regulované ceny (17,15 %)*	% , meziročně, průměr	5,7	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,7	4,7	3,2
Čistá inflace (82,85 %)*	% , meziročně, průměr	0,8	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,2	1,7
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (25,63 %)*	% , meziročně, průměr	-0,9	-1,2	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	1,0	3,8	1,8
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)*	% , meziročně, průměr	2,4	0,6	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,2	1,4
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	% , meziročně, průměr	-9,3	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,1	1,3	4,0
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	% , meziročně, průměr	1,8	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,8	1,9
Deflátor HDP	% , meziročně, sez. očištěno	2,8	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,6	-0,7	1,4	2,1
<i>Díličí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	% , meziročně, průměr	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-3,1	1,2	4,2	2,5
Ceny zemědělských výrobců	% , meziročně, průměr	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,2	14,5	-0,1
Ceny stavebních prací	% , meziročně, průměr	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-	-	-
Cena ropy Brent	% , meziročně, průměr	2,2	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	27,5	9,5	3,1
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, nominálně	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	4,0	2,3	2,6	4,0
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, reálné	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	3,0	0,9	0,7	1,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	% , meziročně	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-1,9	-0,3	0,6
Nominální jednotkové mzdové náklady	% , meziročně	4,6	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,2	-2,8	0,7	1,9
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	% , meziročně	0,5	3,4	-4,5	-4,0	-5,6	0,9	0,3	4,5	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	% , meziročně	1,9	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	3,5	1,0	2,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	% , průměr, věk 15+	-	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,5	7,1	6,8
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	% , průměr	-	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,2	8,9	8,0
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-209,0	-194,7	-157,0	-159,4
Deficit veřejných financí / HDP**	% , nominálně	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-5,3	-4,2	-4,0
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	695,0	768,3	847,8	885,4	948,3	1 023,8	1 104,9	1 280,4	1 451,4	1 597,2	1 745,2
Veřejný dluh / HDP**	% , nominálně	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	39,3	42,2	44,1
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	102,7	180,6	180,0	230,0	240,0
Obchodní bilance / HDP	% , nominálně	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	5,0	4,9	6,1	6,1
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	21,9	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	27,0	-30,1	-35,0	-40,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0	-100,4	-85,0	-100,0
Běžný účet platební bilance / HDP	% , nominálně	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-1,0	-2,7	-2,2	-2,5
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	270,9	53,5	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	26,5	110,0	90,0	105,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,0	18,3	18,3
Kč/EUR	průměr	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,2	24,3	23,8
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,8	-3,7	-2,1
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-	-3,1	-5,6	-1,3	-3,9	-8,9	4,4	-3,8	-5,3	-1,7
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	% , meziročně, průměr	-6,6	0,8	3,6	-1,5	-1,2	1,4	-4,6	0,2	-1,1	-0,5	0,8
Dovozní ceny	% , meziročně, průměr	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	1,8	0,6	0,8
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	% , meziročně, průměr	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	3,5	6,9	5,9
2 T repo sazba	% , konec období	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	-	-	-
3 M PRIBOR	% , průměr	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,3	1,8

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
760,0	765,3	766,6	761,4	732,5	729,2	732,8	736,8	739,6	746,6	752,6	759,2	754,2	755,2	759,5	763,6	767,9	773,8	780,4	787,5
3,1	3,5	2,2	0,5	-3,6	-4,7	-4,4	-3,2	1,0	2,4	2,7	3,0	2,0	1,2	0,9	0,6	1,8	2,5	2,8	3,1
4,5	3,7	3,0	2,6	0,8	0,0	-0,5	-1,2	0,1	0,8	1,2	2,0	0,6	0,1	0,4	0,5	0,9	1,3	1,5	1,8
-0,8	2,3	2,9	-0,4	3,1	3,4	5,5	4,8	2,8	0,9	0,9	2,8	2,6	2,0	-1,4	-3,8	-1,8	0,3	2,3	4,3
-1,8	-8,8	-10,5	9,4	-8,9	-16,2	-16,0	-25,3	-8,1	6,7	8,9	9,5	3,5	4,1	1,4	0,0	3,0	2,7	2,5	2,5
14,1	13,4	5,1	-8,7	-18,8	-15,5	-8,2	2,3	13,5	13,1	8,1	9,6	6,3	5,1	5,2	6,3	7,8	8,0	7,3	6,7
12,8	9,2	1,4	-5,3	-16,9	-14,7	-6,8	-2,1	10,8	13,8	8,8	11,3	6,3	5,7	4,5	5,0	6,9	7,0	6,6	6,3
14,2	32,1	30,0	-10,5	-4,2	21,0	16,7	21,5	13,9	19,5	12,9	11,0	15,2	15,8	18,9	21,4	23,6	24,9	25,8	26,9
2,1	3,9	0,8	-13,2	-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	7,5	11,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	-2,3	6,4	-4,2	-10,8	1,2	0,3	2,0	-21,4	-7,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,3	4,7	4,5	-2,7	-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,8	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,3	5,4	6,4	6,3	5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7,4	6,8	6,6	4,7	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	1,9	2,1	1,9	1,7	1,9	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1
15,0	14,7	15,8	16,9	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	3,6	4,0	5,4	4,5	4,5	4,5	3,4	3,4	3,1	3,0
3,6	2,9	2,9	0,4	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,5	1,0	1,0	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8
5,7	3,3	3,4	-0,3	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,3	3,4	4,0	4,3	3,8	3,2	2,1	1,6	1,6	1,8
1,8	2,2	2,3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,5	-0,4	0,0	0,3	0,9	1,4	1,6	1,7
14,4	8,5	5,9	-11,5	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,0	6,1	1,0	-2,1	0,8	5,5	6,3	4,2	3,0	2,5
5,3	4,6	4,7	2,9	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,8	1,0	1,8	1,7	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0
2,3	1,4	1,1	2,6	3,6	3,3	2,2	1,3	-1,7	-1,2	-0,1	0,2	1,1	1,3	1,5	1,7	1,8	2,0	2,2	2,3
5,6	5,1	5,5	1,7	-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,2	2,9	4,8	4,1	4,0	3,9	2,4	2,4	2,6	2,5
26,7	27,2	7,7	-18,5	-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-1,4	8,2	27,5	24,8	20,8	12,6	-0,2	-2,7	-1,1	0,8	2,7
4,7	5,0	4,5	3,9	2,8	1,4	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
66,1	77,8	54,7	-36,7	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	33,1	11,8	11,8	10,8	9,3	13,8	4,7	4,1	3,5	2,8	2,2
9,9	7,3	7,1	7,4	2,9	3,2	4,6	5,2	2,2	2,4	2,6	2,2	2,4	2,7	2,9	2,6	5,3	3,9	3,2	3,7
2,3	0,5	0,5	2,6	0,8	1,8	4,5	4,8	1,5	1,2	0,7	0,0	0,4	0,9	0,9	0,6	3,3	1,8	1,1	1,5
2,1	1,9	1,7	1,2	-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,6	-0,9	-0,7	0,1	-0,1	-0,2	-0,9	0,2	0,2	0,7	1,2
8,0	5,3	4,5	6,9	5,0	4,4	4,7	2,9	-3,0	-2,3	-3,0	-3,0	-0,5	0,9	1,5	1,0	3,5	1,5	1,0	1,7
3,3	-1,4	-1,1	1,1	4,5	5,2	5,1	3,0	-6,5	-4,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,4	2,5	1,9	-1,0	-3,6	-4,1	-3,1	-1,0	3,1	4,0	3,4	3,3	1,2	1,0	1,0	0,8	1,9	2,3	2,5	2,7
4,7	4,2	4,3	4,4	5,8	6,3	7,3	7,2	8,0	7,1	7,5	7,2	7,1	6,8	7,3	7,2	7,0	6,5	7,0	6,6
6,3	5,5	5,6	5,8	7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	8,8	8,8	9,6	8,8	8,7	8,3	8,9	8,0	7,7	7,2
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42,9	39,3	27,0	-6,6	41,7	52,4	44,2	42,2	64,2	53,8	34,0	28,0	68,0	63,0	54,0	45,0	70,0	65,0	57,0	48,0
4,9	4,2	2,9	-0,7	4,8	5,7	4,9	4,6	7,4	5,8	3,6	2,9	7,6	6,6	5,7	4,6	7,5	6,5	5,7	4,7
19,2	19,1	15,0	12,6	14,7	9,4	2,7	0,2	-7,2	-4,8	-9,0	-9,0	-8,0	-9,0	-9,0	-9,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
53,3	-31,1	-7,3	-37,8	25,0	-30,7	-23,7	-7,5	19,1	-29,5	-58,0	-32,0	22,0	-40,0	-52,0	-15,0	17,0	-45,0	-54,0	-18,0
6,1	-3,3	-0,8	-4,0	2,8	-3,3	-2,6	-0,8	2,2	-3,2	-6,2	-3,3	2,5	-4,2	-5,4	-1,5	1,8	-4,5	-5,4	-1,7
-23,6	32,8	16,4	10,7	14,7	-0,3	-17,9	30,0	36,2	29,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17,1	15,9	16,1	19,3	21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,1	19,3	18,0	18,3	18,3	18,4	18,4	18,4	18,3	18,3	18,2
25,5	24,8	24,1	25,4	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,5	24,4	24,3	24,2	24,1	24,0	23,9	23,8	23,7
-12,2	-14,7	-15,9	-7,2	7,4	6,7	6,1	2,2	-6,0	-3,9	-3,1	-5,9	-6,2	-5,1	-2,4	-1,0	-1,4	-1,9	-2,4	-2,6
-9,9	-11,1	-11,4	-3,0	8,6	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,3	-1,3	-4,7	-7,2	-6,7	-4,5	-2,9	-1,3	-1,5	-1,9	-2,0
-4,3	-6,2	-6,5	-1,2	5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,5	-0,3	2,1	0,2	-0,6	-2,0	-0,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
-3,0	-4,4	-4,0	-1,6	1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,4	2,5	5,7	3,4	1,5	-1,0	0,2	1,5	1,2	0,9	0,6	0,3
10,1	7,6	8,3	7,6	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	4,8	4,7	8,2	6,3	6,6	6,7	5,9	5,7	5,8	6,3
3,75	3,75	3,50	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,0	4,2	3,9	4,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,7	2,0	2,3

Vydává:

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

Kontakt:

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

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)

ISSN 1804-2457 (Online)

