



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Zpráva o inflaci / II, 2011**

Česká národní banka  
2011

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123848>

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

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

Datum stažení: 25.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .

ZPRÁVA O INFLACI / II

2011



## ZPRÁVA O INFLACI / II

---



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 12. května 2011 a obsahuje informace dostupné k 22. dubnu 2011. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.



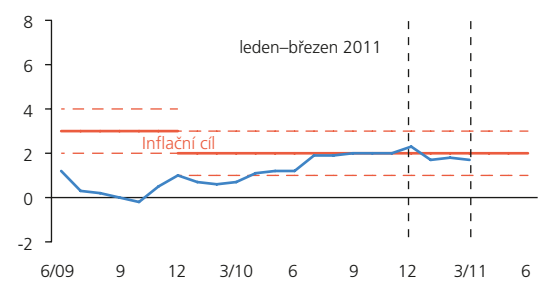
<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>3</b>
<b>OBSAH</b>	<b>5</b>
<b>I SHRnutí</b>	<b>6</b>
<b>II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>9</b>
<b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>	<b>9</b>
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>11</b>
Box 1    Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3	12
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>20</b>
<b>II.4 Alternativy a citlivostní analýzy</b>	<b>23</b>
II.4.1    Alternativní scénář – zvýšení sazby DPH	23
II.4.2    Citlivostní scénář kurzu	24
<b>II.5 Prognózy ostatních subjektů</b>	<b>25</b>
<b>III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>27</b>
<b>III.1 Inflace</b>	<b>27</b>
III.1.1    Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	27
III.1.2    Současný vývoj inflace	28
<b>III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců</b>	<b>31</b>
III.2.1    Dovozní ceny	31
III.2.2    Ceny výrobců	32
<b>III.3 Poptávka a nabídka</b>	<b>35</b>
III.3.1    Domácí poptávka	35
III.3.2    Čistá zahraniční poptávka	37
III.3.3    Nabídka	38
III.3.4    Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	39
<b>III.4 Trh práce</b>	<b>41</b>
III.4.1    Zaměstnanost a nezaměstnanost	41
III.4.2    Mzdy a produktivita	42
<b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>44</b>
III.5.1    Peníze	44
III.5.2    Úvěry	45
III.5.3    Úrokové sazby	46
III.5.4    Měnový kurz	49
III.5.5    Ekonomické výsledky nefinančních podniků	50
III.5.6    Finanční pozice podniků a domácností	51
III.5.7    Vývoj na trhu nemovitostí	52
<b>III.6 Platební bilance</b>	<b>55</b>
III.6.1    Běžný účet	55
III.6.2    Kapitálový účet	56
III.6.3    Finanční účet	56
<b>III.7 Vnější prostředí</b>	<b>58</b>
III.7.1    Eurozóna	58
III.7.2    Spojené státy	60
III.7.3    Kurz USD/EUR	61
III.7.4    Cena ropy a dalších komodit	62
Box 2    Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru	63
<b>SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>66</b>
<b>SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>69</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>70</b>
<b>SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI</b>	<b>71</b>
<b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>	<b>74</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>78</b>



GRAF I.1

## PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

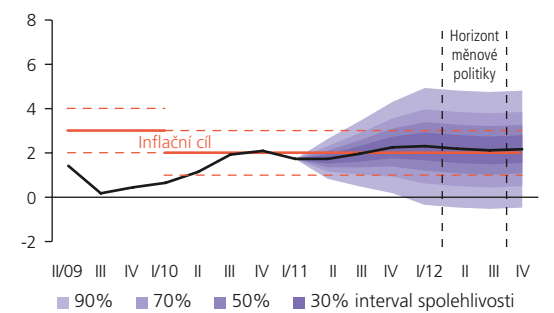
**Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2011 pohybovala mírně pod inflačním cílem ČNB**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

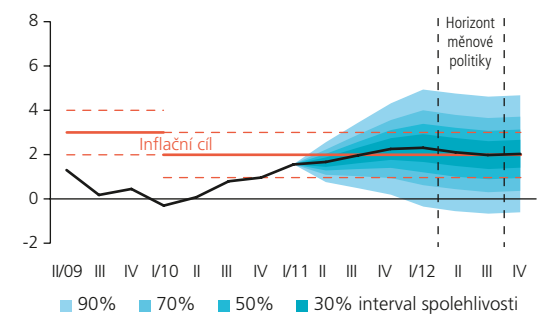
**Podle prognózy se bude celková inflace nacházet poblíž inflačního cíle**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

**Měnověpolitická inflace se bude rovněž pohybovat v blízkosti cíle**  
(meziroční změny v %)



## I. SHRNUÍ

Česká ekonomika pozvolna zpomaluje svůj růst, který byl doposud tažen zejména investicemi do zásob. Celková inflace se pohybuje mírně pod úrovní cíle. Měnověpolitická inflace narůstá směrem k celkové inflaci. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou patrné, zdrojem inflace jsou aktuálně především ceny komodit. Růst hrubého domácího produktu se v letošním roce sníží v důsledku konsolidace veřejných rozpočtů, odeznění investic do zásob a zpomalení ekonomického růstu v zahraničí. V příštím roce dojde ke zřetelnému zrychlení růstu s přispěním všech složek domácí poptávky. Celková i měnověpolitická inflace se budou v nejbližších dvou letech pohybovat v blízkosti cíle. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011.

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nepatrně zpomalila svůj meziroční růst na 2,6 %. Kladné příspěvky k růstu vykázaly pouze investice do zásob a čistý vývoz, ostatní příspěvky byly záporné. V prvním čtvrtletí 2011 se očekává další zpomalení meziročního růstu na 2,3 %.

Celková inflace v prvním čtvrtletí 2011 klesla mírně pod cíl ČNB (Graf I.1). Měnověpolitická inflace narůstá směrem k cíli a rozdíl mezi ní a celkovou inflací se snižuje s tím, jak odeznívají zpožděné dopady zvýšení nepřímých daní. Zdrojem inflace jsou aktuálně především ceny komodit, které se odrážejí v růstu cen pohonných hmot a potravin. Meziroční růst cen potravin v závěru prvního čtvrtletí částečně zpomalil. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstává záporná, i když se pokles cen v tomto segmentu zmírnil. Celkově je působení dovozních cen proinflační, protože růst zahraničních cen průmyslových výrobců je jen zčásti tlumen zhodnocením kurzu. Domácí inflační tlaky naopak nejsou v současnosti patrné v důsledku slabé domácí poptávky a nízkého růstu mezd. Ziskové marže jsou již jen mírně stlačené pod svou rovnovážnou úroveň.

Tempo **ekonomického růstu v eurozóně** se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 lehce snížilo. V letošním i příštím roce se očekává další postupné zpomalování hospodářského růstu, přičemž se prohlubují rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně je rostoucí v celém horizontu prognózy, přičemž oproti minulé prognóze se výrazně zvyšuje jeho sklon v očekávání dalšího zpřísnění měnové politiky ECB. Vyšší výhled úrokových sazeb se promítl do aktuálního posílení kurzu eura vůči dolaru, na prognóze se však očekává postupné oslabování eura k hodnotě 1,3 USD/EUR. Ceny ropy i dalších komodit na počátku roku 2011 pokračovaly v růstu, v delším období se na komoditních trzích předpokládá zklidnění.

**Celková inflace** se bude na celém horizontu **prognózy** nacházet poblíž inflačního cíle (Graf I.2). Vzhledem k malému dopadu změn nepřímých daní zapracovaných do základního scénáře prognózy (jde pouze o vyprchávací minulé, resp. pro rok 2012 očekávané změny

spotřební daně z cigaret) se i **měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude spolu s celkovou inflací pohybovat poblíž cíle (Graf I.3). K tomu budou přispívat postupně sílící inflační tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu. Ty budou částečně kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu, které od poloviny roku 2011 z hlediska dopadů dovozních cen do čisté inflace převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Nárůst domácích nákladových tlaků by měl pokračovat i v roce 2012 v souvislosti s opětovným oživením zahraniční poptávky i české ekonomiky a se zrychlujícím růstem mezd. Ceny potravin ještě krátkodobě vzrostou, po odeznění vlivu vysokých cen zemědělských výrobců však jejich meziroční růst zpomalí. Podobný vývoj prognóza očekává u cen pohonných hmot v návaznosti na mírně klesající tržní výhled ceny ropy. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných hodnot se vymaní na konci roku 2011.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních **úrokových sazeb** v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011 (Graf I.4). Stabilita sazeb na začátku prognózy je důsledkem protisměrně působících zahraničních proinflačních a domácích protiinflačních tlaků. V delším období se sazby zvyšují s tím, jak se postupně obnovují inflační tlaky v tuzemské ekonomice a pokračuje růst úrokových sazeb v zahraničí. Prognóza předpokládá postupné posilování **kurzu koruny** vůči euru v důsledku příznivého výhledu čistého vývozu, poklesu rizikové prémie vlivem fiskální konsolidace a obnovení reálné konvergence od roku 2012. Tempo posilování kurzu by naopak měla tlumit nízká úroveň domácích úrokových sazeb prostřednictvím záporného úrokového diferenciálu (Graf I.5).

**Česká ekonomika** v letošním roce zpomalí svůj růst na 1,5 % v důsledku zpomalení domácí poptávky (vliv fiskální konsolidace, odeznění investic do zásob) i zahraničního růstu (Graf I.6). V roce 2012 již všechny složky domácí poptávky zvýší své příspěvky k růstu HDP, a jeho tempo tak i přes nižší příspěvek čistého vývozu celkově zrychlí na 2,8 %.

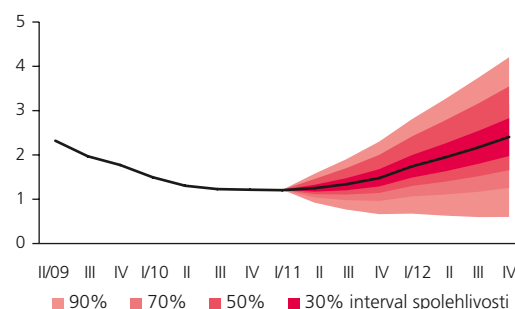
Dopady zpomalení růstu HDP a rozpočtové konsolidace se projeví i na **trhu práce**. Meziroční růst zaměstnanosti proto po překmitu do kladných hodnot počátkem roku 2011 následně opět zpomalí k nulové hodnotě. V návaznosti na zrychlující oživení ekonomické aktivity v příštím roce se zvýší i meziroční růst zaměstnanosti a klesne obecná míra nezaměstnanosti. Růst mezd v podnikatelské sféře bude postupně zrychlovat, naopak mzdy v nepodnikatelské sféře budou v letošním roce v důsledku úsporných fiskálních opatření klesat a v příštím roce se jen mírně zvýší.

Připravované vládní návrhy vedly ke zpracování **alternativního scénáře zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %** s platností od 1. 1. 2012. Primární dopad této úpravy do celkové inflace dosáhne cca 1,1 procentního bodu (Graf I.7). Primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto nemají přímý

GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

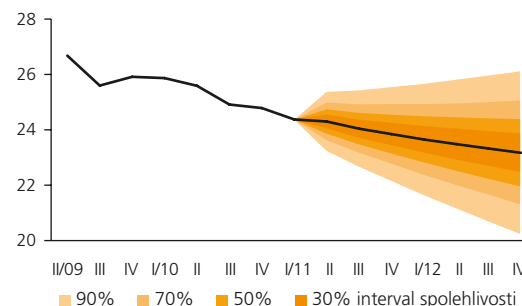
S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011 (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

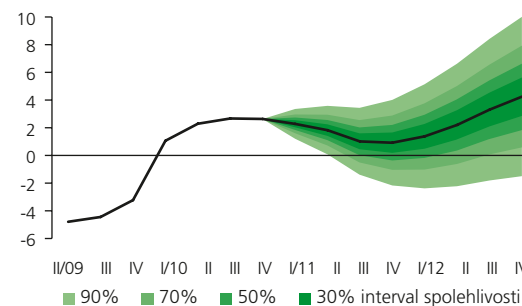
Nominální měnový kurz na horizontu prognózy postupně posiluje (CZK/EUR)



GRAF I.6

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst HDP v roce 2011 zpomalí v důsledku fiskální restrikce, odeznění investic do zásob a zpomalení zahraničního růstu (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

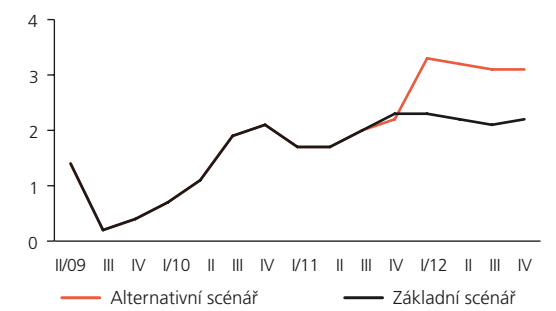


GRAF I.7

## CELKOVÁ INFLACE – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A ALTERNATIVY

Vyšší sazba DPH zvyšuje celkovou inflaci cca o 1 procentní bod od počátku roku 2012

(meziroční změny v %)



dopad na úrokové sazby. Zároveň alternativní scénář – v souladu s minulými zkušenostmi a nadále utlumenou ekonomickou aktivitou – nepředpokládá výrazné sekundární dopady zvýšení sazby DPH do inflace (např. z důvodu růstu inflačních očekávání). Úrokové sazby v alternativním scénáři tak reagují pouze na mírný pokles měnověpolitické inflace vlivem zpomalení růstu reálné spotřeby domácností a HDP, a to jen nepatrným snížením ve druhé polovině roku 2012. V roce 2012 dochází ke snížení HDP oproti základnímu scénáři v celoročním vyjádření zhruba o 0,4 procentního bodu. Měnový kurz se od hodnot základního scénáře téměř neodlišuje.

Na svém měnověpolitickém zasedání 5. května 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika prognózy měnověpolitické inflace byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je prohloubení dluhových problémů některých zemí eurozóny, na druhou stranu domácí ekonomika by nemusela inflaci tlumit v takové míře, jak předpokládá prognóza.

## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

### II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

*Ekonomický růst v eurozóně by měl během letošního i příštího roku zpomalit, stále se však bude pohybovat nad 2 %. Zvýšení cen na komoditních trzích se odrazilo v současném zrychlení růstu spotřebitelských i výrobních cen a spolu s tím se zvýšil i jejich výhled na letošní rok. Na rostoucí inflační tlaky reagovala ECB zvýšením základních úrokových sazeb. Očekávaná trajektorie tříměsíční sazby EURIBOR je i nadále rostoucí, přičemž se zvyšuje její sklon. Vyšší výhled úrokových sazeb se promítá v silnějším kurzu eura vůči americkému dolaru. Ceny ropy i dalších komodit na počátku roku 2011 pokračovaly v růstu, v delším období se na komoditních trzích předpokládá zklidnění.*

**Výhled efektivního ukazatele HDP eurozóny** předpokládá mírné zpomalení růstu v letošním i příštím roce (Graf II.1.1).<sup>1</sup> Ekonomický růst eurozóny je tažen především německou ekonomikou v souvislosti s rostoucí poptávkou po německých vývozech. Dynamika růstu je však tlumena některými zeměmi „jižního křídla“. V první polovině roku 2012 lze navíc očekávat další mírné zpomalení tempa růstu způsobené dopady fiskální konsolidace v jednotlivých členských zemích. Celkově růstový výhled v eurozóně pro letošní rok dosahuje 2,4 % (tj. o 0,5 procentního bodu méně oproti roku 2010), pro příští rok 2,2 %. Riziko pro budoucí ekonomický růst eurozóny představují aktuálně vysoké ceny ropy a komodit obecně, nadále zůstává v platnosti i riziko eskalace dluhové krize v eurozóně.

Výhled růstu **efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** je výrazně ovlivněn pokračujícím růstem cen komodit (zejména obilovin, průmyslových kovů a energetických surovin). Tento nárůst začal ve druhé polovině roku 2010 (Graf II.1.2) a od té doby se ceny komodit stále udržují na vysokých úrovních. Prognóza cen průmyslových výrobců se posouvá směrem nahoru především v letošním roce, poté jejich vysoký růst odeznívá s tím, jak se předpokládá zklidnění na komoditních trzích. V souhrnu byl průměrný růst efektivního ukazatele výrobních cen pro rok 2011 přehodnocen o 1,8 procentního bodu nahoru, meziroční růst se tak očekává na úrovni 4,7 %. V roce 2012 by měl růst výrobních cen zvolnit na 2,5 %.

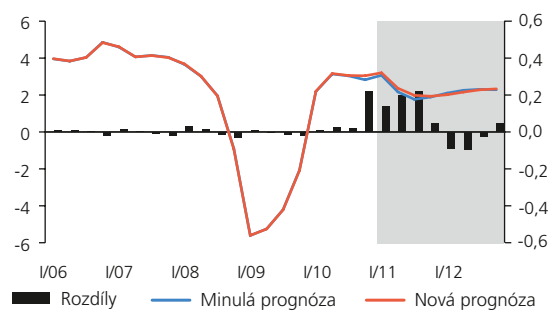
Vysoké ceny komodit se odrážejí také ve výhledu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3). Inflace již několik měsíců (od prosince 2010) překračuje hladinu cenové stability, která se dle definice ECB nachází těsně pod 2 %. Nad touto hladinou se pohybuje i odhad meziročního růstu pro rok 2011, když dosahuje 2,4 %. Tento vývoj odráží, kromě vysokých cen komodit a energií, i ekonomický růst v eurozóně tažený vývozem a částečně rovněž

<sup>1</sup> Výhled zahraničních veličin vychází z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů. Byl aktualizován k 4. dubnu 2011. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.1

#### EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

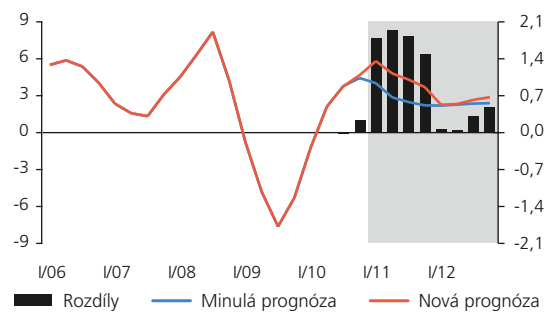
**Ekonomický růst eurozóny během první poloviny roku 2011 zpomalí, navzdory výraznému příspěvku německé ekonomiky**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.2

#### EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

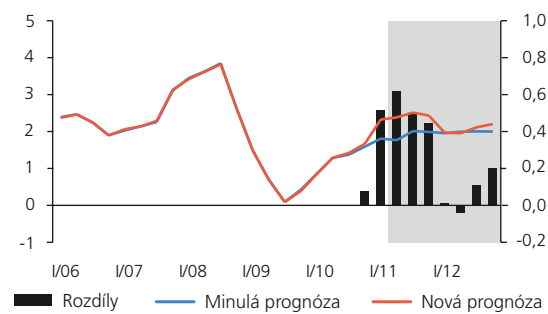
**Výrazný nárůst průmyslových cen v roce 2011 je ovlivněn vysokými cenami komodit**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.3

#### EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

**Výhled efektivní inflace se zvýšil nad 2% úroveň**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

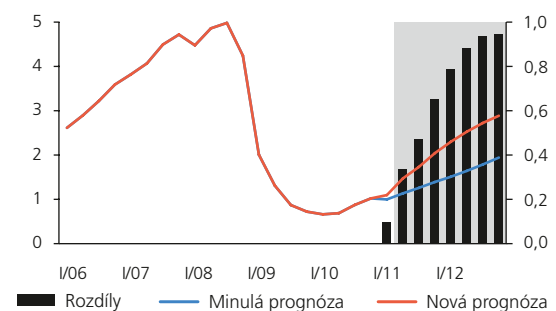


GRAF II.1.4

## 3M EURIBOR

Zpřísnění měnové politiky ECB a rychlejší růst cen posouvají tržní výhled sazeb výrazně výše na celém horizontu prognózy

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



domácí poptávkou. S poklesem cen na komoditních trzích a očekávaným útlumem domácí poptávky se v první polovině roku 2012 předpokládá návrat inflace k 2% hladině. V souhrnu za celý rok 2012 by se spotřebitelské ceny měly zvýšit o 2,1 %.

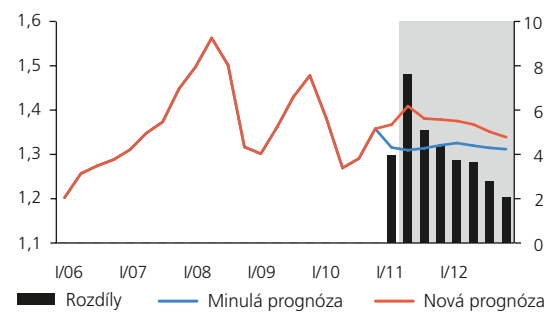
**Trajektorie sazeb 3M EURIBOR** je nadále rostoucí a oproti minulé prognóze se zvyšuje její sklon na celém horizontu prognózy (Graf II.1.4). Tržní očekávání s předstihem reagovala na avizované zpřísnění měnové politiky ECB, ke kterému došlo 7. dubna; ECB zvýšila svou refinanční sazbu z 1 % na 1,25 %. Cílem tohoto rozhodnutí ECB bylo především zmírnění očekávaných inflačních tlaků v eurozóně vyplývajících z vysokých cen komodit. Podle očekávání analytiků přispívajících do průzkumu Consensus Forecasts by se hlavní měnověpolitická sazba ECB měla na konci roku 2011 nacházet na hodnotě 1,75 %. Očekávaná hodnota tříměsíční sazby pro rok 2011 se oproti minulé prognóze zvýšila o 0,4 procentního bodu na 1,6 %, pro rok 2012 o 0,9 procentního bodu na 2,6 %. Riziko zvyšování sazeb lze spatřovat ve „dvourychlostní“ evropské ekonomice, kdy Německo vykazuje značný ekonomický růst, zatímco některé země „jižního křídla“ stále procházejí ekonomickou recesí a dluhovou krizí.

GRAF II.1.5

## KURZ EURA K DOLARU

Současné i očekávané nastavení měnové politiky ECB přispívá k silnějšímu kurzu eura vůči americkému dolaru

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



**Aktuální posílení kurzu eura vůči dolaru** odráží zejména aktuální i do budoucna očekávané nastavení měnové politiky ECB. Prognóza však očekává postupné posilování amerického dolaru z hladiny okolo 1,4 USD/EUR na hodnotu lehce nad 1,3 USD/EUR na konci roku 2012 (Graf II.1.5). Oproti minulé prognóze to znamená slabší dolar v průměru cca o 5 % v letošním roce a o 3 % v příštím roce. Rizika spojená s prohloubením dluhové krize některých zemí eurozóny se však mohou velice rychle promítnout v přehodnocení tohoto výhledu v neprospěch eura.

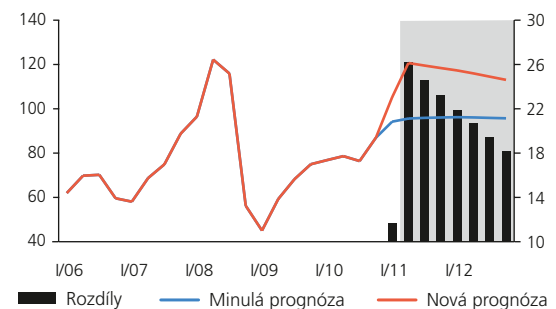
Na základě tržních výhledů je v roce 2011 očekáván přibližně 45% nárůst **cen ropy Brent** ve srovnání s rokem 2010. Začátkem dubna 2011 cena ropy přesáhla hodnotu 120 USD/b, avšak předpokládá se její pozvolný pokles na zhruba 113 USD/b na konci roku 2012 (Graf II.1.6). Z hlediska budoucího vývoje ceny ropy lze identifikovat rizika na straně nabídky spojená zejména s délkou trvání vojenského konfliktu v Libyi a politickou nestabilitou v arabských zemích. V opačném směru může působit očekávané zpomalení přehřívající se čínské ekonomiky a plánované ukončení kvantitativního uvolňování americkým Fedem na konci června tohoto roku. Výhled ceny ropy Brent je v souladu s očekáváním analytiků Consensus Forecasts, kteří předpokládají rovněž mírný pokles ceny ropy WTI, a to o 7 % v horizontu jednoho roku.

GRAF II.1.6

## CENA ROPY BRENT

Výhled ceny ropy předpokládá nárůst ke 120 USD/b a poté velmi pozvolný pokles

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



## II.2 PROGNOZA

Celková inflace v prvním čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,8 %, přičemž měnověpolitická inflace byla 1,6 %. Zdrojem inflace jsou aktuálně především ceny komodit. Růst zahraničních cen průmyslových výrobců je jen zčásti tlumen zhodnoceným kurzem. Slabá domácí poptávka i růst mezd způsobují, že domácí inflační tlaky nejsou v současnosti patrné. Na prognóze se budou celková i měnověpolitická inflace pohybovat v blízkosti 2% cíle. K tomu budou přispívat postupně silící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu. Ty budou částečně kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu, které od poloviny roku 2011 z hlediska dovozních cen převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. V roce 2011 dojde ke zpomalení růstu HDP na 1,5 % vlivem fiskální restrikce, odeznění investic do zásob a krátkodobého zpomalení růstu zahraniční ekonomické aktivity. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011.

Meziroční **celková inflace** v prvním čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,8 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila v průměru 1,6 %. Na horizontu prognózy se budou celková i měnověpolitická meziroční inflace nacházet v blízkosti inflačního cíle (Graf II.2.1).

Meziroční růst **regulovaných cen** v prvním čtvrtletí 2011 oproti předcházejícímu čtvrtletí zrychlil na 4,3 %. Ve druhém čtvrtletí 2011 prognóza předpokládá stagnaci jejich meziročního růstu (Graf II.2.2), přičemž na duben bylo avizováno další zvýšení regulovaných cen zemního plynu pro domácnosti. V dalším období by růst regulovaných cen měl postupně zrychlovat až na cca 6 % v prvním čtvrtletí 2012 a následně zpomalovat ke 4 % ke konci roku 2012 (Tab. II.2.1). Hlavními zdroji růstu regulovaných cen v obou letech budou zvyšování regulovaného i deregulovaného nájemného, růst cen elektřiny a cen zemního plynu pro domácnosti.

V oblasti **nepřímých daní** ovlivňují meziroční inflaci v současnosti již jen malé zpožděné dopady zvýšených spotřebních daní a DPH u cigaret z ledna 2010. Tento efekt vymizí ve třetím čtvrtletí 2011. Počátkem roku 2012 prognóza předpokládá harmonizační zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace lehce nad 0,1 procentního bodu. Uvažované zvýšení nižší sazby DPH z 10 % na 14 % od roku 2012 je součástí alternativního scénáře (kapitola II.4.1).

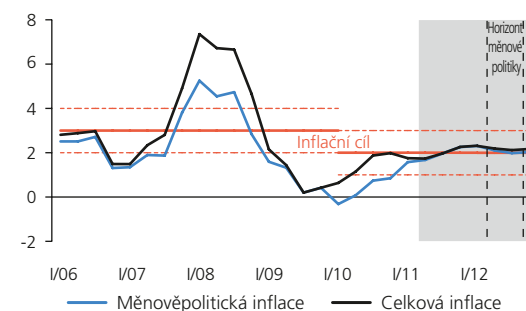
**Čistá inflace** v prvním čtvrtletí 2011 pokračovala ve svém růstu a dosáhla meziroční hodnoty 1 % (Graf II.2.3). Za tímto vývojem stál především pokračující poměrně vysoký růst cen potravin a cen pohonných hmot. Vývoj cen komodit (včetně cen zemědělských výrobců) bude spolu s pozvolným obnovováním domácích nákladových tlaků a narovnáváním marží přispívat k nárůstu čisté inflace. Tyto vlivy však budou zčásti kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu a později též opětovným zpomalením meziročního růstu cen potravin.

GRAF II.2.1

### CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

**Celková i měnověpolitická inflace se budou nacházet poblíž inflačního cíle**

(meziroční změny v %)

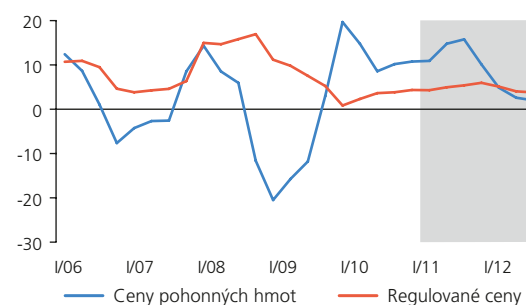


GRAF II.2.2

### REGULOVANÉ CENY A CENY PH

**Do růstu regulovaných cen a cen PH se promítá růst cen komodit na světových trzích**

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



TAB. II.2.1

### PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

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

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

	2010		2011		2012	
	skutečnost		progn.		progn.	
Regulované ceny <sup>a)</sup>	3,8	0,66	5,5	0,95	3,8	0,68
z toho (hlavní změny):						
Regulované nájemné	16,8	0,23	12,0	0,19	15,0	0,26
Ceny elektřiny	-2,5	-0,09	4,8	0,17	5,0	0,18
Ceny zemního plynu	6,7	0,16	11,1	0,27	1,0	0,03
Ceny tepla	3,3	0,08	3,5	0,08	2,0	0,05
Regulované ceny ve zdravotnictví	7,8	0,16	3,5	0,07	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		1,02		0,00		0,14

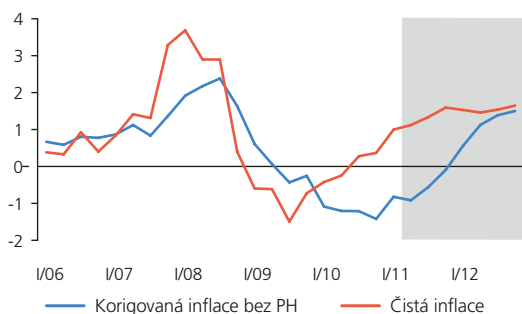
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

## ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot v závěru roku 2011

(meziroční změny v %)



Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** i v prvním čtvrtletí 2011 dosáhla záporné hodnoty, i když zvolnila svůj pokles na -0,8 %. Její nízké hodnoty odrážejí utlumené domácí nákladové tlaky a slabou domácí poptávku udržující marže podniků nadále stlačené. K obratu směrem k růstu korigované inflace bez pohonných hmot bude docházet jen zvolna, do kladných hodnot překmitne v závěru roku 2011. Poté bude dále zrychlovat až k hodnotám okolo 1,5 % na konci roku 2012.

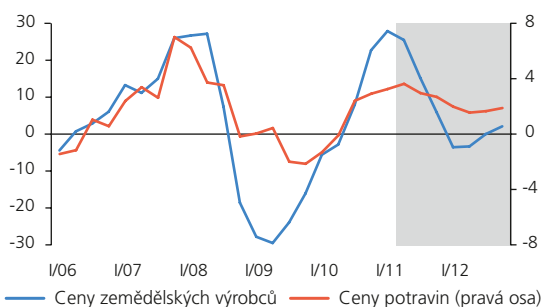
Růst **cen potravin** je zatím nižší, než by odpovídalo výraznému růstu cen zemědělských výrobců. Aktuálně je však již pozorováno zrychlování růstu cen v potravinářském průmyslu. U prodejců potravin v minulosti došlo k navýšení marží, když ti jen částečně reagovali na předchozí pokles vstupních cen. Prodejci tedy dosud měli určitý prostor pro tlumení růstu nákladů, ten se však postupně vyčerpává. Ceny potravin tak v nejbližším období dále zrychlí až ke 4 % (Graf II.2.4). Po odeznění vlivu vysokých cen zemědělských komodit meziroční růst cen potravin zvolní a v roce 2012 se bude pohybovat okolo 2 %.

GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

S odezněním růstu cen zemědělských výrobců zvolní svůj růst i ceny potravin

(meziroční změny v %)



Meziroční růst **cen pohonných hmot** se v prvním čtvrtletí 2011 pohyboval na vysokých hodnotách okolo 11 %. Prognóza očekává další zrychlení v průběhu roku 2011 jako důsledek pozorovaného výrazného růstu světových cen ropy a benzínů (Graf II.2.5). Růst ceny ropy byl přitom částečně kompenzován oslabením kurzu dolaru. Tržní výhled v delším horizontu již předpokládá pozvolný pokles ceny ropy, což by společně s očekávanou stabilitou kurzu koruny k dolaru mělo přispět ke zvolnění meziročního růstu cen pohonných hmot v roce 2012.

## BOX 1

### MIKROANALÝZA ZMĚN SPOTŘEBITELSKÝCH CEN VE VZTAHU K MECHANISMU CENOTVORBY V PREDIKČNÍM MODELU G3

Cílem analýzy prezentované v tomto boxu je získání **poznatků o změnách jednotlivých cen položek spotřebního koše**. Ty jsou posléze porovnány s tím, jak je nastaven mechanismus tvorby cen v mikroekonomických základech jádrového predikčního modelu g3.

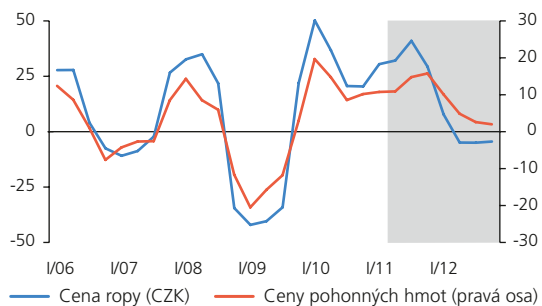
Z detailních dat o cenách sledovaných v rámci šetření spotřebitelských cen ČSÚ byly vyhodnoceny četnosti změn cen, sezonnosti změn cen, průměrné velikosti změn cen, průměrné délky období beze změny ceny a další charakteristiky. K dispozici byla měsíční data z období let 2001 až 2005 o výši cen vybraných položek spotřebního koše na úrovni jednotlivých zpravodajských jednotek (maloobchodních prodejen). V tomto období celková inflace dosáhla průměrné meziroční výše 2,3 %.

GRAF II.2.5

## CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Aktuální vysoký růst cen pohonných hmot přetrvává až do konce roku 2011, poté bude odeznívat

(meziroční změny v %)



Četnost změn cen všech vybraných položek činila v průměru 0,26, což znamená, že zhruba každá čtvrtá zjištěná cena byla změněna oproti minulému měsíci (Tab. 1 a 2). Z toho četnost zvyšování cen byla 0,16 a četnost snižování cen 0,10. Průměrná výše změn cen dosáhla zhruba 10 %. U jednotlivých podskupin spotřebního koše platilo, že čím menší byla četnost změn cen, tím vyšší byla průměrná velikost změn cen. Délka období beze změny ceny za všechny vybrané položky činila v průměru 10,7 měsíce.

Analýza ukazuje, že ceny regulovaných položek převážně jen rostou, a to obvykle skokově na počátku roku. Ceny potravin mají vyšší četnost změn cen hlavně v případě nezpracovaných potravin v důsledku kolísavého vývoje cen zemědělských surovin. Obchodovatelné ceny bez cen potravin a pohonných hmot po celé sledované období trvale klesaly a měly jen nízkou četnost změn cen. Ceny neobchodovatelných neregulovaných cen plynule rostly a s výjimkou hypotetického nájemného a položek cen rekreací byla v této podskupině zaznamenána nejnižší četnost změn cen. Hypotetické nájemné a položky cen rekreací měly naopak vysokou četnost změn cen. Ceny pohonných hmot se měnily nejčastěji, přičemž však jejich jednotlivé změny byly v průměru nejmenší ze sledovaných okruhů. Ceny pohonných hmot totiž reagují poměrně rychle na změny cen surovin a kurzu Kč, a mění se tudíž v menší míře, ale zato často.

S tím, že prodejci mění ceny až po určitém časovém období, pracuje i **predikční model g3** (Box Tvorba cen v modelu g3 ve Zprávě o inflaci IV/2008). Tato strnulost cen je v něm zachycena pomocí předpokladu, že každá firma má možnost v daném čtvrtletí změnit ceny svých produktů jen s určitou pravděpodobností. S využitím tohoto mechanismu lze velmi dobře napodobit ve skutečnosti pozorovanou strnulost cen, a je proto jedním ze základních prvků většiny v současnosti v praxi používaných makroekonomických modelů. Vzhledem k nastavení modelu g3 firmy v modelové ekonomice mění ceny v průměru každá tři čtvrtletí. Jelikož je tímto mechanismem modelován pouze vývoj čisté inflace, zatímco nejvíce strnulé regulované ceny jsou do prognózy vkládány expertně, je tato hodnota v souladu s výše uvedenými statistikami. Obdobná nastavení jsou používána i v jiných srovnatelných modelech a jsou potvrzována též odhady z dat pomocí bayesovských metod.

TAB. 1 (Box)

## ZMĚNY CEN POLOŽEK SPOTŘEBNÍHO KOŠE

Nejčastěji se měnily ceny pohonných hmot

Leden 2001 až prosinec 2005	Nezpracované potraviny	Zpracované potraviny	Regul. ceny	Pohonné hmoty (PH)
Četnost změn cen	0,42	0,19	0,10	0,85
Četnost zvyšování cen	0,22	0,11	0,07	0,32
Četnost snižování cen	0,21	0,09	0,03	0,53
Prům. výše zvyšování cen (v %)	15,4	10,7	9,0	5,5
Prům. výše snižování cen (v %)	-13,0	-8,8	-4,0	-3,6
Prům. délka období beze změny ceny spočt. z četností (v měs.)	2,5	7,0	16,7	0,5

TAB. 2 (Box)

## ZMĚNY CEN POLOŽEK SPOTŘEBNÍHO KOŠE

Průměrná délka období beze změny ceny činila 10,7 měsíce

Leden 2001 až prosinec 2005	Neobchodovatelné ostatní	Neobchodovatelné ostatní bez rekreací, hyp. nájemného	Obchodovatelné ostatní bez PH	Celý spotřební koš
Četnost změn cen	0,39	0,06	0,12	0,26
Četnost zvyšování cen	0,31	0,05	0,05	0,16
Četnost snižování cen	0,09	0,02	0,07	0,10
Prům. výše zvyšování cen (v %)	9,9	13,9	12,5	10,7
Prům. výše snižování cen (v %)	-9,1	-12,3	-12,7	-9,1
Prům. délka období beze změny ceny spočt. z četností (v měs.)	12,2	21,5	12,2	10,7

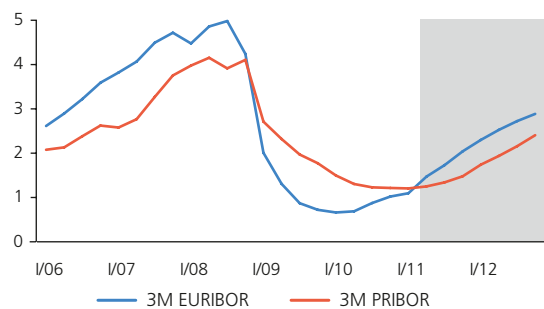


GRAF II.2.6

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)

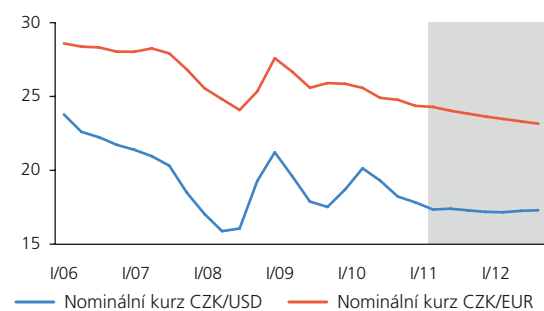


GRAF II.2.7

## PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz koruny vůči euru na prognóze postupně posiluje

(CZK/EUR a CZK/USD)

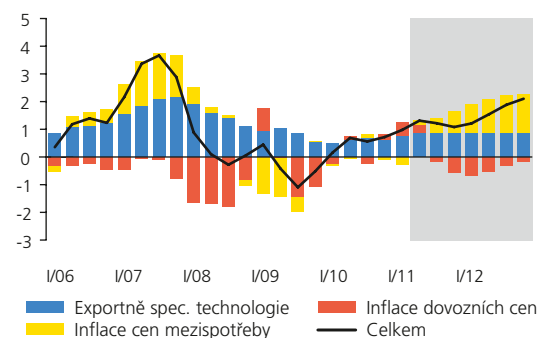


GRAF II.2.8

## NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Tlaky z domácí ekonomiky v současnosti nejsou patrné, porostou až od druhé poloviny roku 2011

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



**Úrokové sazby** na peněžním trhu v prvním čtvrtletí 2011 stagnovaly, sazby s delší splatností se mírně zvýšily. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011 (Graf II.2.6). Stabilita sazeb na začátku prognózy je důsledkem protisměrně působících zahraničních proinflačních a domácích protiinflačních tlaků. V delším období dochází s postupným obnovováním domácích inflačních tlaků a pokračujícím růstem úrokových sazeb v zahraničí k nárůstu sazeb směrem k dlouhodobě rovnovážné úrovni.

**Koruna vůči euru** v prvním čtvrtletí 2011 v průměru posílila, ačkoli výrazné zhodnocení z ledna 2011 bylo v dalších měsících mírně korigováno. Prognóza pro druhé čtvrtletí 2011 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu na úrovni 24,3 CZK/EUR. Následné postupné posilování kurzu na prognóze (Graf II.2.7) je dáno příznivým výhledem čistého vývozu. K posilování kurzu přispěje též pokles rizikové prémie vlivem fiskální konsolidace a obnovení reálné konvergence od roku 2012. Nízká úroveň domácích úrokových sazeb bude prostřednictvím záporného úrokového diferenciálu naopak tempo posilování kurzu tlumit.

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 je možné odhadnout v prvním čtvrtletí 2011 mírně zrychlující mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** (Graf II.2.8). Působení dovozních cen je aktuálně proinflační; nárůst cen světových komodit je jen zčásti tlumen zhodnocením kurzu. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, nadále 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 kladné inflace.

Na začátku prognózy tlaky z domácí ekonomiky nadále nejsou patrné, a odrážejí tak nízký růst mezd i ceny kapitálu. Domácí inflační tlaky pak pozvolna rostou od druhé poloviny roku 2011, kdy zároveň působení dovozních cen na mezičtvrtletní čistou inflaci překmitne z proinflační do protiinflační polohy. Růst cen průmyslových výrobců v eurozóně bude totiž převážen postupně posilujícím měnovým kurzem koruny. Další nárůst domácích nákladových tlaků prognóza očekává od začátku roku 2012 spolu s opětovným oživením zahraniční poptávky i české ekonomiky a zrychlujícím růstem mezd.

**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** v prvním čtvrtletí 2011 mezičtvrtletně dále klesly, když příspěvek ceny kapitálu byl opět záporný, a odrážel tak aktuálně velmi nízkou investiční aktivitu i pokles deflátoru investic. Nízký růst nominálních mezd byl částečně kompenzován růstem práci zhodnocující technologie (Graf II.2.9), který je v souladu s pozorovaným růstem národohospodářské produktivity práce. Domácí nákladové tlaky se začnou postupně obnovovat vlivem růstu mezd a od roku 2012 též robustnějšího oživení ekonomické aktivity. Postupně se oživující investiční aktivita firem bude v roce 2011 působit směrem ke snižování záporného příspěvku ceny kapitálu.

**Marže v sektoru spotřebitelských statků** jsou v prvním čtvrtletí 2011 hodnoceny jako již jen mírně stlačené pod svou rovnovážnou úroveň (Graf II.2.10). Od druhého čtvrtletí roku 2011 se budou velmi pozvolna navracet ke své rovnovážné úrovni, a to převážně prostřednictvím pomalého růstu nákladů.

Vývoj **produktivity práce** na úrovni národního hospodářství v roce 2011 bude reflektovat zpomalení ekonomické aktivity, tempo jejího meziročního růstu tak zvolní na 1,2 %. V následujícím roce spolu se zrychlením ekonomické aktivity zrychlí i růst produktivity práce na 2,5 %.

Průměrná **nominální mzda v podnikatelské sféře** rostla ve čtvrtém čtvrtletí roku 2010 umírněným tempem 2,1 % a podobnou dynamiku si zřejmě udržela i na počátku roku 2011. Následně postupné zrychlování jejích meziročních temp v prognóze vyústí v nárůst průměrné mzdy za celý rok 2011 o 2,7 %. V roce 2012 potom vlivem zrychlení ekonomické aktivity mzda v podnikatelské sféře poroste o 5 % (Graf II.2.11).

V návaznosti na pokračující konsolidaci veřejných rozpočtů prognóza očekává v roce 2011 meziroční pokles **mzdy v nepodnikatelské sféře** o 1,7 %. Ten bude výsledkem předpokládaného poklesu objemu mezd a platů v nepodnikatelské sféře v rozsahu cca -3,4 %, který by měl přibližně z poloviny být realizován poklesem zaměstnanosti. V roce 2012 meziroční růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře dosáhne 0,5 %.

**Reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2010** zpomalil své meziroční (2,6 %) i mezičtvrtletní (0,3 %) tempo růstu ve srovnání s předchozím čtvrtletím (Graf II.2.12). Minulá prognóza přitom předpokládala významně rychlejší růst. Kladné příspěvky k meziročnímu růstu HDP vykázaly investice do zásob a čistý vývoz. Příspěvky fixních investic, spotřeby domácností a vlády byly naopak záporné.

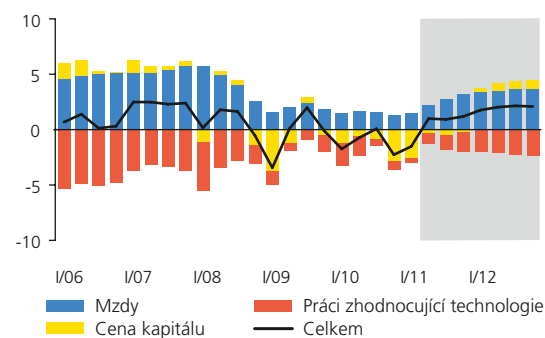
Prognóza očekává, že meziroční **růst ekonomické aktivity** v prvním čtvrtletí 2011 mírně zpomalil na hodnotu 2,3 % (Graf II.2.13). K tomu by mělo přispět výrazné zpomalení celkových investic a prohloubení meziročního poklesu spotřeby domácností. V opačném směru působil příspěvek čistého vývozu a mírný nárůst spotřeby vlády. Celkově v roce 2011 očekává predikce snížení tempa růstu HDP na 1,5 % v důsledku zpomalení všech složek domácí poptávky. V případě spotřeby domácností se jedná jen o mírné zpomalení v souvislosti s nevýrazným oživením na trhu práce, dopady konsolidace veřejných rozpočtů a cenovými vlivy. Pokles spotřeby vlády bude ovlivněn dopady již dříve schválených vládních úsporných opatření. U investic by měly odeznít efekty doplňování zásob a investic do solárních panelů z druhého pololetí roku 2010. Kladný příspěvek čistého vývozu bude působit proti zpomalování meziročního tempa růstu HDP. V roce 2012 by mělo dojít ke zvýšení příspěvků k růstu HDP ve všech složkách domácí poptávky, naopak příspěvek čistého vývozu by se měl mírně snížit. Celkové tempo růstu HDP v roce 2012 zrychlí na 2,8 %. Nejvýznamnější příspěvek bude mít spotřeba domácností v důsledku zrychlení růstu mezd a tvorba hrubého kapitálu v souvislosti s oživením fixních investic.

GRAF II.2.9

## NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

**Domácí nákladové tlaky budou přispívat k růstu cen mezispotřeby jen mírně**

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

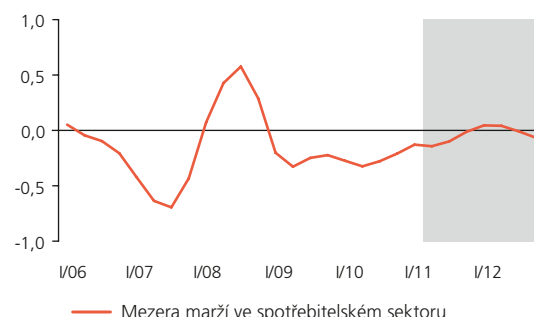


GRAF II.2.10

## MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

**Marže podniků se budou od třetího čtvrtletí 2011 již nacházet poblíž své rovnovážné úrovně**

(v %)

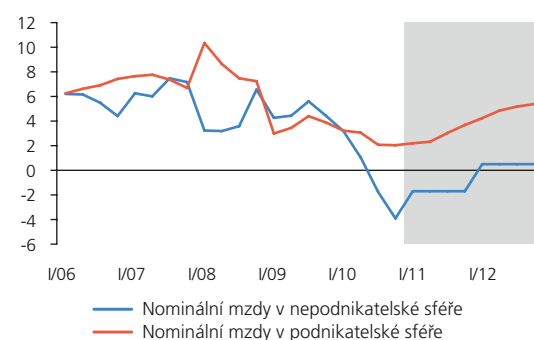


GRAF II.2.11

## PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

**Růst mezd v podnikatelské sféře bude v roce 2011 umírněný, v nepodnikatelské sféře budou mzdy dále klesat**

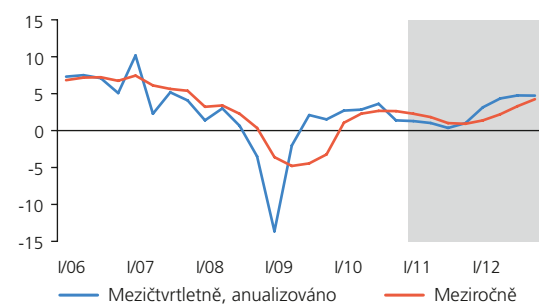
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

## PROGNOZA RŮSTU HDP

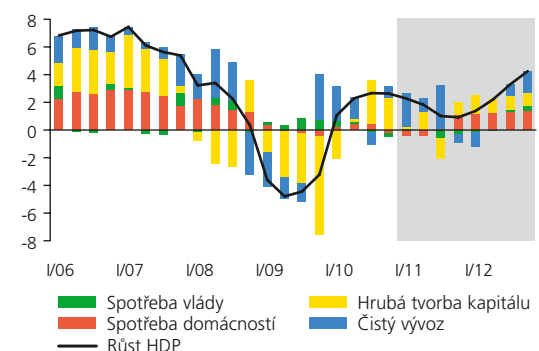
Růst HDP v roce 2011 zpomalí vlivem fiskální konsolidace, zvolnění investic i zahraniční poptávky  
(změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.13

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

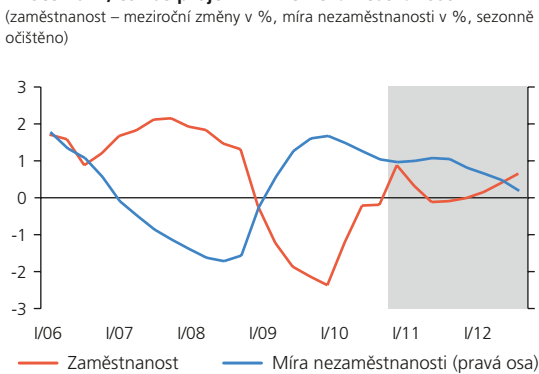
Příspěvek čistého vývozu bude v roce 2011 hlavním zdrojem růstu HDP  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.14

## PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se začne plynule zvyšovat až v roce 2012, což se projeví v míře nezaměstnanosti  
(zaměstnanost – meziroční změny v %, míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



Očekávaný meziroční nárůst **zaměstnanosti** na začátku roku 2011 je ovlivněn nízkou srovnávací základnou (Graf II.2.14). Po odeznění tohoto vlivu se projeví dopady vládní konsolidace a zpomalení hospodářského růstu a celková zaměstnanost bude zhruba stagnovat. Uvedený vývoj bude výsledkem protisměrného působení dvou faktorů. Na jedné straně by měl pokračovat nárůst zaměstnanosti v exportně orientované výrobě v průmyslové sféře. Naopak v sektoru služeb, který má na celkové zaměstnanosti větší váhu (cca 60 %) a v loňském roce významně brzdil její pokles, by zaměstnanost měla mírně klesat. Od počátku roku 2012 v návaznosti na zrychlující oživení ekonomické aktivity dojde ke zrychlování mezičtvrtletního růstu zaměstnanosti, což se následně projeví i v jejích vyšších meziročních tempích.

Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** bude během roku 2011 stagnovat v průměru na 7 %. Od začátku roku 2012 prognóza předpokládá její pokles na průměrnou hodnotu 6,5 % (Graf II.2.14). Tento pokles bude výsledkem oživení zaměstnanosti při pokračujícím poklesu pracovní síly způsobeném klesající populací v produktivním věku. Sezonně očištěná **míra registrované nezaměstnanosti** během prvního čtvrtletí 2011 zčásti korigovala svůj předchozí výrazný nárůst z konce předchozího roku, následně bude také stagnovat. K výraznějšímu poklesu registrované míry nezaměstnanosti dojde, stejně jako v případě obecné míry nezaměstnanosti, až od počátku roku 2012 vlivem oživení ekonomické aktivity, resp. zaměstnanosti. Rizikem prognózy pro oba ukazatele je odhad síly a načasování dopadu fiskální konsolidace, která míru nezaměstnanosti zvýší přibližně o 0,2 procentního bodu.

Růst reálné **spotřeby domácností** se v roce 2011 pravděpodobně nepatrně zmírní na 0,2 %. Utlumenou spotřebu bude ovlivňovat nadále nízký růst nominálních disponibilních příjmů související s nevýrazným oživením na trhu práce a fiskálními konsolidačními opatřeními. K dočasnému propadu reálné spotřeby na začátku prognózy bude navíc přispívat i vyšší růst cen. V roce 2012 lze z důvodu výraznějšího růstu objemu mezd a odeznění vlivu vládních opatření očekávat zrychlení spotřeby na 2,4 % (Graf II.2.15).

Vývoj nominální spotřeby domácností je na prognóze určován zejména **hrubým disponibilním důchodem**, jehož tempo růstu začne výrazněji zrychlovat až na konci prognózy. Celkový objem mzdových prostředků bude pokračovat v pozvolném nárůstu v průběhu roku 2011 a zřetelně zrychlí až v příštím roce (Graf II.2.16). Za růstem objemu mezd bude stát oživení průměrné mzdy v soukromém sektoru i nárůst počtu zaměstnanců. Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře v roce 2011 klesne, a přispěje tak k vývoji disponibilního důchodu záporně, avšak ne tak výrazně jako koncem roku 2010. Sociální dávky, které jsou druhou nejvýznamnější složkou disponibilního důchodu, budou také vykazovat kladný příspěvek zejména z důvodu růstu výdajů na důchody, který převáží nad škrtů v oblasti státní sociální podpory. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů bude mít na prognóze nepatrný až mírně kladný příspěvek. Záporný dopad běžných daní a sociálních příspěvků do disponibilního důchodu bude výraznější v roce 2011 v důsledku vládních úsporných opatření, v dalším roce se tento efekt zmírní.

**Míra úspor** zaznamenaná v roce 2011 stagnaci po významnějším poklesu v průběhu krize, kdy domácnosti vyhlazovaly svou spotřebu v čase. Domácnosti začnou zvyšovat svou míru úspor až od roku 2012, kdy dojde i k rychlejšímu růstu disponibilního důchodu ve srovnání s nominální spotřebou.

Reálná **spotřeba vlády** v průběhu roku 2010 postupně zpomalovala a v jeho posledním čtvrtletí poklesla o 1,6 %. V roce 2011 spotřeba vlády dále meziročně poklesne vlivem úsporných fiskálních opatření. Její reálný růst se obnoví až v roce 2012.

**Hrubá tvorba kapitálu** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vzrostla vysokým meziročním tempem 11,2 %, avšak ve srovnání s hodnotou z předcházejícího čtvrtletí se jedná o zpomalení. K růstu přispěla tvorba zásob, fixní investice naopak prohloubily svůj meziroční pokles.<sup>2</sup> Pro první čtvrtletí roku 2011 prognóza očekává výrazné zpomalení růstu hrubé tvorby kapitálu na meziroční hodnotu 0,7 %. Důvodem je zejména slabší příspěvek změny stavu zásob (Graf II.2.17). Hrubá tvorba kapitálu od druhého čtvrtletí roku 2011 znatelně zrychlí své mezičtvrtletní tempo růstu a v průběhu 2012 bude růst tempem okolo 5 %.

**Vývoz zboží a služeb** v reálném vyjádření ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vzrostl meziročně o 16,8 %. V prvním čtvrtletí 2011 prognóza očekává meziroční i mezičtvrtletní zpomalení vývozu (Graf II.2.18) v návaznosti na prognózu vývoje zahraniční poptávky a relativních cen (reálného kurzu). V dalším průběhu roku 2011 by měla dynamika vývozu dále zpomalit, opětovné oživení prognóza předpokládá až v roce 2012. Průběh prognózy vývozu je v největší míře ovlivněn trajektorií očekávaného růstu zahraniční efektivní poptávky.

Při snížení meziročních temp růstu všech složek domácí poptávky ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně zpomalil i meziroční růst **dovozu zboží a služeb** (na 17,3 %). Prognóza očekává další výrazné snížení růstu dovozu v roce 2011 v souvislosti se slabým růstem vývozu a zpomalením hrubé tvorby kapitálu; obě tyto složky poptávky jsou dovozně vysoce náročné.

Při zrychlení růstu vývozu a současném zpomalení růstu dovozu vykázal **čistý vývoz** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (0,9 procentního bodu). V prvním čtvrtletí 2011 by příspěvek měl dosáhnout 2,3 procentního bodu. V kladných hodnotách se bude pohybovat do třetího čtvrtletí roku 2011. Poté dočasně překmitne do záporných hodnot v souvislosti s očekávaným oživením spotřeby domácností a investic. Na konci prognózy příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP dosáhne zhruba 1,5 procentního bodu.

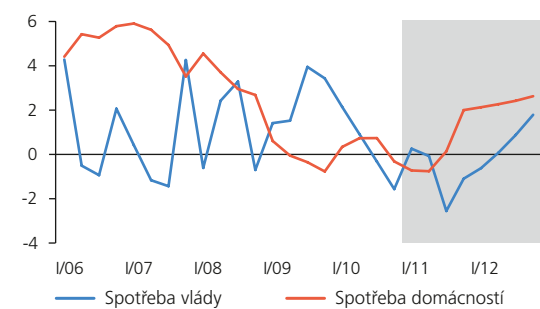
<sup>2</sup> Ve vykázaných datech za čtvrté čtvrtletí se zatím výrazně neprojeví investice do výstavby solárních elektráren (podrobněji v části III.3).

GRAF II.2.15

### REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

**Růst spotřeby domácností se krátkodobě propadne do záporných hodnot**

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

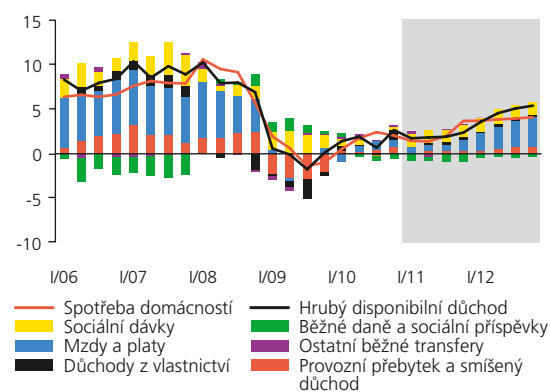


GRAF II.2.16

### NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

**Hrubý disponibilní důchod bude růst zejména vlivem obnoveného zvyšování objemu mezd a platů**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

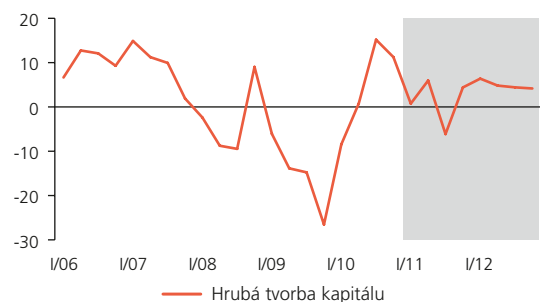


GRAF II.2.17

### HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

**V letošním roce dojde k výraznému zpomalení růstu celkových investic zejména vlivem útlumu investic do obnovy zásob**

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

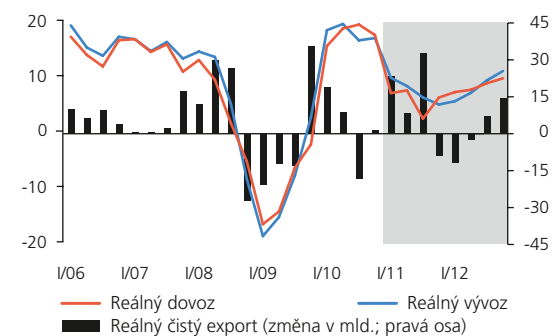


GRAF II.2.18

## REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

V roce 2011 bude pokračovat růst čistého vývozu

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



TAB. II.2.2

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Na trhu práce dojde k oživení až v roce 2012

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15-64 let

TAB. II.2.3

## PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se deficit bilance výnosů bude prohlubovat schodek běžného účtu

(v mld. Kč)

	2009 skut.	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-114,7	-139,1	-150,0	-170,0
Obchodní bilance	81,2	54,0	60,0	60,0
Bilance služeb	65,2	66,1	70,0	70,0
Bilance výnosů	-251,7	-257,7	-280,0	-300,0
Běžné převody	-9,4	-1,5	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	41,8	34,0	38,0	38,0
C. FINANČNÍ ÚČET	123,9	177,0	185,0	180,0
Přímé investice	37,7	97,0	90,0	105,0
Portfoliové investice	158,7	157,4	110,0	70,0
Finanční deriváty	-7,7	-4,1		
Ostatní investice <sup>a)</sup>	-5,7	-54,3	-15,0	5,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-38,4	-35,5		
E. ZMĚNA REZERV (=nárust)	-60,6	-41,4	-55,0	-55,0

a) bez operací bankovního sektoru

Prognóza platební bilance předpokládá v letech 2011 a 2012 meziroční mírné zvýšení deficitů **běžného účtu** (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje prohloubení deficitu z cca 3,8 % HDP v roce 2010 na 4,3 % v roce 2012. Rostoucí deficit bilance výnosů v obou letech bude jen zčásti kompenzován mírně vyšším přebytkem výkonové bilance<sup>3</sup>. Meziroční zvýšení jejího salda v letošním roce bude souviset se zpomalením tempa růstu dovozů vlivem odeznění dovozů pro fotovoltaiku a pomalého růstu domácí poptávky (vliv restriktivní fiskální politiky). Opačným směrem bude působit poměrně výrazný meziroční růst cen surovin, zejména paliv, na světových trzích. V roce 2012 by měl přebytek výkonové bilance stagnovat, když mírně zrychlující zahraniční poptávka bude kompenzována oživením domácí poptávky a vyšší průměrnou cenou dováženého plynu. Deficit bilance výnosů by se měl zvyšovat především v důsledku pokračujícího růstu zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a růstu úrokových nákladů spojených s růstem objemu zahraničního financování státního dluhu. Bilance běžných převodů by měla stagnovat. Proti sobě bude působit vyšší čisté čerpání zdrojů z EU a prohloubení záporného salda soukromých převodů.

Deficit běžného účtu bude financován přebytkem kapitálového účtu (čerpáním prostředků ze zdrojů EU a prodejem emisních povolenek soukromými subjekty) a na finančním účtu čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Čistý příliv **přímých investic** se v letošním roce oproti roku 2010 nepatrně sníží v oblasti vývoje úvěrových vztahů mezi zahraničními matkami a domácími dceřinými společnostmi. V roce 2012 prognóza opět očekává meziroční růst celkového salda, v rozhodující míře vlivem reinvestovaného zisku; kromě toho se postupně bude snižovat odliv kapitálu. V oblasti **portfoliových investic** výrazně poklesne kladné saldo v důsledku nižší potřeby zahraničního financování veřejného sektoru a obnoveného zájmu rezidentů o investování v zahraničí.

Výše popsaný očekávaný budoucí vývoj ekonomiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** pro roky 2011 a 2012 (Tab. II.2.4). V tomto výhledu jsou rovněž zapracovány nově zveřejněné údaje o hospodaření vládního sektoru za roky 2009–2010 z jarních notifikací vládního deficitu a dluhu.

Dne 31. 3. 2011 odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru za roky 2007–2010 v rámci tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu. Podle těchto údajů dosáhl v roce 2010 deficit vládního sektoru 4,7 % HDP.

Pro rok 2011 předpokládá prognóza pokles **deficitu vládního sektoru** na úroveň 4 % HDP vlivem působení konsolidačních opatření přijatých v souvislosti s přípravou státního rozpočtu na rok 2011. Restriktivní působení těchto opatření je v prognóze zachyceno zejména přes spotřebu vlády a domácností, s odhadovaným dopadem do nižší dynamiky reálného HDP ve výši mírně nad 0,6 procentního bodu.

3 Tj. obchodní bilance a bilance služeb.

Prognóza pro rok 2012 zohledňuje tzv. „malou“ důchodovou reformu, která je v souhrnu rozpočtově neutrální. V rámci „malé“ důchodové reformy dochází k parametrickým změnám důchodového systému a ke snížení maximálního ročního vyměřovacího základu pro odvod pojistného na sociální zabezpečení ze 72 na 48násobek průměrné mzdy. V ostatních složkách vládních příjmů a výdajů je prognóza založena na předpokladu nezměněné fiskální politiky oproti roku 2011. V důsledku zrychlení ekonomického růstu je v roce 2012 očekáván pokles deficitu vládního sektoru na 3,8 % HDP. **Strukturální schodek** vládního sektoru se v roce 2010 pohyboval okolo 4 % HDP a v letech 2011–2012 poklesne na hodnoty kolem 3 % HDP. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 38,5 % HDP v roce 2010 na 43 % HDP v roce 2012.

Rizikem prognózy ve směru nižšího deficitu vládního sektoru v roce 2012 zůstává přijetí dodatečných **konsolidačních opatření**, která by měla vést k dosažení 3% referenční hodnoty do roku 2013, jak vyplývá z procedury při nadměrném schodku. Sem patří zejména zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012. Návrhy daňových změn, zamýšlených z části jako zdroj financování důchodové reformy, vláda představila koncem února. Návrh úpravy sazby DPH je však v současnosti teprve v rané fázi legislativního procesu a k jeho přijetí dojde nejdříve v polovině roku. Proto bude toto (a případná další rozpočtová opatření) do hlavního scénáře prognózy zapracováno teprve tehdy, až budou v pokročilejším stadiu legislativního procesu s velkou pravděpodobností přijaty. Dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 na 14 % v roce 2012 na budoucí makroekonomický vývoj je přitom popsán alternativním scénářem DPH (kapitola II.4.1).

TAB. II.2.4

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

Fiskální konsolidace povede ke znatelnému snížení deficitu vládního sektoru v roce 2011

(v % nominálního HDP)

	2009 skut.	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	40,5	41,7	41,1
Výdaje vládního sektoru	45,9	45,2	45,7	44,9
z toho: úrokové platby	1,3	1,4	1,5	1,6
<b>SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU</b>	-5,8	-4,7	-4,0	-3,8
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	-4,5	-3,3	-2,5	-2,2
mimořádné jednorázové operace	0,4	-0,1	-0,2	-0,1
<b>UPRAVENÉ SALDO <sup>b)</sup></b>	-6,2	-4,6	-3,8	-3,7
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	0,1	-0,4	-1,0	-0,9
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	-6,3	-4,2	-2,8	-2,8
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	-2,1	2,1	1,3	0,1
Cyklická složka (metoda EK) <sup>c)</sup>	-0,8	-0,6	-0,5	-0,1
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>c)</sup>	-5,4	-4,0	-3,3	-3,6
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>d)</sup>	-1,3	1,4	0,7	-0,3
Dluh vládního sektoru	35,3	38,5	41,5	43,0

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

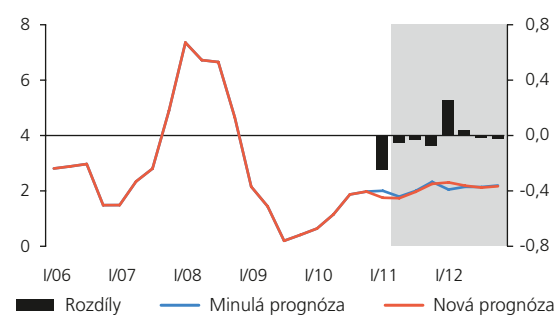
c) odhad ČNB

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

GRAF II.3.1

## ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se významně nezměnila  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové inflace v roce 2011 se oproti minulé prognóze významně nezměnila. Zvyšuje se však rozdíl v působení domácích a zahraničních inflačních tlaků. Rychleji rostoucí dovozní inflační tlaky plynoucí z vyššího růstu cen komodit jsou kompenzovány hlubším poklesem domácích inflačních tlaků. Významně vyšší výhled zahraničních úrokových sazeb vytváří tlak na vyšší domácí úrokové sazby, opačným směrem působí vliv počátečních podmínek, především z důvodu nižšího pozorovaného růstu mezd, inflace a celkově nižší domácí poptávky. Trajektorie tuzemských tržních úrokových sazeb se proto posouvá jen nepatrně výše. Meziroční tempo růstu HDP bude v letech 2011 i 2012 nepatrně nižší v důsledku aktuálně pomalejšího růstu HDP a nižšího příspěvku spotřeby domácností. Tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se přehodnocuje směrem dolů. Prognóza měnového kurzu se posouvá směrem k mírně silnějším hodnotám.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci významně nezměnila, její trajektorie se nachází na zhruba stejných hodnotách (Graf II.3.1).

Výhled růstu **regulovaných cen** v roce 2011 je vyšší z důvodu zvýšení predikce růstu cen zemního plynu, tepla, vodného a stočného. Predikce pro rok 2012 byla rovněž zvýšena, především u cen elektřiny pro domácnosti v návaznosti na růst světových cen elektrické energie.

Prognóza **čisté inflace** v letech 2011 i 2012 je oproti minulé predikci naopak mírně nižší (Graf II.3.2). Tato změna je způsobena nižší než očekávanou pozorovanou inflací, utlumenou domácí poptávkou i pomalým růstem mezd. Na delším konci prognózy bude ve stejném směru působit i poněkud rychlejší posilování kurzu koruny.

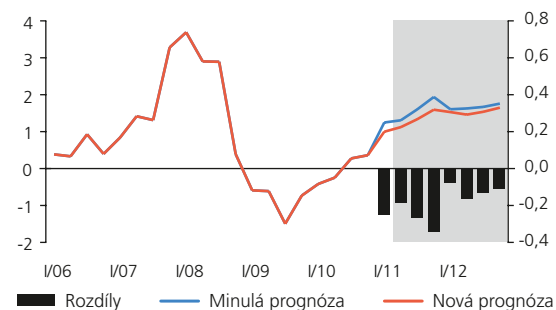
Celkové inflační tlaky jsou oproti minulé prognóze přehodnoceny směrem dolů, přičemž **mezera marží v sektoru spotřeby** zůstává v prvním čtvrtletí 2011 již jen mírně stlačená. Hlavním důvodem méně stlačených marží je nižší růst nákladů – a to mezd i ceny kapitálu – oproti minulé prognóze při zhruba stejném vývoji cen. Od třetího čtvrtletí 2011 se marže nacházejí blízko své rovnovážné úrovně a jejich trajektorie je podobná minulé prognóze.

U výhledu **zahraničí** došlo k přehodnocení u všech veličin. Trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR se významně zvyšuje na celém horizontu prognózy. Oproti minulé prognóze je v celém roce 2011 očekáváno též vyšší tempo růstu cen průmyslových výrobců. Výhled zahraniční poptávky se mění jen nepatrně. Celkový efekt změny výhledu zahraničí na změnu budoucí trajektorie domácích tržních sazeb je na celém horizontu prognózy kladný.

GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

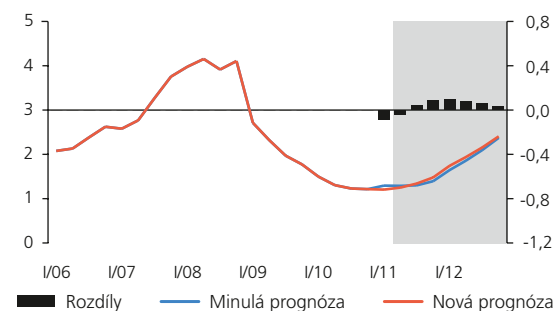
Snižení prognózy čisté inflace je ovlivněno především nízkou domácí poptávkou  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.3

## ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza tržních úrokových sazeb se od druhé poloviny roku 2011 lehce zvyšuje  
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Prognóza tržních **úrokových sazeb** se ve druhém čtvrtletí 2011 nemění, poté se od druhé poloviny roku 2011 lehce zvyšuje (Graf II.3.3). Kladný příspěvek nového zahraničního výhledu je na celém horizontu prognózy kompenzován záporným příspěvkem počátečních podmínek (Graf II.3.4); ten plyne z celkově slabší domácí poptávky a odráží již pozorovaná data nižšího růstu mezd, nižší inflace a data z národních účtů. Vliv jednotlivých změn ostatních faktorů na tržní úrokové sazby není velký, avšak v souhrnu přispívá k vyšším sazbám. V jejich rámci působí směrem nahoru expertní úpravy, zohledňující dopady vysokého růstu cen komodit na čistou inflaci nad rámec vlivu zprostředkovatelského krátkodobou prognózou a výhledem cen průmyslových výrobců v eurozóně.

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** se na začátku horizontu prognózy nemění, s prodlužujícím se horizontem se posouvá směrem k silnějším hodnotám (Graf II.3.5). Oproti minulé prognóze tlačí na silnější hodnoty kurzu zejména příznivější výhled čistého vývozu, který převáží nad dopady posunu prognózovaného úrokového diferenciálu vůči euru do záporných hodnot.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se nepatrně snižuje (Graf II.3.6). Za změnou stojí zejména vykázaný nižší růst HDP koncem roku 2010 a přehodnocení jeho struktury ze strany ČSÚ. Příspěvky spotřeby domácností a vlády se snížily, příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se naopak zvýšil.

Nová prognóza očekává oproti minulé prognóze nižší růst **spotřeby domácností** na začátku prognózy. Důvodem je především nízký růst spotřeby ve čtvrtém čtvrtletí 2010. Po odeznění tohoto vlivu je růst spotřeby domácností v roce 2012 naopak vyšší.

Nové údaje za čtvrté čtvrtletí a revize dat za třetí čtvrtletí ukazují, že **hrubá tvorba kapitálu** se v závěru roku 2010 mezičtvrtletně propadla. Investice do solárních elektráren tak pravděpodobně ještě nejsou v datech národních účtů zcela zachyceny. Nová prognóza proto očekává mírné oživení investic z nízkých vykázaných hodnot, zatímco minulé prognóza počítala s odezněním vlivu fotovoltaiky počátkem roku 2011. Růst investic na zbytku prognostického horizontu je oproti minulé prognóze rovněž mírně vyšší.

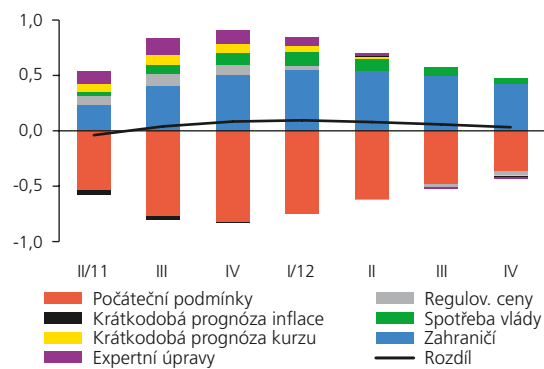
**Čistý vývoz** je přehodnocen směrem k vyššímu přebytku, zejména vlivem nových dat za čtvrté čtvrtletí 2010 i revize předchozích údajů. Vyšší příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude přetrvávat po celý rok 2011. Na konci prognózy se čtvrtletní dynamika zahraničního obchodu přibližuje dynamice z minulé prognózy.

GRAF II.3.4

## ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Počáteční podmínky přispívají k nižším úrokovým sazbám, opačným směrem působí zejména vyšší výhled zahraničních úrokových sazeb

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

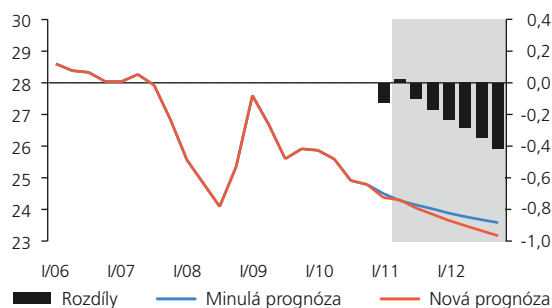


GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Prognóza měnového kurzu se posouvá směrem k mírně silnějším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

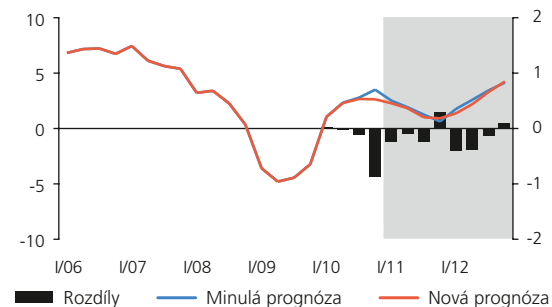


GRAF II.3.6

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu HDP se nepatrně snižuje v letošním i příštím roce

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



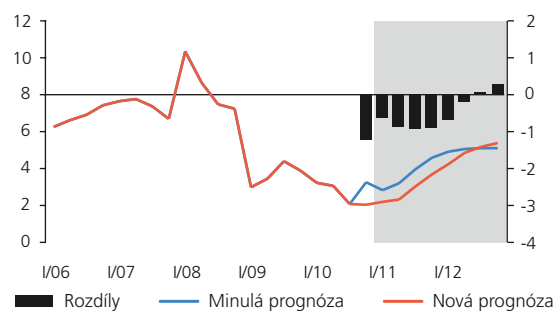


GRAF II.3.7

## ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

## Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se posouvá směrem dolů

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



Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru v roce 2011 se oproti minulé prognóze mírně snižuje, a to v důsledku nízkých pozorovaných mezd ve druhé polovině roku 2010. Vyšší ekonomická aktivita přispěje k lehce vyššímu růstu mezd až na konci roku 2012 (Graf II.3.7).

## II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

Rizika prognózy jsou nadále spojena s vývojem v zahraničí (podrobně popsána v alternativních scénářích ve Zprávě o inflaci II/2011<sup>4</sup>). Nad rámec těchto rizik byly vládou rozpracovány návrhy změn sazeb DPH, které vedly ke vzniku alternativního scénáře. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.

### II.4.1 Alternativní scénář – zvýšení sazby DPH

Alternativní scénář odráží připravované vládní návrhy spojené s fiskální konsolidací a reformou penzijního systému. Jejich součástí je **zvýšení snížené sazby DPH** z 10 % na 14 % s platností od 1. 1. 2012.<sup>5</sup> Daňové inkaso spojené s touto úpravou by mělo dosáhnout cca 28 mld. Kč, tj. 0,7 % HDP.

Primární dopad vyšší snížené sazby DPH do inflace činí cca 1,1 procentního bodu (Tab. II.4.1). Největší část dopadu změny připadne na ceny potravin (0,6 procentního bodu), významně však budou ovlivněny i regulované ceny (0,3 procentního bodu) vzhledem k tomu, že některé položky jsou zdaňovány sníženou sazbou DPH – teplo, vodné a stočné, léky a veřejná doprava. Většina položek korigované inflace bez PH je zdaňována základní sazbou DPH, proto primární dopad činí jen 0,2 procentního bodu.<sup>6</sup> Cen pohonných hmot se zvýšení snížené sazby DPH nedotkne.

Vyšší sazba DPH bude mít dopad na ekonomickou aktivitu především prostřednictvím poklesu spotřebních výdajů domácností z důvodu nižšího reálného disponibilního důchodu. V této fázi alternativní scénář neuvažuje s možnými kompenzacemi domácnostem ve formě daňových úlev či sociálních dávek.

Primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto nemají v simulaci přímý dopad do úrokových sazeb. Zároveň alternativní scénář – v souladu s minulými zkušenostmi a nadále utlumenou ekonomickou aktivitou – nepředpokládá výrazné sekundární dopady zvýšení sazby DPH do inflace (např. z důvodu růstu inflačních očekávání). Sazby tak reagují pouze na mírný pokles měnověpolitické inflace vlivem zpomalení růstu HDP, a to nepatrným snížením ve druhé polovině roku 2012 (Tab. II.4.2). V roce 2012 dochází ke snížení HDP oproti základnímu scénáři v celoročním vyjádření zhruba o 0,4 procentního bodu. Měnový kurz se od hodnot základního scénáře téměř neodlišuje.

4 Část rizik popsaných těmito alternativními scénáři se již promítla do základního scénáře nové prognózy, zejména pokud jde o vyšší ceny komodit, rychlejší růst sazeb v eurozóně a robustní růst německé ekonomiky. Přetrvávajícím rizikem vůči prognóze je tak zejména eskalace dluhové krize v eurozóně.

5 K další úpravě DPH by mělo dojít k 1. 1. 2013, kdy vláda plánuje sjednotit obě sazby DPH na 17,5 %. Obě změny budou v případě dalšího pokroku v legislativním procesu zapracovány do základního scénáře příští prognózy, u které se již prodlužuje predikční horizont do konce roku 2013.

6 Z neobchodovatelných cen se změna bude týkat např. letenek, sportovních služeb, knih, časopisů, služeb truhlářských, obkladačských apod., z obchodovatelných cen např. květin a krmiv pro zvířata.

Tab. II.4.1

### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ ZVÝŠENÍ SAZBY DPH – PRIMÁRNÍ DOPAD DO INFLACE A JEJÍCH SLOŽEK

Změna DPH nejvíce ovlivní ceny potravin  
(v procentních bodech)

	Primární dopad
Inflace celkem	1,1
z toho:	
Regulované ceny	0,3
Ceny potravin	0,6
Ceny obchodovatelné ostatní bez PH	0,1
Ceny neobchodovatelné ostatní	0,1
Pohonné hmoty	0,0

Tab. II.4.2

### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ ZVÝŠENÍ SAZBY DPH – DOPAD DO DOMÁCI EKONOMIKY

Vyšší sazba DPH působí ve směru vyšší celkové inflace, pomalejšího růstu HDP a nepatrně nižších sazeb  
(odchylky v procentních bodech od základního scénáře)

	Inflace CPI	3M PRIBOR	HDP	Spotřeba domácností
II/11	0,0	0,0	0,0	0,0
III/11	0,0	0,0	0,0	-0,1
IV/11	0,0	0,0	-0,1	-0,2
I/12	1,0	0,0	-0,2	-0,4
II/12	1,0	-0,1	-0,3	-0,7
III/12	1,0	-0,2	-0,4	-1,1
IV/12	1,0	-0,2	-0,5	-1,5

TAB. II.4.3

## 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 (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
II/11	0,0	0,0	-0,2	-0,7
III/11	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3
IV/11	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1
I/12	-0,2	-0,3	0,0	0,0
II/12	-0,2	-0,1	0,2	0,0
III/12	-0,1	0,0	0,3	-0,1
IV/12	-0,1	0,0	0,2	-0,1

## II.4.2 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady případného **odlišného kurzo-  
vého vývoje** oproti prognóze. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o  $\pm 3$  % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v prvním čtvrtletí prognózy jako v základním scénáři. Hodnota kurzu tak pro druhé čtvrtletí roku 2011 dosahuje 23,6 CZK/EUR, resp. 25,0 CZK/EUR oproti 24,3 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se silnějším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.3). Scénář slabšího nominálního kurzu dochází ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Zhodnocení kurzu vede k poklesu dovozních cen na začátku horizontu prognózy, a tedy k nižší inflaci. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti základnímu scénáři níže. Zhodnocení kurzu také zhoršuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a vede v roce 2011 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 k hodnotám základního scénáře.

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 v roce 2011 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.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním i tříletém horizontu během prvního čtvrtletí 2011 zhruba stagnovala a v obou horizontech přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají přibližně 2% růst HDP v letošním roce a jeho urychlení v roce příštím. Současně očekávají během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a nárůst základních sazeb ČNB. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB většina analytiků předpokládala stabilitu základních sazeb.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu<sup>7</sup> i podnikovými manažery se během prvního čtvrtletí a v dubnu 2011 nadále pohybovala nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1), přičemž u analytiků se jedná zhruba o stagnaci na úrovni kolem 2,5% již od poloviny loňského roku. Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků rovněž stagnují zhruba půl procentního bodu nad cílem ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se již delší dobu postupně zvyšuje, stále se však pohybuje v záporných hodnotách (Graf II.5.1).<sup>8</sup> 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 a během prvního čtvrtletí 2011 poměrně výrazně vzrostl. Tento vývoj signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, převyšuje počet těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v minulosti.

**Analytici v rámci IOFT i CF** předpokládají, že v letošním roce HDP poroste tempem zhruba 2% (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by tempo růstu mělo zrychlit, což se odráží i v predikcích analytiků týkajících se růstu mezd. V porovnání s hodnotou měnového kurzu koruny z konce dubna 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 1,8%, resp. 1,1%. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB sedm analytiků oslovených v rámci IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění, dva analytici očekávali jejich zvýšení o 0,25 procentního bodu. V ročním horizontu všichni analytici předpokládají nárůst oproti stávající úrovni, jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,25%. V souladu s tím se posunuly výše i prognózy tržních úrokových sazeb.

V **porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají analytici zhruba o půl procentního bodu vyšší tempo růstu reálného HDP pro letošní rok, predikce pro příští rok jsou téměř shodné. Inflace očekávaná v ročním horizontu se u analytiků pohybuje na mírně vyšší hladině.

7 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.

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

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)

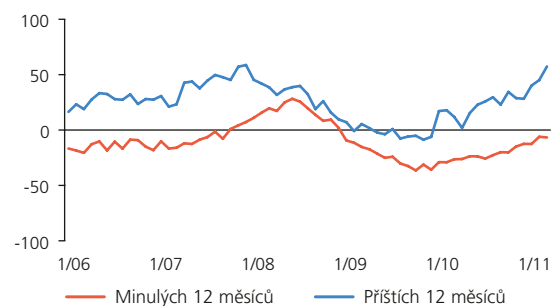
	12/10	1/11	2/11	3/11	4/11
IOFT:					
Index spotř. cen	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6
Reálný HDP v roce 2011	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0
Reálný HDP v roce 2012		2,8	2,8	2,8	2,7
Nominální mzdy v roce 2011	2,4	2,4	2,5	2,4	2,1
Nominální mzdy v roce 2012		4,1	4,2	4,1	3,9
Kurz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

Graf II.5.1

### VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

**Inflační očekávání domácností se na počátku roku 2011 zvýšila**

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

### OČEKÁVANÉ UKAZATELE CF

**Analytici v rámci CF předpokládají růst ekonomiky v letošním roce tempem lehce nad 2%**

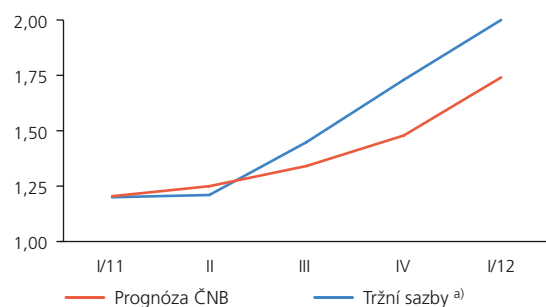
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/10	1/11	2/11	3/11	4/11
Reálný HDP v roce 2011	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Reálný HDP v roce 2012		3,1	3,0	2,9	2,8
Nominální mzdy v roce 2011	3,0	2,9	2,7	2,6	2,7
Nominální mzdy v roce 2012		4,4	4,2	4,0	4,1
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,2	24,2	24,2	23,8	23,9
3M PRIBOR (v %)	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9

GRAF II.5.2

## SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

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



a) pro I/11 a II/11 3M PRIBOR, pro III/11 až I/12 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 22. 4. 2011

Tento rozdíl zřejmě souvisí s tím, že analytici již s určitou pravděpodobností zohledňují zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012 z 10 na 14 %, které základní scénář prognózy ČNB zatím nezahrnuje, jeho případné dopady jsou však popsány alternativním scénářem (kapitola II.4.1). Predikce měnového kurzu v ročním horizontu je u analytiků IOFT slabší o 1,1 % než v prognóze ČNB, u analytiků CF je slabší o 1,8 %. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu jsou v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy ČNB. Výhled sazeb FRA se pohybuje nad prognózovanými sazbami, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje. Pravděpodobným důvodem je trhem očekávané rychlejší zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb v porovnání s tím, co implikuje predikce ČNB (i očekávání analytiků).

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace dosáhla v březnu 2011 hodnoty 1,7 %, a nacházela se tak mírně pod úrovní cíle ČNB. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla 1,5 %. Snížení celkové meziroční inflace bylo v prvním čtvrtletí 2011 především důsledkem odeznění vlivu dopadů změn nepřímých daní platných od ledna 2010. Tržní ceny, měřené čistou inflací, dále zrychlily svůj růst. Navzdory proinflačním tlakům ze strany cen komodit však čistá inflace zůstává nízká, a to v podmínkách slabé poptávky, nízkého růstu mezd a převážně klesajících dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh.

##### III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

**Celková inflace** se v prvním čtvrtletí 2011 nacházela mírně pod úrovní inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí roku 2011 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od července 2009 do března 2010 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředí na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci IV/2009 s následným vývojem.

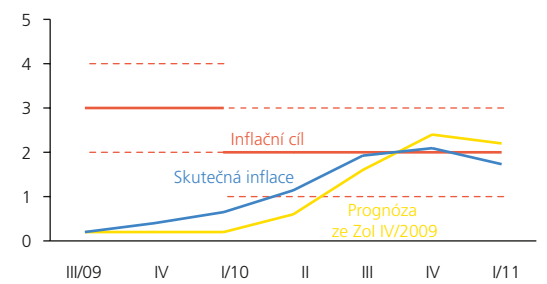
**Prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2009** očekávala, že celková inflace se v nejbližším období bude pohybovat poblíž nulových hodnot. Nízké hodnoty inflace byly ovlivněny především propadem reálné ekonomické aktivity; v jeho důsledku nebyly patrné žádné inflační tlaky, ať už z domácí ekonomiky nebo v sektoru dovozních cen. Počínaje druhým čtvrtletím 2010 měla inflace začít růst a k 2% inflačnímu cíli se měla dostat ve druhé polovině roku 2010 (Graf III.1.1). K tomu mělo přispět zejména očekávané mírné oživení ekonomické aktivity podpořené uvolněnou měnovou politikou na celém horizontu prognózy a růst cen komodit.

Celková **inflace se ve skutečnosti** zvyšovala rychleji v porovnání s prognózou až do konce roku 2010. Poté se hodnota celkové inflace naopak pohybovala pod prognózou, přičemž u jednotlivých skupin spotřebitelských cen byly patrné odchylky v obou směrech. Ve směru nižší inflace výrazně působila korigovaná inflace bez PH, u které se projevovaly nízké domácí inflační tlaky a ve druhé polovině predikčního horizontu také silnější kurz koruny. Tuto zápornou odchylku od prognózy částečně kompenzovaly regulované ceny, ceny potravin a pohonných hmot, jejichž příspěvky k celkové inflaci byly kladné (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

**Inflace se v prvním čtvrtletí 2011 nacházela pod prognózou ze Zol IV/2009**  
(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

#### NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

**Korigovaná inflace bez PH působila ve směru nižší inflace, příspěvky ostatních složek byly vyšší oproti prognóze**  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol IV/2009	Skutečnost 1. čtvrtletí 2011	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,2	1,7	-0,5
z toho:			
regulované ceny	2,3	4,3	0,3
primární dopady změn nepřímých daní	0,2	0,2	0,0
ceny potravin <sup>a)</sup>	2,2	3,2	0,3
ceny pohonných hmot (PH) <sup>a)</sup>	5,5	10,8	0,2
korigovaná inflace bez PH <sup>a)</sup>	1,6	-0,8	-1,3

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Většina zahraničních faktorů působila směrem k vyšší inflaci (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11
HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup>	p	-2,2	2,6	1,7	0,2	-0,4	0,3
	s	-2,1	2,2	3,2	3,1	3,0	-
PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>	p	-4,9	-1,6	0,7	2,0	2,1	1,6
	s	-5,3	-1,2	2,1	3,8	4,7	5,8
3M EURIBOR (v %)	p	0,7	1,0	1,2	1,5	2,2	2,5
	s	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0	1,1
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,47	1,45	1,45	1,44	1,43	1,42
	s	1,48	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	68,5	73,5	75,4	77,1	78,3	79,4
	s	75,0	76,8	78,6	76,4	86,9	105,2

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Zpočátku se většina makroekonomických veličin vyvíjela zhruba v souladu s prognózou, v průběhu roku 2010 však došlo oproti předpokladům k výraznějšímu oživení zahraniční – a tím i domácí – ekonomické aktivity. Zároveň výrobní ceny v zahraničí a ceny ropy rostly rychleji. Tyto faktory tedy působily směrem k vyšší domácí inflaci. Zahraniční úrokové sazby se naopak v celém horizontu prognózy pohybovaly na nižších než předpokládaných úrovních (Tab. III.1.2).

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od předpokladů prognózy. Zpočátku přísnější působení reálných úrokových sazeb se po snížení měnověpolitických sazeb v závěru roku 2009 a s nárůstem inflace změnilo na uvolněné. Měnový kurz byl až do poloviny roku 2010 zhruba v souladu s prognózou, poté se však zlepšující se exportní výkonnost, opatření snižující deficit veřejných rozpočtů a zlepšený výhled ratingu ČR odrazily v posilující koruně (Tab. III.1.3).

**Vývoj od sestavení hodnocené prognózy** lze na základě dnešní znalosti ČNB ohledně fungování české ekonomiky a současné znalosti skutečného ekonomického vývoje shrnout následujícím způsobem. Silnější domácí ekonomický růst byl prostřednictvím vývozního kanálu tažen rychlejším oživením zahraniční poptávky, proto nezpůsobil výraznější inflační tlaky. Vyšší zahraniční inflace byla navíc částečně kompenzována posilujícím kurzem koruny. Tyto faktory přispěly k tomu, že na začátku roku 2011 se celková inflace nacházela mírně pod inflačním cílem. Nízké domácí úrokové sazby odrážely vedle utlumených domácích inflačních tlaků též pokračující uvolněnou měnovou politiku ve světě.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi červencem 2009 a březnem 2010 bankovní rada shledávala rizika prognóz nejdříve jako protiinflační, v závěru roku 2009 naopak jako mírně proinflační a na začátku roku 2010 byla rizika prognóz označena jako vyrovnaná, resp. mírně protiinflační. Rozhodnutí bankovní rady vedla k tomu, že tržní úrokové sazby se pohybovaly na vyšší hladině, než jakou implikovaly prognózy. To se týkalo zejména prognózy ze Zprávy o inflaci IV/2009, která poměrně výrazně přehodnotila trajektorii tržních úrokových sazeb směrem dolů. V souhrnu měnová politika ČNB nezabránila tomu, že se měnověpolitická inflace stále pohybuje mírně pod 2% cílem ČNB. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v závěru roku 2009 měla být uvolněnější.

## III.1.2 Současný vývoj inflace

V prvním čtvrtletí 2011 se **meziroční inflace** snížila. V březnu byla oproti prosinci 2010 o 0,6 procentního bodu nižší a dosáhla 1,7 % (Graf III.1.2). K jejímu snížení přispělo především odeznění vlivu dopadů změn nepřímých daní platných od ledna 2010. Mírně se snížil i meziroční růst cen potravin a cen pohonných hmot. Tyto změny byly částečně kompenzovány zrychlením růstu regulovaných cen a zmírněním poklesu korigované inflace bez pohonných hmot (Graf III.1.3).

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Domácí ekonomická aktivita rostla ve druhé polovině roku 2010 rychleji, než předpokládala prognóza

		IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11
3M PRIBOR (v %)	p	1,1	1,2	1,5	1,8	2,0	2,3
	s	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	25,6	25,7	25,7	25,7	25,7	25,6
	s	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,4
Reálný HDP <sup>a)</sup> (mzr. změny v %)	p	-2,7	2,5	2,3	1,2	-0,2	0,3
	s	-3,2	1,1	2,3	2,7	2,6	-
Nominální mzdy <sup>b)</sup> (mzr. změny v %)	p	1,6	3,3	3,0	2,5	3,2	3,8
	s	5,2	2,0	2,7	2,9	2,1	-

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

Z hlediska **struktury meziroční inflace** se na dosaženém růstu cenové hladiny nadále významně podílely administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny. Jejich podíl na meziroční inflaci se přitom v prvním čtvrtletí významně snížil (na 0,9 procentního bodu v březnu 2011; Graf III.1.4). Příspěvek tržních cen k meziroční inflaci tak v březnu dosáhl téměř stejné hodnoty jako u administrativních vlivů (0,8 procentního bodu).

V rámci administrativních vlivů dominoval v prvním čtvrtletí 2011 růst **regulovaných cen** (v březnu meziročně o 4,3 %). Po lednovém zvýšení byl jejich vývoj v průběhu čtvrtletí poměrně stabilní. K nejvýznamnějším lednovým úpravám cen regulovaných položek patřilo zvýšení cen energií, vodného a stočného a regulovaného a deregulovaného nájemného.<sup>9</sup> Tyto položky se společně s regulovanými cenami ve zdravotnictví také nejvíce podílely na meziročním růstu regulovaných cen v březnu 2011.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen se naopak v prvním čtvrtletí 2011 výrazně snížil (na 0,2 procentního bodu<sup>10</sup>; Graf III.1.4), převážně v důsledku odeznění efektu zvýšení DPH z 1. ledna 2010 z meziročního srovnání. Díky tomu se měnověpoliticky relevantní inflace přiblížila k celkové inflaci (1,5 %; Graf III.1.2). V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních složek inflace bez dopadu změn daní.

Meziroční růst **tržních cen**, měřených čistou inflací, v prvním čtvrtletí 2011 dále mírně zrychlil, oproti prosinci 2010 byl v březnu o 0,2 procentního bodu vyšší a dosáhl 0,9 %. K této změně přispělo zvolnění meziročního poklesu korigované inflace bez pohonných hmot, která však stále dosahovala záporných hodnot. Vývoj korigované inflace tak nadále potvrzoval významné působení utlumené poptávky a absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Také převážně klesající dovozní ceny finálních produktů s vyšším stupněm zpracování pro spotřebitelský trh (Graf III.2.2), odrážející mimo jiné vliv předchozího posílení měnového kurzu, přispívaly k udržení nízké korigované inflace. Rychlý meziroční růst světových cen surovin a potravin se zatím promítl jen do spotřebitelských cen pohonných hmot a v omezené míře do cen potravin.

Ceny **potravin** pokračovaly v prvním čtvrtletí 2011 v meziročním růstu nad úroveň 3 %; jeho dynamika ale vlivem efektu základny částečně zvolnila. Oživení růstu cen potravin, patrné od poloviny roku 2010, bylo odrazem promítání rychle rostoucích cen zemědělských výrobců do spotřebitelských cen. Toto promítání však prozatím bylo zpožděné a utlumené, a to zejména na úkor klesajících marží ve výrobním a prodejním řetězci. S přihlédnutím k intenzitě a délce trvání uvedených

9 V lednu 2011 se zvýšily ceny elektřiny pro domácnosti o 4,8 %, zemního plynu o 1,7 % a tepla o 1,8 %. Vodné a stočné stoupl o cca 6 % a regulované a deregulované nájemné o 2,7 %.

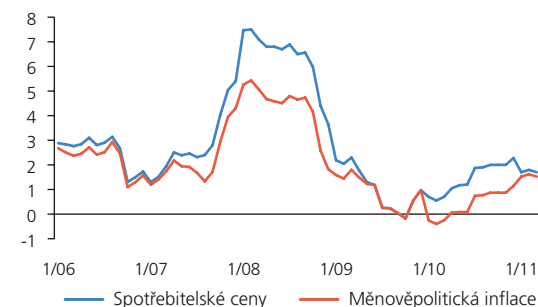
10 Tento zbyvajících malý příspěvek je důsledkem zpožděného dopadu zvýšení spotřební daně z cigaret (s platností od 1. ledna 2010) do meziroční inflace.

GRAF III.1.2

## INFLACE

V prvním čtvrtletí 2011 se meziroční inflace snížila

(meziroční změny v %)

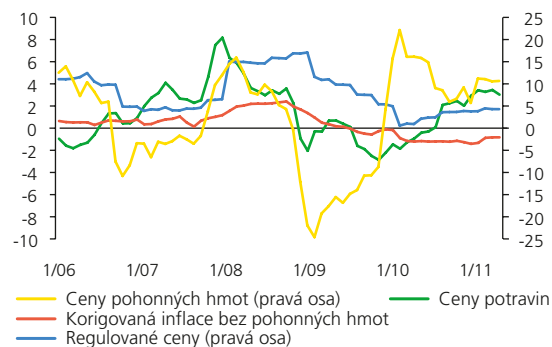


GRAF III.1.3

## VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Meziroční pokles korigované inflace oslabil, růst cen potravin a pohonných hmot mírně zvolnil

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

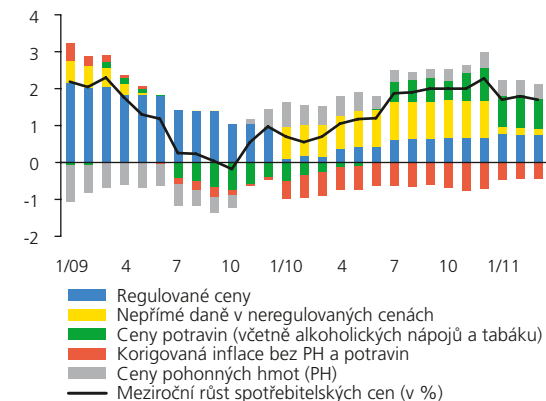


GRAF III.1.4

## STRUKTURA INFLACE

Podíl administrativních vlivů a tržních cen na meziroční inflaci se téměř vyrovnal

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



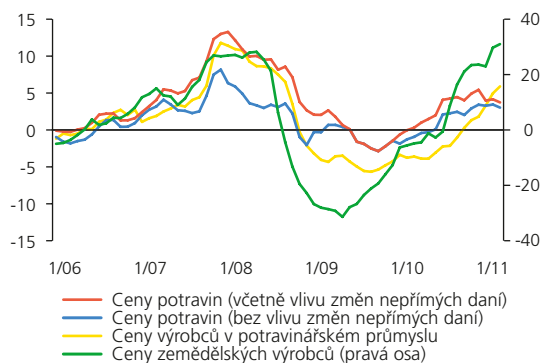


GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

V prvním čtvrtletí 2011 pokračoval růst cen potravin

(meziroční změny v %)



nákladových tlaků a ke zrychlujícímu růstu cen výrobců v tomto odvětví (Graf III.1.5) lze nicméně očekávat další zvýšení cen potravin na spotřebním trhu v blízké budoucnosti.<sup>11</sup>

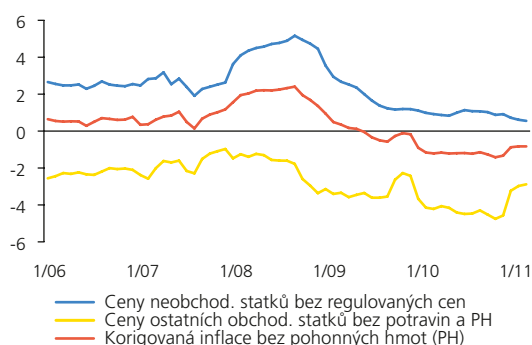
Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla i v prvním čtvrtletí 2011 záporná, její pokles se však zmírnil (z -1,3 % v prosinci na -0,8 % v březnu; Graf III.1.6). K tomu přispěly ceny obchodovatelných statků bez pohonných hmot, jejichž meziroční pokles v prvním čtvrtletí 2011 zvolnil (z -4,6 % v prosinci 2010 na -2,9 % v březnu). Hlavní příčinou této změny byl vliv srovnatelné základny, způsobený výraznými poklesy cen těchto statků (například automobilů) na počátku roku 2010. Vývoj cen neobchodovatelných statků (bez regulovaných cen) nadále směřoval ke zpomalení již i tak nízkého růstu v podmínkách stále slabé domácí poptávky i růstu mezd. Tento vývoj vyústil v dosažení historicky nejnižší hodnoty jejich meziročního růstu ve výši 0,6 % v březnu.

GRAF III.1.6

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH H MOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se v prvním čtvrtletí 2011 zmírnil

(meziroční změny v %)



Tempo růstu cen **pohonných hmot** v prvním čtvrtletí 2011 nepatrně zpomalilo (z 11,2 % v prosinci na 10,7 % v březnu; bez vlivu změn daní). Za jejich stále vysokým růstem stálo prudké zvýšení cen ropy a benzínů na evropských burzách v závěru roku 2010, jehož dopad do domácích cen byl jen částečně kompenzován vývojem kurzu CZK/USD. V důsledku toho dosáhly v březnu průměrné ceny benzínu historicky nejvyšších hodnot (včetně zvýšené sazby spotřební daně a DPH z ledna 2010).

Spotřebitelské ceny v členění podle hlavních **skupin spotřebního koše** rostly nejrychleji ve skupině alkoholické nápoje a tabák a ve skupině zdraví (v březnu o 3,9 % v obou skupinách, včetně vlivu změn daní). Největší příspěvek k meziroční inflaci však v březnu 2011 nadále vykazovala skupina potraviny a nealkoholické nápoje a skupina bydlení (Graf III.1.7).

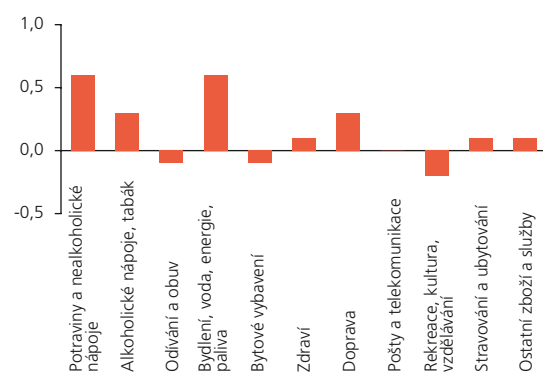
Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR i v prvním čtvrtletí 2011 pomaleji než v průměru zemí EU. Podle posledního odhadu Eurostatu se růst HICP v ČR snížil na 1,9 % v březnu, zatímco v průměru zemí EU byl zřetelně vyšší a ve stejném měsíci dosáhl 3,1 %.

GRAF III.1.7

## CENY VE SPOTŘEBNÍM KOŠI

Ceny ve skupinách potraviny a nealkoholické nápoje a bydlení nejvíce přispěly k meziroční inflaci

(březen 2011, příspěvky v procentních bodech včetně změn nepřímých daní)



11 Největší dopady těchto rostoucích nákladových tlaků do domácích cen byly pozorovány u pekárenských výrobků, mléka a olejů a tuků.

### III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

V podmínkách trvajícího rychlého růstu cen klíčových surovin na světových trzích pokračovaly dovozní ceny ve zřetelném meziročním růstu. Vysoký růst dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů se nejvíce promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Zároveň bylo v prvním čtvrtletí 2011 patrné zesilující promítání těchto nákladových tlaků i do cen odvětví zpracovatelského průmyslu s vyšší přidanou hodnotou. Celkově ceny průmyslových výrobců zrychlily svůj meziroční růst. Nejvýrazněji však vzrostly ceny zemědělských výrobců. Ceny tržních služeb zaznamenaly mírné oživení růstu, pouze ceny stavebních prací setrvaly v meziročním poklesu.

#### III.2.1 Dovozní ceny

Meziroční růst **dovozních cen**, patrný již od května 2010, byl v prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2011 nadále nejvíce ovlivňován rychlým růstem cen klíčových komodit na světových trzích (Graf III.2.2). Podle posledních údajů za únor se však dynamika meziročního růstu dovozních cen oproti prosinci 2010 částečně zmírnila (na 4,3 %), zejména v důsledku vývoje kurzu koruny.

Příspěvek rychle rostoucích cen dovážených **minerálních paliv** k dosaženému meziročnímu růstu dovozních cen byl nadále nejvyšší (Graf III.2.2). V lednu a únoru se ale částečně snížil, což bylo způsobeno zejména výrazným zpomalením meziroční dynamiky růstu světových cen zemního plynu (na 21,4 % v únoru), které zpravidla „kopírují“ vývoj cen ropy se zpožděním (Graf III.2.3). Naopak ceny ropy již opět směřovaly k výraznému zrychlování tempa meziročního růstu, které se v únoru přiblížilo k úrovni 40 %. Dopad stále vysokých světových cen ropy a zemního plynu do dovozních cen minerálních paliv byl v prvních dvou měsících roku 2011 tlumen obnoveným meziročním posílením kurzu CZK/USD.<sup>12</sup> Přesto se v souhrnu dovozní ceny energetických surovin podílely na celkovém meziročním růstu dovozních cen v únoru více než polovinou.

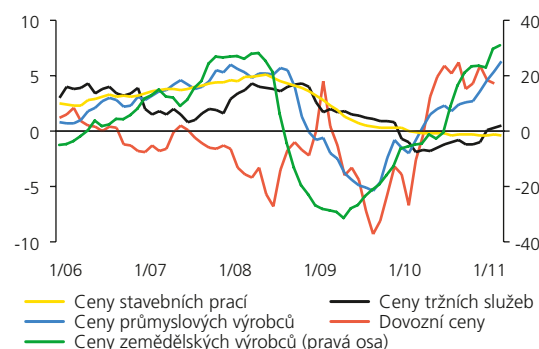
Trvající silná poptávka po surovinách (zejména kovech) na světových trzích se také projevila v dalším zrychlení růstu cen **polotovarů** (Tab. III.2.1). Rovněž u cen **dovážených neenergetických surovin** došlo k výraznému zesílení dynamiky meziročního růstu na hodnoty přesahující 40 %, což je nejvíce od počátku sledování indexu dovozních cen. I přes poměrnou malou váhu tak jejich příspěvek k růstu dovozních cen přesáhl 1 procentní bod. V návaznosti na vysoký růst světových cen ropy zesílil také meziroční růst cen dovážených **chemikálií** (na 4 % v únoru), kde srovnatelné tempo růstu bylo zaznamenáno naposledy v roce 2000. Vysoké ceny zemědělských komodit

<sup>12</sup> Zatímco v prosinci kurz CZK/USD zaznamenal meziroční oslabení o 6,7 %, v únoru meziročně posílil o 6,3 %.

GRAF III.2.1

#### DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

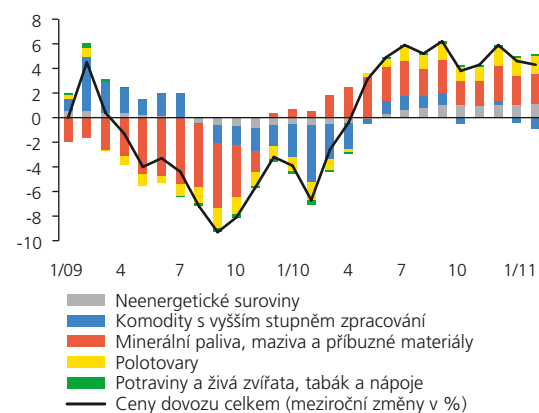
V prvním čtvrtletí 2011 pokračoval rychlý růst dovozních cen i cen průmyslových a zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

#### DOVOZNÍ CENY

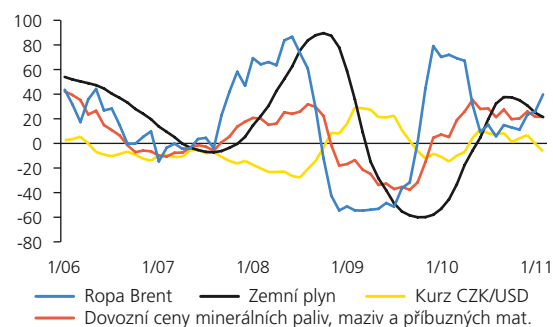
Růst dovozních cen byl nadále tažen především cenami dovážených surovin a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

#### MINERÁLNÍ PALIVA

Vývoj cen ropy a zemního plynu se s krátkým zpožděním promítal do dovozních cen energetických surovin (meziroční změny v %)



TAB. III.2.1

## STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Ceny rostly ve většině skupin dovozu, u komodit s vyšší přidanou hodnotou však opět klesaly

(meziroční změny v %)

	11/10	12/10	1/11	2/11
DOVOZ CELKEM	4,3	5,9	4,6	4,3
z toho:				
potraviny a živá zvířata	4,1	5,4	4,3	3,0
nápoje a tabák	-2,0	0,6	1,6	5,3
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	34,2	37,2	37,8	40,7
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	20,3	25,9	21,7	21,5
živočišné a rostlinné oleje	10,9	17,5	22,3	30,9
chemikálie a příbuzné výrobky	1,6	3,1	3,6	4,1
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	5,1	6,3	6,7	6,9
stroje a dopravní prostředky	-0,1	0,6	-1,4	-2,5
průmyslové spotřební zboží	-1,5	-1,0	-3,0	-4,3

na světových trzích se promítaly do dovozních cen **potravin** zejména v závěru roku 2010. Na počátku roku 2011 se tempo růstu dovozních cen potravin zmírnilo, především vlivem meziročního posílení kurzu koruny.

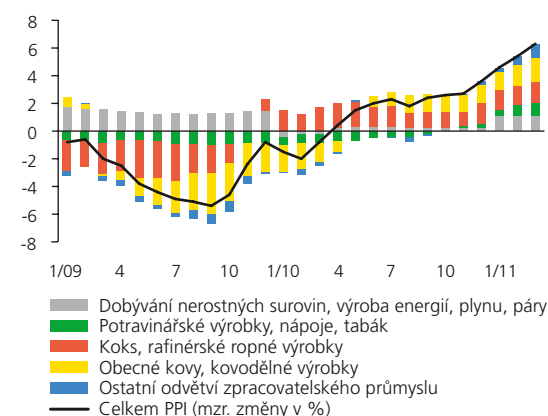
Zatímco dovozní ceny surovin a polotovarů vykazovaly v podmínkách trvajících silné poptávky na globálních trzích převážně vysoký meziroční růst, u dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**<sup>13</sup> došlo na počátku roku 2011 k opětovnému prohloubení jejich meziročního poklesu (Graf III.2.2). Je zřejmé, že vývoj dovozních cen těchto komodit ovlivnilo v tomto období zejména zřetelné meziroční posílení kurzu CZK/EUR (v únoru o 6,5 %), významný byl však také vliv značně nižší dynamiky zahraničních cen těchto komodit ve srovnání s cenami surovin.

GRAF III.2.4

## CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců dále zrychlil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



## III.2.2 Ceny výrobců

## Ceny průmyslových výrobců

Vývoj **cen průmyslových výrobců** v prvním čtvrtletí 2011 potvrdil pokračující trend zesilování jejich meziročního růstu. Podle posledních údajů zrychlil jejich meziroční růst oproti prosinci 2010 o 2,7 procentního bodu na 6,3 % v březnu (Graf III.2.4), což je nejvyšší hodnota zaznamenaná od roku 2005.

Pohled na příčiny a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců se oproti předchozí zprávě částečně změnil. Dosažený meziroční růst byl nadále převážně tažen rychle rostoucími dovozními cenami významných energetických i neenergetických vstupů, které se výrazně promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Zároveň se však začalo projevovat jejich zřetelnější promítání do cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu (Graf III.2.4). Z uvedeného lze dovodit, že průmyslové podniky v podmínkách trvajících nákladových tlaků a pokračujícího oživení poptávky již začaly promítat nákladové tlaky do cen. Snížení mzdové náročnosti produkce pravděpodobně již zcela nepostačovalo ke kompenzaci rostoucí materiálové náročnosti produkce (viz část III.5.5).

Na celkovém meziročním růstu cen výrobců v průmyslu se v prvním čtvrtletí 2011 nejvíce podílely ceny v **odvětví základních kovů** (v březnu růst o 13,8 %), ovlivněné zejména rychle rostoucími dovozními cenami polotovarů na bázi kovů (Graf III.2.5). Jen mírně nižší byl příspěvek cen v **odvětví koku a rafinérských ropných produktů**, jejichž stále vysoké tempo růstu přesahovalo v prvním čtvrtletí úroveň 25 %. Rychle rostly také ceny výrobců v chemickém průmyslu, kde je řada výrob závislá na produktech z ropy.

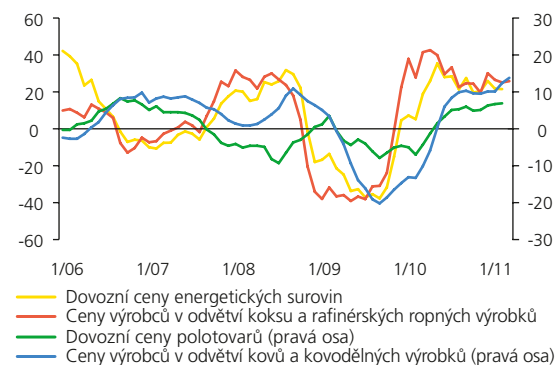
13 Strojí, dopravních prostředků a průmyslového spotřebního zboží.

GRAF III.2.5

## CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

Vysoký růst cen dovážených polotovarů a minerálních paliv se rychle promítal do cen výrobců na počátečních stupních výrobního řetězce

(meziroční změny v %)



Meziroční růst cen průmyslových výrobců byl v prvním čtvrtletí posílen obnoveným cenovým růstem v odvětví elektřiny, plynu a páry (v březnu o 3,9 %) a zrychlením růstu cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami na téměř 6 % a v odvětví těžby a dobývání nad úroveň 9 %. Příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců se pohyboval v prvním čtvrtletí 2011 kolem 1 procentního bodu. Zvýšil se také příspěvek potravinářského průmyslu, kde ceny výrobců dále meziročně zrychlily v reakci na pokračující růst světových i domácích zemědělských a potravinářských komodit (na 5,9 % v březnu).

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu** s vyšší přidanou hodnotou již došlo ke zrychlení cenového růstu, resp. ke zmírnění cenového poklesu v převážné většině odvětví (Graf III.2.6). Jejich podíl na meziročním růstu cen průmyslových výrobců činil 1 procentní bod, což je nejvyšší hodnota zaznamenaná od roku 2007. Ceny výrobců klesaly pouze ve třech odvětvích.<sup>14</sup>

#### Ceny zemědělských výrobců

Pokračující zesilování meziročního růstu **cen zemědělských výrobců** v prvním čtvrtletí 2011 signalizovalo narůstání potenciálních inflačních tlaků plynoucích z vývoje cen zemědělských komodit. Podle posledních údajů za březen meziroční růst celkového indexu cen zemědělských výrobců zrychlil oproti prosinci 2010 o více než 7 procentních bodů na 31 % (Graf III.2.7). Za tímto vývojem stálo mimořádně výrazné zrychlení meziročního růstu cen rostlinných produktů až na 56,1 % v březnu. Naproti tomu u váhově méně významných cen produktů živočišné výroby cenový růst v průběhu prvního čtvrtletí 2011 pozvolna oslaboval (na 6,3 % v březnu).

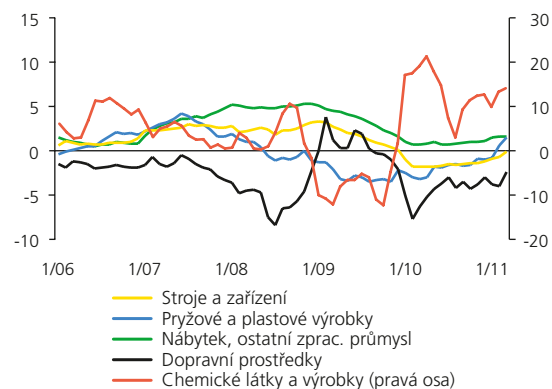
Hlavní příčiny trvalého rychlého růstu cen domácích zemědělských výrobců zůstávají stejné. Především to bylo oživení růstu **cen agrárních komodit na světových trzích**, které je pozorováno již od druhé poloviny roku 2009. Na obnovení růstu světových cen zemědělských komodit působilo ekonomické oživení ve světě a uvolněné globální měnové podmínky, podporující investice do komodit jako alternativního aktiva. Nepříznivé klimatické podmínky u hlavních producentů rostlinné výroby v průběhu roku 2010 zároveň vedly ke snížení světových zásob. Uvedené faktory přispěly ve druhé polovině roku 2010 k výraznému nárůstu světových cen produktů rostlinné výroby, zejména pak obilovin a olejnin. K růstu cen zemědělských výrobců navíc přispěl i výrazný růst cen některých komodit s tradičně kolísavým vývojem (ovoce, zelenina a brambory). Z pohledu domácích cen byl obnovený růst světových cen těchto komodit pouze částečně kompenzován meziročním posílením měnového kurzu CZK/EUR v průběhu roku 2010 a na počátku roku 2011.

GRAF III.2.6

#### ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

V odvětvích s vyšší přidanou hodnotou již převažoval cenový růst

(meziroční změny v %, vybraná odvětví)

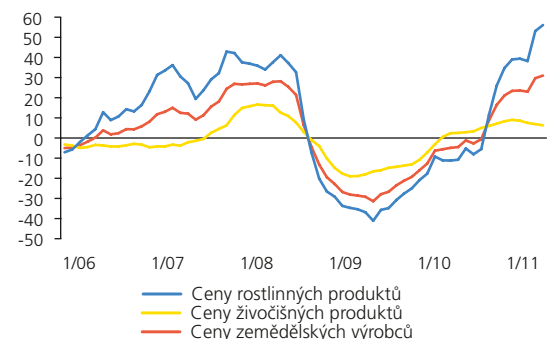


GRAF III.2.7

#### CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Růst cen zemědělských výrobců dále výrazně zrychlil

(meziroční změny v %)



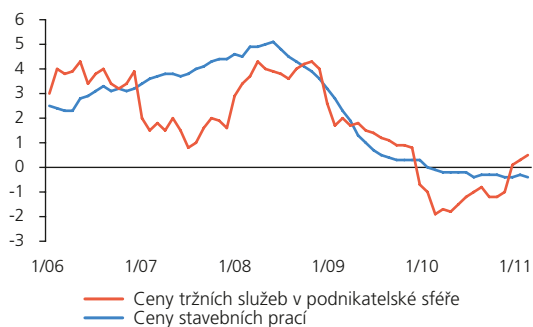
<sup>14</sup> V odvětví výroby dopravních prostředků, strojů a zařízení a počítačů, elektronických a optických přístrojů.

GRAF III.2.8

## OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

## Ceny tržních služeb obnovily svůj meziroční růst

(meziroční změny v %)

**Ostatní cenové okruhy produkční sféry**

V podmínkách trvalé nízké poptávky po stavebních investicích setrvaly **ceny stavebních prací** v prvním čtvrtletí 2011 v mírném meziročním poklesu, který v březnu dosáhl 0,4 % (Graf III.2.8). Růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví ale dále posílil (na 3,9 % v březnu), což bylo pravděpodobně způsobeno rostoucími cenami vstupů ve formě dovážených polotovarů a surovin.

**Ceny tržních služeb** po ročním období poklesu obnovily v prvním čtvrtletí 2011 svůj meziroční růst (na 0,5 % v březnu). V jejich struktuře již převažovaly služby s rostoucími cenami, přičemž s výjimkou účetnických a auditorských služeb a služeb v oblasti pronájmu došlo k meziročnímu posílení jejich cenového růstu, resp. zmírnění cenového poklesu. V případě cen služeb v oblasti nemovitostí a reklamních a architektonických služeb došlo k obnovení cenového růstu po předchozím poklesu.

### III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu zpomalil o 0,1 procentního bodu na 2,6 %.<sup>15</sup> Rovněž v mezičtvrtletním srovnání rostl produkt pomaleji než v předchozím čtvrtletí (o 0,3 %). Na dosaženém meziročním růstu produktu se nadále nejvíce podílela změna stavu zásob. Také čistý vývoz při rychle rostoucím obrátu zahraničního obchodu částečně podpořil růst hrubého domácího produktu. Příspěvek fixních investic a výdajů na konečnou spotřebu byl ve čtvrtém čtvrtletí záporný. Na straně nabídky se podílel na pokračujícím ekonomickém růstu především zpracovatelský průmysl, a také příspěvek sektoru služeb byl kladný.

#### III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst **domácí poptávky** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 znatelně zpomalil a na této změně se podílely všechny její výdajové složky. Ke kladné hodnotě růstu domácí poptávky přispěly pouze zásoby, neboť fixní investice a konečná spotřeba meziročně klesaly (Graf III.3.2). V případě fixních investic přetrvává tento vývoj od první poloviny roku 2008, u konečné spotřeby šlo o mírný pokles po předchozím pozvolném růstu.

#### Konečná spotřeba

Mírné oživení růstu **spotřeby domácností** v průběhu prvních tří čtvrtletí roku 2010 bylo ve čtvrtém čtvrtletí vystřídáno opětovným poklesem (meziročně o 0,4 % podle sezonně očištěných údajů ČSÚ). Domácnosti ale snížily pouze své výdaje na předměty krátkodobé spotřeby (meziročně o 2 %), zatímco v ostatních kategoriích výdaje domácností rostly.

K popsanému vývoji došlo při zrychlení meziročního růstu nominálního **hrubého disponibilního důchodu** (na 2,7 %; Graf III.3.3), který je hlavním zdrojem financování spotřebních výdajů domácností. Na oživení jeho růstu po poklesu v roce 2009 se přitom ve čtvrtém čtvrtletí 2010 podílela většina složek příjmů domácností. Největší příspěvky k růstu hrubého disponibilního důchodu vykázaly mzdy a platy, důchody z vlastnictví a důchody z provozního přebytku a smíšeného důchodu (Graf III.3.4). Podíl sociálních dávek byl nízký.

Hlavní příčinu přerušení růstu reálné spotřeby domácností ve čtvrtém čtvrtletí lze za těchto okolností vidět v souběhu dvou faktorů. Především to byla více než 2% inflace<sup>16</sup>, která oslabila dynamiku meziročního růstu reálného hrubého disponibilního důchodu domácností na pouhých 0,6 %, a snížila tak jeho kupní sílu. Zároveň ve čtvrtém čtvrtletí došlo k mírnému zvýšení míry úspor (z 9,2 % ve třetím čtvrtletí

<sup>15</sup> Hodnocení výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází z revidovaných sezonně očištěných údajů národních účtů ČSÚ.

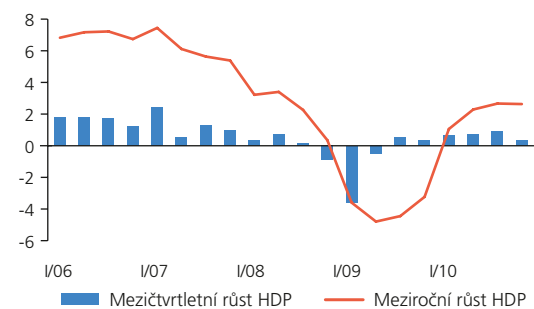
<sup>16</sup> Měřená deflátorem spotřeby domácností.

GRAF III.3.1

#### HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

##### Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nepatrně zpomalil

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

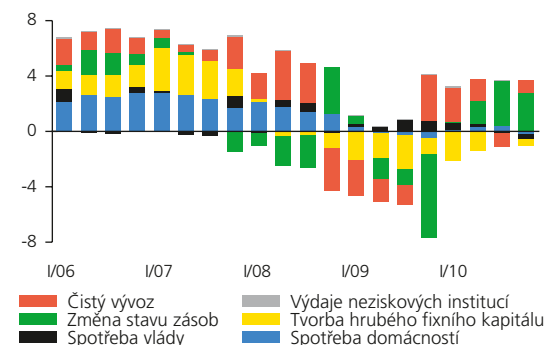


GRAF III.3.2

#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

##### K růstu HDP nejvíce přispěla změna stavu zásob

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

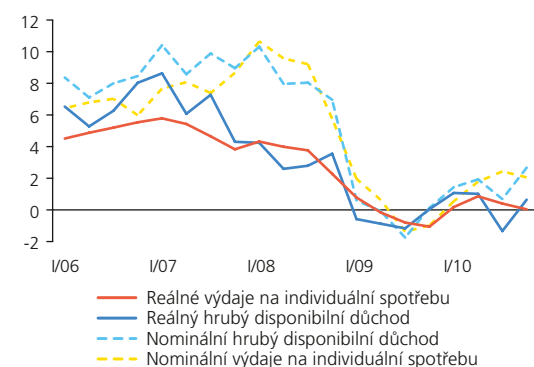


GRAF III.3.3

#### VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

##### Spotřeba domácností zůstává slabá, v souladu s vývojem reálného disponibilního důchodu

(meziroční změny v %)

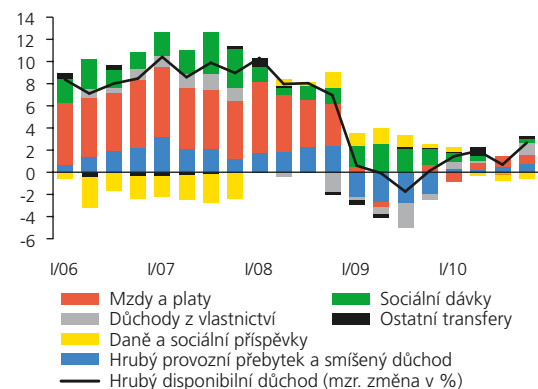


GRAF III.3.4

## DISPONIBILNÍ DŮCHOD

## Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností zrychlil

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

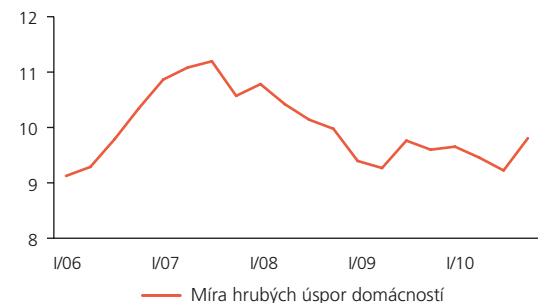


GRAF III.3.5

## MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

## Míra úspor ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně vzrostla

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

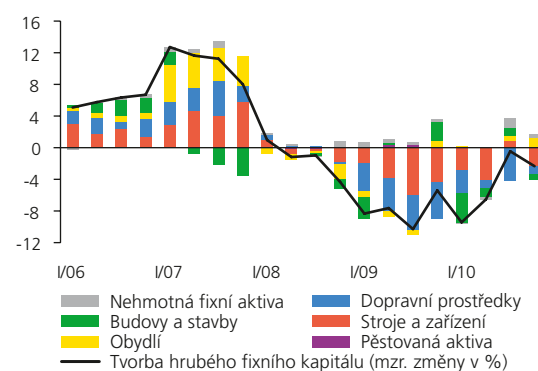


GRAF III.3.6

## TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

## Fixní investice nadále klesají

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



na 9,8 %; Graf III.3.5); vykazovanou míru úspor přitom posunula směrem nahoru i významná revize dat jak spotřeby domácností, tak nominálního disponibilního důchodu.

Poslední dostupné **předstihové indikátory**, které jsou zdrojem informací pro odhady vývoje spotřeby domácností v krátkém období, nejsou zcela jednotné. Zatímco lednové i únorové sezonně očištěné údaje o vývoji tržeb v maloobchodu zaznamenaly kladné hodnoty růstu ve všech hlavních podskupinách tohoto sektoru kromě prodeje pohonných hmot, výsledky konjunkturálního šetření důvěry spotřebitelů jsou méně optimistické. Znatelné snížení hodnoty tohoto indikátoru v prvním čtvrtletí 2011 naznačuje spíše umírněný růst spotřeby domácností v horizontu dvanácti měsíců (Graf III.3.14). Vychází zejména ze zhoršených očekávání domácností ohledně jejich finanční situace a nezaměstnanosti; návazně pak domácnosti očekávají nižší tvorbu úspor z disponibilních příjmů.

Ve vývoji reálných **výdajů vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 byl patrný vliv pokračující realizace úsporných opatření vlády. Meziroční pokles spotřeby vlády se oproti třetímu čtvrtletí dále prohloubil a dosáhl hodnoty -1,6 %. Tyto údaje ukazují na započítání restriktive vládních výdajů ve druhé polovině roku 2010.

## Investice

Investiční aktivita v ekonomice byla ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nadále utlučená. Meziroční pokles **fixních investic**, úzce spojený s finanční a hospodářskou krizí a nejistotami budoucího ekonomického vývoje, pokračoval již třetí rok v řadě (Graf III.3.6).

V samotném čtvrtém čtvrtletí 2010 se meziroční pokles fixních investic opět prohloubil a dosáhl -2,3 %.<sup>17</sup> Prognózou očekávaný kladný příspěvek investic do fotovoltaických elektráren se v údajích o fixních investicích ve čtvrtém čtvrtletí ztlačil neprojevilo, přestože instalovaný výkon těchto elektráren přesáhl horní mez původních odhadů a z dat zahraničního obchodu je patrný vysoký dovoz solárních panelů. To naznačuje možnost budoucí revize údajů o fixních investicích.

Útlum investiční aktivity byl pozorován zejména v **sektoru vlády**, kde se meziroční pokles fixních investic v důsledku realizace úsporných opatření prohloubil na 12,8 %. Jejich dopad byl patrný zejména v oblasti infrastruktury. Rovněž v **sektoru domácností** investice nadále meziročně klesaly (o 5,5 %), i když mnohem mírněji než v předchozím čtvrtletí. K tomuto zmírnění přispěly zřejmě nejvíce investice do obydlí, které tvoří významnou složku celkových investic domácností a které ve čtvrtém čtvrtletí výrazně vzrostly (na 8,5 %; Graf III.3.7). Přesto však nelze v nejbližším období očekávat zřetelné oživení poptávky

17 Na tomto výsledku se podílely i revize údajů za první až třetí čtvrtletí roku 2010.

po investicích do bydlení, i když na počátku roku 2011 byl zaznamenán růst nových úvěrů na bydlení.<sup>18</sup> Naznačují to zejména donedávna klesající počty zahájených bytů, odrážející zejména vnímání nejistoty na tomto trhu z pohledu developerů a značnou „zásobu“ dokončených neprodaných bytů. Zároveň je nutné přihlídnout k jen pozvolna se měnícím podmínkám na trhu práce.

V sektoru **nefinančních podniků**, kde se realizuje zhruba polovina fixních investic, se ve čtvrtém čtvrtletí investice ve stálých cenách meziročně zvýšily (o 2,6 %). Při posuzování vývoje investic v tomto sektoru je však nutné přihlídnout k efektu velmi nízké základny předchozího roku; jejich výše ještě zdaleka nedosahuje úrovně z let 2007–2008.

Na rozdíl od fixních investic pokračovalo ve čtvrtém čtvrtletí výrazné oživení tvorby **zásob**, pozorované od počátku roku 2010 (Graf III.3.2 výše). Tento jev zřejmě nejvíce souvisel s růstem zahraniční poptávky a postupným obnovením stavu zásob po jejich krizovém poklesu v průmyslu, zejména ve vývozně orientovaných odvětvích.

### III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se pokles **čistého vývozu zboží a služeb**<sup>19</sup>, patrný v předchozím čtvrtletí, zastavil. Čistý vývoz přešel do přebytku 32,7 mld. Kč a meziročně se mírně zvýšil (o 1,3 mld. Kč); v mezičtvrtletním srovnání přitom vzrostl o více než 38 mld. Kč (Graf III.3.8). Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu tak byl na rozdíl od předchozího čtvrtletí kladný.

Dynamika růstu **celkového vývozu** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně zrychlila; oproti předchozímu čtvrtletí byla o 0,4 procentního bodu vyšší a dosáhla výrazných 16,8%. Rychlý růst vývozu byl podpořen pokračujícím růstem vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Částečně však byl ještě ovlivněn efektem nízké základny předchozího roku v důsledku světové hospodářské krize.

Meziroční růst celkového obrátu zahraničního obchodu nicméně mírně zpomalil, neboť tempo růstu **celkového dovozu** oproti třetímu čtvrtletí 2010 zvolnilo (o 1,9 procentního bodu na 17,3 %; Graf III.3.9). Stále ještě vysoký růst dovozu byl spojen především s rostoucím dovozem zboží pro investiční účely a pro mezispotřebu, určeným zejména k výrobě produkce na vývoz. K meziročnímu zvýšení čistého vývozu tak ve čtvrtém čtvrtletí přispělo zmírnění předstihu růstu dovozu před růstem vývozu (o 0,5 procentního bodu; Graf III.3.9).

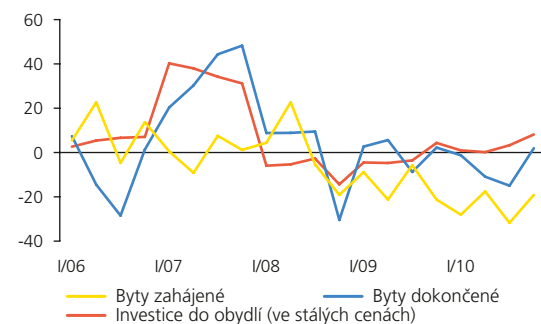
18 Blíže viz část III.5.2 Úvěry.

19 V cenách roku 2000, sezonně očištěno.

GRAF III.3.7

#### INVESTICE DO OBYDLÍ

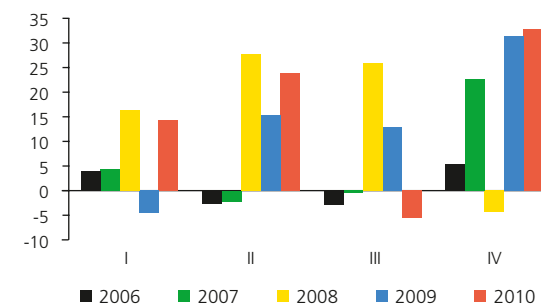
Růst investic do obydlení ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zrychlil, nově zahájená výstavba ale nadále klesala (meziroční změny v %)



GRAF III.3.8

#### ČISTÁ ZAHRAJNÍ POPTÁVKA

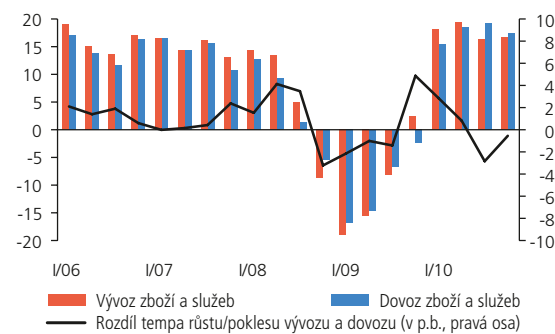
Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se čistý vývoz meziročně mírně zvýšil (v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.9

#### VÝVOZ A DOVOZ

Rychlý růst obrátu zahraničního obchodu ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pokračoval, dovoz rostl mírně rychleji než vývoz (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



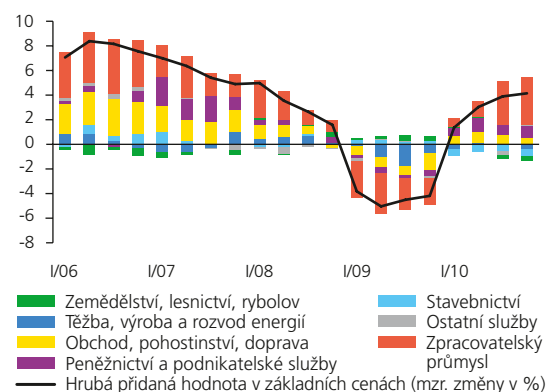


GRAF III.3.10

## PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Na růstu přidané hodnoty se nejvíce podílel zpracovatelský průmysl

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

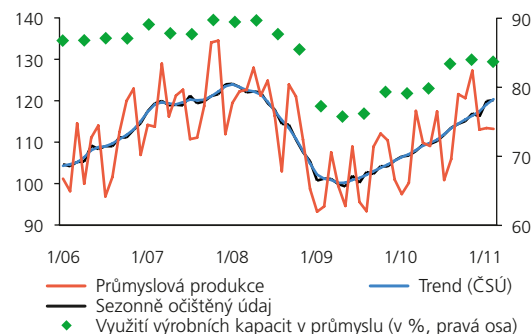


GRAF III.3.11

## PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Úroveň průmyslové produkce se dále přiblížila k předkrizovým hodnotám

(bazický index, rok 2005 = 100)

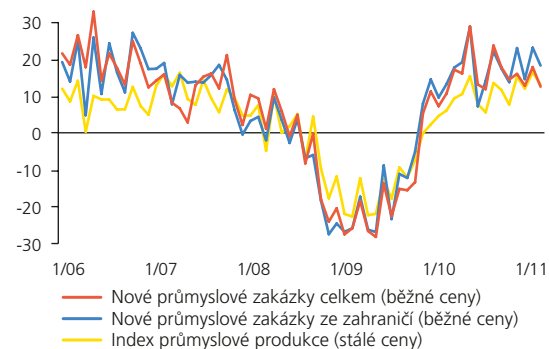


GRAF III.3.12

## NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Růst produkce je tažen zakázkami ze zahraničí

(meziroční změny v %)



## III.3.3 Nabídka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 tempo mezičtvrtletního růstu **hrubé přidané hodnoty** zvolnilo. V meziročním srovnání ale přidaná hodnota v základních cenách pokračovala ve zřetelném růstu (4,1 %), který byl nicméně stále ještě významně ovlivňován efektem nízké srovnávací základny z roku 2009. Růst hrubé přidané hodnoty byl nadále tažen průmyslem a službami (Graf III.3.10).

Díky pokračujícímu příznivému vývoji ve zpracovatelském průmyslu se příspěvek **odvětví průmyslu** k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dále zvýšil (Graf III.3.10). Růst přidané hodnoty v průmyslu byl dosažen při celkově rychlém meziročním růstu průmyslové výroby, podporovaném nejvíce odvětvími výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů, strojů a zařízení a elektrických zařízení, jejichž produkce je směřována zejména na vývoz. Klíčový vliv zahraniční poptávky na vývoj produkce v průmyslu indikovaly i rychle rostoucí tržby z přímého vývozu,<sup>20</sup> tvořící téměř polovinu celkových tržeb průmyslu, a vysoký (téměř 17%) reálný meziroční nárůst vývozu zboží ve čtvrtém čtvrtletí 2010.<sup>21</sup> V souladu s růstem průmyslové produkce se také dále zvyšovalo **využití výrobních kapacit** v průmyslu, které ve čtvrtém čtvrtletí dosáhlo 84 % (Graf III.3.11).

Podle posledních dostupných údajů pokračoval meziměsíční a meziroční růst průmyslové produkce i v lednu a únoru 2011 (v únoru o 12,5 % meziročně)<sup>22</sup>, a její úroveň se tak dále přiblížila k předkrizovým hodnotám (Graf III.3.11). Příznivý vývoj produkce se také odrazil v dalším oslabení vnímání nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu** produkce z pohledu podniků (Graf III.3.13). Poslední únorové údaje o vývoji **nových průmyslových zakázek** naznačují pokračování rychlejšího růstu zahraniční než domácí poptávky i v dalších měsících roku 2011 (Graf III.3.12). Výsledky březnového konjunkturálního šetření důvěry podnikatelů v průmyslu ale indikují mírné zhoršení očekávání budoucího vývoje zahraniční poptávky v příštích třech měsících.

Příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k meziročnímu růstu celkové hrubé přidané hodnoty se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně zvýšil (na 1,5 procentního bodu). Přispěl k tomu zejména pokračující růst přidané hodnoty v odvětvích služeb spjatých s růstem průmyslové produkce (odvětví dopravy, skladování a telekomunikací a odvětví služeb pro podniky). Také v odvětví obchodu pokračoval růst hrubé přidané hodnoty, který byl, jak naznačují údaje o tržbách v maloobchodě, pravděpodobně nadále tažen prodejem automobilů. Poslední dostupné údaje o vývoji tržeb v maloobchodě v lednu a únoru 2011 ale ukazují obnovení růstu i v ostatních sortimentních skupinách maloobchodu.

20 V prosinci 2010 vzrostly v běžných cenách o 24,4 %.

21 Sezonně očištěný vývoz zboží ve stálých cenách dle národních účtů.

22 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

**Stavebnictví** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 setrvalo v meziročním poklesu, a jeho příspěvek k hrubé přidané hodnotě tak zůstal záporný (Graf III.3.10). Podle odvětvové statistiky došlo v prosinci 2010 k prudkému propadu produkce, ze kterého se podle posledních dostupných údajů stavební produkce „nevymanila“ ani v lednu a únoru 2011. Její meziroční růst byl dán výhradně vlivem velmi nízké srovnávací základny a úroveň stavební produkce pozemního i inženýrského stavitelství zůstala na počátku roku 2011 velmi nízká. Údaje o zakázkách stavebních prací v tuzemsku nenaznačují zlepšení výhledu v příštích měsících. Únorový prudký nárůst orientační hodnoty povolených staveb byl ovlivněn povolením nákladných energetických staveb, což zřejmě nelze vnímat jako náznak všeobecného obratu na stavebním trhu.

Podle březnových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se v prvním čtvrtletí 2011 mírně snížil celkový **indikátor důvěry**, zejména vlivem zhoršujících se očekávání spotřebitelů. Snížení indikátoru podnikatelské důvěry bylo jen mírné. V jeho rámci byl pokles důvěry zaznamenán zejména mezi podnikateli v průmyslu, přesto u nich nadále převažovaly pozitivní výhledy nad negativními, stejně jako u podnikatelů v odvětvích obchodu a služeb. Naopak ve stavebnictví nadále výrazně převažovala pesimistická očekávání (Graf III.3.14).

### III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Podle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**<sup>23</sup> se meziroční tempo růstu potenciálního produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2010 lehce snížilo (Graf III.3.15), a to přibližně na hodnotu 1,2 %<sup>24</sup>. Odpovídající mezera výstupu stagnovala přibližně na hodnotě -1,2 % potenciálního produktu<sup>24</sup>. Pro první polovinu roku 2011 výpočty naznačují zrychlení tempa růstu potenciálního produktu, které však bude následně vystřídáno opět zpomalením na hodnoty kolem 1,5 %. Mezera výstupu se pravděpodobně nejprve ve druhé polovině roku 2011 opět mírně rozevře dále do záporu a až během roku 2012 se začne uzavírat a v jeho závěru překmitne do slabě kladných hodnot (Graf III.3.16).

Také základní varianta výpočtu produkční funkce naznačuje mírné zpomalení meziročního tempa růstu potenciálního produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2010 a jeho následné zrychlení v první polovině roku 2011. Tempo růstu potenciálu podle základní varianty výpočtu se však na celém horizontu prognózy pohybuje pod průměrem tří počítaných variant. Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v základní variantě nadále ukazuje, že za zpomalením meziročního růstu potenciálu stojí záporný příspěvek

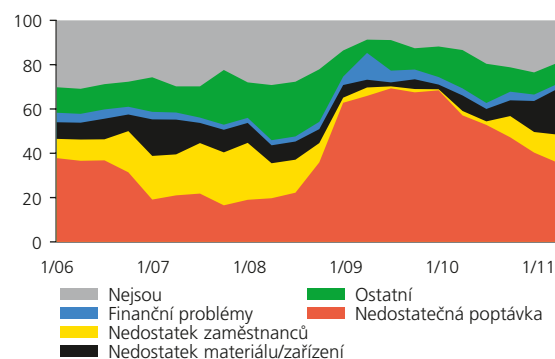
23 Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient  $\lambda = 10000$ . Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení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

24 Průměry ze tří variant výpočtu.

GRAF III.3.13

#### BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

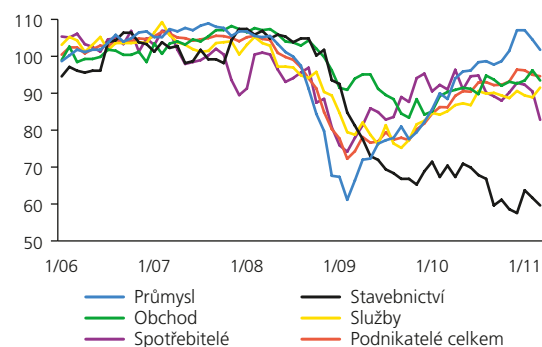
Vliv nedostatečné poptávky jako bariéry růstu produkce v průmyslu se snižuje (v %)



GRAF III.3.14

#### INDIKÁTORY DŮVĚRY

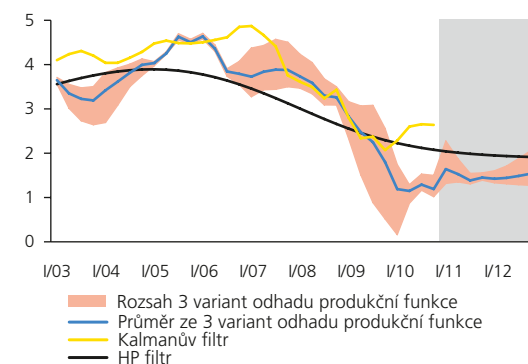
Indikátory důvěry podnikatelů i spotřebitelů se v prvním čtvrtletí 2011 snížily (průměr roku 2005 = 100)



GRAF III.3.15

#### POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Odhadované tempo růstu potenciálního produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2010 lehce zpomalilo (meziroční změny v %)

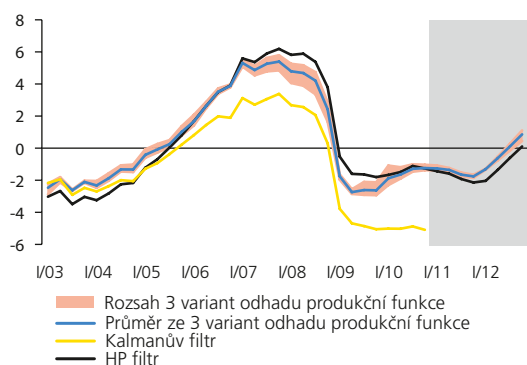


GRAF III.3.16

## MEZERA VÝSTUPU

Mezera výstupu se pravděpodobně bude postupně zavírat až během roku 2012

(v % z potenciálního produktu)



rovnovážné zaměstnanosti (Graf III.3.17). Příspěvek kapitálu zůstává téměř nulový a růst potenciálního produktu je tak stále tažen růstem souhrnné produktivity.

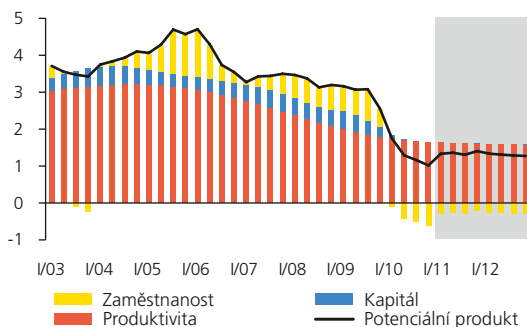
Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>25</sup> ukazuje vyšší hodnotu růstu potenciálního produktu (2,1 % ve čtvrtém čtvrtletí 2010) a nepatrně více otevřenou mezeru výstupu (-1,3 %). Mnohem výraznější otevření mezery výstupu do záporu (-5,1 % z potenciálu ve čtvrtém čtvrtletí 2010) nadále naznačuje odhad pomocí **Kalmanova filtru**, ve kterém se prosazuje vliv nízké pozorované inflace. Odhadnuté tempo růstu potenciálního produktu pomocí Kalmanova filtru je tak vyšší než naznačují ostatní metody (2,6 % ve čtvrtém čtvrtletí 2010). Mezi výsledky jednotlivých metod přetrvává výrazný rozptyl signalizující velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

GRAF III.3.17

## PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Růst potenciálu je tažen růstem souhrnné produktivity

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



25 V odhadu pomocí HP filtru byl rovněž použit koeficient  $\lambda = 10000$ .

### III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce ve čtvrtém čtvrtletí 2010 charakterizovala mezičtvrtletní stagnace zaměstnanosti, která se společně s poklesem pracovní síly projevila ve snížení obecné míry nezaměstnanosti. Míra registrované nezaměstnanosti se po prosincovém nárůstu v souvislosti s přijetím nových podmínek pro získávání podpory v nezaměstnanosti během prvního čtvrtletí 2011 opět částečně snížila. Meziroční růst průměrné nominální mzdy zpomalil na historicky nejnižší hodnoty. Národohospodářská produktivita rostla rychleji než v předchozím čtvrtletí. Pokles mzdové náročnosti produkce, měřené NJMN, se ve čtvrtém čtvrtletí prohloubil.

#### III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Postupné zmírňování poklesu zaměstnanosti, pozorované ve fázi oživení hospodářského růstu, se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zastavilo. Stejně jako v předchozím čtvrtletí meziroční pokles **celkové zaměstnanosti** dosáhl hodnoty -0,2 % (Graf III.4.1), což v absolutním vyjádření znamenalo meziroční snížení počtu zaměstnaných osob o 8,5 tis. V mezičtvrtletním srovnání<sup>26</sup> zaměstnanost poklesla jen nepatrně. Popsaný vývoj byl ovlivněn změnami ve skupině **zaměstnanců**<sup>27</sup>, jejichž pokles se opět prohloubil (na 1,5 % meziročně); částečně byl kompenzován pokračujícím rychlým meziročním růstem počtu podnikatelů (o 6,3 %).<sup>28</sup>

K zastavení pozvolného trendu oslabování meziročního poklesu zaměstnanosti přispěl sektor služeb a stavebnictví (Graf III.4.2). Ve **službách** se celkově zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí 2010 snížila poprvé od počátku nedávné hospodářské recese (meziročně o -0,9 %, tj. 27,5 tis osob). V mezičtvrtletním srovnání její pokles dosáhl -0,5 %. Za tímto obratem stál vývoj zaměstnanosti v obou segmentech služeb. V netržních službách se zaměstnanost snížila zejména ve veřejné správě a ve vzdělávání. V tržních službách se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 snižovala zaměstnanost zejména v sektoru velkoobchodu a maloobchodu, kde meziroční pokles pracovních míst dosáhl 45,4 tis. Prohloubení poklesu zaměstnanosti ve **stavebnictví** odráželo utlumenou úroveň produkce v tomto odvětví (viz část III.3 Poptávka a nabídka).

V **průmyslu**, kde je oživení produkce taženo především zahraniční poptávkou, se ale zaměstnanost již druhé čtvrtletí v řadě zvyšovala. Její meziroční růst dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 výrazných 5,8 %, což v absolutním vyjádření znamenalo zvýšení počtu pracovních míst o 78,6 tis. Nejvíce zaměstnanost vzrostla v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu (meziročně o 6,5 %, tj. 78 tis. osob). V závěru roku 2010 byl průmysl jediným odvětvím, kde se počty zaměstnaných meziročně zvýšily (Graf III.4.2).

<sup>26</sup> Po sezonním očistění.

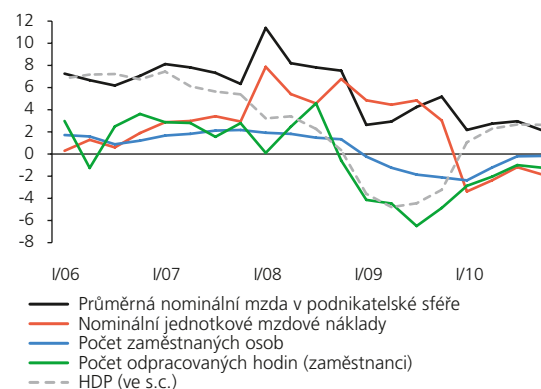
<sup>27</sup> Včetně členů produkčních družstev.

<sup>28</sup> Zaměstnanci po ztrátě zaměstnání často hledají hlavní uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti.

GRAF III.4.1

#### INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

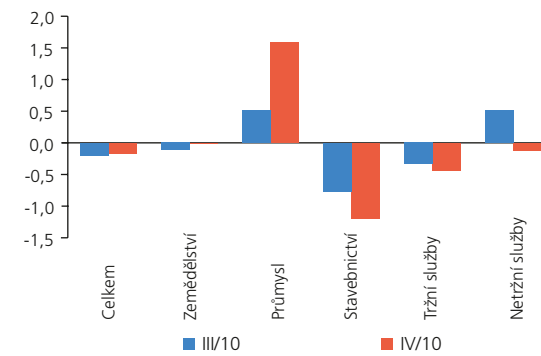
Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pokračoval již jen mírný pokles zaměstnanosti a růst průměrné mzdy zřetelně zmírnil (meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

#### ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Zaměstnanost ve službách ve čtvrtém čtvrtletí 2010 klesala, v průmyslu ale dále rostla (příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví, dle VŠPS)

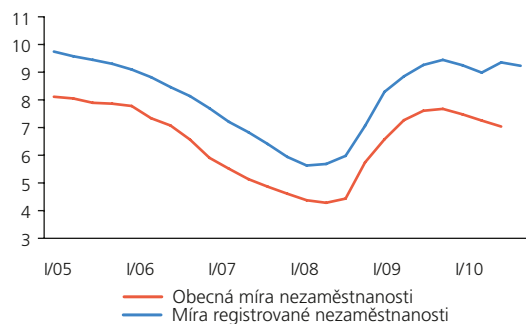


GRAF III.4.3

## MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Zvýšení míry nezaměstnanosti na konci roku 2010 bylo ovlivněno zpřísněním podmínek pro podporu v nezaměstnanosti od roku 2011

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

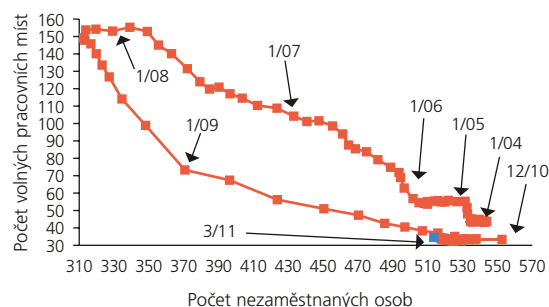


GRAF III.4.4

## BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký

(sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

## MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné mzdy výrazně zpomalil

(meziroční změny v %)

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

Za uvedených okolností se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>29</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v mezičtvrtletním srovnání dále snížila na 7 %; při mezičtvrtletní stagnaci zaměstnanosti byl její pokles způsoben snížením pracovní síly. **Míra registrované nezaměstnanosti** (MPSV)<sup>30</sup> se však ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mezičtvrtletně zvýšila (o 0,4 procentního bodu na 9,4 %; Graf III.4.3). Příčinou byly změny v zákonu o zaměstnanosti,<sup>31</sup> které přiměly uchazeče o práci zaregistrovat se na úřadech práce ještě před koncem roku 2010. V prvním čtvrtletí 2011 pak došlo k částečné korekci tohoto jevu a míra registrované nezaměstnanosti se snížila na hodnotu 9,2 %.

Působení nových přísnějších podmínek pro získávání podpory v nezaměstnanosti (s platností od počátku roku 2011) na chování subjektů s předstihem na konci roku 2010 a následná částečná korekce tohoto vlivu se projevily i ve vývoji **Beveridgeovy křivky** (Graf III.4.4). Poté, co se v prosinci 2010 křivka výrazně posunula směrem doprava, došlo během prvního čtvrtletí 2011 k jejímu postupnému posunu zpět doleva společně s mírným nárůstem počtu volných pracovních míst v březnu; tento počet však zůstává nadále nízký.

## III.4.2 Mzdy a produktivita

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se meziroční **růst průměrné nominální mzdy** dále výrazně zmínil pod 1% úroveň a reálná průměrná mzda se poprvé od počátku srovnatelné časové řady meziročně snížila (Tab. III.4.1). Na oslabení dynamiky průměrné nominální mzdy v ekonomice se podílel vývoj mezd v obou sledovaných sektorech, přičemž v nepodnikatelském sektoru již mzdy výrazně meziročně klesaly. Podle podrobnějších údajů ISPV byly v tomto sektoru v roce 2010 kráceny pohyblivé složky mzdy (odměny), zatímco tarifní složka platu vzrostla.

Za celkově nízkým růstem průměrné mzdy v současné fázi hospodářského cyklu stál nadále souběh více faktorů, zejména stále ještě značná převaha nabídky práce nad poptávkou a rovněž zmíněná realizace úsporných opatření ve veřejném sektoru.

Vývoj průměrných mezd **z odvětvového pohledu** naznačuje, že zaměstnavatelé přistupovali ke zvyšování mezd jen při trvající rychlé rostoucí poptávce po jejich produkci. Například v průmyslu se výrazné oživení zahraniční poptávky odrazilo v nárůstu průměrné mzdy (o 3,8 %), zejména ve zpracovatelském průmyslu. V jiných segmentech podnikatelského sektoru průměrné mzdy naopak klesaly, například v peněžnictví a pojišťovnictví (o 4,7 %). V nepodnikatelském sektoru,

29 Ve věkové skupině 15-64 let. Měřené metodikou ILO dle VŠPS, sezonně očištěné údaje.

30 Sezonně očištěné údaje.

31 Tyto změny se týkaly především snížení podpory v nezaměstnanosti pro celé období podpory na 45 % při výpovědi formou dohody se zaměstnavatelem či vlastní výpovědi. Kromě toho uchazeči o zaměstnání zaregistrovaní po 1. 1. 2011 již nemohou při podpoře získat příjem až do výše 50 % minimální mzdy (tj. 4 000 Kč) a pokud uchazeč dostane od zaměstnavatele odstupné, nárok na podporu v nezaměstnanosti mu vzniká až po uplynutí doby čerpání odstupného.

kde byl vývoj mezd ovlivněn úspornými opatřeními vlády, pokračoval pokles průměrné mzdy ve vzdělávání (o 5,8 %), veřejné správě a obraně (o 3,5 %).

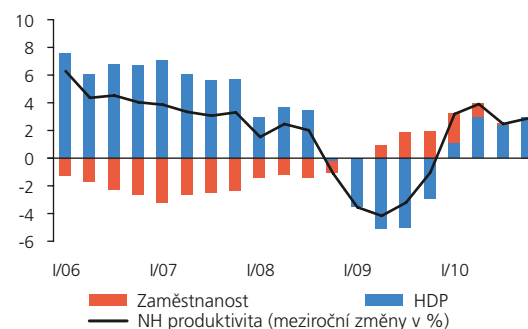
Meziroční růst **národohospodářské produktivity práce** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně zrychlil na 2,9 % (Graf III.4.5). Při meziroční stagnaci celkové zaměstnanosti byl její růst výhradně podpořen rychlejším růstem sezonně neočištěného HDP<sup>32</sup> (Graf III.4.5). V rámci jednotlivých odvětví byly nadále vykazovány značné rozdíly ve vývoji produktivity. V průmyslu rostla produktivita již třetí čtvrtletí v řadě dvouciferným tempem (meziročně o 15,8 %), avšak ve stavebnictví v důsledku pokračujícího útlumu poptávky v pozemním i inženýrském stavitelství produktivita po celý rok 2010 klesala (ve čtvrtém čtvrtletí o 8,4 %). V ostatních sektorech se produktivita zřetelně zvýšila, pouze v netržních službách stagnovala.

Za uvedených okolností **mzdová náročnost produktu**<sup>33</sup> klesala i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 (Graf III.4.6). Meziroční pokles nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN) se prohloubil a dosáhl -1,9 %. Nejvíce se mzdová náročnost produktu snížila v průmyslu (o 8,5 %), kde rychlý růst přidané hodnoty výrazně převážil nad růstem objemu mezd a platů. NJMN klesaly i ve většině ostatních odvětví (obchodu, pohostinství a dopravě, tržních, netržních a finančních službách). Pouze ve stavebnictví se NJMN mírně zvýšily.

GRAF III.4.5

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Růst národohospodářské produktivity mírně zrychlil  
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

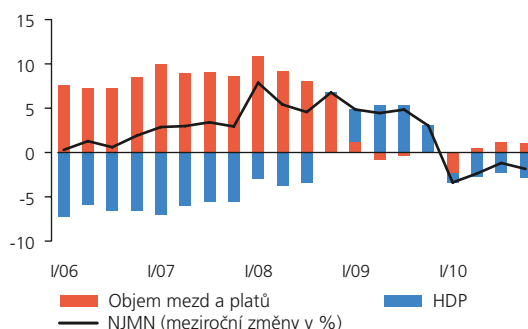


GRAF III.4.6

## NJMN

NJMN setrvaly v meziročním poklesu

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



32 Dynamika sezonně očištěného HDP mírně zpomalila, nárůst sezonně neočištěného HDP lze částečně vysvětlit nestejným počtem pracovních dní.

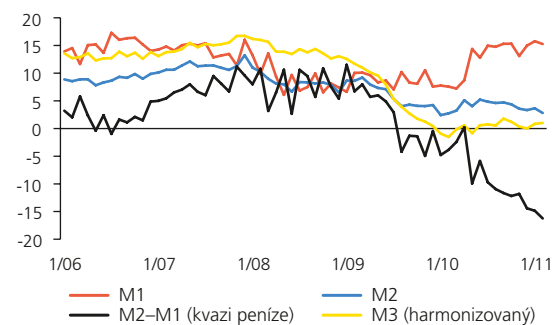
33 Výpočet mzdové náročnosti produktu je rovněž proveden na sezonně neočištěných datech.

GRAF III.5.1

## PENĚŽNÍ AGREGÁTY

## Růst peněžního agregátu M2 zůstal umírněný

(meziroční změny v %)

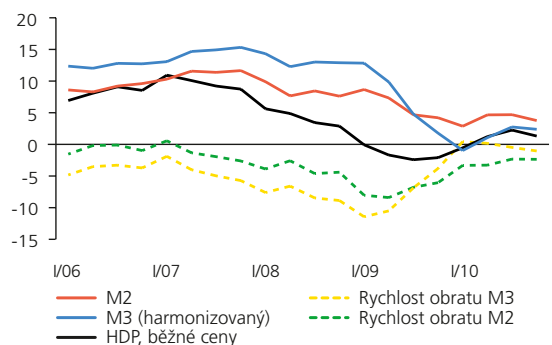


GRAF III.5.2

## RYCHLOST OBRATU PENĚŽ

## Rychlost obratu peněz stagnovala

(meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje)



Poznámka: Rychlost obratu peněz je propočtena jako poměr nominálního HDP ke stavu širokého peněžního agregátu.

TAB. III.5.1

## STRUKTURA PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ

## Vysoký růst transakčních peněz byl z hlediska M2 kompenzován poklesem kvazi peněz

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

	III/10	IV/10	1/11	2/11	Podíl na M2 v % 2/11
M1	15,0	14,5	15,8	15,3	67,8
Oběživo	0,7	0,9	0,7	0,9	12,8
Jednodenní vklady	19,1	18,2	19,9	19,2	55,0
M2-M1 (kvazi peníze)	-10,7	-12,8	-14,8	-16,2	32,2
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-0,6	-3,1	-4,5	-6,6	19,3
nad 2 roky	-15,9	-19,1	-21,2	-21,8	11,6
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	-22,4	-24,8	-27,3	-27,4	12,5
nad 3 měsíce	-18,8	-20,3	-21,8	-20,3	10,8
Repo operace	-39,1	-44,4	-49,8	-53,8	1,7
Repo operace	-25,6	-2,1	-0,8	-27,6	0,4
M2	4,7	3,8	3,7	2,8	100,0

## III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžního agregátu M2 i harmonizovaného M3 byl nadále nízký. Potenciální inflační tlaky z titulu vývoje širší peněžní zásoby jsou tudíž zatím slabé. Tempo růstu transakčních peněz však přetrvává na vysoké úrovni. Stav celkových úvěrů se pozvolna zvyšoval zejména v důsledku růstu úvěrů nefinančním podnikům, dynamika nových hypotečních úvěrů ožívuje. Úrokové sazby z úvěrů podnikům převážně klesaly, zatímco u úvěrů domácnostem se předchozí pokles sazeb zastavil. Klientské rizikové prémie se nepatrně snižovaly u podnikových úvěrů i u úvěrů na bydlení, zůstaly však vyšší než v předkrizovém období. Finanční indikátory a hospodářské výsledky podniků se již nezlepšují tak výrazně, jako v předchozím období. Nabídkové ceny bytů nadále meziročně klesaly.

## III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 v průběhu prvního čtvrtletí 2011 dále mírně zpomalil a v únoru dosáhl 2,8 %, resp. po úpravě o netransakční vlivy 3,3 % (Graf III.5.1). Harmonizovaný peněžní agregát M3 vzrostl v únoru letošního roku meziročně o 1 %. Nadále se snižuje poptávka po dlouhodobých vkladech a dochází k přesunu části finančních zdrojů do likvidnějších produktů. Tempa růstu obou širokých agregátů zůstávají výrazně pod průměrnou úrovní růstu zaznamenanou před finanční krizí. Peněžní růst tak z hlediska širších peněžních agregátů neimplikuje inflační tlaky.

Během roku 2010 se meziroční růst M2 i M3 výrazně přiblížil růstu nominálního HDP, čímž se dlouhodobý pokles rychlosti obratu peněz, daný předstihem růstu peněžních agregátů před nominálním HDP, zastavil. Předchozí urychlení poklesu rychlosti obratu peněz v průběhu krize přitom bylo ovlivněno zejména nízkou hladinou úrokových sazeb a větší setrvačností vývoje peněžních agregátů ve srovnání s prudkým propadem ekonomické aktivity (Graf III.5.2).

Ve struktuře peněžního agregátu M2 přetrvávalo poměrně vysoké tempo růstu transakčních peněz zahrnutých v peněžním agregátu M1 (Tab. III.5.1). To odráželo nízkou hladinu úrokových sazeb vedoucí k přesunům z termínovaných vkladů v minulých měsících do likvidnějších forem peněz a mírný růst ekonomiky. Hlavní podíl na růstu M1 měly jednodenní vklady domácností. Poptávka po ostatních krátkodobých vkladech (tj. vkladech s dohodnutou splatností do dvou let a s výpovědní lhůtou do tří měsíců) meziročně klesala. Nepatrný meziroční pokles byl však zaznamenán i u dlouhodobých vkladů.

Růst celkových bankovních vkladů dosáhl v únoru 2011 výše 3,2 % a jejich poměr k úvěrům činil 135 %. Meziroční dynamika vkladů nefinančních podniků zpomalila na 1,3 %. Vývoj podnikových vkladů je ovlivňován dynamikou cash flow podniků, odrážející meziroční změny hrubého provozního přebytku. Meziroční růst vkladů domácností se po stabilizaci v roce 2010 v únoru letošního roku opět zmírnil na 4,1 %. To mohlo odrážet přetrvávající útlum na trhu práce,

ale i změnu struktury finančních aktiv. Vklady finančních neměnových institucí se od roku 2008 výrazněji nemění, když v únoru meziročně poklesly o 1,8 % (Graf III.5.3).

### III.5.2 Úvěry

**Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem** nadále pozvolna ožívají. Meziroční růst stavu úvěrů v únoru 2011 zrychlil o 0,6 procentních bodů na 3,8 % a po úpravě o netransakční faktory na 4,7 % (Graf III.5.4). Nové úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem rovněž meziročně rostly, i když v únoru pomaleji než v předchozím měsíci. Příspěvek úvěrů reálnímu trhu zahrnujících úvěry domácnostem na bydlení, úvěry developerům a stavebnictví nadále stagnoval (Graf III.5.5). Mírný meziroční růst úvěrů pokračoval i v eurozóně, kde v únoru dosáhl 2,6 %.

Stav **úvěrů nefinančním podnikům** již druhý měsíc rostl (v únoru meziročně o 1,6 %). Obdobně se vyvíjely i nové podnikové úvěry (Graf III.5.6). Pokračovalo zmírňování poklesu stavu krátkodobých úvěrů se splatností do jednoho roku při dalším ožívování dlouhodobých úvěrů. Z hlediska odvětví nadále meziročně nejrychleji rostly úvěry do odvětví energetiky. Zpomalení růstu úvěrů bylo zaznamenáno v odvětví obchodu a dále nepatrně klesaly úvěry zpracovatelskému průmyslu a stavebnictví. Vývoj podnikových úvěrů byl ovlivňován relativně slabým hospodářským růstem při nerovnoměrném vývoji jednotlivých odvětví ekonomiky.

Březnový **konjunkturální průzkum ČSÚ** ukazuje, že procento průmyslových podniků očekávajících v následujících třech měsících růst úvěrů se zvyšuje jen postupně. Růst úvěrů očekává zhruba 9 % dotázaných podniků, zatímco 41 % podniků nepočítá se změnami v objemu úvěrů a 19 % podniků předpokládá jeho snížení (31 % dotázaných podniků mít úvěry nebude).<sup>34</sup>

Meziroční tempo růstu stavu úvěrů poskytnutých domácnostem v únoru 2011 dále nepatrně zpomalilo na 7,1 %. Růst úvěrů domácnostem odrážel především zvýšení **úvěrů na bydlení**. Výrazný růst nových hypotečních úvěrů zaznamenaný v lednu se v únoru zmírnil, a to při přetrvávajícím poklesu úvěrů ze stavebního spoření (Graf III.5.7). Podle Hypoindexu rostly v březnu 2011 hypoteční úvěry poměrně dynamicky (meziročně o 48 %, což je obdobné tempo růstu jako v letech 2007 a 2008).<sup>35</sup> Zvýšil se počet nově sjednaných hypoték při jejich stagnující

<sup>34</sup> Pokud jde o finanční situaci podniků, cca 21 % podniků mělo v období průzkumu závazky po lhůtě splatnosti (tržby těchto podniků představují 11 % tržeb všech vybraných podniků). Schopnost podniků platit závazky se v následujících třech měsících nezmění u 88 % podniků, u 8 % se zvýší a u 4 % naopak sníží.

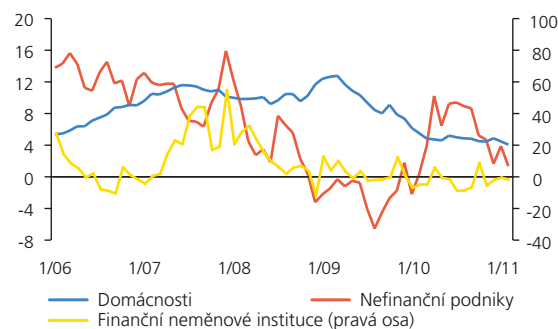
<sup>35</sup> V prvním čtvrtletí 2011 klíčové banky hypotečního úvěrového trhu poskytly úvěry ve výši 23 mld. Kč. oproti 16 mld. Kč ve stejném období předchozího roku. Více než polovinu (56 %) tvořily v březnu hypotéky s fixací sazby na pět let. Podíl úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let se za banky celkem v únoru 2011 zvýšil na 57 % oproti 46 % ve stejném období loňského roku.

GRAF III.5.3

#### VKLADY DLE SEKTORŮ V RÁMCI M2

Vklady podniků i domácností jen mírné rostly

(meziroční změny v %)

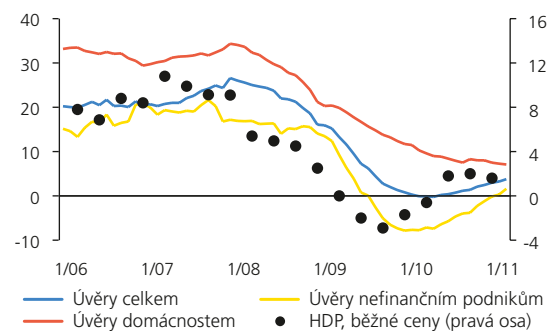


GRAF III.5.4

#### STAVY ÚVĚRŮ PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Úvěry podnikům a domácnostem dále mírně rostly

(meziroční změny v %)

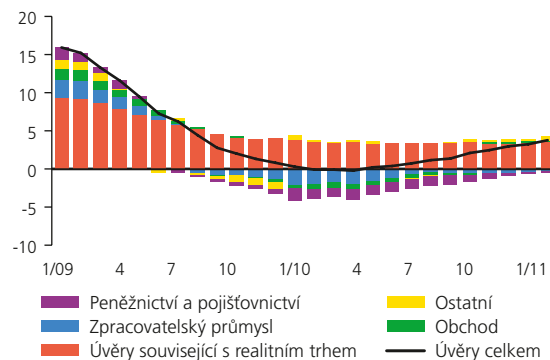


GRAF III.5.5

#### ÚVĚRY CELKEM DLE ODVĚTVÍ

Příspěvek úvěrů reálnímu trhu stagnoval

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Poznámka: Časové řady úvěrů stavebnictví a činnosti v oblasti nemovitostí v rámci úvěrů reálnímu trhu byly z důvodu změny metodiky v roce 2009 upraveny. Úvěry reálnímu trhu zahrnují navíc úvěry domácnostem na bydlení.

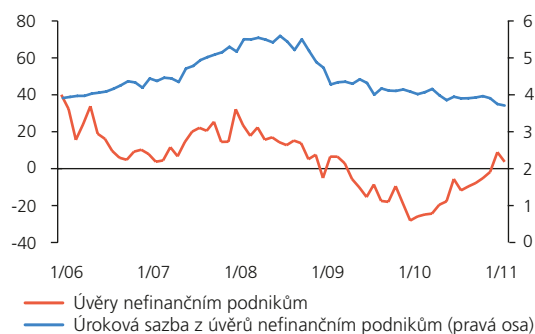


GRAF III.5.6

## ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

**Nové úvěry podnikům nepatrně rostly při přetrvávajícím snižování úrokových sazeb**

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

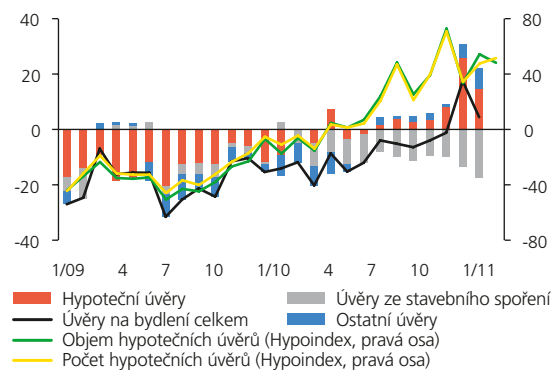


GRAF III.5.7

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

**Nové hypoteční úvěry na počátku roku 2011 oživily při poklesu úvěrů ze stavebního spoření**

(nové obchody, příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, úroková sazba v %)

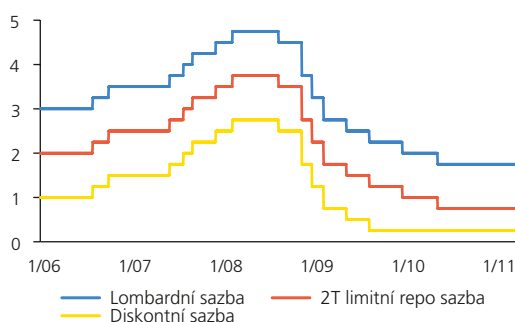


GRAF III.5.8

## ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

**ČNB v prvním čtvrtletí 2011 základní sazby nezměnila**

(v %)



průměrné výši. Oživení hypotečních úvěrů bylo ovlivňováno nízkou hladinou úrokových sazeb a zvýšenou dostupností hypoték. Působil i vliv nízké výchozí základny loňského roku. V roce 2011 lze zejména vlivem plánovaného zvýšení sazby DPH na stavební práce od roku 2012 (viz alternativní scénář prognózy v části II.4.1) a předpokládaného budoucího růstu úrokových sazeb očekávat přechodné zvýšení poptávky po úvěrech na bydlení, v opačném směru však bude působit nadále slabý trh práce. Zmírňování poklesu nových **spotřebitelských úvěrů** zaznamenané v posledních měsících se v únoru zastavilo a spotřebitelské úvěry přetrvávají v útlumu, což odráží větší obezřetnost domácností ve vztahu k tomuto typu úvěrů.

Podíl **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech se u podniků stabilizoval, zatímco u domácností se zejména vlivem spotřebitelských úvěrů dále mírně zvyšoval. U podnikových úvěrů tento poměr dosáhl 8,8 %, u domácností 5,3 %, z toho u spotřebitelských úvěrů 12,3 % a u úvěrů na bydlení 3,3 %. Uvedený vývoj odrážel další výrazné zmírňování meziročního tempa růstu úvěrů v selhání, a to ve všech segmentech úvěrového trhu.

## III.5.3 Úrokové sazby

**Měnověpolitické úrokové sazby**

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB v prvním čtvrtletí 2011 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byla konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž výchozí úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011. Rizika základního scénáře minulé prognózy byla na únorovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako významná, spojená se zahraničním vývojem, mířící oběma směry a v souhrnu vyrovnaná. Na březnovém zasedání bankovní rada označila rizika prognózy z pohledu celkové inflace za proinflační, u měnověpolitické inflace za zhruba vyrovnaná. V souladu s tímto hodnocením se bankovní rada na obou zasedáních 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).

Na svém měnověpolitickém zasedání 5. května 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů ponechat úrokové sazby beze změny. Rizika prognózy měnověpolitické inflace byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflačním rizikem je prohloubení dluhových problémů některých zemí eurozóny, na druhou stranu domácí ekonomika by nemusela inflaci tlumit v takové míře, jak předpokládá prognóza.

**Úrokové sazby na finančním trhu**

Úrokové sazby na peněžním trhu v prvním čtvrtletí 2011 nadále stagnovaly ve všech splatnostech. Vyšší volatilitu vykazovaly derivátové **sazby FRA**. Ty již delší dobu naznačovaly očekávání zpřísnění měnové politiky ČNB a po únorovém zasedání bankovní rady dále mírně vzrostly. Trh tak

reagoval na informace, že ČNB ponechala sazby na stávající úrovni jen těsnou většinou hlasů. V následujících dnech však sazby FRA korigovaly svůj růst v reakci na zveřejněné makroekonomické údaje (nižší hodnoty inflace a HDP, než bylo očekáváno). Aktuální tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je rostoucí a pohybuje se nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy (viz kapitola I a II). **Úrokové sazby s delší splatností** do značné míry kopírovaly vývoj sazeb v zahraničí, kde se v polovině února zastavil několik měsíců trvající postupný nárůst. Na evropských trzích vedle sebe působilo několik faktorů: na jedné straně pokračující růst ekonomiky a očekávané zvýšení sazeb ECB, na druhé straně pokračující dluhové problémy některých periferních zemí EU. Vliv mělo i geopolitické napětí v arabských zemích. To se bezprostředně odrazilo ve zvýšených cenách ropy, které mohou mít vedle proinflačních cenových vlivů i potenciální dopad do nižšího růstu globální ekonomiky. Kromě toho došlo ke zvýšené volatilitě na světových akciových trzích, nárůstu rizikové averze a částečnému přesunu investorů do bezpečných aktiv včetně českých státních dluhopisů.

Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za první čtvrtletí 2011 dosáhla 1,2 %, tj. skončila nepatrně pod hodnotou předpokládanou v minulé prognóze. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR–2T repo sazba v průměru za první čtvrtletí 2011 činilo 0,45 procentního bodu. V těsné blízkosti této hodnoty se uvedené rozpětí pohybuje již od května 2010.

Celkově se od počátku roku 2011 úrokové sazby PRIBOR nezměnily, zatímco úrokové sazby IRS se v jednotlivých splatnostech zvýšily o 0,1 až 0,3 procentního bodu.

**Výnosová křivka PRIBOR** se během prvního čtvrtletí 2011 nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v březnu 2011 činilo zhruba 1 procentní bod. Během dubna výnosová křivka na peněžním trhu nadále stagnovala. **Výnosová křivka IRS** naopak na počátku roku 2011 mírně zestmřela a posunula se po celé délce výše. Průměrné rozpětí 5R – 1R činilo v březnu 1,3 procentního bodu, rozpětí 10R – 1R dosáhlo 1,8 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely – při stagnaci sazeb na tuzemském peněžním trhu – vývoj na zahraničních trzích. Diferenciály vůči dolarovým sazbám zhruba stagnovaly po celou dobu, zatímco vůči eurovým sazbám pokračovaly v předcházejícím poklesu, a to až do záporných hodnot (Graf III.5.10). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2011 činil průměrně 0,1 procentního bodu, k 22. 4. pak dosahoval -0,1 procentního bodu.

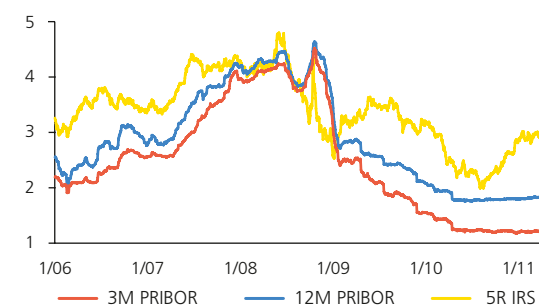
Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve sledovaném období uskutečnilo pět aukcí dluhopisů s pevným kuponem a tři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 52,8 mld. Kč. Ve většině uskutečněných aukcí byla vysoká poptávka, dluhopisy však byly upisovány s vyšším výnosem než v předcházejícím

GRAF III.5.9

## TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu se téměř nezměnily, sazby IRS vzrostly

(v %)

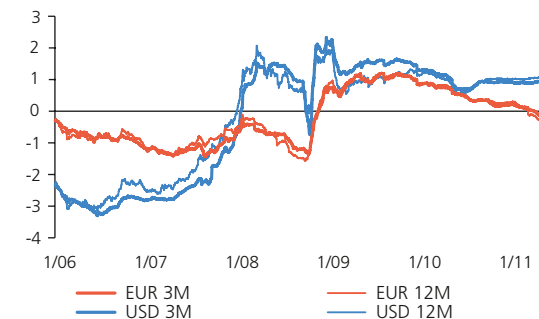


GRAF III.5.10

## ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru poklesly až do záporných hodnot

(v procentních bodech)

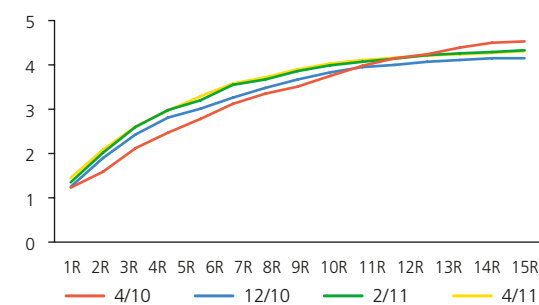


GRAF III.5.11

## VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se posunula na mírně vyšší hladinu

(v %)

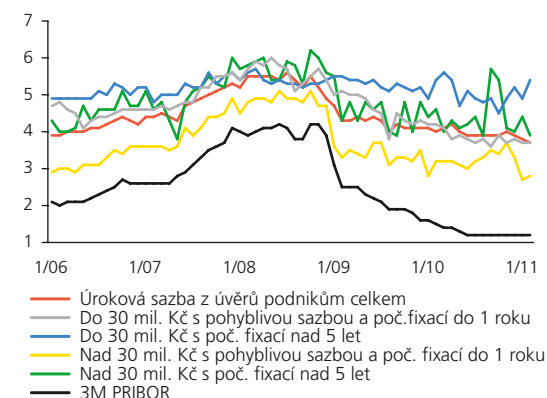


GRAF III.5.12

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům většinou dále klesaly

(nové obchody, v %)

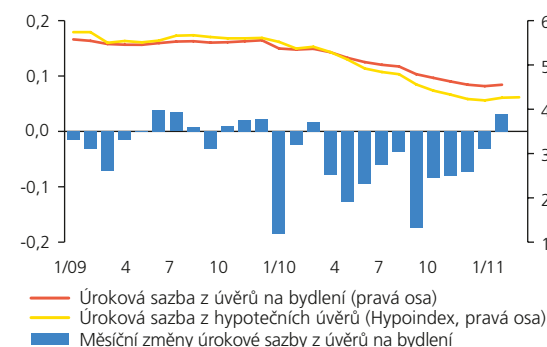


GRAF III.5.13

## ZMĚNY ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Úroková sazba z úvěrů na bydlení poprvé za poslední rok mírně vzrostla

(nové obchody, meziměsíční změny v procentních bodech, úroková sazba v %)

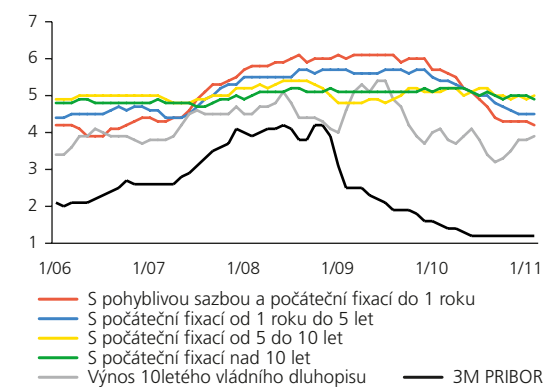


GRAF III.5.14

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Nepatrně se zvýšily zejména sazby s fixací od jednoho roku do pěti let

(nové obchody, v %)



období – v souladu s nárůstem sazeb delších splatností. Kromě toho ministerstvo financí prodalo ze svého portfolia eurodluhopisy v objemu 37,5 mil. EUR. Jednalo se o doprodej dluhopisů s pohyblivým kuponek navázaným na 6M Euribor, které byly vydány v září 2009; jejich splatnost je v roce 2015. Tímto prodejem byla emise uzavřena v konečném objemu 300 mil. EUR. Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na mírně vyšší hladinu, její pozitivní sklon se téměř nezměnil (Graf III.5.11).

## Klientské úrokové sazby

Úrokové sazby z nových úvěrů se v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí 2011 u podniků většinou mírně snižovaly, zatímco u domácností již začaly nepatrně růst. Klientské rizikové prémie zůstávají stále vyšší než v předkrizovém období v důsledku slabého a nerovnoměrného růstu ekonomiky i přetrvávajícího obezřetného přístupu bank.

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se od konce minulého roku snížila o 0,2 procentního bodu na 3,7 % (Graf III.5.12). Sazby se tak pohybují na nejnižší úrovni od roku 2004. Klesaly některé sazby s krátkodobou fixací do jednoho roku a z kontokorentních úvěrů, zatímco sazby s delšími fixacemi se většinou zvýšily. Ve vývoji sazeb podniků se odrážela zejména stagnace sazeb peněžního trhu a postupný pokles – nadále zvýšených – klientských rizikových premií. V eurozóně úroková sazba z podnikových úvěrů aktuálně roste u krátkodobých fixací, zatímco u dlouhodobých fixací se nemění, případně se mírně zvyšuje (sazby se zde pohybují v rozmezí 3–4 %).

U domácností se zastavil předchozí pokles úrokové sazby z úvěrů na bydlení, neboť ta se v únoru poprvé za poslední rok nepatrně zvýšila na 4,6 % (Graf III.5.13). Mírně rostly zejména sazby od jednoho roku do pěti let při stagnaci či jen nepatrném poklesu ostatních sazeb (Graf III.5.14). V jejich vývoji se odráželo zejména očekávání bank ohledně zvyšování úrokových sazeb, ale i pozvolné ustupování některých marketingových akcí z přelomu roku. Sazby rostly u velkých a středních bank. Podle Hypoindexu se úrokové sazby z hypoték v březnu 2011 dále nepatrně zvýšily – rostly především sazby s tříletými fixacemi při stagnaci ročních a pětiletých fixací a variabilních sazeb. Rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení s krátkou fixací a tržní sazbou 1R PRIBOR na počátku letošního roku nepatrně klesalo v důsledku doznívajícího snižování sazeb u úvěrů s touto fixací. Obdobný vývoj byl zaznamenán i u rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu, což bylo ovšem dáno nárůstem výnosu vládního dluhopisu (Graf III.5.15). Sazby z úvěrů na bydlení dosahovaly zhruba úrovně roku 2006. V eurozóně tyto sazby stagnovaly či rovněž mírně rostly (dosahují 3–4 %).

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se v hodnoceném období zvýšila na 14,5 % a z kontokorentních úvěrů přetrvávala na úrovni 18,4 %, což odráží vysoké riziko vnímané ze strany bank při poskytování tohoto typu úvěrů. Uvedené zvýšení sazeb ze spotřebitelských úvěrů bylo dáno růstem sazeb u všech fixací. Rozpětí mezi sazbou

ze spotřebitelských úvěrů a sazbou 3M PRIBOR po poklesu v závěru loňského roku v dosavadním průběhu prvního čtvrtletí rostlo. V eurozóně sazby ze spotřebitelských úvěrů dosahují 5–8 %.

Průměrná úroková sazba z **vkladů** nadále stagnovala ve výši 0,9 %. U domácností dosahovala 1,1 % a u nefinančních podniků 0,4 %. Reálné úrokové sazby z jednotlivých vkladových produktů klesaly v posledním období z pohledu ex ante i ex post do záporných hodnot; z dlouhodobějšího hlediska dosahují zhruba úrovně let 2004 až 2006.

**Marže** mezi úrokovými sazbami z nových úvěrů a vkladů ovlivňující ziskovost bank se od září 2010 pohybuje na úrovni 6,2 procentního bodu. U podnikových úvěrů a vkladů, resp. u úvěrů na bydlení a vkladů domácností marže stagnovala na úrovni 3,3 procentního bodu, resp. 3,5 procentního bodu, u spotřebitelských úvěrů vzrostla na 13,5 procentního bodu.

**Reálné klientské úrokové sazby**<sup>36</sup> v průběhu prvního čtvrtletí převážně stagnovaly. Reálné sazby z nových úvěrů v únoru dosáhly 4,6 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,7 % (Graf III.5.16).

### III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl v prvním čtvrtletí 2011 hodnoty 24,4 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční posílení o 5,8 % a mezičtvrtletní posílení o 1,7 %. Posílení koruny v prvním čtvrtletí bylo koncentrováno výhradně do ledna, na přelomu ledna a února koruna dosáhla úrovně 24,0 CZK/EUR, poté mírně korigovala na cca 24,4 až 24,5 CZK/EUR (Graf III.5.17). Česká koruna byla v prvním čtvrtletí 2011 třetí nejrychleji posilující směnitelnou měnou (po maďarském forintu a rumunském lei). Na počátku dubna se pohyboval kurz koruny vůči euru přibližně na úrovni průměrné hodnoty za první čtvrtletí, v průběhu druhé dubnové dekády posílil o další více než 1 % na hodnotu 24,1 CZK/EUR.

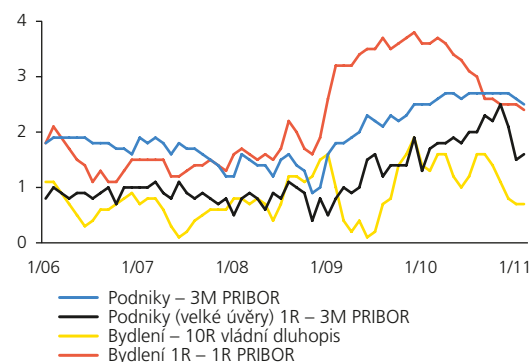
Vývoj koruny byl nadále ovlivňován především pozitivním sentimentem krátkodobých investorů. Krátkodobě měly na vývoj kurzu vliv též informace o výhledu měnové politiky v ČR i eurozóně. Samotné prohloubení záporného úrokového diferenciálu vůči euru u měnověpolitických sazeb (vlivem zvýšení sazeb ze strany ECB) však vliv na kurz nemělo, stejně jako dění na politické scéně v ČR. Na vývoji koruny se neprojevovaly ani revize dat zahraničního obchodu a následně platební bilance. Další posílení koruny ve druhé dubnové dekádě bylo spojeno především se snížením zájmu krátkodobých investorů o eura (posílily i další měny a zlato, ne však dolar) v souvislosti s očekáváním restrukturalizace dluhů Řecka.

<sup>36</sup> Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.15

#### ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB Z ÚVĚRŮ

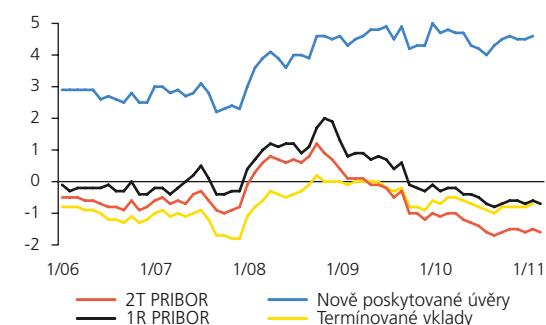
Rozpětí mezi klientními a tržními sazbami se snížila (v procentních bodech)



GRAF III.5.16

#### EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

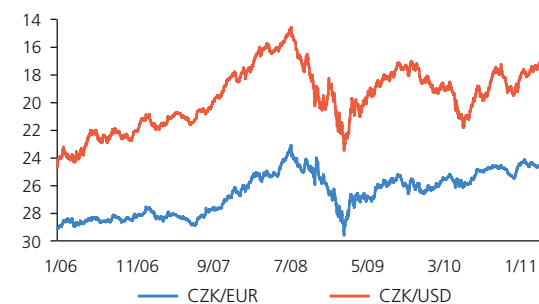
Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů v prvním čtvrtletí 2011 stagnovaly (v %)



GRAF III.5.17

#### MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

V prvním čtvrtletí a dubnu 2011 koruna vůči euru i dolaru meziročně poměrně výrazně posilovala

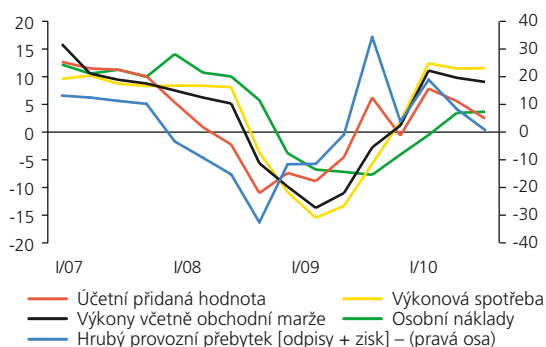


GRAF III.5.18

## ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Růst výkonů byl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 doprovázen rychlým růstem výkonové spotřeby

(meziroční změny v %)



TAB. III.5.2

## UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Zatímco materiálová náročnost výkonů ve čtvrtém čtvrtletí 2010 rostla, mzdová náročnost nadále klesala

(meziroční změny v %)

	4.Q 2009	4.Q 2010	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>	1 277,0	1 392,7	9,1
Osobní náklady (mld. Kč)	202,2	209,7	3,7
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	928,9	1 036,0	11,5
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	348,2	356,7	2,5
Tržby (mld. Kč)	1 680,2	1 816,4	8,1
	<b>v %</b>	<b>v %</b>	<b>Meziroční změny v p.b.</b>
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup>	58,1	58,8	0,7
Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>	72,7	74,4	1,6
Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>	15,8	15,1	-0,8
Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>	27,3	25,6	-1,6

a) propočten ČNB

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** v prvním čtvrtletí 2011 činil 17,8 CZK/USD, což představovalo posílení o 4,7 % meziročně a 2,3 % mezičtvrtletně. V průběhu prvního čtvrtletí dolar na světových trzích oslaboval, vývoj vůči koruně byl navíc umocňován jejím posilováním vůči euru. Během prvního čtvrtletí tak koruna posílila z hodnoty cca 18,7 CZK/USD na cca 17,3 CZK/USD ke konci března. Oslabování dolaru bylo ovlivněno především vývojem kurzu USD/EUR od rážejícím očekávání dřívějšího zpřísnění měnové politiky v eurozóně než v USA. Trend postupného poklesu dolaru vůči koruně pokračoval i v dubnu. Na konci druhé dubnové dekády se kurz pohyboval kolem 16,7 CZK/USD.

## III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Podle dostupných údajů a propočtů ČNB pokračoval ve čtvrtém čtvrtletí 2010 ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**<sup>37</sup> poměrně rychlý meziroční růst tržeb a výkonů. Vlivem vysoké materiálové náročnosti, ovlivněné zejména rychle rostoucími cenami dovážených vstupů, však došlo k dalšímu zpomalení tempa růstu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.18). Při pokračujícím meziročním růstu osobních nákladů se tak podle propočtu ČNB téměř zastavil meziroční růst hrubého provozního přebytku.

Vývoj **materiálové náročnosti** nefinančních podniků byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 ovlivňován pokračujícím rychlým růstem dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů na bázi kovů. Převážně rychle rostoucí ceny těchto vstupů vytvářely tlaky na růst nákladů výrobců, které přispěly k dalšímu meziročnímu zvýšení materiálové náročnosti výkonů nefinančních podniků (o 1,6 procentního bodu; Tab. III.5.2).

Za těchto okolností podniky snižovaly **mzdovou náročnost výkonů**. Navštědčoval tomu její meziroční pokles zaznamenaný i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 (o 0,8 procentního bodu), i když osobní náklady stejně jako v předchozím čtvrtletí meziročně vzrostly. Ve srovnání s rychlým růstem výkonů byl však růst osobních nákladů nadále mírný (o 3,7 %; Tab. III.5.2).

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci<sup>38</sup>) ukazují, že velké podniky dosáhly ve čtvrtém čtvrtletí 2010 opět mírně rychlejšího růstu tržeb, výkonů i účetní přidané hodnoty. Zaznamenaly však také výraznější růst osobních nákladů. Podle propočtu ČNB tak byl růst hrubého provozního přebytku ve velkých podnicích jen nepatrně vyšší než v širším segmentu podniků.

37 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2010 přes 9,2 tisíce nefinančních podniků.

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

### III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Tempo meziročního růstu **celkového financování podniků** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dosáhlo úrovně 0,7 %. Na tom se podílely zhruba z poloviny transakční i netransakční faktory. Vnější financování se stále ještě snižovalo, a to o 0,4 %.<sup>39</sup> Pokračovalo zmiřňování meziročního poklesu úvěrů, zatímco dynamika emise dluhových cenných papírů zpomalila. Ostatní závazky podniků nepatrně klesaly (Graf III.5.19). Nárůst využívání tržního financování zaznamenaný na počátku roku 2010 tudíž ve čtvrtém čtvrtletí dále zpomalil. Ve struktuře úvěrů se zmiřňoval pokles domácích bankovních úvěrů při růstu úvěrů od ostatních podniků a od nebankovních institucí, zatímco pokles úvěrů čerpaných podniky ze zahraničí se dále prohloubil (Graf III.5.20). Poměr dluhu podniků k vlastnímu jmění se nepatrně zvýšil na 106,9 % v důsledku vyššího růstu dluhu a zpomalení dynamiky vlastního jmění podniků.

Meziroční růst **finančních investic podniků** se ve čtvrtém čtvrtletí dále snížil na 1 %. Podnikům méně rostly volné zdroje ve formě oběživa a vkladů, ostatních aktiv obvykle spojených s platbami z obchodního styku a účastí. Příspěvek poskytnutých úvěrů a cenných papírů byl záporný. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice dosáhl 23,1 %.<sup>40</sup>

Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP ve čtvrtém čtvrtletí mírně vzrostl na 47,3 %<sup>41</sup>. Úrokové zatížení podniků ve vztahu k bankám se však v důsledku poklesu placených úrokových nákladů snížilo (Graf III.5.21).

**Finanční indikátory nefinančních podniků** ukazují, že pozvolné meziroční zlepšování solventnosti a pohotovosti likvidity podniků zaznamenané od konce roku 2009 od druhého pololetí 2010 sláblo (Tab. III.5.3). Ukazatel pohotovosti likvidity však zůstává vyšší než v předkrizovém období a solventnost podniků je zhruba srovnatelná. Rozdíl mezi vnitřními zdroji podniků (tj. hrubými úsporami) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) ve čtvrtém čtvrtletí překmitl do kladných hodnot zejména vlivem mezičtvrtletního poklesu investic podniků.

**Zadluženost domácností** nadále zhruba stagnovala. V poměru k HDP dosáhla 30,8 % a k hrubému disponibilnímu důchodu 56,2 % (Graf III.5.21). Čisté úrokové platby (tj. rozdíl placených a přijatých úrokových plateb z bankovních úvěrů a vkladů) v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu se nepatrně zvýšily na 2,2 %, přičemž

<sup>39</sup> Současně s údaji za čtvrté čtvrtletí 2010 byly publikovány revidované údaje finančních účtů za třetí čtvrtletí 2010. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

<sup>40</sup> Ve struktuře finančních investic v celém národním hospodářství dosahují investice nefinančních podniků 23 %, domácností 17 %, finančních institucí 32 %, vládních institucí 8 % a nerezidentů 20 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se oproti předchozímu čtvrtletí zvýšil podíl finančních investic nerezidentů a nepatrně i domácností a podniků, zatímco podíl vládních institucí poklesl.

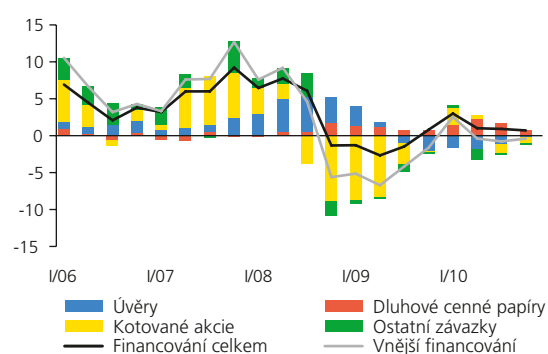
<sup>41</sup> Po zohlednění ostatních závazků (souvisejících zejména se závazky z obchodního styku) poměr dluhu podniků k HDP dosahuje 111 %.

GRAF III.5.19

#### FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Celkové financování podniků v roce 2010 stagnovalo**

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

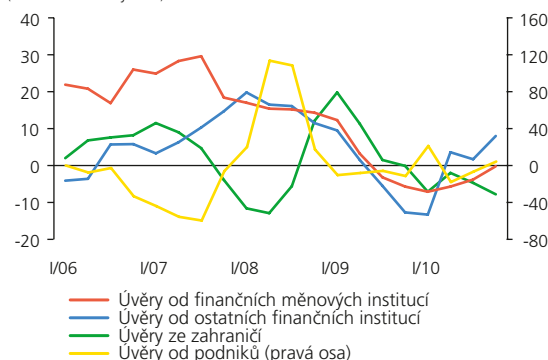


GRAF III.5.20

#### DOMÁCÍ A ZAHRAIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

**Změna trendu směrem k mírnému růstu je zaznamenána u úvěrů poskytnutých domácími subjekty, zatímco úvěry čerpané ze zahraničí prohloubily pokles**

(meziroční změny v %)

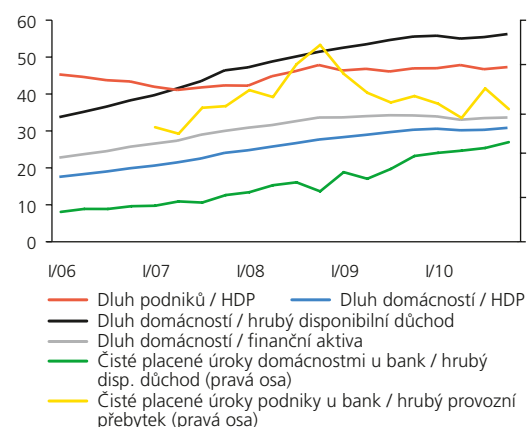


GRAF III.5.21

#### DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

**Čisté úrokové platby se u domácností zvýšily**

(v %)



TAB. III.5.3

## FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Solventnost podniků meziročně rostla mírněji než v předchozím období

	II/2010	III/2010	IV/2010	IV/2010
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v %			Stav v mlrd. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti)	3,5	1,3	0,9	3 796,2
Úvěry	-5,4	-3,5	-0,3	1 463,9
Dluhové cenné papíry	58,1	44,2	16,0	271,6
Kotované akcie	4,7	-8,3	-5,8	636,4
Ostatní závazky	-3,0	-0,3	-0,5	2 345,1
Financování celkem <sup>1)</sup>	1,0	0,9	0,7	7 876,8
Finanční aktiva	2,5	3,2	1,0	4 662,9
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v p.b.			Indikátory v %
Pohotová likvidita <sup>2)</sup>	32,2	24,2	17,0	170,2
Solventnost <sup>3)</sup>	4,1	2,8	0,6	114,3
Finanční páka <sup>4)</sup>	-1,2	2,2	0,1	122,8

a) propočít ČNB

1) Finanční závazky celkem

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

3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

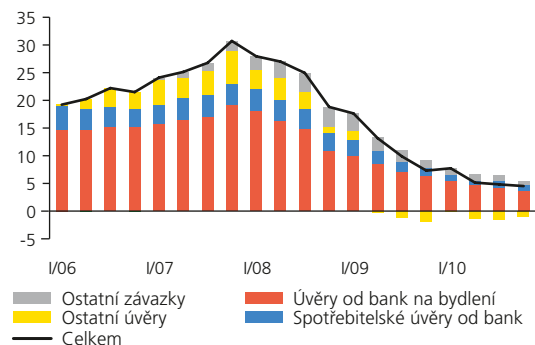
4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.22

## FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Tempo růstu zadluženosti domácností se v roce 2010 stabilizovalo

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

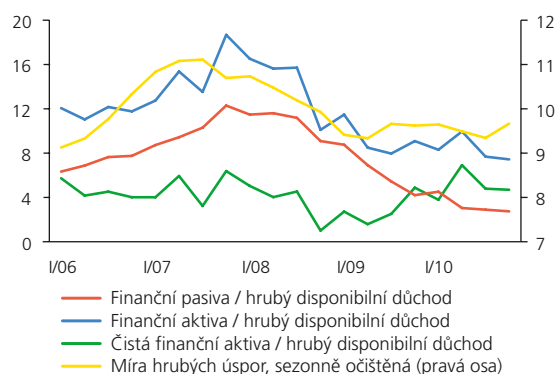


GRAF III.5.23

## ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ A MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Čistá finanční aktiva v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu koncem roku 2010 zhruba stagnovala

(meziroční změny z ročních toků, poměry v %)



úrokové náklady mírně vzrostly na 3,2 % a úrokové příjmy stagnovaly na úrovni necelého 1 %. Meziroční růst úrokových plateb se přitom ještě v závěru roku 2010 zmírňoval zejména vlivem snižování úrokových sazeb. Meziroční dynamika celkového financování domácností od bankovních i nebankovních institucí se pohybuje od druhého čtvrtletí 2010 okolo 5 % (Graf III.5.22).

Tempo růstu **finančních investic domácností** se rovněž jen mírně snížilo na 4,7 %. Po výrazném zpomalení zaznamenaném v roce 2009 je od roku 2010 patrná stabilizace vývoje finančních investic, zejména ve složce držby oběživa a vkladů domácností. V reakci na finanční krizi domácnosti zpomalily tvorbu finančních aktiv, což převážilo nad propadem růstu finančních pasiv, a čistá finanční aktiva domácností tak zhruba stagnovala či jen nepatrně rostla. Jejich poměr k hrubému disponibilnímu důchodu od roku 2009 ale rostl (Graf III.5.23). Poměr přírůstku čistých finančních aktiv dle finančních účtů i čistých půjček domácností dle národních účtů vůči hrubému disponibilnímu důchodu zhruba odpovídal poklesu míry úspor v době vrcholící krize, kdy domácnosti vyhlazovaly spotřebu, a následné stabilizaci míry hrubých úspor v průběhu roku 2010.

## III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Nabídkové **cen bytů** v prvním čtvrtletí 2011 dále klesaly; v Praze dle údajů ČSÚ mezičtvrtletní pokles dosáhl -1,5 %, ve zbytku ČR pak -2,1 %. Došlo rovněž k dílčímu prohloubení jejich meziročních poklesů (o 0,7, resp. 0,3 procentního bodu; Graf III.5.24). Statistiky **realizačních cen bytů**, které byly doposud publikovány pouze ČSÚ navíc s poměrně dlouhým časovým zpožděním, jsou nově rozšířeny o tzv. HB index<sup>42</sup> publikovaný Hypoteční bankou. Tento index naznačuje v prvním čtvrtletí 2011 mezičtvrtletní pokles cen bytů o 0,8 %, od poloviny roku 2010 (poslední dostupný údaj realizačních cen bytů ČSÚ) pak ceny bytů poklesly celkem o 1,4 %. HB index zároveň naznačuje zmírnění meziročního poklesu realizačních cen bytů, která byla zřejmě již z údajů ČSÚ.

Spolu s pokračujícím – byť zmírňujícím se – poklesem cen nemovitostí ukazoval na přetrvávající útlum poptávky na trhu bydlení také pokračující pokles **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí v prvním čtvrtletí 2011 meziročně poklesl o 8,1 %, v kumulovaném vyjádření (klouzávy součet za poslední rok) již od svého maxima z roku 2008 poklesl o 18,7 % (Graf III.5.25). Na druhou stranu však v prvním čtvrtletí 2011 meziročně narostl počet nově poskytnutých

42 HB index je založen na cenách odhadců, přičemž pokrývá pouze ty nemovitosti, na které poskytla hypotéku Hypoteční banka, jejíž podíl na trhu je zhruba třetinový. I když je tak reprezentativnost tohoto indexu omezená a i když zatím tento index pokrývá pouze velmi krátké časové období od roku 2010, jedná se o jediný zdroj informací o realizačních cenách nemovitostí mimo statistiky ČSÚ.

hypoték na koupi nemovitosti o výrazných 45,8 %, v kumulovaném vyjádření (klouzávy součet za rok) je pak oproti svému minimu z poloviny roku 2010 vyšší o 26,2 % (údaje Fincentrum Hypoindex). I když zároveň dochází k poklesu úvěrů ze stavebního spoření (podrobněji viz kapitola III.5.2), a i když je pomocí hypoték financována pouze část transakcí na nemovitostním trhu, může se zde jednat o první náznaky oživení na trhu po předchozích výrazných propadech.

Rozporuplné signály existují také ze strany nové nabídky na trhu rezidenčních nemovitostí. Po jejím výrazném poklesu v roce 2010 (meziroční pokles **počtu dokončených bytů** o 5,3 % a **zahájených bytů** o 24,6 %) se za období leden-únor 2011 meziročně zvýšil počet zahájených bytů o 10,5 %. Počet dokončených bytů však v tomto období dále prohluboval svůj pokles (meziročně o 34 %, bytové domy o 70 %), což souvisí s extrémně nízkými počty zahájených bytů v minulém roce.

V rámci ukazatelů udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se v návaznosti na pokles cen v prvním čtvrtletí 2011 opět snížil **podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income), a to o 1,8 % (od svého vrcholu z roku 2008 klesl již o 26,5 %). **Podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) naopak mírně vzrostl (o 0,9 %), což může souviset s deregulací nájemného,<sup>43</sup> vytvářející tlaky na mírný pokles tržních nájmu. To se může projevit v nárůstu indikátoru price-to-rent, který je však v porovnání se svým maximem ze třetího čtvrtletí 2008 stále nižší o 9,3 %.

I když existují náznaky oživení na trhu rezidenčních nemovitostí, a i když se ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí vyvíjejí relativně příznivě, nadále předpokládáme pro zbytek roku 2011 stagnaci cen bytů s jejich mírným růstem až ke konci roku 2011, respektive na začátku roku 2012. Důvodem je nadále utlučený trh práce (viz část III.4) a také demografický vývoj (odeznívání éry zakládání rodin a hledání bydlení u generace „husákových dětí“ a pokles přírůstků obyvatelstva stěhováním). Rizikovým faktorem směrem k nižším cenám může být krátkodobé zvýšení nabídky v návaznosti na nucené prodeje bytů, které jsou zástavou úvěrů domácnostem na bydlení či úvěrů developerské společnosti.

V rámci **sektoru komerčních nemovitostí** pokračuje postupné ožívání trhu především v segmentu logistických nemovitostí, související s oživením průmyslové výroby. Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 došlo v tomto segmentu trhu k nárůstu hrubé poptávky (tzv. „gross take-up“) meziročně o 72 % a k dalšímu poklesu míry neobsazenosti (mezičtvrtletně o 1,5 procentního bodu na 10,4 %; údaje King Sturge). Nová nabídka na konci roku sice oživila, vzhledem k jejímu téměř úplnému zastavení v první polovině roku ale za celý rok 2010 meziročně klesla o 64 %.

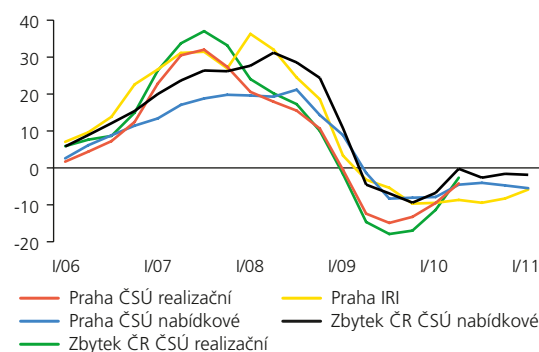
43 Od 1. 1. 2011 byla regulace nájemného zcela ukončena v zhruba 400 tis. bytů z celkového počtu cca 700 tis. bytů s regulovaným nájemným. S výjimkou Ostravy a Ústí n. Labem se ale tato ukončení regulace netýká krajských měst, větších měst ve Středočeském kraji a Prahy, ve kterých bude postupná deregulace pokračovat až do roku 2012.

GRAF III.5.24

## REALIZAČNÍ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

V prvním čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční pokles nabídkových cen bytů

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

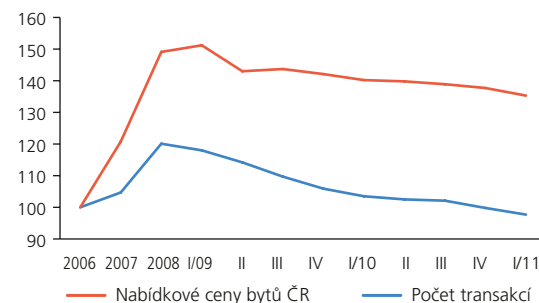


GRAF III.5.25

## POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Pokles cen byl doprovázen i nadále klesajícím počtem transakcí na trhu nemovitostí

(průměr 2006 = 100, počty transakcí – klouzávy součet za jeden rok, zdroj: ČSÚ, CÚZK)

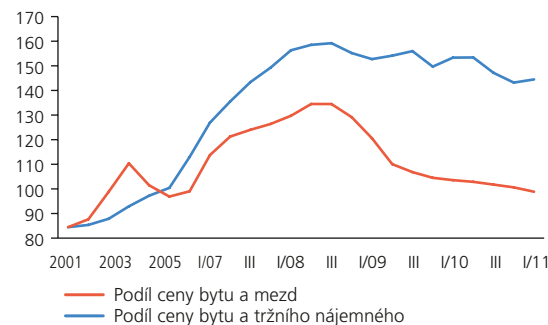


GRAF III.5.26

## UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Dále se snižoval podíl ceny bytu a mezd

(průměr 2000–2007 = 100)



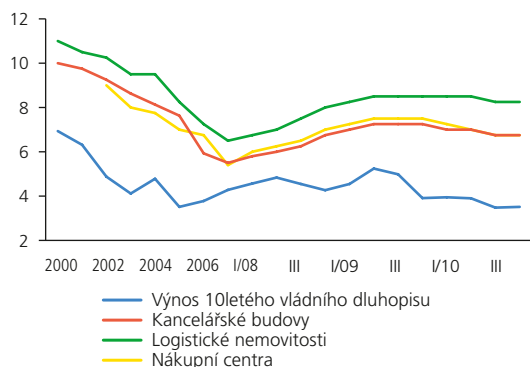


GRAF III.5.27

## VÝNOSY KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ

Výnosy v sektoru komerčních nemovitostí mírně klesají

(v %, zdroj: King Sturge, Prague Research Forum)



Situace v **sektoru kancelářských nemovitostí** byla významně horší, když ve čtvrtém čtvrtletí hrubá poptávka meziročně poklesla na polovinu (za celý rok 2010 pokles o 20 %), nadále klesá i nová nabídka (za celý rok 2010 pokles na třetinu hodnoty roku 2009) a meziročně roste také míra neobsazenosti (nárůst o 1,4 procentního bodu na 13,2 %; od konce prvního pololetí však míra neobsazenosti poklesla o 0,3 procentního bodu). Dílčí oživení na trhu je naznačováno poklesem výnosů komerčních nemovitostí ve všech segmentech trhu (při relativně stabilním nájemném pokles výnosů indikuje narůstající ceny; Graf III.5.27).

### III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v roce 2010 byl charakteristický přetrvávající vysoký schodek bilance výnosů, ovlivněný především hodnotou dividend vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl téměř z poloviny vyvážen přebytkem výkonové bilance, který se však v důsledku cenového vývoje meziročně snížil. Vysoký přebytek portfoliových investic byl ovlivněn především emisemi vládních dluhopisů na zahraničních trzích. Významný přebytek, zejména v důsledku zisku reinvestovaného v ČR, zaznamenaly rovněž přímé investice. Přebytek finančního účtu byl nicméně částečně korigován schodkem ostatních investic, poznamenaným hlavně čistým odlivem v sektoru podniků.

#### III.6.1 Běžný účet

V roce 2010 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 139,2 mld. Kč, což představovalo -3,8 % HDP.<sup>44</sup> V meziročním srovnání se jeho schodek zvýšil o více než 24 mld. Kč, a to především vlivem vývoje obchodní bilance (Graf III.6.1). V opačném směru naopak působil vývoj běžných převodů.

**Obchodní bilance** dosáhla v roce 2010 přebytku 54 mld. Kč, který se meziročně snížil o více než 27 mld. Kč. Pokles obchodního přebytku byl způsoben cenovým vývojem, spojeným zejména s výrazně zápornými směnnými relacemi u nerostných paliv. Meziroční růst přebytku v reálném vyjádření jej vyvážil jen zhruba z poloviny. Poměrně rychlý růst vnější poptávky se projevil ve vysokém růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo dosáhlo i přes posílení kurzu koruny vůči euru 18,5 %. V důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu a oživování domácí poptávky, mimo jiné spojeného s investičními dovozy fotovoltaických součástí, zejména ve druhé polovině roku, došlo zároveň k rychlému růstu dovozu. Z pohledu komoditní struktury k poklesu celkového přebytku obchodní bilance nejvýznamněji přispělo zvýšení schodku minerálních paliv. Proti poklesu obchodního přebytku naopak nejvýrazněji působil růst přebytku skupiny průmyslových spotřebních výrobků (Graf III.6.2). Počátkem roku 2011 se meziroční pokles přebytku obchodní bilance zastavil a za leden až únor se přebytek nepatrně zvýšil (o 1 mld. Kč).

**Bilance služeb** skončila v roce 2010 přebytkem 66,1 mld. Kč, který se meziročně téměř nezměnil (Graf III.6.3). Byl podobně jako v předchozím roce výsledkem přebytků dílčích bilancí cestovního ruchu a dopravy, zatímco ostatní služby skončily mírným schodkem. Pokles přebytku dopravy vlivem rychlého růstu výdajů byl přitom kompenzován

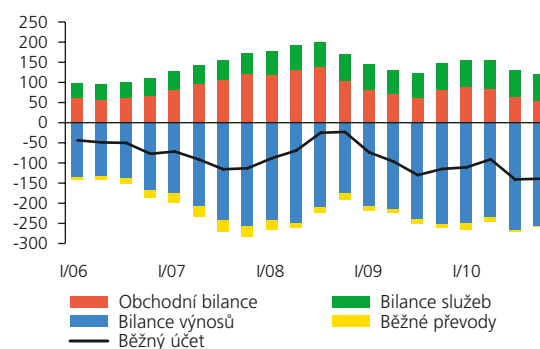
44 Revize dat obchodní bilance a bilance služeb za roky 2009 a 2010, spočívající v očistění statistiky přeshraničního pohybu zboží o marži náležející nerezidentům (tzv. branding), se v konečném důsledku projevila ve zvýšení schodku běžného účtu platební bilance. Přebytek bilance zboží a služeb (bilance výkonů) se proti předběžným údajům před očistěním v roce 2010 snížil o 45,6 mld. Kč. Poměr schodku běžného účtu k HDP se tak v důsledku provedeného očistění zvýšil přibližně o 1,2 procentního bodu na 3,8 %.

GRAF III.6.1

#### BĚŽNÝ ÚČET

**Schodek běžného účtu se v roce 2010 prohloubil vlivem klesajícího přebytku obchodní bilance**

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

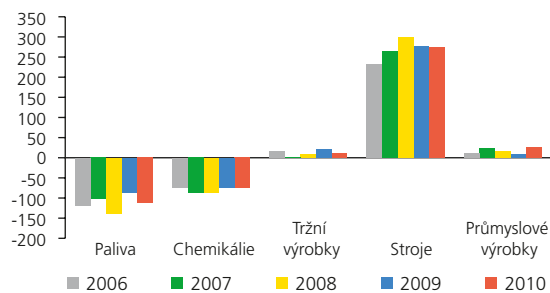


GRAF III.6.2

#### OBCHODNÍ BILANCE

**Meziroční změna obchodní bilance byla v roce 2010 nejvýrazněji ovlivněna růstem schodku skupiny minerálních paliv**

(roční kumulace v mld. Kč)

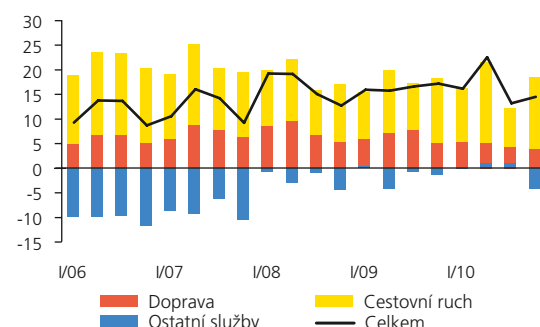


GRAF III.6.3

#### BILANCE SLUŽEB

**K přebytku bilance služeb v roce 2010 přispěly opět pouze bilance cestovního ruchu a dopravy**

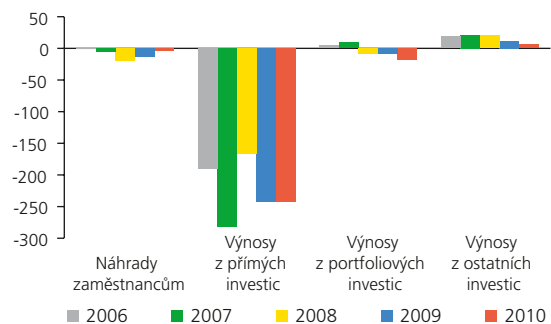
(v mld. Kč)



GRAF III.6.4

## BILANCE VÝNOSŮ

V rámci bilance výnosů došlo v roce 2010 zejména ke zmírnění schodku náhrad zaměstnancům a růstu schodku výnosů z portfoliových investic  
(roční kumulace v mld. Kč)



rychlejším růstem příjmů než výdajů v rámci cestovního ruchu a ostatních služeb.

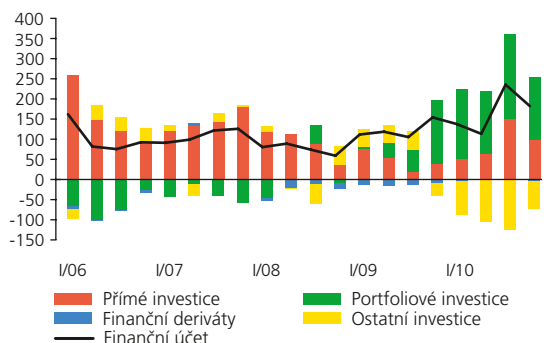
**Bilance výnosů** dosáhla schodku 257,7 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o 6 mld. Kč. Rozhodující složkou celkové bilance nadále představovaly výnosy z přímých investic, jejichž schodek přesáhl 242 mld. Kč (Graf III.6.4). Meziroční zvýšení celkového schodku bylo nicméně spojeno s růstem schodku výnosů z portfoliových investic, zejména vlivem rostoucího zadlužení v zahraničí, a poklesem přebytku ostatních investic, zahrnujících úroky a výnosy z rezerv ČNB, v důsledku nižších úrokových měr v zahraničí než v tuzemsku. Ve směru poklesu celkového schodku naopak působilo snížení schodku náhrad zaměstnancům vlivem nižších mzdových nákladů na zahraniční pracovníky v tuzemsku.

**Běžné převody** zaznamenaly mírný schodek 1,5 mld. Kč, který se v důsledku růstu příjmů vládního sektoru meziročně snížil o téměř 8 mld. Kč. Určující složkou bilance sice představoval schodek soukromých převodů ve výši 27,4 mld. Kč, z velké části byl však kompenzován přebytkem vládních převodů. V rámci vládních převodů vzrostl přebytek převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU vykazovaných na běžném účtu na 23 mld. Kč.

GRAF III.6.5

## FINANČNÍ ÚČET

Přebytek finančního účtu se v roce 2010 zvýšil vlivem růstu přebytku přímých investic  
(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



## III.6.2 Kapitálový účet

**Kapitálový účet** dosáhl v roce 2010 přebytku 34 mld. Kč, který se vlivem nižších příjmů od institucí EU (u nichž byla větší část zaznamenána na běžném účtu) meziročně snížil o téměř 8 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složkou přesto představovaly čisté příjmy vládního sektoru z fondů EU zaznamenávané na kapitálovém účtu ve výši 24,5 mld. Kč. Přebytek v obchodování s emisními povolenkami se naopak zvýšil na 9,7 mld. Kč.

## III.6.3 Finanční účet

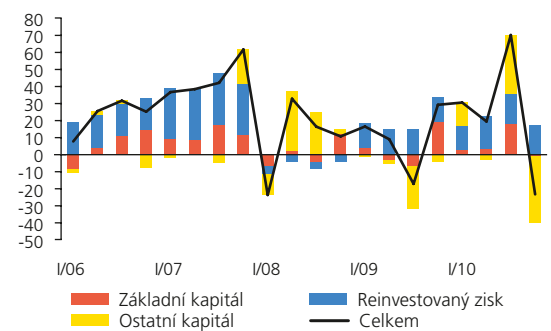
**Finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) v roce 2010 skončil vysokým čistým přílivem 182,1 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složkou představoval přebytek portfoliových investic, jenž byl však částečně korigován čistým odlivem ostatních investic. K meziročnímu růstu přebytku finančního účtu nicméně nejvýznamněji přispěl vývoj přímých investic.

Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 97 mld. Kč. V meziročním srovnání se vlivem růstu zahraničních investic v tuzemsku zvýšil o více než 59 mld. Kč, a to i přes čistý odliv kapitálu zaznamenaný ve čtvrtém čtvrtletí (Graf III.6.6). Příliv přímých zahraničních investic do ČR vzrostl – především v důsledku změny v tocích ostatního kapitálu – na 129,5 mld. Kč. Téměř dvě třetiny celkového přílivu představoval reinvestovaný zisk. 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 obchodu

GRAF III.6.6

## PŘÍMÉ INVESTICE

Schodek přímých investic ve čtvrtém čtvrtletí 2010 byl důsledkem čistého odlivu ostatního kapitálu  
(v mld. Kč)



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 a dále pak do výroby motorových vozidel.

**Portfoliové investice** skončily podobně jako v předchozím roce vysokým čistým přílivem 157,4 mld. Kč. Celkový přebytek se v meziročním srovnání nepatrně snížil, zejména vlivem zmírnění čistého přílivu ve čtvrtém čtvrtletí (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly nákupy tuzemských dluhových cenných papírů nerezidenty, které přesáhly 138 mld. Kč. Byly spojeny především s emisemi vládních dluhopisů na zahraničních trzích a dále s nákupy korunových vládních dluhopisů zahraničními investory na tuzemském trhu. Nákupy mírně převažovaly nad prodeji i v případě obchodování s tuzemskými akciemi. U aktivních operací doposud přetrvával celkově nezájem tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Odprodeje zahraničních dluhopisů výrazně převážily nad nákupy zahraničních akcií rezidenty.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** představovalo v souhrnu čistý odliv 4,1 mld. Kč. Meziročně se bilance snížila o necelých 8 mld. Kč, a to při přechodu z přebytku do schodku.

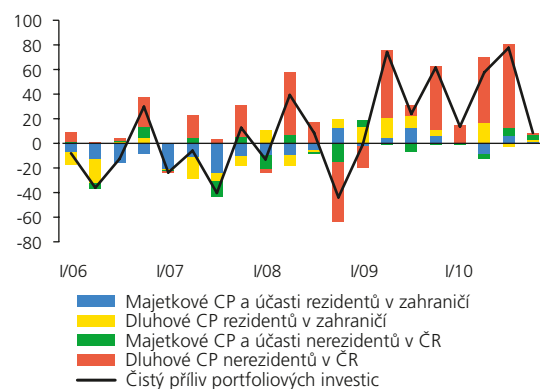
U **ostatních investic** byl v roce 2010 dosažen čistý odliv ve výši 68,2 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 34 mld. Kč. Celkovou bilanci i nárůst jejího schodku ovlivnil především čistý odliv zdrojů podnikového sektoru ve výši téměř 70 mld. Kč. Souvisel jak s poskytováním obchodních a finančních úvěrů nerezidentům, tak se splácením dříve přijatých zahraničních úvěrů rezidenty. Čistý odliv kapitálu byl dále v nižším rozsahu zaznamenán v sektoru finančních institucí v souvislosti s navýšením dlouhodobých vkladů a půjček vůči zahraničí. Ke zmírnění celkového schodku přispěl pouze čistý příliv zdrojů vládního sektoru, spojený zejména s čerpáním úvěrů na rozvoj infrastruktury od EIB.

**Devizové rezervy** ČNB dosáhly ke konci prvního čtvrtletí 2011 733,7 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní pokles o 63,1 mld. Kč. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření dosáhly ve stejném období 42,5 mld. USD a jejich výše se oproti konci minulého roku nezměnila (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 44,5 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci roku 2010.

GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

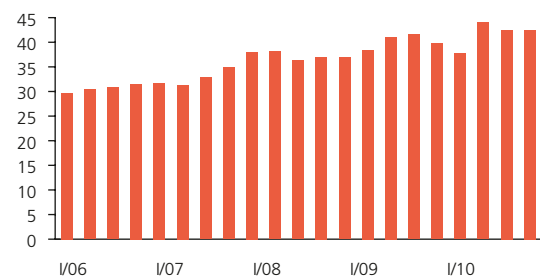
Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dosáhly portfoliové investice jen mírného čistého přílivu  
(v mld. Kč)



GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Výše devizových rezerv ČNB v USD se ke konci prvního čtvrtletí 2011 oproti konci roku 2010 nezměnila  
(v mld. USD)



### III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Hospodářský růst v eurozóně dosáhl v roce 2010 1,7% a i pro rok 2011 je očekáváno stejné tempo růstu. Dochází ovšem k prohlubování hospodářských rozdílů mezi jednotlivými zeměmi eurozóny. Spojené státy si udržují relativně vysokou úroveň hospodářského růstu, který by měl pokračovat i v roce 2011. Tento vývoj ovšem probíhá na pozadí výrazného zrychlení růstu jak spotřebitelských cen, tak cen výrobců od konce roku 2010. Růst cen je celosvětově tažen rostoucími cenami ropy a dalších komodit. ECB v reakci na silící rizika pro cenovou stabilitu zvýšila v dubnu svou základní úrokovou sazbu, narozdíl od amerického Fedu, který bude až do června pokračovat ve své politice kvantitativního uvolňování. Euro tak vůči dolaru v dosavadním průběhu roku 2011 posilovalo.

#### III.7.1 Eurozóna

**Růst HDP eurozóny** dosáhl v roce 2010 1,7%, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí činil 2,0% (Graf III.7.1). V mezičtvrtletním vyjádření došlo ve čtvrtém čtvrtletí k mírnému zpomalení růstu HDP z 0,4 na 0,3%. Meziroční růst spotřeby domácností ve čtvrtém čtvrtletí nepatrně zrychlil na 1,1%, nicméně měsíční údaje o maloobchodních tržbách za první dva měsíce letošního roku (meziroční nárůsty o 0,5% a 0,3%) naznačují zpomalení spotřeby domácností v prvním čtvrtletí 2011. Meziroční růst vládní spotřeby ve čtvrtém čtvrtletí 2010 také mírně zrychlil na 0,6%. K největšímu zrychlení však došlo v případě hrubé tvorby fixního kapitálu z 0,5% na 1,1%. Vývozy a dovozy rostly ve čtvrtém čtvrtletí meziročně o 11,6%, resp. 10,7%. Podíl deficitu běžného účtu platební bilance na HDP dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 0,3%, což představuje meziroční zhoršení o 0,8 procentního bodu. K tomuto výsledku přispělo meziroční snížení přebytku výkonové bilance.

Meziroční **růst průmyslové výroby** (bez stavebnictví) si již od března loňského roku udržuje relativně rychlé tempo dosahující v průměru 8%. V samotném únoru průmyslová výroba meziročně vzrostla o 7,4%. Zároveň v únoru jak meziročně, tak meziměsíčně mírně poklesla míra nezaměstnanosti o 0,1 procentního bodu na 9,9%.

Podle **dubnového Consensus Forecasts (CF)** je pro rok 2011 očekáván růst HDP v eurozóně o 1,7%, což představuje mírné zvýšení předpovědi oproti lednovému CF (1,5%) a koresponduje to s předpověďmi mezinárodních institucí. Navíc se prohlubují rozdíly mezi jednotlivými zeměmi eurozóny, kdy například Německo a Finsko by mělo letos růst o 2,7%, resp. 2,9%, zatímco v případě Řecka a Portugalska je očekáván pokles o 3,4% a 1,2%.

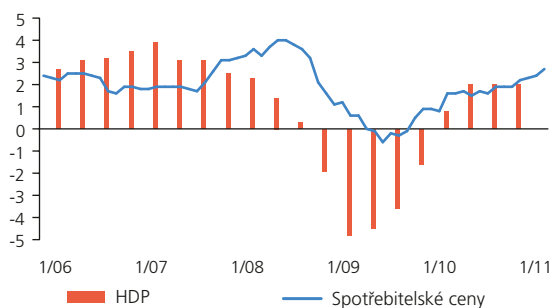
**Meziroční inflace v eurozóně (HICP)** od prosince 2010 poměrně výrazně roste a v březnu dosáhla již 2,7%. Příčinou je zejména růst ceny ropy a dalších komodit. Rozdíl mezi růstem celého spotřebitelského koše a růstem spotřebitelských cen bez energií a potravin dosáhl v únoru i březnu 1,4 procentního bodu. Zároveň od listopadu 2010 postupně

GRAF III.7.1

#### HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

HDP eurozóny již třetí čtvrtletí v řadě roste meziročně 2% tempem, rostoucí inflace dosáhla v březnu 2,7%

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



zrychloval meziroční růst cen průmyslových výrobců, který v únoru dosáhl 6,6 % ve srovnání s 2,9% růstem za celý rok 2010. Dubnový CF předpokládá v roce 2011 nárůst spotřebitelských cen o 2,4 % (ECB očekává nárůst o 2,3 %) a cen průmyslových výrobců o 4,7 %.

Rada guvernérů **ECB** v souladu s předchozí komunikací rozhodla 7. dubna o zvýšení základní úrokové sazby pro hlavní refinanční operace o 0,25 procentních bodů na současných 1,25 %. Jde o první zvýšení úrokových sazeb od srpna 2008. ECB zdůvodnila tento krok zvýšenými riziky pro cenovou stabilitu, zatímco vývoj měnových agregátů vnímá jako umírněný. Meziroční tempo růstu měnového agregátu M3 v únoru zrychlilo oproti předchozímu měsíci o 0,5 procentního bodu na 2 %. Likvidita na peněžním trhu je hodnocena jako dostatečná.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se meziroční **růst německé ekonomiky** proti předchozímu čtvrtletí mírně zvýšil na 4 % v důsledku rychlého růstu všech složek domácí poptávky, zejména fixních investic (Graf III.7.2). Saldo čistého vývozu se naopak zhoršilo. Pro první čtvrtletí 2011 lze očekávat pokračování tohoto silného hospodářského růstu. Tempo zvyšování průmyslové výroby a maloobchodního obrátu zůstalo v lednu a únoru zhruba na úrovni čtvrtého čtvrtletí minulého roku, dynamika stavební výroby a nových průmyslových zakázek je zatím vyšší. Míra nezaměstnanosti se v únoru oproti lednu dále snížila o 0,2 procentního bodu na 6,3 %. V březnu je pravděpodobný její další pokles.

Pro celý letošní rok očekává většina významných institucí pokračování silného růstu německého HDP, ale na poněkud nižší úrovni než v minulém roce, kdy dosáhl 3,6 %. Většina predikcí se pohybuje okolo hodnoty 2,6 %. **Dubnový CF zvýšil svůj odhad** ve srovnání s lednovým CF o 0,2 procentního bodu na 2,7 %. Dubnový CF očekává vyšší růst investic, průmyslové výroby i cenové hladiny a nižší nezaměstnanost a deficit hospodaření veřejných rozpočtů. Pomaleji by měla růst spotřeba domácností. Rovněž německá vláda a centrální banka zvýšila svůj odhad růstu HDP v letošním roce. Hlavním důvodem zlepšených odhadů je optimističtější výhled pro světovou ekonomiku a obchod, což bude mít pozitivní dopad na německý vývoz. Inflace (HICP) se březnu dále zvýšila na 2,3 % hlavně kvůli silnému růstu ceny energií, která v březnu vzrostla o 10,5 %.

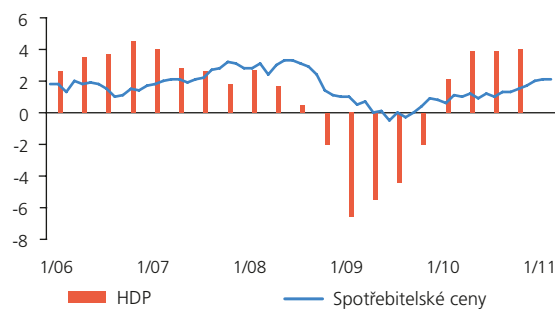
Za celý rok 2010 dosáhl **růst slovenského HDP** 4 %, přičemž ve čtvrtém čtvrtletí mírně zpomalil na 3,4 % (Graf III.7.3). V mezičtvrtletním vyjádření si slovenská ekonomika i v posledním čtvrtletí loňského roku udržela relativně vysoké tempo růstu ve výši 0,9 %. Meziročně vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí nejvíce čistý vývoz (o 10 %). V menší míře (o 0,5 %) vzrostla také spotřeba domácností. Naopak vládní výdaje i hrubá tvorba fixního kapitálu meziročně poklesly o 3,3 %, resp. 1,6 %. Dynamika průmyslové výroby po předchozích vysokých růstech (průměr za rok 2010 dosáhl 19,1 %) poněkud zvolnila na únorových 10,8 %. Míra nezaměstnanosti v březnu meziročně vzrostla na 13,1 %.

GRAF III.7.2

## HDP A INFLACE V NĚMECKU

Meziroční tempo růstu německého HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně zvýšilo na 4 %, inflace v prvním čtvrtletí 2011 dále vzrostla

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

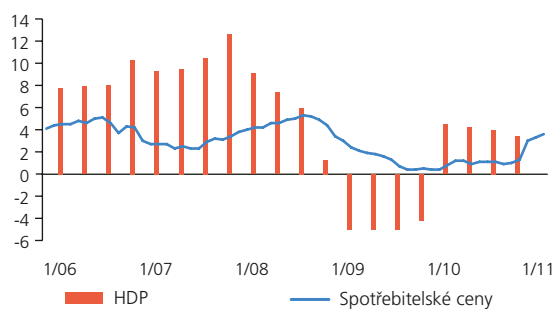


GRAF III.7.3

## HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Inflace v prvním čtvrtletí 2011 prudce akcelerovala, HDP vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 o 3,4 %

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

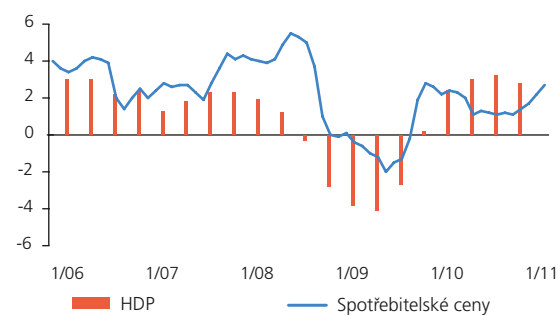


GRAF III.7.4

## HDP A INFLACE V USA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se meziroční tempo růstu amerického HDP snížilo na 2,8 %, inflace v prvním čtvrtletí 2011 výrazně zrychlila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



**Růst spotřebitelských cen** akceleroval v lednu oproti předchozímu měsíci o 0,7 procentního bodu na 3 % částečně vlivem zvýšení nepřímých daní. Růst cen dále zrychloval vlivem vyšších cen energií a dalších komodit až na březnových 3,6 %. Po poklesu cen výrobců v roce 2010 o 2,7 % urychlil růst také v tomto cenovém segmentu na únorových 3,4 %.

**Dubnový CF** předpokládá růst slovenské ekonomiky v roce 2011 o 3,4 % a jeho další zrychlení v roce 2012. Spotřebitelské ceny by v letošním roce měly vzrůst o 3,4 %.

## III.7.2 Spojené státy

Meziroční **růst HDP ve Spojených státech** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně oslabil na 2,8 % z 3,2 % ve třetím čtvrtletí, ale stále zůstává na relativně vysoké úrovni, která umožňuje růst zaměstnanosti (Graf III.7.4). Za celý rok 2010 dosáhl hospodářský růst ve Spojených státech 2,9 %. Mezičtvrtletní růst ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zrychlil proti předchozímu období o 0,2 procentního bodu na 0,8 % díky vysokému růstu spotřeby domácností a fixních investic a zvýšení čistého vývozu. Rovněž výhled pro první čtvrtletí 2011 je příznivý. Za leden a únor se sice proti předchozímu čtvrtletí prohloubil schodek bilance zboží a služeb, ale růst průmyslové výroby zůstává na vysoké úrovni čtvrtého čtvrtletí 2010, zaměstnanost se zřetelně zvyšuje (za první čtvrtletí o 480 tisíc) a míra nezaměstnanosti snižuje (v březnu meziročně o 1 procentní bod na 8,8 %). Příznivý výhled podporují i některé předstihové ukazatele. V březnu index PMI ve zpracovatelském průmyslu poněkud oslabil z 61,4 bodu v únoru na 61,2 bodu, ale únorová hodnota byla nejvyšší od roku 2004, a tak index zůstává na silné úrovni. Na vysoké hladině zůstává přes určitý pokles také PMI ve službách.

**Meziroční inflace se v prvním čtvrtletí 2011** razantně zvýšila, v březnu na 2,7 % (její průměr za předchozí čtvrtletí činil pouze 1,2 %). Důvodem jsou zejména ceny energií, které se v březnu meziročně zvýšily o 15,5 %. Jádrová inflace naproti tomu zůstává nízká (1,2 % v březnu) díky nízkému růstu imputovaného nájemného (kvůli dalšímu oslabení na trhu rezidenčních nemovitostí), vysoké nezaměstnanosti a nízkému růstu mezd (v březnu meziročně o 1,7 %) i využití kapacit. To je také důvod, proč Fed udržuje značně uvolněnou měnovou politiku se základní sazbou 0-0,25 % a druhým kolem kvantitativního uvolňování. Podpora takto nastavené měnové politiky však uvnitř Fedu evidentně klesá, o čemž svědčí prohlášení prezidentů některých regionálních bank Fedu. Podle převažujících názorů analytiků Fed dokončí současné kolo kvantitativního uvolňování (červen 2011), jeho prodloužení je však nepravděpodobné. Načasování prvního zvýšení základní sazby bude záviset na tom, zda současná zvýšená inflace bude přetrvávat, nebo zda se ukáže jen jako přechodný jev.

**Deficit amerického federálního rozpočtu** dosáhl za prvních 6 měsíců současného fiskálního roku 2010/11 začínajícího v říjnu minulého roku 830 mld. USD. Proti stejnému období předchozího fiskálního roku se zvýšil o 16 %. Odhaduje se, že za celý fiskální rok dosáhne 1,5 bil. USD. Zadlužení USA (celkový nesplacený veřejný dluh) vystoupilo v březnu 2011 na 97 % HDP za rok 2010 a mezi demokraty a republikány v Kongresu probíhá intenzivní spor o jeho další vývoj. Prezident Obama představil v polovině dubna svůj plán na jeho snížení v průběhu příštích 12 let o 4 bil. USD. Redukce zadlužení by se měla uskutečnit pomocí nižších výdajů na zdravotnictví, obranu a bezpečnost a zvýšení daní zejména pro bohaté. Republikáni by zadlužení chtěli snížit o 6 bil. USD během 10 let prostřednictvím tvrdých škrťů ve výdajích na zdravotnictví a sociální dávky a současně by chtěli snižovat daně. Uvedené návrhy jsou pouze prvními kroky ve střetu o podobu středně a dlouhodobých úsporných opatření, která americké veřejné rozpočty nutně potřebují.

Kvůli zásadním názorovým rozdílům obou politických stran na další vývoj ve fiskální oblasti a předpokládané neschopnosti dospět k potřebnému kompromisu snížila agentura S&P svůj výhled **hodnocení amerických dlouhodobých závazků**. Spojeným státům tak reálně hrozí, že ztratí svůj rating AAA se všemi negativními důsledky, které by to pravděpodobně přineslo – vyšší náklady na obsluhu dluhu, poškození prestiže, oslabení kurzu USD i jeho role světové rezervní měny.

### III.7.3 Kurz USD/EUR

**V prvním čtvrtletí 2011** kurz eura vůči dolaru posiloval (Graf III.7.5). Ke konci března euro posílilo oproti lednovým hodnotám o téměř 9 %. Důvodem byla změna výhledu měnové politiky ECB ve směru jejího dřívějšího zpříšňování při nadále uvolněné politice Fedu.<sup>45</sup>

**V první polovině dubna 2011** euro posílilo z 1,41 na 1,45 USD/EUR. Hlavním tématem jak v eurozóně, tak ve Spojených státech bylo během dubna veřejné zadlužení. Hrozící restrukturalizace dluhu Řecka může zhoršit podmínky pro financování veřejného dluhu v Portugalsku a Irsku, což by vedlo k tlaku na oslabení eura. Naproti tomu však agentura S&P snížila výhled ratingu dlouhodobých závazků USA ze stabilního na negativní, což je faktor působící naopak v neprospěch amerického dolaru.

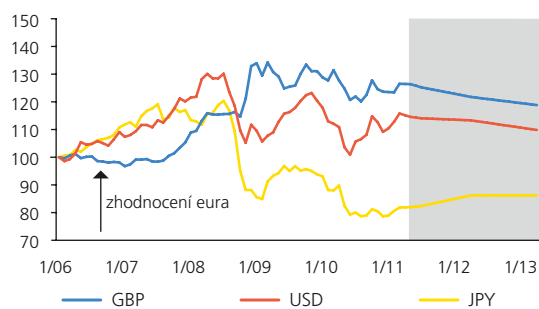
**Dubnový Consensus Forecasts** nicméně očekává postupné posílení dolaru vůči euru až na 1,3 USD/EUR v horizontu dvou let. Podobně by mělo euro oslabit vůči britské libře, zatímco posílení se očekává vůči japonskému jenu.

<sup>45</sup> Vůči britské libře byl vývoj kurzu eura obdobný, ale posílení za stejné období bylo menší (6 %). Výrazně euro posílilo též vůči japonskému jenu (o 8 %). Na jeho vývoji se krátkodobě podepsalo zemětřesení v Japonsku, na což reagovaly významné centrální banky 18. března 2011 společnou intervencí.

GRAF III.7.5

#### KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

**Euro vůči hlavním měnám v prvním čtvrtletí 2011 posílilo**  
(leden 2006 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)



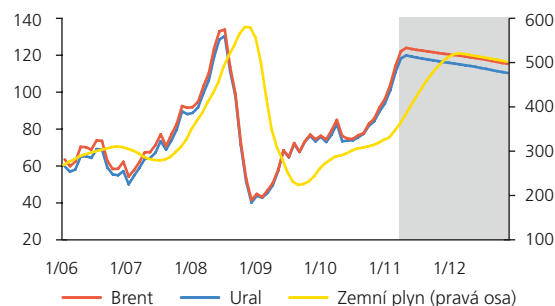


GRAF III.7.6

## DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Dle tržních výhledů se očekává postupný pokles cen ropy na celém horizontu prognózy

(ropa v USD/barel, plyn v USD/1000 m<sup>3</sup> – pravá osa, zdroj: MMF, Bloomberg)

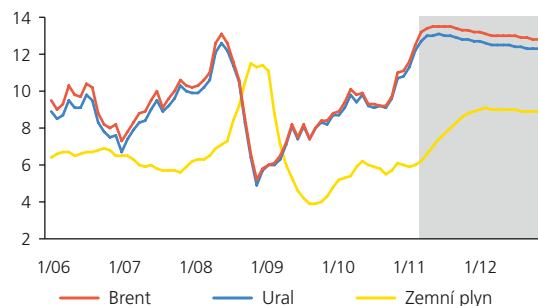


GRAF III.7.7

## KORUNOVÉ CENY ROPY A PLYNU

Posilující koruna tlumí vysoké ceny ropy jen částečně

(ropa v CZK/litr, plyn v CZK/m<sup>3</sup>, zdroj: MMF, Bloomberg)

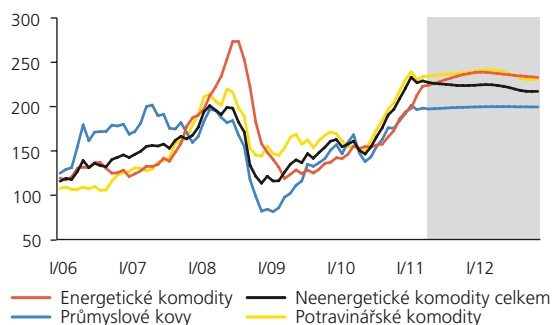


GRAF III.7.8

## CENY KOMODIT

Ceny komodit rostly rychle i v prvním čtvrtletí 2011

(rok 2005 = 100, zdroj: Bloomberg)



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

## III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Růst cen ropy začal zrychlovat od poloviny února. Na začátku dubna **cena ropy Brent** dosáhla téměř 127 USD/b. Naposledy byla stejná cenová hladina pozorovaná v létě 2008 (Graf III.7.6). Cena ropy se tak dostala na hranici, kde se začaly šířit obavy z jejího negativního dopadu na poptávku. Přispěla k tomu i řada varujících zpráv (např. Mezinárodní agentury pro energii – IEA, představitel Saudské Arábie nebo analytiků Goldman Sachs). Po přechodném poklesu ceny ropy se však 19. dubna ropa Brent znovu vrátila nad hranici 120 USD/b.

Vysoká cena ropy byla podpořena vývojem jak nabídky, tak i poptávky po ropě. Na straně nabídky sehrál důležitou roli vojensko-politický konflikt v Libyi, který vedl k poklesu těžby v této zemi o 80 % (vývoz ropy je odtud současně pozastaven). Tento výpadek byl částečně kompenzován jinými členy kartelu OPEC. Na druhé straně byla vyšší poptávka po ropě podporována růstem ekonomické aktivity rozvíjejících se zemí, zejména Číny.<sup>46</sup> Výhled spotřeby ropy v Japonsku zůstává nejasný. Po propadu spotřeby způsobeném ničivým zemětřesením se očekává, že obnovení infrastruktury, rozsáhlá rekonstrukce a nutnost nahrazení jaderné energie jinými zdroji budou vyvolávat vyšší poptávku po ropě. Aktuální cena ropy zahrnuje též značnou rizikovou prémii z důvodu obav z šíření nepokojů na další producenty ropy v severní a západní Africe a na Blízkém východě.

Nabídka ropy v březnu poklesla na 88,3 mb/d. **Dle aktuální zprávy (IEA)** činí očekávaná poptávka pro letošní rok 89,4 mb/d (růst o 1,4 mb/d) a je vyšší ve srovnání s novou prognózou OPECu. Dubnová prognóza MMF odhaduje růst poptávky po ropě na 3,4 %, což je nejvíc od roku 2004. Dle názoru MMF aktuální poměr mezi zpomalením růstu nabídky ropy a rostoucí poptávkou může tvořit na trhu nerovnováhu nebezpečně pro budoucí ekonomický vývoj.

**Tržní výhledy na základě futures kontraktů** na ropu Brent se oproti minulé prognóze posunuly o cca 6 % výše. Do konce roku 2012 bude cena postupně klesat z 124 na 115 USD/b. Obdobné závěry plynou z průzkumu dubnového Consensus Forecasts pro cenu ropy WTI. V korunovém vyjádření by cena ropy mohla díky posilující koruně klesat poněkud výrazněji (Graf III.7.7).

**Index cen neenergetických komodit** dosáhl svého dlouhodobého maxima zhruba v polovině února 2011 (Graf III.7.8). V té době znamenaly rekordní hodnoty ceny kukuřice, cukru, kávy, kaka, vepřového i hovězího masa, bavlny, kaučuku, mědi, cínu nebo železné rudy. Poté ceny většiny významných komodit do poloviny března klesaly, nicméně od té doby opět rostou. Oproti minulé předpovědi tak byl index cen neenergetických surovin v první polovině dubna výše cca o 6 % a rozdíl ve výhledu pro konec roku 2012 dosahuje téměř 9 %.

<sup>46</sup> Růst poptávky Číny po ropě zároveň ovlivnily změny v energetické politice Číny ve prospěch většího použití ropných derivátů namísto elektrické energie v některých sektorech ekonomiky.

K největšímu přehodnocení přitom došlo u složky potravinářských komodit, kde rozdíly činí 3,5 % na začátku a 12 % na konci prognózy. Zde se největší tlak projevuje u pšenice, jejíž cena by měla i ve zbytku letošního roku růst. Pokles z vysokých hodnot se sice předpokládá u kukuřice (jejíž zásoby v USA se pohybují poblíž patnáctiletého minima) a sóji, skutečný vývoj však bude do značné míry záviset na cenách ropy. Velká část produkce těchto plodin se totiž zpracovává na alternativní pohonné hmoty.

Ještě větší rozdíl od minulé předpovědi zaznamenal v dubnu **index cen energetických surovin**, který byl o téměř 15 % výše. S očekávaným růstem cen plynu a mírným zvýšením cen uhlí lze až do poloviny roku 2012 očekávat další růst souhrnného indexu, a to navzdory předpokládanému poklesu cen ropy.

## BOX 2

### SOUVISLOST MEZI VÝVOJEM CENY ROPY BRENT A MĚNOVÉHO KURZU AMERICKÉHO DOLARU

Zesílení protichůdného vztahu mezi cenou ropy Brent, která je obchodována v amerických dolarech, a měnovým kurzem amerického dolaru je zřetelně patrné zejména od roku 2002, kdy byla postupně rostoucí cena ropy doprovázena oslabováním amerického dolaru. Tento vývoj vyvrcholil během roku 2008, kdy efektivní kurz dolaru v březnu oslabil na své historické minimum (kurz USD/EUR se přiblížil hodnotě 1,6) a průměrná měsíční cena ropy Brent následně v červenci dosáhla svého historického maxima 134 USD/b. Podobný vývoj pozorujeme také v posledních měsících, kdy růst ceny ropy opět akceleruje při současně oslabujícím americkém dolaru (Graf 1).

V tomto boxu je zkoumána vzájemná závislost mezi měsíčními výnosy obou proměnných. Z Grafu 2 je patrné, že negativní závislost mezi americkým dolarem a cenou ropy Brent v posledních několika letech vzrostla. Od roku 2007 dosahoval korelační koeficient mezi výnosy obou proměnných průměrně hodnoty -0,6.

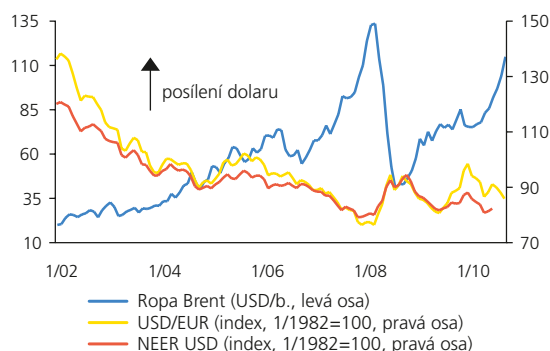
Podobný protisměrný vztah s kurzem dolaru byl pozorován i v případě dalších komodit, jako jsou průmyslové kovy nebo zemědělské komodity. Jedním z vysvětlení tohoto inverzního vztahu je rostoucí role investorů na komoditních trzích spojená s poklesem výnosů finančních aktiv (nízkými úrokovými sazbami) ve vyspělých zemích. V průměru od roku 2002 totiž dosahovaly tříměsíční sazby na peněžním trhu amerického dolaru pouze 2 % ve srovnání s průměrnými 6 % mezi léty 1982 až 2001. V reálném vyjádření činily úrokové sazby v období 1982 až 2001 v průměru 2,6 % a od roku 2002 poklesly

GRAF 1 (Box)

#### CENA ROPY BRENT A KURZ USD

Od roku 2002 je zřetelně patrný inverzní vztah mezi cenou ropy Brent a měnovým kurzem amerického dolaru

(zdroj: Datastream a MMF – International Financial Statistics)

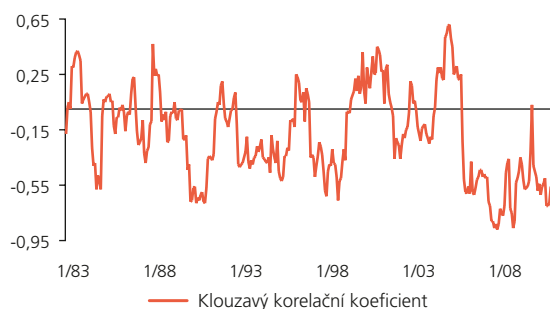


GRAF 2 (Box)

#### KORELACE MEZI ROPOU BRENT A KURZEM USD

Korelační koeficient dosahoval od roku 2007 průměrně hodnoty -0,6

(zdroj: Datastream a MMF – International Financial Statistics, propočít ČNB)



Pozn.: Roční klouzávací korelační koeficient mezi měsíčními výnosy nominálního kurzu USD a cenou ropy Brent.

až na průměrných -0,4 %. Fed navíc na začátku roku 2009 přistoupil k tzv. kvantitativnímu uvolňování měnové politiky (QE1), které od listopadu 2010 do června 2011 bylo vystřídáno druhou vlnou kvantitativního uvolňování (QE2). V rámci QE1 Fed dodal do finančního systému dodatečnou likviditu ve výši 1,7 bil. USD a v rámci QE2 je plánovaná částka 600 mld. USD. Ropa a ostatní komodity tak za této situace vystupují jako alternativní investiční aktivum, které slouží k diverzifikaci rizika inflace, rizika oslabení kurzu amerického dolaru nebo poklesu akciových trhů. Na komoditních trzích tak v posledních letech pravděpodobně působila nad rámec tradičních fundamentálních faktorů dodatečná spekulativní poptávka, která tlačila ceny komodit nahoru.

Na základě jednoduché regresní rovnice se zahrnutím dalších relevantních faktorů vývoje ceny ropy Brent, jakými jsou například růst průmyslové produkce v zemích OECD, reálné úrokové sazby, zásoby ropy a míra využití rafinerií ve Spojených státech, odhadujeme, že od roku 2005 bylo oslabení efektivního kurzu dolaru o 1 % v průměru doprovázeno růstem ceny ropy Brent o 2,1 %.

Uvedený negativní vztah mezi cenou ropy Brent a měnovým kurzem amerického dolaru tak tlumil výrazné výkyvy dolarové ceny ropy Brent v „nedolarových“ ekonomikách, včetně České republiky. Protože se česká koruna většinou pohybuje vůči americkému dolaru podobně jako euro, byly dopady výkyvů dolarových cen ropy na českou ekonomiku tlumeny obdobně, jako tomu bylo v případě zemí eurozóny. Tlumící efekt na Českou republiku byl navíc zesílen dlouhodobou nominální apreciací koruny vůči euru (od roku 2002 činilo průměrné meziroční posílení koruny vůči euru 3,1 %).

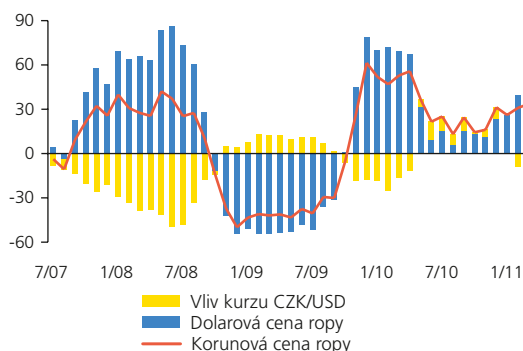
Růst ceny ropy v korunovém vyjádření byl oproti dolarové ceně tlumen zejména v období od září 2007 do září 2008, kdy rozdíl v meziročním nárůstu mezi dolarovou a korunovou cenou ropy Brent činil 32 procentních bodů. Za první tři měsíce letošního roku tento rozdíl dosahuje 7 procentních bodů (Graf 3).

GRAF 3 (Box)

#### ROPA BRENT V KORUNOVÉM VYJÁDŘENÍ

**Rozdíl v meziročním nárůstu mezi dolarovou a korunovou cenou ropy dosáhl od září 2007 do září 2008 v průměru 32 procentních bodů**

(meziroční změny v %, v procentních bodech, zdroj: Datastream, propočet ČNB)





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	I.7	Celková inflace – porovnání základního scénáře a alternativy	8
Graf	II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	9
Graf	II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf	II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf	II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf	II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf	II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf	II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf	II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	11
Graf	II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf	II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	12
Graf	II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	12
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	14
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	14
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	15
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	15
Graf	II.2.11	Průměrná nominální mzda	15
Graf	II.2.12	Prognóza růstu HDP	16
Graf	II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	16
Graf	II.2.14	Prognóza trhu práce	16
Graf	II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	17
Graf	II.2.16	Nominální disponibilní důchod	17
Graf	II.2.17	Hrubá tvorba kapitálu	17
Graf	II.2.18	Reálný vývoz a dovoz	18
Graf	II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf	II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf	II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	20
Graf	II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	21
Graf	II.3.5	Změna prognózy kurzu	21
Graf	II.3.6	Změna prognózy HDP	21
Graf	II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	22
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	25
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	26
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	27
Graf	III.1.2	Inflace	29
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	29
Graf	III.1.4	Struktura inflace	29
Graf	III.1.5	Ceny potravin	30
Graf	III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	30
Graf	III.1.7	Ceny ve spotřebním koši	30
Graf	III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	31
Graf	III.2.2	Dovozní ceny	31
Graf	III.2.3	Minerální paliva	31

Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	32
Graf III.2.5	Ceny kovů a rafinérských výrobků	32
Graf III.2.6	Zpracovatelský průmysl	33
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	33
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	34
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	35
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	35
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	35
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	36
Graf III.3.5	Míra hrubých úspor	36
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	36
Graf III.3.7	Investice do obydlí	37
Graf III.3.8	Čistá zahraniční poptávka	37
Graf III.3.9	Vývoz a dovoz	37
Graf III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	38
Graf III.3.11	Průmyslová produkce	38
Graf III.3.12	Nové průmyslové zakázky	38
Graf III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	39
Graf III.3.14	Indikátory důvěry	39
Graf III.3.15	Potenciální produkt	39
Graf III.3.16	Mezera výstupu	40
Graf III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	40
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	41
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	41
Graf III.4.3	Míra nezaměstnanosti	42
Graf III.4.4	Beveridgeova křivka	42
Graf III.4.5	Vývoj produktivity v NH	43
Graf III.4.6	NJMN	43
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	44
Graf III.5.2	Rychlost obratu peněz	44
Graf III.5.3	Vklady dle sektorů v rámci M2	45
Graf III.5.4	Stavy úvěrů podnikům a domácnostem	45
Graf III.5.5	Úvěry celkem dle odvětví	45
Graf III.5.6	Úvěry nefinančním podnikům	46
Graf III.5.7	Úvěry domácnostem na bydlení	46
Graf III.5.8	Základní sazby ČNB	46
Graf III.5.9	Tržní úrokové sazby	47
Graf III.5.10	Úrokové diferenciály	47
Graf III.5.11	Výnosová křivka státních dluhopisů	47
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	48
Graf III.5.13	Změny úrokové sazby z úvěrů na bydlení	48
Graf III.5.14	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	48
Graf III.5.15	Rozpětí úrokových sazeb z úvěrů	49
Graf III.5.16	Ex ante reálné sazby	49
Graf III.5.17	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	49
Graf III.5.18	Základní ukazatele hospodaření	50
Graf III.5.19	Financování nefinančních podniků	51
Graf III.5.20	Domácí a zahraniční podnikové úvěry	51
Graf III.5.21	Dluh a čisté úrokové platby	51
Graf III.5.22	Financování domácností	52
Graf III.5.23	Čistá finanční aktiva domácností a míra hrubých úspor	52
Graf III.5.24	Realizační a nabídkové ceny bytů	53

Graf III.5.25	Počty transakcí na trhu nemovitostí	53
Graf III.5.26	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	53
Graf III.5.27	Výnosy komerčních nemovitostí	54
Graf III.6.1	Běžný účet	55
Graf III.6.2	Obchodní bilance	55
Graf III.6.3	Bilance služeb	55
Graf III.6.4	Bilance výnosů	56
Graf III.6.5	Finanční účet	56
Graf III.6.6	Přímé investice	56
Graf III.6.7	Portfoliové investice	57
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	57
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	58
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	59
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	59
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	60
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	61
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	62
Graf III.7.7	Korunové ceny ropy a plynu	62
Graf III.7.8	Ceny komodit	62

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	11
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	18
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	19
Tab. II.4.1	Alternativní scénář zvýšení sazby DPH – primární dopad do inflace a jejích složek	23
Tab. II.4.2	Alternativní scénář zvýšení sazby DPH – dopad do domácí ekonomiky	23
Tab. II.4.3	Citlivostní scénář kurzu	24
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele IOFT a podniků	25
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele CF	25
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	27
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	28
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	28
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	32
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	42
Tab. III.5.1	Struktura peněžních agregátů	44
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	50
Tab. III.5.3	Finanční indikátory podniků	52



BEA	Bureau of Economic Analysis	IEA	Mezinárodní agentura pro energii
BLS	Bureau of Labor Statistics	ILO	International Labour Organization
CF	Consensus Forecasts	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CP	cenné papíry	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	ISPV	Informační systém o průměrném výdělku
CZK, Kč	česká koruna	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	M1, M2	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPFO	daň z příjmu fyzických osob	NH	národní hospodářství
DPH	daň z přidané hodnoty	NHPP	národohospodářská produktivita
ECB	Evropská centrální banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EIB	Evropská investiční banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EK	Evropská komise	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	PH	pohonné hmoty
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PMI	Purchasing Managers Index
EU	Evropská unie	PPI	ceny průmyslových výrobců
EUR	euro	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
Fed	centrální banka USA	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USA	Spojené státy americké
GBP	britská libra	USD	americký dolar
HDP	hrubý domácí produkt	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HICP	harmonizovaný cenový index	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr		

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

<b>Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy</b>	(box)	I/2011
<b>Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3</b>	(box)	II/2011
<b>Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru</b>	(box)	II/2011

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:** 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 m<sup>2</sup>) 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.



## KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	roky											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<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	2 984,7	3 053,3	2 930,6	2 994,0	3 039,0	3 123,6
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	1,5	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností % , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,2	5,9	2,8	2,6	5,2	4,9	3,4	-0,2	0,3	0,2	2,4	
Výdaje na konečnou spotřebu vlády % , meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,5	1,1	2,6	0,3	-0,9	0,5	
Tvorba hrubého kapitálu % , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,4	-3,2	-15,5	4,2	1,0	4,9	
Vývoz zboží a služeb % , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,0	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	17,6	7,1	8,1	
Dovoz zboží a služeb % , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,9	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	17,6	5,6	8,2	
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-146,4	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	65,5	120,9	127,8
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce % , meziročně, reálné	4,1	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	10,0	-	-	
Stavební produkce % , meziročně, reálné	3,0	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,6	-	-	
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu % , meziročně, reálné	1,7	7,2	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,0	-	-	
<b>CENY</b>												
<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	1,5	-	-	
Spotřebitelské ceny % , meziročně, průměr	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	2,2	
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	4,7	
Čistá inflace (82,85 %)* % , meziročně, průměr	0,8	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,5	
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	0,9	3,1	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	-0,6	1,1	
Ceny pohonných hmot (3,70 %)* % , meziročně, průměr	-9,3	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	13,2	4,9	
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	1,9	2,1	
Deflátor HDP % , meziročně, sez. očištěno	2,8	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,5	-1,1	0,1	2,2	
<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	5,9	3,2	
Ceny zemědělských výrobců % , meziročně, průměr	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	18,7	-1,2	
Ceny stavebních prací % , meziročně, průměr	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-	-	
Cena ropy Brent % , meziročně, průměr	2,2	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	28,7	45,5	-0,6	
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích % , meziročně, nominální	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	4,0	2,0	1,9	4,1	
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích % , meziročně, reálné	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	3,0	0,5	-0,1	1,9	
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev % , meziročně	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-2,1	-0,5	0,3	
Nominální jednotkové mzdové náklady % , meziročně	4,6	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,3	-2,2	-0,1	1,6	
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu % , meziročně	0,5	3,4	-4,5	-4,0	-5,6	0,9	0,3	4,5	-7,6	-	-	
Souhrnná produktivita práce % , meziročně	1,9	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	3,1	1,2	2,5	
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) % , průměr, věk 15–64	7,3	7,8	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,8	7,4	7,0	6,5	
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV) % , průměr	-	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	9,1	8,6	
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Deficit veřejných financí (ESA 95) mld. Kč, běžné ceny	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-211,7	-170,8	-150,4	-149,7	
Deficit veřejných financí / HDP** % , nominální	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-4,7	-4,0	-3,8	
Veřejný dluh (ESA95) mld. Kč, běžné ceny	695,0	768,3	847,8	885,4	948,3	1 023,8	1 104,9	1 279,6	1 413,5	1 547,2	1 684,6	
Veřejný dluh / HDP** % , nominální	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	38,5	41,5	43,0	
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<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	81,2	54,0	60,0	60,0	
Obchodní bilance / HDP % , nominální	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	2,2	1,5	1,6	1,5	
Bilance služeb mld. Kč, běžné ceny	21,9	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	65,2	66,1	70,0	70,0	
Běžný účet platební bilance mld. Kč, běžné ceny	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-114,8	-139,2	-150,0	-170,0	
Běžný účet platební bilance / HDP % , nominální	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-3,2	-3,8	-4,0	-4,3	
<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	37,7	97,0	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	19,1	17,5	17,2	
Kč/EUR průměr	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,1	23,4	
Kč/EUR % , meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,4	-3,9	-2,5	
Kč/EUR % , meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-	-3,1	-5,5	-1,3	-3,9	-8,8	4,3	-3,3	-5,7	-3,6	
<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	-1,0	0,3	-0,1	
Dovozní ceny % , meziročně, průměr	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	0,2	
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M2 % , meziročně, průměr	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	4,0	3,4	8,3	
2 T repo sazba % , konec období	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	-	-	
3 M PRIBOR % , průměr	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,3	2,0	

\* 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.
760,2	765,8	767,0	760,2	732,9	729,1	732,9	735,7	740,6	745,8	752,5	755,1	<b>757,5</b>	<b>759,4</b>	<b>760,1</b>	<b>762,0</b>	<b>767,9</b>	<b>776,1</b>	<b>785,2</b>	<b>794,3</b>
3,2	3,4	2,3	0,4	-3,6	-4,8	-4,4	-3,2	1,1	2,3	2,7	2,6	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>
4,5	3,7	2,9	2,7	0,6	-0,1	-0,5	-0,9	0,2	0,7	0,7	-0,4	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
-0,6	2,4	3,3	-0,7	1,4	1,5	4,0	3,4	2,1	0,9	-0,3	-1,6	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>
-2,4	-8,8	-9,5	9,0	-6,1	-13,9	-14,8	-26,5	-8,4	0,7	15,2	11,2	<b>0,7</b>	<b>6,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>
14,3	13,4	4,9	-8,7	-19,0	-15,6	-8,0	2,4	18,2	19,3	16,4	16,8	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>10,8</b>
12,8	9,2	1,4	-5,5	-16,8	-14,5	-6,6	-2,4	15,4	18,5	19,2	17,3	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>
16,4	27,8	26,0	-4,3	-4,5	15,4	12,9	31,4	14,4	23,9	-5,5	32,7	<b>37,8</b>	<b>32,3</b>	<b>27,1</b>	<b>23,7</b>	<b>25,8</b>	<b>29,8</b>	<b>34,2</b>	<b>38,0</b>
2,1	3,9	0,8	-13,2	-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	6,8	11,0	10,3	11,6	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	-2,3	6,4	-4,2	-10,8	1,2	0,3	2,0	-21,4	-7,2	-3,9	-4,1	-	-	-	-	-	-	-	-
5,3	4,7	4,5	-2,7	-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,8	1,9	1,6	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
4,3	5,4	6,4	6,3	5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	-	-	-	-	-	-	-
7,4	6,8	6,6	4,7	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
15,0	14,7	15,8	16,9	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	3,6	3,8	4,3	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
3,6	2,9	2,9	0,4	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
5,7	3,3	3,4	-0,3	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
1,8	2,2	2,3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
14,4	8,5	5,9	-11,5	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	<b>11,4</b>	<b>14,8</b>	<b>15,8</b>	<b>10,1</b>	<b>4,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
5,3	4,6	4,7	2,9	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
2,3	1,4	1,1	2,5	3,7	3,3	2,1	1,2	-1,6	-1,0	-0,4	-1,3	<b>-1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>
5,6	5,1	5,5	1,7	-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
26,7	27,2	7,7	-18,5	-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	<b>25,5</b>	<b>15,3</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>2,1</b>
4,7	5,0	4,5	3,9	2,8	1,4	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-	-	-	-
66,1	77,8	54,7	-36,7	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	33,1	11,8	15,8	36,8	<b>53,3</b>	<b>56,4</b>	<b>36,4</b>	<b>11,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,5</b>
9,9	7,3	7,1	7,4	2,9	3,2	4,6	5,2	2,4	2,4	2,1	0,9	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>
2,3	0,5	0,5	2,6	0,8	1,8	4,5	4,8	1,7	1,2	0,2	-1,2	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
2,1	1,9	1,7	1,2	-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,6	-1,3	-1,5	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>
7,9	5,4	4,6	6,8	4,9	4,5	4,8	3,0	-3,4	-2,4	-1,2	-1,9	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>
3,1	-0,3	-2,3	1,7	5,5	5,1	5,9	1,2	-6,3	-6,6	-9,4	-8,5	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	2,5	2,0	-1,1	-3,5	-4,2	-3,2	-1,0	3,2	3,9	2,5	2,9	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>
4,6	4,3	4,3	4,4	5,8	6,4	7,4	7,3	8,2	7,2	7,2	7,0	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>
6,3	5,5	5,6	5,8	7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	8,8	9,1	9,8	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42,9	39,3	27,0	-6,6	21,4	27,8	17,7	14,3	28,8	21,8	-2,8	6,1	<b>29,0</b>	<b>20,0</b>	<b>0,0</b>	<b>11,0</b>	<b>26,0</b>	<b>18,0</b>	<b>1,0</b>	<b>15,0</b>
4,9	4,2	2,9	-0,7	2,4	3,0	1,9	1,6	3,3	2,3	-0,3	0,7	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>
19,2	19,1	15,0	12,6	15,9	15,7	16,5	17,1	16,1	22,5	13,1	14,4	<b>16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>17,0</b>	<b>18,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,0</b>	<b>18,0</b>	<b>18,0</b>
53,3	-31,1	-7,3	-37,8	2,4	-53,8	-41,0	-22,5	6,4	-34,0	-90,7	-20,9	<b>7,0</b>	<b>-52,0</b>	<b>-88,0</b>	<b>-17,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-65,0</b>	<b>-91,0</b>	<b>-16,0</b>
6,1	-3,3	-0,8	-4,0	0,3	-5,9	-4,5	-2,4	0,7	-3,6	-9,8	-2,2	<b>0,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>-1,6</b>
-23,6	32,8	16,4	10,7	16,5	9,0	-17,1	29,3	30,6	19,5	70,2	-23,3	-	-	-	-	-	-	-	-
17,1	15,9	16,1	19,3	21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,3</b>	<b>17,2</b>	<b>17,2</b>	<b>17,3</b>	<b>17,3</b>
25,5	24,8	24,1	25,4	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	<b>24,3</b>	<b>24,0</b>	<b>23,8</b>	<b>23,7</b>	<b>23,5</b>	<b>23,3</b>	<b>23,2</b>
-12,2	-14,7	-15,9	-7,2	7,4	6,7	6,1	2,2	-6,1	-3,9	-3,1	-4,7	-5,3	<b>-4,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>
-9,9	-11,1	-11,4	-3,0	8,6	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,3	-1,1	-2,8	-5,5	<b>-6,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>
-4,3	-6,2	-6,5	-1,2	5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,6	-0,3	2,2	1,0	<b>0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
-3,0	-4,4	-4,0	-1,6	1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,5	2,5	5,8	4,7	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
10,1	7,6	8,3	7,6	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	4,7	3,8	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,7</b>	<b>6,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>
3,75	3,75	3,50	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,8	-	-	-	-	-	-	-
4,0	4,2	3,9	4,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>

**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)



