



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Zpráva o inflaci / III, 2011**

Česká národní banka  
2011

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123849>

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 / III

2011



## ZPRÁVA O INFLACI / III

---



Počínaje rokem 1998 přešla Česká národní banka k cílování inflace. V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci. Ta v kapitole II obsahuje popis nové čtvrtletní makroekonomické prognózy České národní banky a v kapitole III její hodnocení uplynulého hospodářského a měnového vývoje.

Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.

Prognóza vývoje české ekonomiky je sestavována Sekcí měnovou a statistiky ČNB. Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti).

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy.

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 11. srpna 2011 a obsahuje informace dostupné k 22. červenci 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.



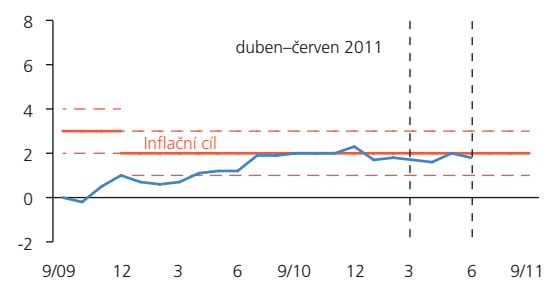
<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>3</b>
<b>OBSAH</b>	<b>5</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>6</b>
<b>II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>8</b>
<b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>	<b>8</b>
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>10</b>
Box 1 Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013	11
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>20</b>
<b>II.4 Alternativy a citlivostní analýzy</b>	<b>23</b>
II.4.1 Citlivostní scénář kurzu	23
II.4.2 Citlivostní scénář zahraničních sazeb	23
<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	29
<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>34</b>
III.3.1 Domácí poptávka	34
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	36
III.3.3 Nabídka	37
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	39
<b>III.4 Trh práce</b>	<b>40</b>
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	40
III.4.2 Mzdy a produktivita	41
Box 2 Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení	42
<b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>45</b>
III.5.1 Peníze	45
III.5.2 Úvěry	46
III.5.3 Úrokové sazby	48
III.5.4 Měnový kurz	50
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	51
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	54
<b>III.6 Platební bilance</b>	<b>56</b>
III.6.1 Běžný účet	56
III.6.2 Kapitálový účet	57
III.6.3 Finanční účet	57
<b>III.7 Vnější prostředí</b>	<b>59</b>
III.7.1 Eurozóna	59
Box 3 Dluhová situace Itálie	61
III.7.2 Spojené státy	62
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	63
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	64
<b>PŘÍLOHA – Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)</b>	<b>66</b>
<b>SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>68</b>
<b>SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>71</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>72</b>
<b>SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI</b>	<b>73</b>
<b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>	<b>76</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>80</b>



GRAF I.1

## PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

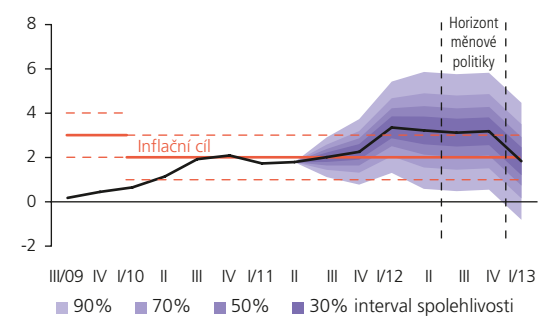
**Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2011 pohybovala nepatrně pod inflačním cílem ČNB**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

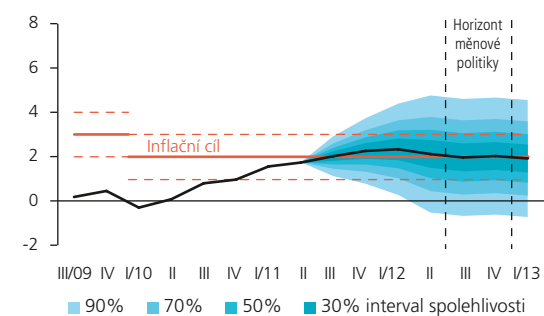
**Celková inflace se v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 dočasně dostane mírně nad 3 %**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

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



## I. SHRnutí

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku zrychlila svůj růst, který byl doposud tažen zejména čistým vývozem, ve druhém čtvrtletí však zřejmě započalo zpomalení. Celková inflace se spolu s měnověpolitickou inflací pohybuje nepatrně pod úrovní cíle. Inflační tlaky z domácí ekonomiky jsou nevýrazné, zdrojem inflace jsou aktuálně především ceny komodit a potravin. Růst hrubého domácího produktu v letošním a příštím roce dosáhne hodnot lehce nad 2 %. Jeho tempo bude tlumeno fiskální restrikcí a zvolněním dynamiky zahraniční poptávky. Reálná ekonomická aktivita výrazněji vzroste až v roce 2013. Měnověpolitická inflace se v celém horizontu prognózy bude pohybovat v blízkosti cíle. Celková inflace v roce 2012 v důsledku zvýšení DPH mírně přesáhne 3 %, od začátku roku 2013 se vrátí k cíli. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012.

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí 2011 zrychlila svůj meziroční růst na 2,8 %. K němu přispěl zejména čistý vývoz a v menší míře i fixní investice, ostatní příspěvky byly záporné nebo neutrální. Ve druhém čtvrtletí 2011 se očekává mírné zpomalení meziročního růstu na 2,5 %.

Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2011 pohybovala nepatrně pod cílem ČNB (Graf I.1). Měnověpolitická inflace se zvyšovala směrem k cíli a na konci druhého čtvrtletí 2011 splynula s celkovou inflací s tím, jak odezněly poslední zpožděné dopady loňského zvýšení nepřímých daní. Zdrojem inflace jsou nadále především světové ceny komodit, a též ceny potravin, jejichž růst ve druhém čtvrtletí zrychlil. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstává záporná, a nadále tak odráží slabou domácí poptávku. Působení dovozních cen je celkově slabě proinflační, když růst zahraničních cen je zčásti kompenzován zhodnoceným kurzem. Domácí inflační tlaky jsou v současnosti nevýrazné, a to i přes lehce zrychlující růst mezd. Ziskové marže jsou stlačené mírně pod svou rovnovážnou úroveň.

Tempo **ekonomického růstu v eurozóně** se v prvním čtvrtletí 2011 zvýšilo, ale za celý rok by mělo dosáhnout přibližně stejné výše jako v roce 2010. V následujícím roce by se dynamika růstu měla snížit. Tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně zůstává rostoucí v celém horizontu prognózy, výrazně se však snižuje jeho sklon, a to i přes další zpřísnění měnové politiky ECB v červenci 2011. Tento nižší sklon zohledňuje především prohloubení dluhové krize periferních zemí eurozóny a s tím související výhled pomalejšího zvyšování úrokových sazeb ECB v budoucnu. Zpřísnění měnové politiky ECB přispělo k nedávnému posílení kurzu eura vůči dolaru, na prognóze se však očekává postupné oslabování eura. Ceny ropy i dalších komodit v poslední době vykazovaly poměrně vysokou volatilitu, v delším období se na komoditních trzích předpokládá velmi pozvolný pokles cen.

**Dle prognózy celková inflace** v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 vzroste mírně nad 3 %, od začátku roku 2013 se vrátí k cíli (Graf I.2).

**Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, se na celém horizontu prognózy bude pohybovat poblíž cíle (Graf I.3). K jejímu mírnému zvýšení oproti současným hodnotám budou vedle regulovaných cen přispívat postupně sílí tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu a v delším horizontu též s robustnějším oživením ekonomické aktivity. Ty budou z velké části vyvažovány postupným posilováním měnového kurzu a odezněním růstu cen komodit, což jsou faktory, které se projeví zejména zpomalením meziročního růstu cen potravin a pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných do kladných hodnot překmitne na počátku roku 2012.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních **úrokových sazeb** na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012 (Graf I.4). Stabilita sazeb na začátku prognózy je především důsledkem nízkých očekávaných hodnot zahraničních úrokových sazeb a jen nevýrazných domácích inflačních tlaků. Zároveň úrokové sazby nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl vlivem primárních dopadů změn nepřímých daní. V delším období dochází k nárůstu sazeb směrem k dlouhodobě rovnovážné úrovni v podmínkách postupného obnovování domácích inflačních tlaků a mírného růstu úrokových sazeb v zahraničí. Prognóza očekává postupné posilování **kurzu koruny** vůči euru (Graf I.5) v důsledku příznivého výhledu čistého vývozu, poklesu rizikové prémie vlivem fiskální konsolidace a v delším horizontu obnovení dlouhodobé reálné konvergence. Tempo posilování kurzu by naopak měla tlumit nízká úroveň domácích úrokových sazeb prostřednictvím dočasné záporného úrokového diferenciálu.

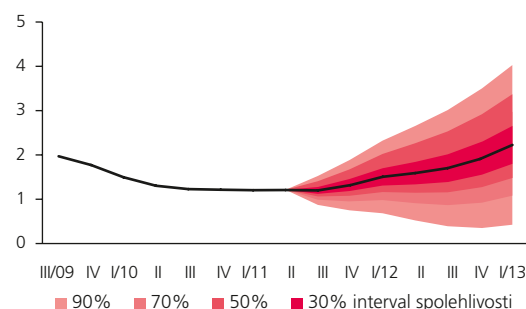
**Růst české ekonomiky** v průběhu letošního roku zpomalí v důsledku odeznění investic do zásob a vlivem fiskální konsolidace (Graf I.6). Zdrojem růstu, který za celý rok dosáhne 2,1 %, bude zejména čistý vývoz. V roce 2012 již přispějí k růstu HDP všechny složky domácí poptávky. V případě spotřeby domácností však bude mít tlumící vliv změna DPH. Proti zrychlení ekonomiky bude působit i dočasné záporný příspěvek čistého vývozu, mimo jiné kvůli zpomalení v zahraničí. Růst HDP se tak zvýší jen nepatrně na 2,2 %. V roce 2013 reálná ekonomická aktivita již vzroste výrazněji. Na **trhu práce** se uvedený vývoj projeví zhruba stagnací celkové zaměstnanosti v letošním roce. Ta se začne lehce zvyšovat až v roce 2012, což se odrazí i v poklesu míry nezaměstnanosti. Růst mezd v podnikatelské sféře bude postupně zrychlovat při nadále utlumeném vývoji mezd v nepodnikatelské sféře.

Na svém měnověpolitickém zasedání 4. srpna 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflačním rizikem jsou nižší zahraniční úrokové sazby, naopak proinflační riziko představuje slabší kurz koruny.

GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

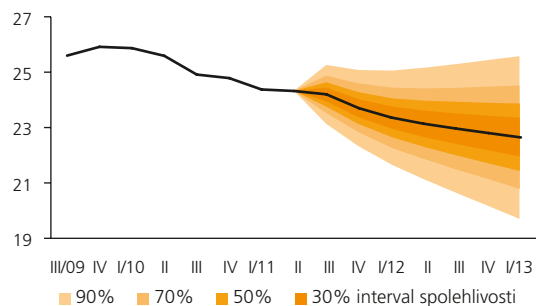
S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012 (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

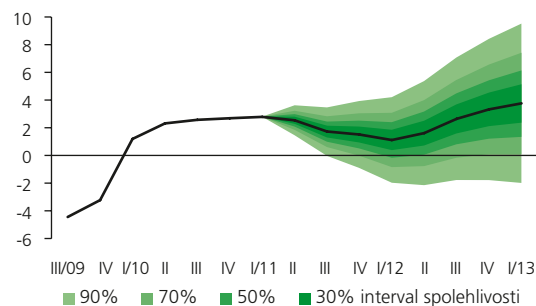
Nominální měnový kurz na horizontu prognózy postupně posiluje (CZK/EUR)



GRAF I.6

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst HDP v průběhu roku 2011 a na počátku roku 2012 dočasně zpomalí (meziroční změny v %, sezonně očistěno)

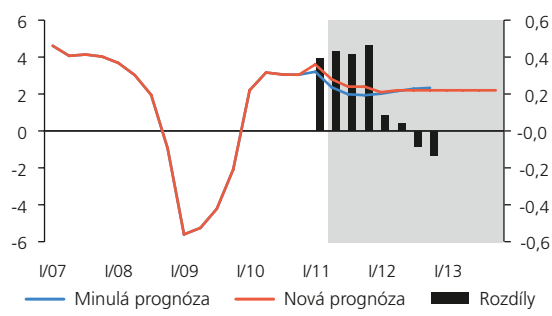


GRAF II.1.1

## EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

Po rychlejším ekonomickém růstu eurozóny v prvním čtvrtletí 2011 se očekává jeho zpomalení

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



## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

## II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

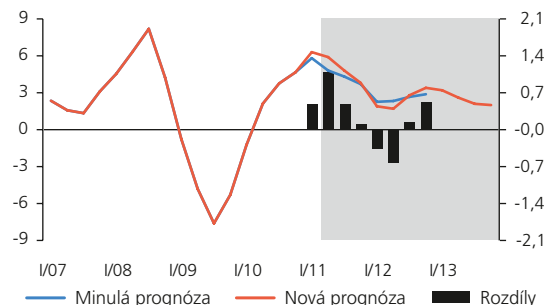
Ekonomický růst v eurozóně by se v letošním roce měl pohybovat přibližně na úrovni roku 2010. V následujících dvou letech by měl růst zpomalit, stále však bude přesahovat 2%. Vysoké ceny komodit se promítly do zrychlení růstu výrobních i spotřebitelských cen, zároveň se zvýšil jejich výhled. Na rostoucí inflační tlaky reagovala ECB v červenci dalším zvýšením základních úrokových sazeb. Očekávaná trajektorie tříměsíční sazby EURIBOR je i nadále rostoucí, výrazně se však snižuje její sklon, neboť se zvýšila nejistota ohledně budoucího vývoje dluhové krize v eurozóně. Aktuální nastavení měnové politiky ECB se odrazilo v posílení kurzu eura vůči dolaru, na celém horizontu prognózy se ale naopak předpokládá postupné posilování dolaru. Ceny na komoditních trzích se stále udržují na vysokých úrovních, postupně se očekává jejich velmi pozvolný pokles.

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)



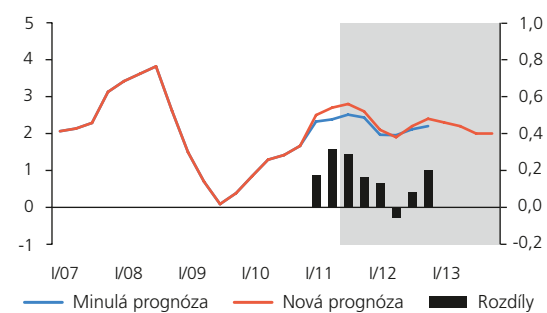
Výhled **efektivního ukazatele HDP eurozóny** předpokládá v letošním roce růst 2,8 %, tj. jen o 0,1 procentního bodu méně, než v roce 2010 (Graf II.1.1).<sup>1</sup> Poměrně výrazné přehodnocení předpovědi směrem nahoru je způsobeno zejména rychlejším růstem německé ekonomiky v prvním čtvrtletí tohoto roku, která těžila mj. z vysoké konkurenceschopnosti, nízkých úrokových sazeb a mimořádného příspěvku stavebnictví. Ještě rychlejší růst vykázaly v eurozóně menší severské ekonomiky. Naopak některé země „jižního křídla“ růst eurozóny tlumí. Přehodnocení výhledu zahraniční ekonomické aktivity směrem nahoru se však týká pouze letošního roku. V následujících dvou letech by tempo růstu zahraniční poptávky mělo klesnout na 2,2 %, a to mimo jiné v důsledku očekávané fiskální konsolidace ve většině zemí eurozóny.

GRAF II.1.3

## EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Výhled efektivní inflace se v celém horizontu pohybuje nad 2% hladinou

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



Do výhledu růstu **efektivního ukazatele výrobních cen v eurozóně** se promítá skutečnost, že světové ceny téměř všech komodit se již od poloviny minulého roku stále udržují na historicky nejvyšších úrovních (Graf II.1.2). Výhled na letošní rok se proto v souhrnu posouvá výše o 0,5 procentního bodu na 5,2 %. Vzhledem k očekávanému zklidnění na komoditních trzích se pak v následujících dvou letech předpokládá zpomalení meziročního tempa růstu cen výrobců na hodnotu okolo 2,5 %.

Vyšší výhledy výrobních cen i ekonomického růstu se odrážejí také ve výhledu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3). Ten pro rok 2011 dosahuje 2,7 %. V následujících dvou letech – po odeznění vyšších cen komodit a při očekávaném zpomalení růstu domácí poptávky ve většině zemí eurozóny – se předpo-

1 Výhled zahraničních veličin vychází z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů, který byl aktualizován k 11. červenci 2011. Pro úrokové sazby EURIBOR byl použit tržní výhled z 8. července. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

kládá pokles tempa růstu spotřebitelských cen na úroveň cca 2,1 %. Inflace se tak v celém horizontu prognózy bude pohybovat nad 2 % hladinou.

Trajektorie zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** zůstává i nadále rostoucí, avšak oproti minulé prognóze má nižší sklon (Graf II.1.4). Ten se snížil i přesto, že ECB 7. července opětovně zvýšila základní refinanční sazbu o 0,25 procentního bodu na 1,5 % v reakci na rostoucí střednědobé inflační tlaky. Tržní očekávání tak zohledňuje především vývoj související s prohlubováním dluhové krize periferních zemí eurozóny a očekáváním, že ECB nebude v těchto podmínkách zvyšovat své sazby tak rychle, jak se dosud předpokládalo. Očekávaná hodnota tříměsíční sazby pro rok 2011 dosahuje 1,5 %. Tržní data korespondují s názorem analytiků přispívajících do průzkumu Consensus Forecasts, kteří očekávají další zvýšení sazeb ECB nejdříve na konci tohoto roku. V roce 2012 by 3M EURIBOR měl v průměru dosáhnout 2,0 %, v roce 2013 pak 2,3 %.

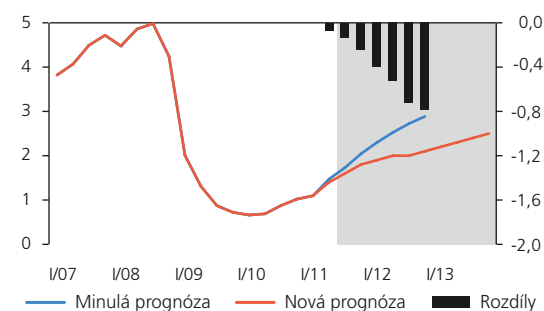
Nedávné posílení **kurzu eura vůči americkému dolaru** odráželo zpříšňování měnové politiky ECB včetně jejího výhledu do budoucna. Toto posílení bylo zároveň ovlivněno doznívajícími efekty kvantitativního uvolňování v USA, nepřesvědčivými známkami oživení americké ekonomiky a deficitem amerických veřejných financí. Prognóza však předpokládá postupné posilování kurzu dolaru z hladiny okolo 1,45 USD/EUR na 1,36 USD/EUR na konci roku 2013 (Graf II.1.5). Oproti minulé prognóze to znamená slabší dolar v průměru cca o 7 % v letošním roce a o 3 % v příštích dvou letech.

Výhled trajektorie **ceny ropy Brent** na základě tržních cen se příliš nemění (Graf II.1.6). Prognóza předpokládá velmi pozvolný pokles ze současných hodnot okolo 120 USD/barel na přibližně 113 USD/barel na konci roku 2013. Z hlediska budoucího vývoje ceny ropy lze rizika na horizontu prognózy hodnotit jako vyrovnaná. Směrem k nižším cenám může působit očekávané zpomalení čínské ekonomiky a nejistý vývoj ekonomiky USA. Naproti tomu případné obnovení programu dodávání likvidity ze strany amerického Fedu a také pokračující politická nestabilita na Blízkém východě by mohly cenu ropy posunout na vyšší úroveň. Analytici v rámci Consensus Forecasts v ročním horizontu předpokládají mírné zvýšení ceny ropy WTI, čímž by došlo ke snížení aktuálního mimořádného rozdílu v cenách obou typů ropy.

GRAF II.1.4

**3M EURIBOR**

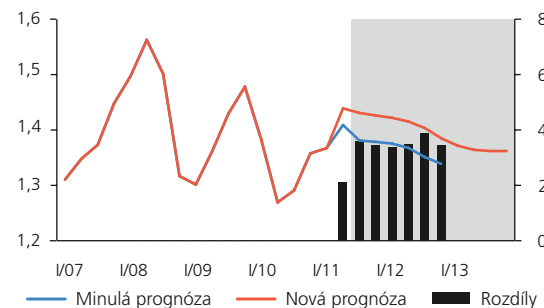
Rizika spojená s možným rozšířením dluhové krize v eurozóně posouvají tržní výhled sazeb výrazně níže (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.5

**KURZ EURA K DOLARU**

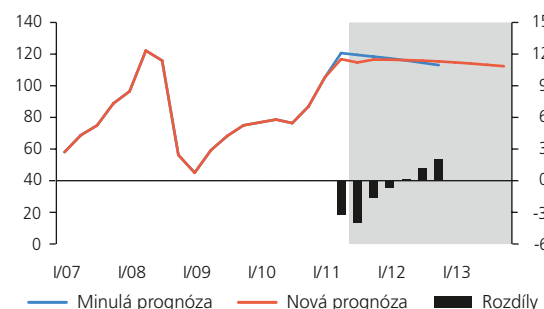
Na celém horizontu prognózy se očekává postupné posilování kurzu dolaru (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

**CENA ROPY BRENT**

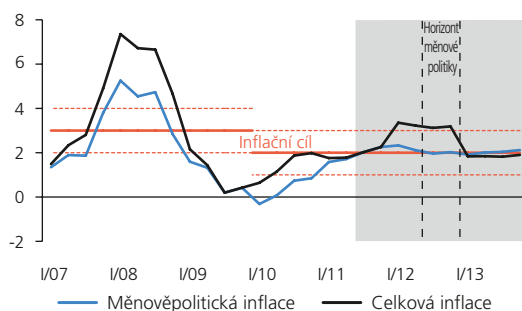
Prognóza předpokládá velmi pozvolný pokles ceny ropy (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.2.1

## CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

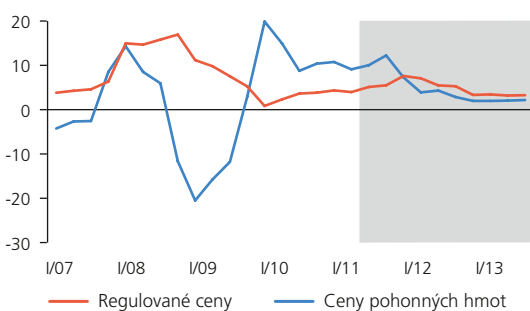
Celková inflace v roce 2012 mírně přesáhne 3 %, měnověpolitická inflace se bude nacházet poblíž inflačního cíle (meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

## REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Do růstu regulovaných cen a cen PH se promítají vyšší ceny komodit na světových trzích, regulované ceny budou ovlivněny též zvýšením sazby DPH (meziroční změny v %, u PH bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

## PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

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

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

	2010		2011		2012		2013	
	skuteč.	0,66	progn.	0,98	progn.	0,95	progn.	0,62
Regulované ceny <sup>a)</sup>	3,8	0,66	5,6	0,98	5,2	0,95	3,3	0,62
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	16,8	0,23	12,0	0,19	15,0	0,26	10,0	0,20
Ceny elektřiny	-2,5	-0,09	4,8	0,17	5,0	0,18	-0,1	0,00
Ceny zemního plynu	6,7	0,16	11,3	0,28	2,0	0,05	-0,1	0,00
Ceny tepla	3,3	0,08	3,0	0,07	5,6	0,13	5,1	0,13
Regulované ceny ve zdravotnictví	7,8	0,16	4,5	0,09	3,6	0,08	3,4	0,08
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	1,02		0,00		0,95		-0,29	

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

## II.2 PROGNOZA

Celková inflace ve druhém čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,8 %, přičemž měnověpolitická inflace byla 1,7 %. Zdrojem inflace jsou nadále především světové ceny komodit a ceny potravin. Růst zahraničních cen je z hlediska vývoje dovozních cen zčásti kompenzován zhodnocením kurzu koruny. Slabá domácí poptávka způsobuje, že domácí inflační tlaky jsou i přes mírně zrychlující růst mezd v současnosti jen nevýrazné. Na celém horizontu prognózy se bude měnověpolitická inflace pohybovat v blízkosti 2% cíle, celková inflace v roce 2012 z důvodu změn DPH mírně přesáhne 3% hodnotu. K mírnému zvýšení měnověpolitické inflace oproti současné hodnotě budou přispívat vedle regulovaných cen postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu. Jejich vliv však bude z velké části vyvažovat postupné posilování měnového kurzu a odeznění inflačního vlivu cen komodit. V letošním a příštím roce dosáhne růst HDP hodnot lehce nad 2 %. Jeho tempo bude tlumeno fiskální restrikcí a zvolněním dynamiky zahraniční poptávky z jejich aktuálně vysokých hodnot. V roce 2013 pak dojde k výraznému urychlení růstu HDP. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012.

Meziroční **celková inflace** ve druhém čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,8 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila v průměru 1,7 %. Na horizontu prognózy se bude měnověpolitická inflace pohybovat v blízkosti inflačního cíle, celková inflace však v důsledku daňových změn dosáhne v roce 2012 hodnot mírně nad 3 % a v roce 2013 se vrátí k cíli (Graf II.2.1).

Meziroční růst **regulovaných cen** ve druhém čtvrtletí 2011 v průměru zpomalil oproti předcházejícímu čtvrtletí na 4 %, což bylo částečně způsobeno neobvyklým načasováním zvýšení cen plynu pro domácnosti (došlo k němu až v červnu místo původně očekávaného dubna). Ve třetím čtvrtletí 2011 se předpokládá mírné zrychlení tempa růstu regulovaných cen na 5,1 % vlivem dalšího zvýšení cen zemního plynu a nájemného. V dalším období bude růst regulovaných cen postupně zrychlovat až na hodnoty přes 7 % na počátku roku 2012. Kromě zvyšování regulovaného i deregulovaného nájemného, regulovaných cen ve zdravotnictví a cen energií pro domácnosti k němu přispěje i jednorázový vliv zvýšení snížené sazby DPH. Tento efekt na počátku roku 2013 odezní a růst regulovaných cen zpomalí k hodnotám lehce nad 3 %, k čemuž přispěje i očekávaný meziroční pokles cen energetických surovin na světových trzích (Tab. II.2.1).

V oblasti **nepřímých daní** během druhého čtvrtletí 2011 vymizely z celkové meziroční inflace poslední zpožděné dopady zvýšení spotřebních daní a DPH u cigaret z ledna 2010. Prognóza předpokládá zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna 2012, přičemž primární dopad této změny do inflace lze odhadnout na cca 1,1 procentního bodu. V lednu 2012 rovněž dojde k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace lehce nad 0,1 pro-



centního bodu. Od roku 2013 pak prognóza očekává sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu (viz Box 1).

### BOX 1

#### Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013

Makroekonomická prognóza popsaná v této Zprávě o inflaci obsahuje zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % s účinností od 1. 1. 2012 a sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % od 1. 1. 2013. Toto opatření je v současnosti v legislativním procesu a v době zpracování Zprávy o inflaci III/2011 prošlo prvním čtením v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR.

V důsledku těchto změn prognóza předpokládá oproti současnému stavu o zhruba 25 mld. Kč vyšší výběr DPH v obou letech. Po zohlednění kompenzačních opatření sociálního charakteru sníží výsledná fiskální restrikce růst HDP v roce 2012 zhruba o 0,3 procentního bodu.

Primární dopad zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % v roce 2012 do inflace lze odhadnout na cca 1,1 procentního bodu, přičemž největší vliv bude patrný u cen potravin (Tab. 1). Významně budou ovlivněny rovněž regulované ceny, a to prostřednictvím položek spadajících do snížené sazby DPH, jako je teplo, vodné, stočné, léky a veřejná doprava. Většina položek korigované inflace bez pohonných hmot se naopak nachází v základní sazbě DPH; dopad do této skupiny cen proto bude v roce 2012 malý. Z neobchodovatelných položek se přitom bude změna týkat např. cen letenek, knih, časopisů a cen některých služeb, u obchodovatelných položek např. cen květin a krmiv pro zvířata. Cen pohonných hmot se tato změna nedotkne, neboť jsou v základní sazbě DPH.

Po sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013 bude souhrnný primární dopad do inflace činit cca -0,2 procentního bodu. Z toho příspěvek zvýšení snížené sazby DPH ze 14 % na jednotných 17,5 % by měl dosáhnout cca 0,9 procentního bodu, přičemž bude patrný opět zejména u cen potravin a regulovaných cen, menší měrou pak stejně jako v roce 2012 přispějí některé položky korigované inflace bez pohonných hmot. Tyto změny budou v souhrnu více než kompenzovány snížením základní sazby DPH ze současných 20 % na jednotných 17,5 % s očekávaným příspěvkem do inflace ve výši cca -1,1 procentního bodu. Tato úprava bude patrná zejména u skupiny cen v rámci korigované inflace bez pohonných hmot, jelikož ovlivní většinu cen obchodovatelných položek a převážnou část cen služeb. Snížení základní sazby DPH se promítne také do cen alkoholu a tabáku, do části regulovaných cen a cen pohonných hmot.

Tab. 1 (Box)

#### PRIMÁRNÍ DOPADY ZMĚN SAZEB DPH DO INFLACE

Změny DPH budou mít největší dopad do cen potravin (v procentních bodech)

	Primární dopad	
	2012 <sup>a)</sup>	2013 <sup>b)</sup>
Inflace celkem	1,1	-0,2
Regulované ceny	0,3	0,1
Potraviny	0,6	0,3
Korigovaná inflace bez PH	0,2	-0,6
z toho:		
Obchodovatelné ostatní	0,1	-0,4
Neobchodovatelné ostatní	0,1	-0,2
Pohonné hmoty	0,0	-0,1

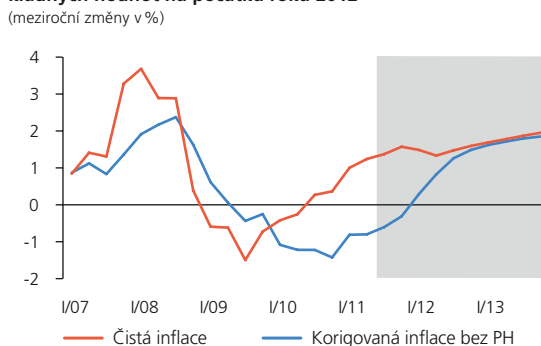
a) 2012: Zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %

b) 2013: Zvýšení snížené sazby DPH ze 14 % na 17,5 % a snížení základní sazby DPH z 20 % na 17,5 %

GRAF II.2.3

#### ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot na počátku roku 2012 (meziroční změny v %)

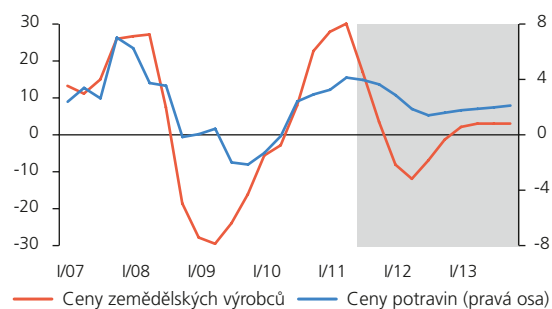


GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

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

(meziroční změny v %)



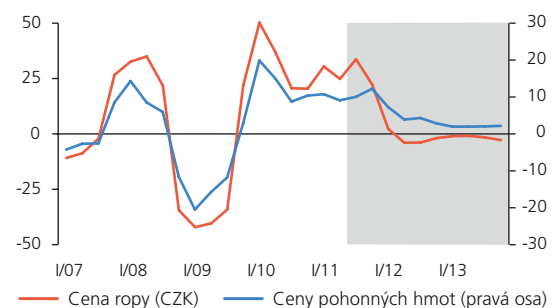
— Ceny zemědělských výrobců — Ceny potravin (pravá osa)

GRAF II.2.5

## CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Prognóza očekává zpomalení růstu cen pohonných hmot

(meziroční změny v %)



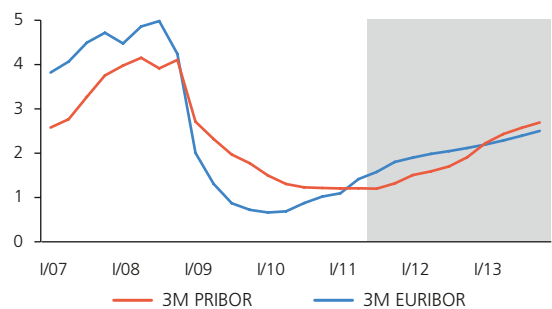
— Cena ropy (CZK) — Ceny pohonných hmot (pravá osa)

GRAF II.2.6

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



— 3M PRIBOR — 3M EURIBOR

Meziroční **čistá inflace** ve druhém čtvrtletí 2011 v průměru mírně vzrostla na 1,2 % (Graf II.2.3). K tomu přispělo zejména zrychlení dynamiky cen potravin, které převážilo nad zpomalením růstu cen pohonných hmot. Do konce roku 2011 prognóza očekává další zrychlení čisté inflace na hodnoty kolem 1,6 %, když se zmírní meziroční pokles korigované inflace bez pohonných hmot při přetrvávajícím vysokém růstu ostatních složek tržních cen. Ve vývoji čisté inflace tak bude patrné obnovování domácích nákladových tlaků spolu s narovnáváním marží prodejců. Tyto faktory budou v průběhu roku 2012 kompenzovány zpomalením meziročního růstu cen potravin a pohonných hmot a posilováním kurzu koruny. Komodity tak přestanou být hlavním zdrojem inflace. Od poloviny roku 2012 pak bude čistá inflace opět zrychlovat, přičemž koncem roku 2013 by se měla přiblížit ke 2 % úrovni.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2011 stagnovala na úrovni -0,8 % (Graf II.2.3). Její záporné hodnoty nadále odrážejí slabou domácí poptávku, která omezuje růst marží prodejců v prostředí stále utlumených domácích nákladových tlaků. V souladu s očekávaným růstem těchto nákladových tlaků prognóza předpokládá v letošním roce posun korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot a počátkem roku 2012 překmit do kladných hodnot. Následně by měla korigovaná inflace bez pohonných hmot dále zrychlovat až ke 2 % na konci roku 2013, a to v souvislosti s odezněním protiinflačního vlivu dovozních cen a s nadále působícími proinflačními tlaky z domácí ekonomiky.

Meziroční růst **cen potravin** ve druhém čtvrtletí 2011 zrychlil v návaznosti na předchozí výrazný růst cen zemědělských výrobců a na posilující dynamiku cen v potravinářském průmyslu. Prostor pro tlumení rostoucích vstupních nákladů snižováním marží se pravděpodobně již vyčerpal. V nejbližším období prognóza očekává postupné zvolnění růstu cen potravin. V průběhu roku 2012 by se mělo do cen potravin se zpožděním již zřetelně promítat odeznění meziročního růstu světových cen potravinářských komodit spolu s předpokládaným poklesem cen domácích zemědělských výrobců. Meziroční růst cen potravin (bez vlivu změn daní) by se proto měl pohybovat okolo 2 % (Graf II.2.4). Vývoj cen zemědělských komodit ve světě a jejich průsak do domácích cen potravin je však rizikem prognózy.

Růst cen **pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2011 meziročně zpomalil, a to především v důsledku výrazného posílení kurzu koruny vůči dolaru. V nejbližším období prognóza ještě očekává mírné zrychlení růstu cen pohonných hmot v návaznosti na vývoj světových cen ropy. Předpokládané zklidnění na světovém trhu s ropou spolu s mírným posílením kurzu koruny vůči dolaru pak přispěje ke zpomalení růstu cen pohonných hmot v příštích dvou letech (Graf II.2.5).

**Úrokové sazby** na českém peněžním trhu ve druhém čtvrtletí 2011 stagnovaly, sazby s delší splatností se mírně snížily. S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012 (Graf II.2.6). Stabilita sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je důsledkem především

nízkých očekávaných hodnot zahraničních úrokových sazeb a jen nevýrazných domácích inflačních tlaků. Zároveň úrokové sazby nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl vlivem primárních dopadů změn nepřímých daní, na které je standardně uplatňován institut výjimek. V delším období dochází spolu s postupným obnovováním domácích inflačních tlaků a mírným růstem úrokových sazeb v zahraničí k nárůstu sazeb směrem k dlouhodobě rovnovážné úrovni.

**Koruna vůči euru** ve druhém čtvrtletí 2011 v průměru nepatrně posílila. Prognóza pro třetí čtvrtletí 2011 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu 24,2 CZK/EUR. Následné postupné posilování kurzu na prognóze (Graf II.2.7) je dáno především příznivým výhledem čistého vývozu, jeho tempo je naopak dočasně tlumeno záporným úrokovým diferencíálem. K posilování kurzu přispěje též pokles rizikové premie vlivem fiskální konsolidace a v delším horizontu obnovení dlouhodobé reálné konvergence.

Na základě pozorovaných dat je možné odhadnout ve druhém čtvrtletí 2011 mírně zrychlující mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** (Graf II.2.8). Působení dovozních cen je již třetí čtvrtletí za sebou proinflační; nárůst cen světových komodit je jen zčásti kompenzován zhodnocením kurzu koruny. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, jsou aktuálně jen nevýrazné. To odráží pomalý, i když oproti konci minulého roku vyšší, růst nominálních mezd v soukromém sektoru i cen investic při nadále slabé domácí poptávce. 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 prognóze budou inflační tlaky z domácí ekonomiky pozvolna narůstat zejména v souvislosti se zrychlujícím růstem mezd doprovázejícím pokračující růst zahraniční poptávky i české ekonomiky. Působení dovozních cen překmitne do protiinflační polohy ve druhé polovině roku 2011, kdy by se měl zastavit růst cen komodit na světových trzích a současně bude posilovat kurz koruny. Protiinflační působení dovozních cen pak opět vymizí v roce 2013 spolu se zmírněním tempa posilování měnového kurzu a odezněním vlivu nižších cen komodit.

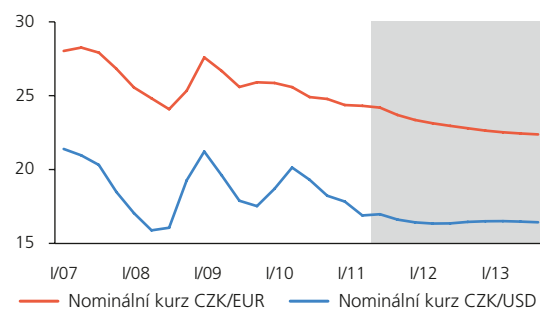
**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** ve druhém čtvrtletí 2011 po dvou letech poprvé vzrostly, když se mírně zvýšily nákladové tlaky ze strany mezd. Tento nárůst byl částečně kompenzován zvyšováním práci zhodnocující technologie (Graf II.2.9), které je v souladu s aktuálním růstem národohospodářské produktivity práce. Nepatrný proinflační příspěvek ceny kapitálu odpovídá návratu deflátoru investic k růstu v první polovině letošního roku. Domácí nákladové tlaky se budou nadále postupně obnovovat vlivem růstu mezd a v delším horizontu též robustnějšího oživení ekonomické aktivity.

**Marže v sektoru spotřebitelských statků** jsou ve druhém čtvrtletí 2011 hodnoceny jako již jen lehce stlačené pod svou rovnovážnou úroveň, když ceny spotřebitelského sektoru (zejména potravin) rostly

GRAF II.2.7

## PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

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

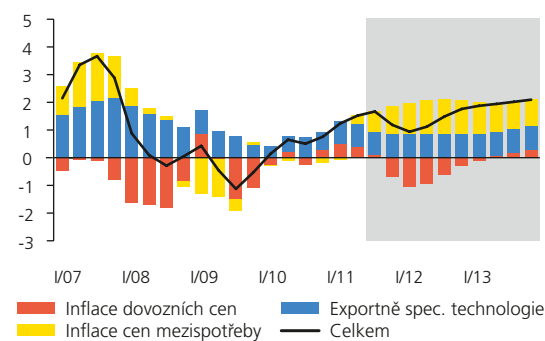


GRAF II.2.8

## NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

**Tlaky z domácí ekonomiky na prognóze porostou spolu s rychlejším růstem mezd**

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

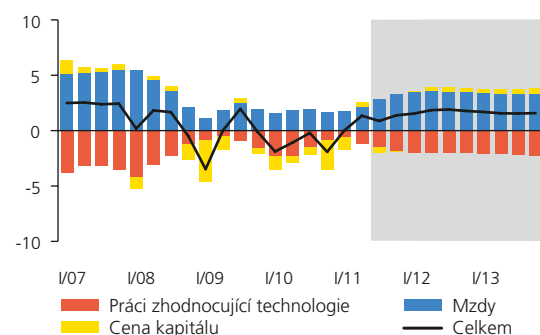


GRAF II.2.9

## NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

**Růst mzdových nákladových tlaků bude tlumen pokračujícím růstem produktivity práce**

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



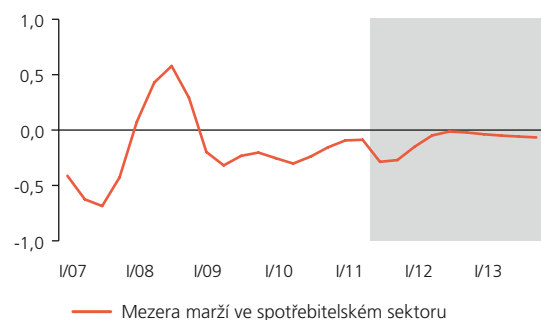


GRAF II.2.10

## MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Marže podniků se ke své rovnovážné úrovni přiblíží až v roce 2012

(v %)



v poslední době rychleji než náklady (Graf II.2.10). V nejbližším období se mezeru marží znovu otevře do záporných hodnot, protože se očekává krátkodobé zpomalení růstu tržních cen při pokračujícím mírném růstu nákladů. K opětovnému uzavírání mezery marží dojde až v průběhu roku 2012.

Vývoj **produktivity práce** na úrovni národního hospodářství v roce 2011 bude odrážet mírné zpomalení ekonomické aktivity. Jeho meziroční tempo proto mírně klesne (z hodnoty 2,4 % v prvním čtvrtletí 2011) a v průměru za celý rok dosáhne 2,1 %. Od druhé poloviny roku 2012 vlivem postupného zrychlování růstu HDP meziroční tempo růstu produktivity zrychlí ke 3 %.

Meziroční růst nominálních **mezd v podnikatelské sféře** v prvním čtvrtletí 2011 zrychlil (po sezonním očištění na 2,4 %). K dalšímu zrychlení by mělo dojít ve zbytku letošního roku, a to především vlivem pokračujícího růstu zahraniční poptávky při mírně zrychlující inflaci. Za celý rok 2011 tak průměrná mzda vzroste o 3,2 %. V příštím roce bude tempo růstu mezd dále postupně zrychlovat až k 5 %. Okolo této hodnoty se dynamika mezd v podnikatelské sféře bude pohybovat i v roce 2013 (Graf II.2.11).

S pokračující konsolidací veřejných rozpočtů prognóza očekává meziroční pokles průměrné **mzdy v nepodnikatelské sféře** v roce 2011 o 1,7 %. Ten bude výsledkem poklesu objemu mezd a platů v nepodnikatelské sféře přibližně v rozsahu -3,4 %, který by měl být zhruba z poloviny realizován poklesem zaměstnanosti. V roce 2012 meziroční růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře dosáhne 0,5 % s tím, jak bude nadále pokračovat snaha vlády o umírněný růst výdajů, avšak již nikoli ve formě absolutního poklesu mezd. V roce 2013 pak růst mzdy v nepodnikatelské sféře dále zrychlí na 2 %.

**Reálný HDP v prvním čtvrtletí 2011** vzrostl ve srovnání s předchozím čtvrtletím rychleji, a to meziročně (2,8 %) i mezičtvrtletně (0,9 %; Graf II.2.12). Minulá prognóza přitom očekávala hodnoty cca o 0,5 procentního bodu nižší v případě obou temp růstu. K meziročnímu růstu HDP přispěl nejvíce čistý vývoz a v menší míře i fixní investice. Příspěvky spotřeby domácností a vlády byly naopak mírně záporné, příspěvek investic do zásob byl nulový.

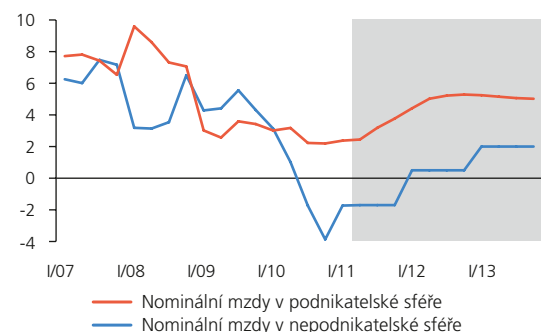
Prognóza očekává, že meziroční **růst ekonomické aktivity** ve druhém čtvrtletí 2011 mírně zpomalil na hodnotu 2,5 % (Graf II.2.13). K tomu by mělo vést snížení kladného příspěvku čistého vývozu, a to při výraznějším zrychlení dovozu ve srovnání s vývozem. Za celý rok 2011 prognóza očekává růst HDP o 2,1 %. Jde o nepatrně nižší hodnotu ve srovnání s rokem 2010, a to především v důsledku zpomalení investic do zásob a poklesu vládní spotřeby. U zásob by měl odeznít efekt jejich doplňování po předchozím oživení zahraniční ekonomické aktivity. V případě vládní spotřeby bude v letošním roce pokračovat dopad vládních úsporných opatření. Proti zpomalování růstu HDP bude naopak působit příspěvek čistého vývozu. Vyšší příspěvek ve srovnání s minulým rokem bude také patrný u fixních investic.

GRAF II.2.11

## PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelské sféře bude zrychlovat, mzdy v nepodnikatelské sféře nepatrně porostou až v roce 2012

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

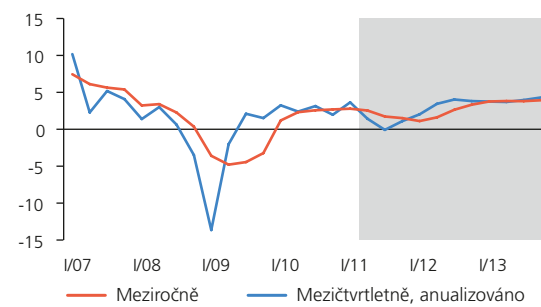


GRAF II.2.12

## PROGNOZA RŮSTU HDP

V letošním i příštím roce HDP poroste průměrným tempem lehce nad 2 %

(změny v %, sezonně očištěno)



Spotřeba domácností bude zhruba stagnovat v souvislosti s jen slabým oživením na trhu práce, dopady konsolidace veřejných rozpočtů a rychlejším růstem cen. V roce 2012 by se měly zvýšit příspěvky všech složek domácí poptávky – nejvíce fixních investic a spotřeby domácností. Celkově však HDP vzroste o 2,2 %, tedy přibližně stejně jako v letošním roce. Příspěvek čistého vývozu by totiž měl dočasně překmitnout do záporných hodnot s tím, jak zpomalí růst zahraniční poptávky. V roce 2013 reálná ekonomická aktivita již výrazně vzroste (o 3,8 %) s kladnými příspěvky všech složek poptávky, neboť odezní vliv fiskální konsolidace, zvýrazní se oživení na trhu práce a již opět plynule poroste zahraniční poptávka.

Meziroční nárůst celkové **zaměstnanosti** na začátku roku 2011 byl ovlivněn nízkou srovnávací základnou a oživením hospodářského růstu (Graf II.2.14). S odezněním uvedeného statistického vlivu, zpomalením růstu ekonomické aktivity a v důsledku vládní konsolidace bude celková zaměstnanost postupně opět lehce klesat. Celkově tak v letošním roce vzroste pouze o 0,1 %. V návaznosti na opětovné zrychlení ekonomické aktivity pak dojde se zpožděním k pozvolnému oživení zaměstnanosti. V roce 2012 zaměstnanost v průměru vzroste o 0,2 % a v roce 2013 o 0,8 %.

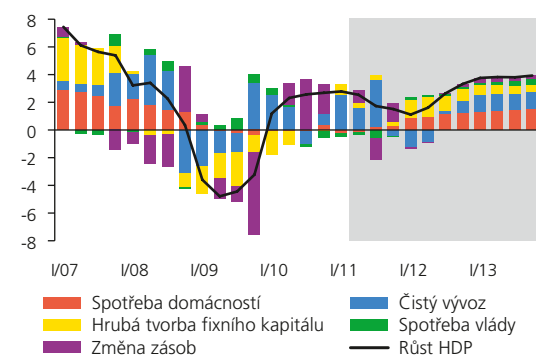
Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** bude v důsledku popsaného vývoje během roku 2011 stagnovat v průměru na 7 %. Během roku 2012 předpokládá prognóza v souvislosti s postupným oživováním ekonomiky její pokles na průměrnou hodnotu 6,7 % (Graf II.2.14). Tento pokles bude výsledkem mírného oživení zaměstnanosti při pokračujícím poklesu pracovní síly způsobeném klesající populací v produktivním věku. V roce 2013 se zrychlujícím růstem ekonomické aktivity dojde k výraznějšímu poklesu obecné míry nezaměstnanosti až k 6 %. Rovněž sezonně očištěná **míra registrované nezaměstnanosti celkem** bude ve druhé polovině letošního roku přibližně stagnovat. V příštím roce poklesne k průměrné hodnotě 8,6 %. K výraznějšímu poklesu registrované míry nezaměstnanosti (na 7,7 %) dojde, stejně jako v případě obecné míry nezaměstnanosti, až v roce 2013 vlivem oživení ekonomické aktivity, resp. zaměstnanosti.

Reálná **spotřeba domácností** v roce 2011 vykáže v průměru nulový růst, přičemž mírně oživí až ve druhé polovině roku. Stále ještě nevýrazný růst spotřeby bude ovlivněn poměrně nízkým růstem nominálních disponibilních příjmů souvisejícím s nadále utlumeným vývojem na trhu práce a vládními konsolidačními opatřeními. Zřetelnějšímu oživení reálné spotřeby bude bránit i vyšší růst cen. V roce 2012 lze očekávat zvýšení spotřeby o 2 % jako důsledek výraznějšího růstu objemu mezd a odeznění vlivu vládních opatření. Opačným směrem bude působit zvýšení snížené sazby DPH (Graf II.2.15). Při pokračujícím zlepšování podmínek na trhu práce a snížení celkové inflace v roce 2013 by měl růst reálné spotřeby dále zrychlit na 2,7 %.

GRAF II.2.13

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

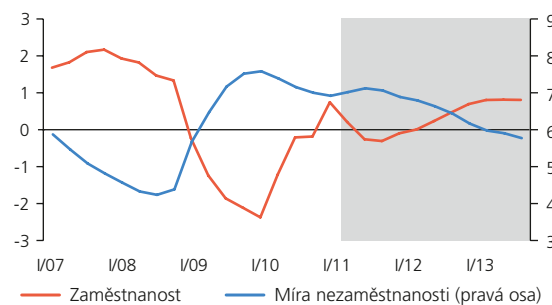
V roce 2011 bude hlavním zdrojem růstu HDP příspěvek čistého vývozu, v roce 2012 pak všechny složky domácí poptávky (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)



GRAF II.2.14

## PROGNOZA TRHU PRÁCE

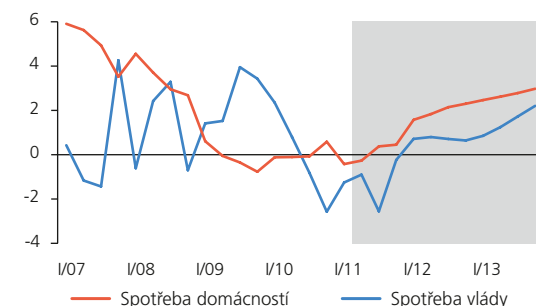
Celková zaměstnanost se začne plynule zvyšovat až v roce 2012, což se projeví v míře nezaměstnanosti (zaměstnanost – meziroční změny v %, míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.15

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností bude v letošním roce stagnovat, v příštím roce vzroste o 2 % (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

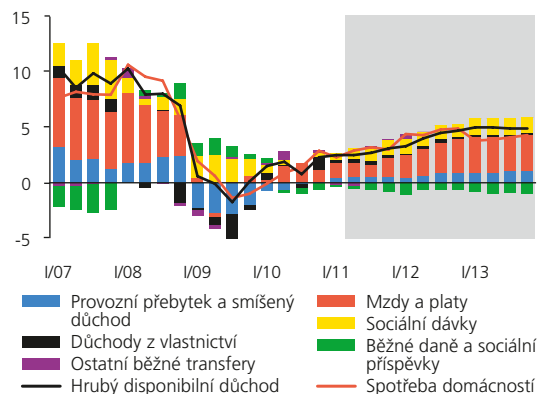


GRAF II.2.16

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod bude růst vlivem vyššího objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

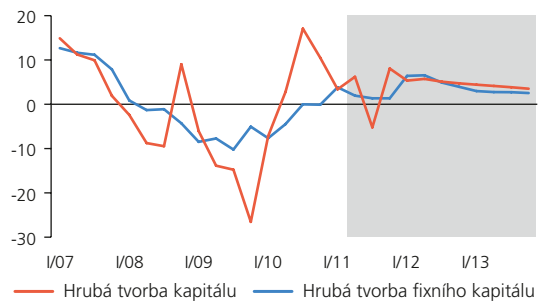


GRAF II.2.17

## 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)

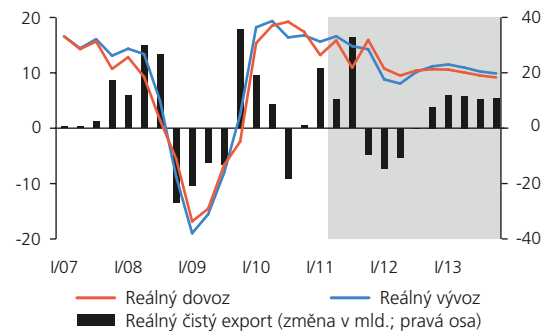


GRAF II.2.18

## REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Čistý vývoz bude mít dočasně na přelomu letošního a příštího roku záporný příspěvek k růstu ekonomiky

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



Růst nominální spotřeby domácností na prognóze lze do značné míry spojit s vývojem **hrubého disponibilního důchodu**, jehož tempo růstu by mělo postupně zrychlovat v celém horizontu prognózy. Nejvýznamnější složka disponibilního důchodu – objem mezd a platů – bude pozvolna zrychlovat své tempo růstu (Graf II.2.16). Ke zvyšování objemu mezd bude přispívat zejména průměrná mzda v soukromém sektoru. Naopak počet zaměstnanců na přelomu letošního a příštího roku meziročně dočasně poklesne, a poté až do konce prognózovaného období poroste mírným tempem. Sociální dávky by měly také vykazovat kladné příspěvky v důsledku růstu výdajů na důchody, který převáží nad efektem škrtů v oblasti státní sociální podpory. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů se bude taktéž podílet na růstu disponibilního důchodu. V opačném směru budou naopak působit běžné daně a sociální příspěvky placené z rostoucího objemu mezd a platů.

Uvedený vývoj spotřeby a disponibilního důchodu povede k postupnému poklesu **míry úspor** v nejbližším období s tím, že k jejímu nejvýraznějšímu snížení dojde v prvním čtvrtletí 2012 jako reakce spotřebitelů na zvýšení DPH. K obratu ve vývoji míry úspor pak dojde zhruba souběžně se zlepšováním podmínek na trhu práce. Míra úspor však i přes postupný růst do konce roku 2013 nedosáhne předkrizových hodnot.

Reálná **spotřeba vlády** klesá od druhé poloviny roku 2010 kvůli vládním úsporným opatřením. K obnovení jejího mírného růstu by mělo dojít na začátku příštího roku s tím, jak se těžiště fiskální konsolidace přesune od snižování běžných výdajů státu ke zvyšování daňových příjmů. Za celý rok 2012 se spotřeba vlády zvýší o 0,7 %, v roce 2013 pak o 1,5 %.

**Hrubá tvorba kapitálu** v prvním čtvrtletí 2011 zpomalila svůj meziroční růst na 3,4 %. Ke kladné hodnotě růstu celkové tvorby kapitálu přispěly pouze fixní investice, ovšem zejména vlivem nízké srovnávací základny, meziroční příspěvek změny stavu zásob byl neutrální. Ve druhém čtvrtletí 2011 prognóza očekává zrychlení hrubé tvorby kapitálu na meziroční hodnotu 6,2 % (Graf II.2.17). Ve druhé polovině letošního roku bude ukončen cyklus obnovy zásob. Na přelomu letošního a příštího roku naopak začnou postupně oživovat fixní investice, zejména ve zpracovatelském průmyslu. Hrubá tvorba kapitálu tak v příštím roce poroste meziročním tempem přesahujícím 5 %. V roce 2013 prognóza očekává růst investic poblíž jeho 4% dlouhodobé rovnovážné úrovně s nadále převažujícím příspěvkem fixních investic.

Reálný **vývoz zboží a služeb** v prvním čtvrtletí 2011 pokračoval v rychlém meziročním růstu tempem 15,6 % odrážejícím nadále vysokou zahraniční poptávku. Ve druhém a třetím čtvrtletí 2011 prognóza očekává mezičtvrtletní zpomalení vývozu (Graf II.2.18) v reakci na již zpomalující zahraniční poptávku a vliv reálného kurzu. Zpomalovat tak od třetího čtvrtletí začne i meziroční tempo růstu vývozu. Na konci letošního roku by ale dynamika vývozu měla začít opět mezičtvrtletně zrychlovat a pokračovat v oživení i v roce 2012. V souvislosti s očekávaným růstem zahraniční efektivní poptávky by měl vývoz vykazovat poměrně vysoké hodnoty růstu i v roce 2013.

Při zpomalení většiny složek domácí poptávky v prvním čtvrtletí 2011 vykázal snížení tempa růstu i reálný **dovoz zboží a služeb** (na 13,2 %). Prognóza očekává ve zbývající části letošního roku poměrně vysoké hodnoty růstu dovozu. K tomu by měl přispět zejména vývoz, ale i investice, které jsou ve srovnání s ostatními složkami domácí poptávky nejvíce dovozně náročné. V dalších dvou letech bude trajektorie růstu dovozu do značné míry sledovat vývoz při současně kladném příspěvku dovozů pro investiční a spotřební účely odražejícím oživení domácí poptávky.

Při jen mírném zpomalení vývozu a zároveň výraznějším propadu tempa růstu dovozu vykázal **čistý vývoz** v prvním čtvrtletí 2011 výrazný kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (2,5 procentního bodu). Ve druhém a třetím čtvrtletí 2011 prognóza očekává nadále výrazně kladný příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu (s výkyvy danými srovnávací základnou). Na přelomu let 2011 a 2012 by pak čistý vývoz měl dočasně přispívat k meziročnímu růstu HDP záporně, zejména v souvislosti se zpomalením zahraniční poptávky a souběžným oživením spotřeby domácností. Zpět do kladných hodnot překmitne spolu s opětovným oživením zahraniční poptávky ve druhé polovině roku 2012 a jeho příspěvek k růstu HDP se postupně ustálí okolo 1,2 procentního bodu na konci prognózy.

Prognóza platební bilance předpokládá v letošním roce stagnaci deficitu **běžného účtu** a jeho mírný nárůst v příštím roce (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje hodnoty lehce pod či poblíž 4,0 % HDP v letech 2011–2013. Prognóza očekává, že meziroční růst výkonové bilance<sup>2</sup> v letošním roce zhruba pokryje růst deficitu bilance výnosů. Meziroční zvýšení salda výkonové bilance přitom souvisí se zpomalením tempa růstu dovozů (vliv odeznění dovozů pro fotovoltaiku a pomalého růstu domácí poptávky) a se zvýšením vývozu strojírenské produkce. Opačným směrem působí poměrně výrazný meziroční růst cen surovin na světových trzích, zejména paliv. V roce 2012 by měl přebytek výkonové bilance stagnovat, když mírné zlepšení salda strojírenského vývozu a dovozu bude eliminováno zhoršením salda minerálních paliv a rychlejším růstem celkové domácí poptávky. Zvyšující se deficit bilance výnosů v obou letech bude důsledkem především pokračujícího růstu zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a rostoucího záporného salda úrokových výnosů (úrokové náklady spojené se zahraničním financováním státního dluhu a financováním deficitu běžného účtu). Bilance běžných převodů by měla stagnovat přibližně na vyrovnané úrovni. 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 finančního účtu (zejména čistým přílivem přímých a portfoliových investic). Čistý příliv **přímých investic** se v letošním

TAB. II.2.2

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

K silnějšímu oživení na trhu práce dojde až v roce 2013  
(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

## PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se deficit bilance výnosů mírně prohloubí schodek běžného účtu  
(v mld. Kč)

	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.	2013 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-139,1	-140,0	-160,0	-155,0
Obchodní bilance	54,0	70,0	70,0	90,0
Bilance služeb	66,1	70,0	70,0	75,0
Bilance výnosů	-257,7	-280,0	-300,0	-320,0
Běžné převody	-1,5	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	34,0	38,0	38,0	38,0
C. FINANČNÍ ÚČET	177,0	145,0	125,0	115,0
Přímé investice	97,0	90,0	70,0	80,0
Portfoliové investice	157,4	70,0	50,0	30,0
Finanční deriváty	-4,1			
Ostatní investice <sup>a)</sup>	-54,3	-15,0	5,0	5,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-35,5			
E. ZMĚNA REZERV (–=nárůst)	-41,4			

a) bez operací bankovního sektoru

2 tj. obchodní bilance a bilance služeb.

TAB. II.2.4

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

Fiskální konsolidace povede ke znatelnému snížení deficitu vládního sektoru v letech 2011 a 2012

(v % nominálního HDP)

	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.	2013 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,6	41,3	41,4	41,2
Výdaje vládního sektoru	45,2	45,1	44,4	44,0
z toho: úrokové platby	1,4	1,5	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,7	-3,8	-3,0	-2,8
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2
mimořádné jednorázové operace	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
UPRAVENÉ SALDO <sup>b)</sup>	-4,6	-3,6	-2,9	-2,8
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	0,0	-0,7	-0,9	-0,6
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	-4,6	-2,9	-2,0	-2,2
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	2,1	1,7	0,9	-0,2
Cyklická složka (metoda EK) <sup>c)</sup>	-0,7	-0,5	-0,3	0,3
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>c)</sup>	-3,9	-3,1	-2,6	-3,0
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>d)</sup>	1,4	0,8	0,5	-0,4
Dluh vládního sektoru	38,5	40,9	41,8	42,4

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)

roce oproti roku 2010 mírně sníží, neboť se zřejmě nezopakuje příliv kapitálu ve formě úvěrových vztahů vůči zahraničním matkám. K čistému přílivu přímých investic naopak jednorázově přispěje dezinvestice jedné domácí firmy v zahraničí (odprodej části aktiv ČEZu v Turecku). Další pokles čistého přílivu přímých investic v roce 2012 je pak způsoben odezněním vlivu této jednorázové dezinvestice, jinak prognóza předpokládá stagnaci na úrovni roku 2011. Čistý příliv přímých investic v obou letech by měl být dominantně koncentrován do reinvestovaného zisku. V oblasti **portfoliových investic** v letošním roce značně poklesne kladné saldo v důsledku nárůstu zájmu rezidentů o investování v zahraničí, nižší potřeby zahraničního financování vlády a poklesu financování zahraniční expanze ČEZu. V roce 2012 by se celkové kladné saldo portfoliových investic mělo dále snížit vlivem meziročně klesající poptávky po dluhovém financování ze strany veřejného sektoru.

Výše popsaný budoucí vývoj ekonomiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2011–2013 (Tab. II.2.4)<sup>3</sup>. Základní scénář prognózy fiskálního vývoje pracuje s předpokladem zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od roku 2012 a sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013.

Pro rok 2011 prognóza předpokládá pokles **deficitu vládního sektoru** na úroveň 3,8 % HDP vlivem působení konsolidačních opatření přijatých v souvislosti s přípravou státního rozpočtu na rok 2011. Restriktivní působení těchto opatření brzdících letošní růst HDP v rozsahu cca 0,6 procentního bodu je v prognóze zachyceno zejména přes spotřebu vlády a domácností. K mírnému snížení očekávaného deficitu ve srovnání s minulou prognózou dochází především v důsledku přehodnocení předpokladu o vývoji sociálních dávek.

Prognóza pro rok 2012 je ovlivněna zejména změnou sazby DPH, která zvýší daňové příjmy cca o 25 mld. Kč. Zvýšené životní náklady spojené s růstem DPH však budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě z daně z příjmu fyzických osob (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč). Restriktivní působení změny DPH je v prognóze zachyceno zejména ve spotřebě domácností, s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,3 procentního bodu. Prognóza pro rok 2012 i nadále zohledňuje tzv. „malou“ důchodovou reformu, která je v souhrnu rozpočtově neutrální.<sup>4</sup> V ostatních složkách vládních příjmů a výdajů je prognóza založena na předpokladu nezměněné fiskální politiky oproti roku 2011. V souhrnu je v roce 2012 očekáván pokles deficitu vládního sektoru na 3 % HDP, a to především v důsledku nárůstu příjmů plynoucích ze zvýšení snížené sazby DPH.

3 Vzhledem k tomu, že Ústavní soud rozhodl o protiprávnosti 50% zdanění státní podpory ze stavebního spoření za rok 2010 až po zveřejnění jarních notifikací deficitu a dluhu vládního sektoru za rok 2010, lze za jinak stejných okolností předpokládat, že v letošních podzimních notifikacích bude vykázan o 4,6 mld. Kč vyšší deficit vládního sektoru za minulý rok.

4 V rámci „malé“ důchodové reformy dochází k parametrickým změnám důchodového systému a ke snížení maximálního ročního vyměřovacího základu pro odvody pojistného na sociální zabezpečení ze 72 na 48násobek průměrné měsíční mzdy.

V roce 2013 prognóza předpokládá sjednocení obou sazeb DPH, což však bude mít zanedbatelný vliv na daňové příjmy. Současně dojde k valorizaci důchodů (zvýšení výdajů o 3,6 mld. Kč). Mírné meziroční snížení schodku vládního sektoru na 2,8 % HDP tak bude dáno pouze cyklickým vývojem.

**Strukturální schodek** vládního sektoru se v roce 2010 pohyboval okolo 4,5 % HDP a v letech 2011–2013 poklesne na znatelně nižší hodnoty. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 38,5 % HDP v roce 2010 na 42,4 % HDP v roce 2013.

Rizikem prognózy ve směru nižšího deficitu vládního sektoru v roce 2013 zůstává přijetí dodatečných **konsolidačních opatření**. Sem patří zejména daňová reforma, zdanění loterií a úspory plynoucí ze zefektivnění státní správy. Žádné z uvedených opatření však ještě nevstoupilo do legislativního procesu. Dalším rizikem je i dosud stále nejistá podoba penzijní a zdravotní reformy.

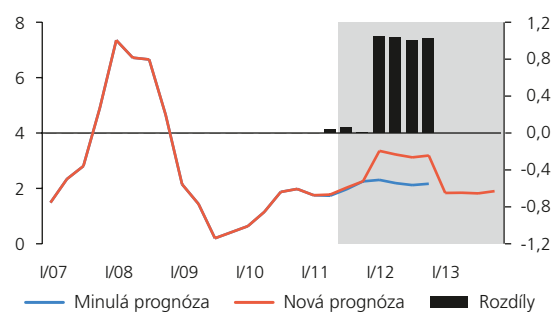


GRAF II.3.1

## ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognózu celkové inflace posouvá v roce 2012 směrem nahoru zapracování změn DPH

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



## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové inflace se oproti minulá prognóze zvýšila z důvodu zapracování změn DPH do základního scénáře. Celková inflace je proto v roce 2012 vyšší o zhruba 1 procentní bod. Predikce měnověpolitické inflace se oproti minulá prognóze významně nezměnila. Výrazně nižší výhled zahraničních úrokových sazeb se odráží v nižších prognózovaných domácích úrokových sazbách, opačným směrem působí vliv aktuálně slabší hodnoty měnového kurzu a vliv počátečních podmínek. Meziroční tempo růstu HDP bude v letošním roce vyšší a v příštím roce naopak mírně nižší. Za tím bude stát zejména vliv nových dat o HDP a vyšší výhled růstu v efektivní eurozóně, resp. zapracování restriktivního vlivu změn DPH v roce 2012. Očekávané tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se přehodnocuje nepatrně nahoru. Prognóza měnového kurzu se posouvá směrem k mírně silnějším hodnotám.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulá predikci v roce 2012 zvýšila zhruba o 1 procentní bod (Graf II.3.1). Důvodem je zapracování předpokládaného zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %. **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se na horizontu prognózy významně nezměnila a pohybuje se v blízkosti 2% inflačního cíle.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** v roce 2011 je mírně vyšší z důvodu vyššího výhledu cen zemního plynu a regulovaných cen ve zdravotnictví. V roce 2012 bude růst regulovaných cen ovlivněn zvýšením snížené sazby DPH a výraznějším růstem cen plynu pro domácnosti.

Prognóza **čisté inflace** je oproti minulá predikci v roce 2012 nepatrně nižší (Graf II.3.2). Tato změna je způsobena očekávaným výraznějším zpomalením růstu cen potravin, které bude odrážet předpokládaný ztlačení pokles cen zemědělských výrobců.

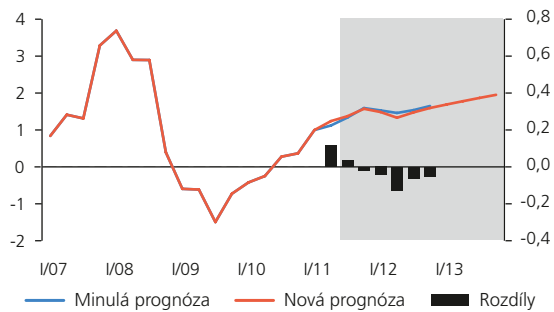
U výhledu **zahraničí** došlo k přehodnocení většiny veličin. Výrazně klesá sklon trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně a očekávání, že v této situaci bude ECB zvyšovat své úrokové sazby pomalejším tempem (viz kapitola II.1). Oproti minulá prognóze jsou v letošním roce očekávána vyšší tempa růstu zahraniční poptávky a cen zahraničních výrobců. Pro následující rok se výhled těchto dvou veličin výrazně nezměnil.

GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Nepatrné snížení prognózy čisté inflace v roce 2012 je ovlivněno nižším růstem cen potravin

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

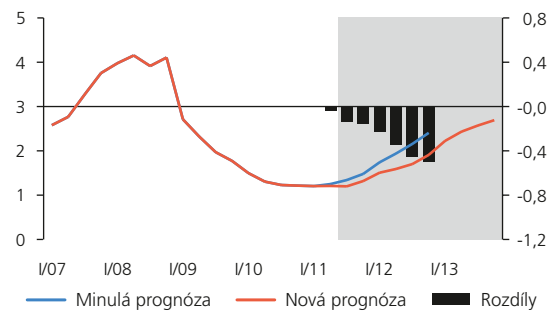


GRAF II.3.3

## ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza tržních úrokových sazeb se posouvá na nižší hladinu

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



Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se ve třetím čtvrtletí 2011 nepatrně snižuje, v delším období se rozdíl oproti minulé prognóze zvýrazňuje, přičemž ke konci roku 2012 jsou sazby nižší o 0,5 procentního bodu (Graf II.3.3). Nejvýrazněji se na této změně podílí záporný příspěvek zahraničí z důvodu přehodnocení výhledu zahraničních sazeb směrem dolů. K nižším sazbám na začátku prognózy slabě přispívá i nová krátkodobá predikce čisté inflace. Tyto záporné příspěvky jsou částečně kompenzovány přehodnocením počátečních podmínek na základě posouzení posledních dat o vyšším růstu ekonomické aktivity i obrátů zahraničního obchodu. Ve směru vyšších sazeb působí i krátkodobá predikce kurzu koruny k euru (Graf II.3.4). Vliv ostatních faktorů na změnu prognózy tržních úrokových sazeb není významný.

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** na začátku horizontu prognózy předpokládá mírně slabší hodnotu; do krátkodobého oslabení kurzu se promítla zvýšená nejistota spojená s řešením dluhové krize v eurozóně, v nejbližším období je též více záporný úrokový diferenciál. V dalších čtvrtletích by se však kurz měl posunout směrem k silnějším úrovním (Graf II.3.5). Oproti minulé prognóze tlačí na silnější hodnoty kurzu zejména příznivější výhled čistého vývozu a posun prognózovaného úrokového diferenciálu vůči euru do méně záporných hodnot vlivem nižšího výhledu zahraničních sazeb.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se v roce 2011 zvyšuje (Graf II.3.6). Za změnou stojí zejména vyšší výhled poptávky v eurozóně a nová data HDP za první čtvrtletí 2011 (včetně revize dat za rok 2010). V roce 2012 se tempo růstu HDP naopak snižuje převážně v důsledku zapracování změn DPH do základního scénáře a částečně i posunu předpokládaného zpomalení zahraniční poptávky do příštího roku.

Nová prognóza očekává nižší růst **spotřeby domácností**. Změna prognózy je mimo jiné ovlivněna významnou revizí dat za rok 2010. V roce 2012 pak na nižší dynamiku spotřeby působí zejména zapracování změn DPH, které snižují reálný disponibilní důchod domácností.

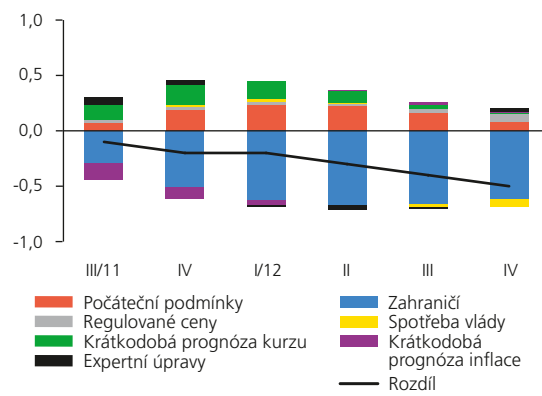
Nové údaje za první čtvrtletí 2011 a revize dat za rok 2010 ukazují na rychlejší růst **hrubé tvorby kapitálu**. Nová prognóza očekává pozdější a pozvolnější ukončení cyklu obnovy zásob. K vyšším investicím přispěje i rychlejší růst zahraniční poptávky a domácí ekonomické aktivity v letošním roce. Proto dosahuje hrubá tvorba kapitálu na prognóze mírně vyššího růstu.

GRAF II.3.4

## ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Nižší výhled zahraničních úrokových sazeb významně přispívá k nižším úrokovým sazbám, opačným směrem působí počáteční podmínky

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

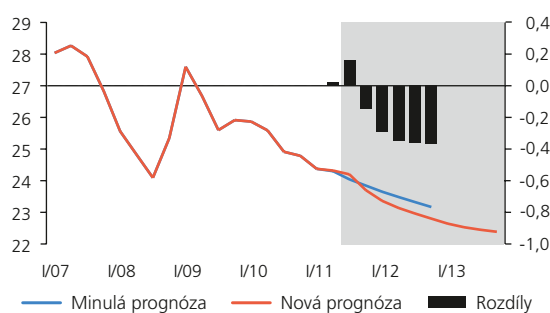


GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Prognóza měnového kurzu se od konce letošního roku posouvá směrem k silnějším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíl v CZK – pravá osa)

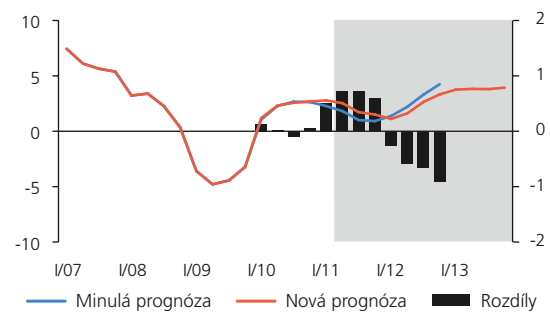


GRAF II.3.6

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu HDP se v letošním roce zvyšuje, v příštím roce je naopak nižší

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



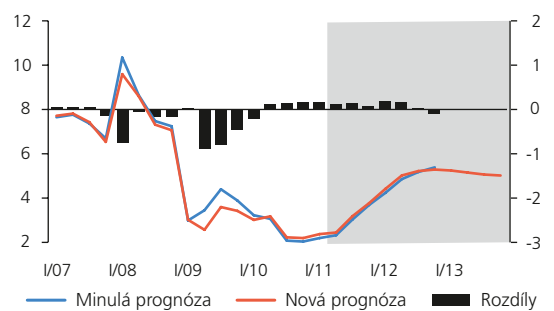


GRAF II.3.7

## ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

## Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se posouvá lehce výše

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



Tempa růstu **vývozů a dovozů** jsou kvůli revizi dat i novým údajům přehodnocena na prognóze významně směrem nahoru. Za přehodnocením stojí i zlepšení náhledu na vývoj v zahraničí a celkových obrátů zahraničního obchodu. Lehce se proto zvyšuje příspěvek čistého vývozu k růstu HDP.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze nepatrně zvyšuje, a to v důsledku vyššího růstu mezd v prvním čtvrtletí 2011 a vyšší ekonomické aktivity na počátku prognózy. Revize dat za roky 2009 a 2010 naopak celkový růst mezd snižuje (Graf II.3.7).

## II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

Rizika prognózy jsou nadále spojena s vývojem v zahraničí.<sup>5</sup> Přetrvávajícím rizikem vůči prognóze je zejména další vývoj dluhové krize v eurozóně a reakce zahraničních úrokových sazeb na její řešení. Z tohoto důvodu byl zpracován citlivostní scénář zahraničních sazeb. Standardně byl zpracován citlivostní scénář kurzu.

### II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady případného **odlišného kurzového vývoje** oproti prognóze. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o  $\pm 3$  % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v prvním čtvrtletí prognózy jako v základním scénáři. Hodnota kurzu tak pro třetí čtvrtletí roku 2011 dosahuje 23,5 CZK/EUR, resp. 24,9 CZK/EUR oproti 24,2 CZK/EUR v základním scénáři.

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

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

### II.4.2 Citlivostní scénář zahraničních sazeb

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady odlišného **výhledu zahraničních sazeb** oproti trajektorii zpracované v základním scénáři prognózy. Tento citlivostní scénář předpokládá vývoj zahraničních sazeb, který je odpočtem tržních výhledů ke dni sběru dat pro průzkum Consensus Forecasts (11. července), na rozdíl od základního scénáře, který je založen na tržním výhledu z 8. července. Mezi těmito dvěma obchodními dny tržní výhledy reagovaly prudkým poklesem na vývoj dluhové krize v eurozóně. Vzhledem k mimořádnosti – a zároveň možné dočasnosti – tohoto výkyvu nedošlo k jeho zohlednění v základním scénáři, a představuje tak riziko prognózy.

<sup>5</sup> Tato rizika byla podrobně popsána v alternativních scénářích ve Zprávě o inflaci I/2011. Část z nich je však již zapracována do základního scénáře nové prognózy, zejména pokud jde o vyšší ceny komodit a robustní růst německé ekonomiky.

Tab. II.4.1

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

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

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)
III/11	0,0	0,0	0,2	0,7
IV/11	0,0	0,3	0,3	0,2
I/12	0,1	0,3	0,2	0,0
II/12	0,2	0,2	0,1	0,0
III/12	0,2	0,1	-0,2	0,0
IV/12	0,1	0,0	-0,3	0,0
I/13	0,1	0,0	-0,2	0,0
II/13	0,0	-0,1	-0,1	0,0
III/13	0,0	0,0	0,0	0,0
IV/13	0,0	0,0	0,1	0,0

Tab. II.4.2

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ ZAHRANIČNÍCH SAZEB

Nižší výhled zahraničních sazeb vede k tlakům na posílení kurzu, jehož protiinflační působení je kompenzováno uvolněnější měnovou politikou (odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)	Zahraněční sazby (v p.b.)
III/11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV/11	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
I/12	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
II/12	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
III/12	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
IV/12	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,2
I/13	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,3
II/13	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,3
III/13	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,3
IV/13	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,3

V tabulce (Tab. II.4.2) jsou uvedeny výsledky simulace s nižším výhledem zahraničních sazeb, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy. Naopak scénář s vyšším výhledem zahraničních sazeb by vedl k přibližně stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Nižší výhled zahraničních sazeb je do citlivostního scénáře, stejně jako do základního scénáře, zapracován jako očekávaný na celém horizontu prognózy. Na očekávaný méně záporný úrokový diferenciál reaguje kurz posílením v celém horizontu prognózy. Výraznější posilování kurzu je však tlumeno uvolněnější domácí měnovou politikou oproti hodnotám základního scénáře. Odchylky ve vývoji inflace jsou proto nepatrné. Také dopad do celkového tempa růstu HDP není významný. Uvolněnější měnová politika totiž částečně kompenzuje zhoršení cenové konkurenceschopnosti vývozců, když výpadek čistého vývozu je nahrazen vyšší domácí poptávkou.

## II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se během druhého čtvrtletí 2011 v ročním horizontu lehce zvýšila, ve tříletém horizontu se naopak snížila. V obou horizontech přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají růst HDP v letošním roce nepatrně nad 2% a jeho urychlení v roce příštím. Současné očekávají během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a nárůst základních sazeb ČNB. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB většina analytiků předpokládala stabilitu základních sazeb. Tržní výhled sazeb se shoduje s prognózou ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu<sup>6</sup> v ročním horizontu během druhého čtvrtletí lehce vzrostla, pravděpodobně v souvislosti s očekávanými dopady zvýšení snížené sazby DPH. Podnikoví manažeři naopak svou predikci nepatrně snížili. Očekávání obou skupin respondentů se tak nadále pohybovala nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu se u analytiků dlouhodobě pohybují zhruba půl procentního bodu nad cílem ČNB, přičemž v červenci mírně poklesla.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se již delší dobu postupně zvyšuje, stále se však pohybuje v záporných hodnotách (Graf II.5.1).<sup>7</sup> To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců spíše nerostly. Indikátor očekávané inflace na začátku roku 2011 poměrně výrazně vzrostl, během druhého čtvrtletí 2011 pak mírně klesl. Tento indikátor pohybující se v kladných hodnotách 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 lehce nad 2% (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by tempo hospodářského růstu mělo zrychlit, stejně jako růst mezd. V porovnání s hodnotou měnového kurzu koruny z konce července 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 3,0%, resp. 2,6%. Před srpnovým zasedáním bankovní rady ČNB osm 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 1,75%. V posledních měsících se prognózy tržních úrokových sazeb příliš neměnily, analytici pouze posunovali svá očekávání o růstu sazeb do vzdálenější budoucnosti.

6 ČNB sleduje prostřednictvím svých statistických šetření očekávání analytiků finančního trhu ohledně vývoje základních makroekonomických ukazatelů a inflační očekávání podnikových manažerů. V Tab. II.5.1 jsou uvedeny průměrné hodnoty z těchto šetření.  
7 ČNB využívá kvalitativní hodnocení domácností ohledně minulé a budoucí inflace zjišťované v rámci European Commission Business and Consumer Survey (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)

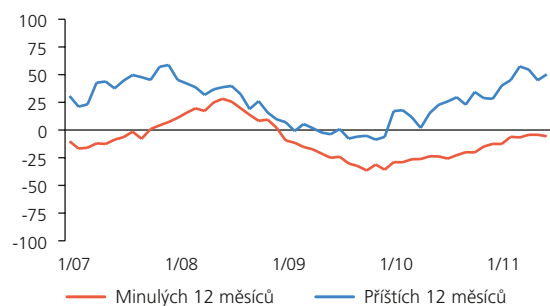
	3/11	4/11	5/11	6/11	7/11
IOFT:					
Index spotř. cen	2,5	2,5	2,7	2,7	2,7
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,6	2,5	2,5	2,4
Reálný HDP v roce 2011	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Reálný HDP v roce 2012	2,8	2,7	2,8	2,8	2,7
Nominální mzdy v roce 2011	2,4	2,1	2,5	2,3	2,3
Nominální mzdy v roce 2012	4,1	3,9	4,3	4,2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

Graf II.5.1

### VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

**Inflační očekávání domácností se v první polovině 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 mírně nad 2%**

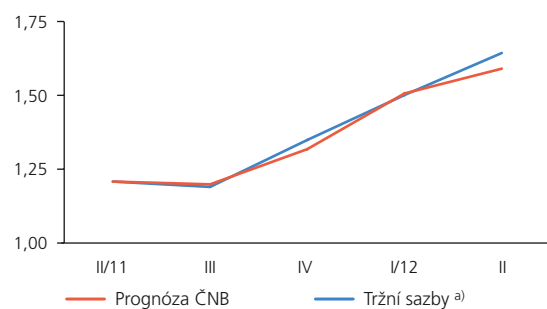
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	3/11	4/11	5/11	6/11	7/11
Reálný HDP v roce 2011	2,2	2,1	2,2	2,3	2,3
Reálný HDP v roce 2012	2,9	2,8	2,9	2,9	2,7
Nominální mzdy v roce 2011	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6
Nominální mzdy v roce 2012	4,0	4,1	4,3	4,5	4,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	23,8	23,9	23,8	23,8	23,8
3M PRIBOR (v %)	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9

GRAF II.5.2

## SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se téměř shoduje se sazbami prognózovanými ČNB  
(v %)



a) pro II/11 a III/11 3M PRIBOR, pro IV/11 až II/12 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 22. 7. 2011

**V porovnání s novou prognózou ČNB** očekávají analytici nepatrně vyšší tempo růstu reálného HDP pro letošní rok, jejich predikce pro příští rok jsou vyšší výrazněji. Inflace očekávaná v ročním horizontu se u analytiků naopak pohybuje na mírně nižší hladině. Tento rozdíl zřejmě souvisí s tím, že analytici předpokládají menší dopad zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012 z 10 na 14 %. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu je u analytiků v rámci IOFT slabší o 3,1 % než v prognóze ČNB, u analytiků CF je slabší o 3,6 %. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu jsou lehce výše než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy ČNB. Obě trajektorie se téměř shodují.

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 INFLACE

Celková i měnověpolitická meziroční inflace dosáhla v červnu 2011 hodnoty 1,8 %, a nacházela se tak nepatrně pod úrovní cíle ČNB. Jen nepatrné zvýšení inflace ve druhém čtvrtletí 2011 bylo výsledkem protisměrných změn některých jejích složek. Tržní ceny, měřené čistou inflací, dále zrychlily svůj růst. Navzdory přetrvávajícím inflačním tlakům ze strany cen komodit, které se projevily zejména rychlejším růstem cen potravin, však zůstala čistá inflace nadále nízká. Jde o důsledek slabé domácí 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 ve druhém čtvrtletí 2011 nacházela nepatrně 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 ve druhém čtvrtletí roku 2011 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od října 2009 do června 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 I/2010 s následným vývojem.

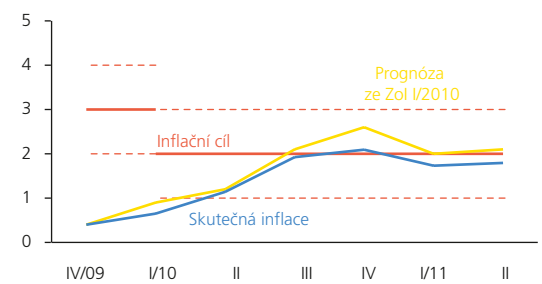
**Prognóza ze Zprávy o inflaci I/2010** očekávala, že celková inflace bude z hodnot těsně nad nulou postupně narůstat. Nízké hodnoty inflace na začátku prognózy byly ovlivněny především propadem reálné ekonomické aktivity; v jeho důsledku nebyly patrné žádné inflační tlaky, ať už z domácí ekonomiky nebo v oblasti dovozních cen. Ve druhé polovině roku 2010 se inflace v důsledku daňových změn měla dočasně dostat až mírně nad 2% inflační cíl. S jejich odezníváním v první polovině roku 2011 se celková inflace měla vrátit k cíli (Graf III.1.1). K tomu měl přispět pozvolný nárůst ekonomické aktivity podpořený uvolněnou měnovou politikou na celém horizontu prognózy.

Celková **inflace se ve skutečnosti** pohybovala jen lehce pod hodnotami předpokládanými prognózou, a to v celém predikčním horizontu. U jednotlivých skupin spotřebitelských cen přitom byly patrné odchylky v obou směrech. Ve směru nižší inflace výrazně působila korigovaná inflace bez PH, která neočekávaně setrvala v záporných hodnotách. Projevily se u ní nízké domácí inflační tlaky a později také silnější kurz koruny. Tuto zápornou odchylku od prognózy částečně kompenzovaly vyšší regulované ceny, ceny potravin a pohonných hmot. Předikce dopadů změn nepřímých daní se zhruba naplnila (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

**Inflace se ve druhém čtvrtletí 2011 nacházela lehce pod prognózou ze Zol I/2010**  
(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 I/2010	Skutečnost 2. čtvrtletí 2011	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	2,1	1,8	-0,3
z toho:			
regulované ceny	2,9	4,0	0,2
primární dopady změn nepřímých daní	0,1	0,1	0,0
ceny potravin <sup>a)</sup>	2,4	4,1	0,4
ceny pohonných hmot (PH) <sup>a)</sup>	6,0	9,1	0,1
korigovaná inflace bez PH <sup>a)</sup>	1,2	-0,8	-1,0

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

## Vnější nákladové faktory působily směrem k vyšší inflaci

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

		I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11
HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup>	p	2,5	2,0	1,0	0,5	0,9	1,6
	s	2,3	3,2	3,1	3,0	3,6	-
PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>	p	-1,9	0,4	1,7	2,2	2,1	1,9
	s	-1,2	2,1	3,8	4,7	6,3	5,9
3M EURIBOR (v %)	p	0,7	0,8	1,2	1,6	1,8	2,1
	s	0,7	0,7	0,9	1,0	1,1	1,4
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,44	1,47	1,46	1,45	1,43	1,42
	s	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	80,7	82,9	84,7	86,2	87,6	88,7
	s	76,8	78,6	76,4	86,9	105,2	116,8

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

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 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, přičemž k výrazným odchylkám došlo především na konci sledovaného období (Tab. III.1.2).

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Zpočátku lehce přísnější působení reálných úrokových sazeb se po snížení měnověpolitických sazeb v květnu 2010 změnilo na uvolněnější. Měnový kurz se až do poloviny roku 2010 vyvíjel zhruba v souladu s prognózou, poté se však rychle rostoucí export a zlepšený výhled ratingu ČR při nadále nízkých zahraničních úrokových sazbách odrazily v nečekaně rychle 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 vývozu tažen rychlejším oživením zahraniční poptávky. Posilující kurz koruny přitom kompenzoval dopady rychlejšího růstu a vyšší zahraniční inflace do domácího cenového vývoje. Podíl na rychlejším růstu HDP měl i vyšší růst hrubé tvorby kapitálu způsobený obnovováním stavu zásob. Růst mezd byl oproti prognóze utlumenější. Uvedené faktory přispěly k tomu, že se v polovině roku 2011 celková inflace nacházela nepatrně pod cílem. Nízké domácí úrokové sazby odrážely vedle utlumených domácích inflačních tlaků rovněž 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 říjnem 2009 a červnem 2010 bankovní rada shledávala rizika prognóz nejdříve jako mírně proinflační, na začátku roku 2010 jako vyrovnaná, resp. mírně protiinflační a ve druhém čtvrtletí 2010 jako vyrovnaná. Rozhodnutí bankovní rady přispěla k tomu, že tržní úrokové sazby se zpočátku 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 se měnověpolitická inflace stále pohybuje nepatrně pod 2% cílem ČNB. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika měla být na konci roku 2009 a v první polovině roku 2010 lehce uvolněnější.

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

## Domácí ekonomická aktivita rostla od druhé poloviny roku 2010 rychleji, než předpokládala prognóza

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

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

### III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve druhém čtvrtletí 2011 se **meziroční inflace**<sup>8</sup> nepatrně zvýšila. V červnu byla oproti březnu vyšší o 0,1 procentního bodu a dosáhla 1,8 % (Graf III.1.2). Její víceméně stabilní vývoj ve druhém čtvrtletí však v sobě skrýval protisměrné změny některých jejích složek, neboť meziroční zrychlení růstu cen potravin a regulovaných cen bylo téměř vykompenzováno oslabením růstu cen pohonných hmot a odezněním dopadů změn nepřímých daní platných od ledna 2010 (Graf III.1.3).

Zejména výrazné zvýšení cen potravin přispělo k tomu, že ve **struktuře meziroční inflace** ve druhém čtvrtletí již převážil vliv tržních cen. V červnu dosáhl podíl tržních cen na meziročním růstu spotřebitelských cen 1 procentního bodu (Graf III.1.4). Po delším období se tak administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny, podílely na meziroční inflaci v menší míře. Přispělo k tomu také odeznění vlivu dopadu změn nepřímých daní, které měly v předchozím roce relativně vysoký podíl na meziroční inflaci.

V důsledku odeznění efektu zvýšení spotřební daně na cigarety z 1. ledna 2010 v průběhu druhého čtvrtletí 2011 klesl příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen v červnu k nulové hodnotě. Měnověpoliticky relevantní inflace tak na konci druhého čtvrtletí splynula s celkovou inflací a dosáhla hodnoty 1,8 % (Graf III.1.2).

**Regulované ceny** naopak v červnu zrychlily svůj meziroční růst (na 4,7 %), který byl nejvíce ovlivněn červnovým zvýšením cen zemního plynu. K dalším úpravám cen regulovaných položek patřilo zvýšení regulovaného a deregulovaného nájemného, jehož dopad do cen byl patrný zejména v květnu. Na meziročním růstu regulovaných cen se také podílely úpravy cen elektřiny a vodného a stočného z předchozího čtvrtletí. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních složek inflace bez dopadu změn daní.

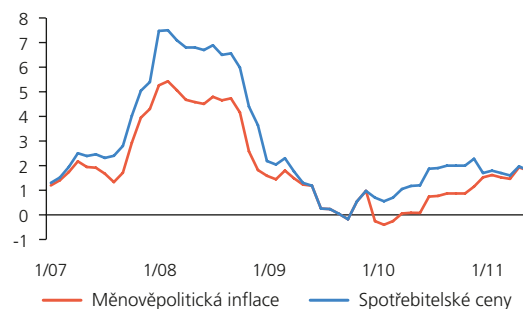
Meziroční růst **tržních cen**, měřených čistou inflací, ve druhém čtvrtletí 2011 dále zrychlil, oproti březnu byl v červnu o 0,3 procentního bodu vyšší a dosáhl 1,2 %. Na této změně se podílelo zesílení meziročního růstu cen potravin. Jejich dopad do tržních cen byl jen velmi mírně kompenzován oslabením meziročního růstu cen pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot setrvala již druhé čtvrtletí v řadě na nezměněné meziroční hodnotě -0,8 %. Její vývoj 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, odrážející mimo jiné vliv předchozího posílení měnového kurzu,

8 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.2

#### INFLACE

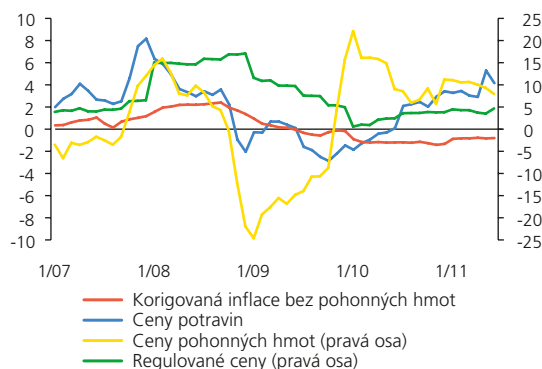
Ve druhém čtvrtletí 2011 meziroční inflace nepatrně zrychlila (meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

#### VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

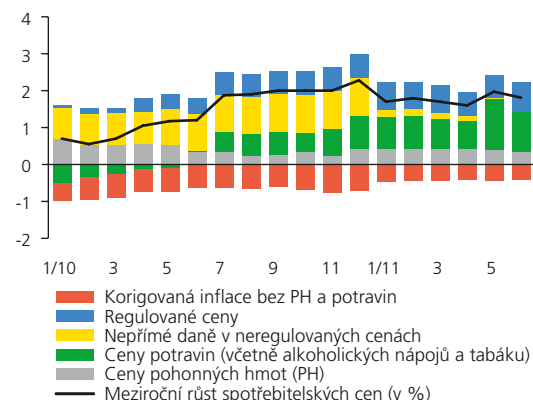
Meziroční růst cen potravin zrychlil, růst cen pohonných hmot naopak zpomalil (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen)



GRAF III.1.4

#### STRUKTURA INFLACE

Po delším období se na meziroční inflaci nejvíce podílely tržní ceny (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



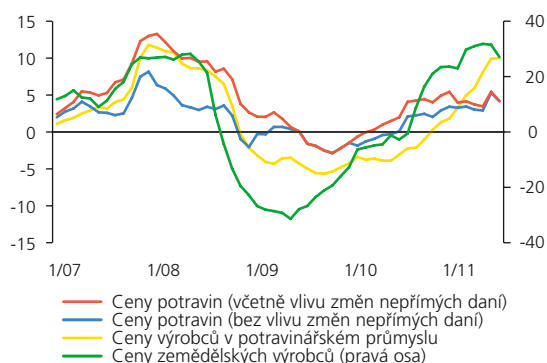


GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

Do růstu cen potravin se promítalo výrazné zvýšení cen v potravinářském průmyslu

(meziroční změny v %)

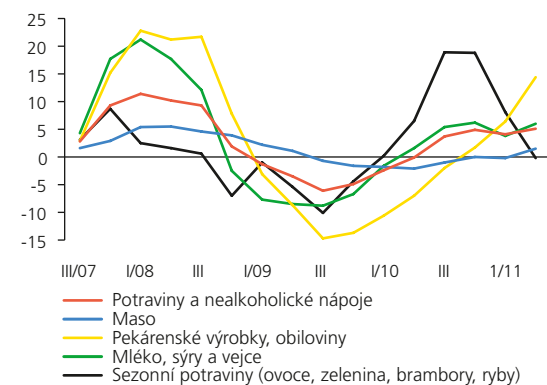


GRAF III.1.6

## VÝVOJ SLOŽEK CEN POTRAVIN

Výrazně zrychlil růst cen pekárenských výrobků, růst cen potravin živočišného původu byl mírnější

(meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ)

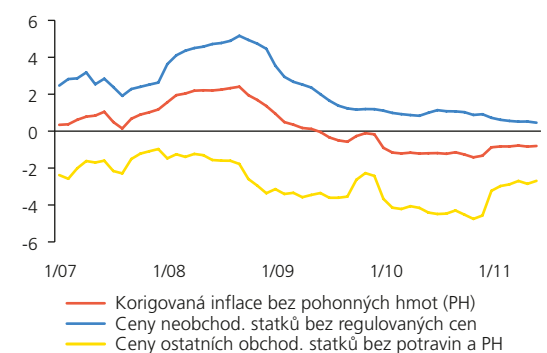


GRAF III.1.7

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace zůstal stabilní

(meziroční změny v %)



působily k udržení nízké korigované inflace (blíže viz Dovožní ceny a ceny výrobců). Rychlý meziroční růst světových cen energetických surovin se promítl ztelně jen do spotřebitelských cen pohonných hmot a cen bydlení (ve výdajích na energie jako je zemní plyn aj.).

**Ceny potravin** ve druhém čtvrtletí 2011 pokračovaly v meziročním růstu, který v květnu zrychlil na výrazných 5,3 %; v červnu se pak částečně zmírnil na 4,2 % (Graf III.1.5). Výrazné květnové zvýšení cen potravin na spotřebitelském trhu bylo spojeno s prudkým nárůstem cen pekárenských výrobků, který byl skokovou reakcí na předchozí silný nárůst cen zemědělských výrobců a v menší míře i energií. Následně zvolnění meziroční dynamiky růstu cen potravin v červnu pak bylo především ovlivněno výrazným poklesem cen zeleniny, ke kterému zřejmě došlo při poklesu poptávky v důsledku paniky způsobené výskytem nebezpečné bakterie v zahraničí. Také netypický vývoj cen ostatních sezonních potravin (zejména brambor) přispěl ke zpomalení růstu cen potravin v závěru čtvrtletí (Graf III.1.6); v tomto případě nelze vyloučit i vliv posílení kurzu koruny při jejich širší nabídce z dovozu na domácím spotřebitelském trhu.

Při přetrvávající stagnaci **korigované inflace bez pohonných hmot** na nezměněné meziroční hodnotě -0,8 % i ve druhém čtvrtletí 2011 byly patrné dílčí protisměrné změny v cenovém vývoji jejích hlavních složek. Ceny ostatních obchodovatelných statků zaznamenaly další mírné oslabení meziročního poklesu (z 2,9 % v březnu na 2,7 % v červnu). Hlavní příčinou této změny byl vliv srovnatelné základny, způsobené výraznými poklesy cen těchto statků v roce 2010. Vývoj cen neobchodovatelných statků (bez regulovaných cen) naopak ve druhém čtvrtletí nadále směřoval ke zpomalení meziročního růstu na historicky nejnižší hodnotu 0,5 % (Graf III.1.7) v podmínkách stále slabé domácí poptávky i růstu mezd.

Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve druhém čtvrtletí 2011 zpomalil na červnových 7,9 %. Zrychlení meziročního růstu světových cen ropy bylo totiž převáženo výraznějším meziročním posílením kurzu CZK/USD, které v červnu dosáhlo zhruba 20 %.

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

### III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

V podmínkách trvajících rychlého meziročního růstu cen klíčových surovin na světových trzích pokračovaly dovozní ceny v meziročním růstu, který však byl výrazně tlumen vývojem měnového kurzu. Vysoký růst dovozních cen surovin a polotovarů se nejvíce promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování naopak nadále klesaly a došlo rovněž ke zpomalení meziročního růstu cen v odvětvích zpracovatelského průmyslu s vyšší přidanou hodnotou. Meziroční růst cen výrobců v potravinářském průmyslu výrazně zrychlil, u cen zemědělských výrobců se ale již objevují náznaky obratu. Ceny tržních služeb zaznamenaly další zrychlení růstu, zatímco ve stavebnictví ceny setrvaly v meziročním poklesu.

#### III.2.1 Dovozní ceny

Pokračující růst **dovozních cen** byl i v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí 2011 tažen především vývojem cen klíčových komodit na světových trzích (Graf III.2.2). Podle posledních údajů za květen se ale dynamika meziročního růstu dovozních cen zřetelně snížila (na 2,1 % v květnu), 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 březnu a dubnu se navíc znatelně zvýšil, což bylo způsobeno zrychlením meziročního tempa růstu světových cen ropy a cen zemního plynu (na 44,8 %, resp. 21,9 %). I když zvyšování těchto cen pokračovalo i v květnu, jejich podíl na meziročním růstu dovozních cen se naopak částečně snížil. Příčinu lze vidět v dalším výrazném meziročním posílení kurzu CZK/USD,<sup>9</sup> které již převážilo nad dopadem pokračujícího zvyšování světových cen ropy a zemního plynu do dovozních cen (Graf III.2.3). Díky tomu dovozní ceny energetických surovin rostly v květnu výrazně pomaleji než v březnu 2011 (meziročně o 15,3 %; Tab. III.2.1).

Vývoj kurzu koruny<sup>10</sup> částečně přispěl i k výraznému zpomalení meziročního růstu dovozních cen **neenergetických surovin** (na 33,8 % v květnu) z jeho rekordní dubnové hodnoty. I přes poměrně malou váhu činil jejich příspěvek k růstu dovozních cen v květnu 1 procentní bod. Zmírnil se také meziroční růst cen dovážených chemikálií a **polotovarů** (na 4,1 %, resp. 4,8 % v květnu). Dovozní ceny **potravin** již v dubnu a květnu mírně meziročně klesaly. U cen rostlinných a živočišných olejů ale pokračovalo zrychlování jejich meziročního růstu (na 42,1 % v květnu).

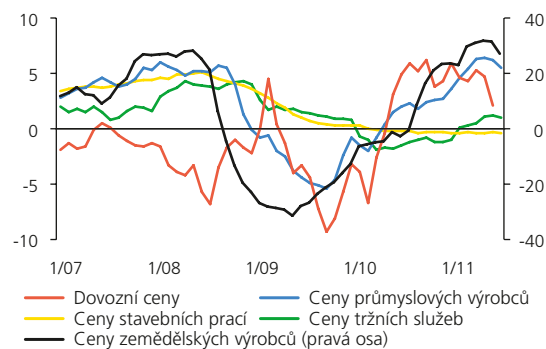
9 CZK/USD v březnu meziročně posílil o 7,4 %, v dubnu to již bylo o 10,9 % a v květnu o 16,8 %.

10 Také kurz CZK/EUR meziročně posílil, a to o 4,0 % v dubnu, resp. 5 % v květnu.

GRAF III.2.1

#### DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

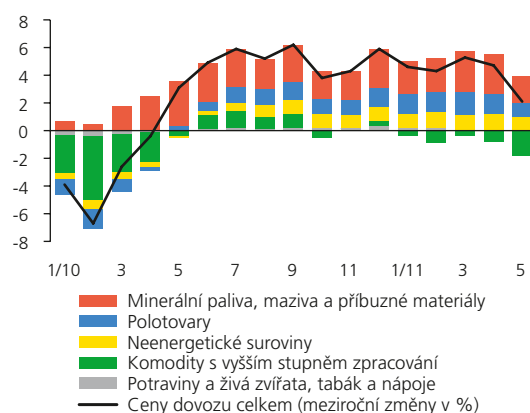
Růst dovozních cen zpomalil, kulminoval i růst cen průmyslových a zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

#### DOVOZNÍ CENY

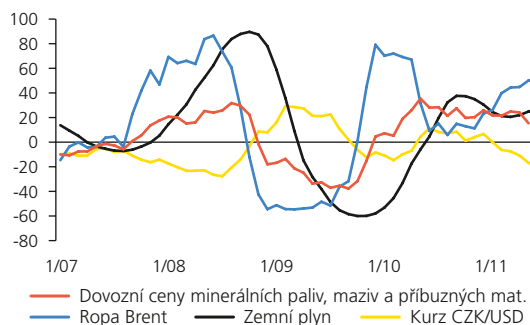
Růst dovozních cen byl nadále tažen především cenami dovážených surovin a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

#### MINERÁLNÍ PALIVA

Vysoký růst cen energetických surovin byl tlumen meziročním posílením kurzu koruny k dolaru (meziroční změny v %)



TAB. III.2.1

## STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny rostly ve většině skupin dovozu, ale u komodit s vyšší přidanou hodnotou nadále klesaly

(meziroční změny v %)

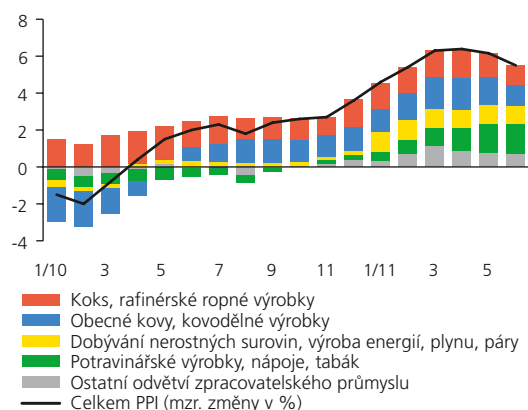
	2/11	3/11	4/11	5/11
DOVOZ CELKEM	4,3	5,3	4,7	2,1
z toho:				
potraviny a živá zvířata	3,0	0,3	-0,3	-0,1
nápoje a tabák	5,3	3,6	4,2	6,9
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	40,7	44,1	44,1	33,8
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	21,5	24,9	24,1	15,3
živočišné a rostlinné oleje	30,9	37,1	39,1	42,1
chemikálie a příbuzné výrobky	4,1	5,4	5,2	4,1
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	6,9	8,1	6,7	4,8
stroje a dopravní prostředky	-2,5	-2,4	-3,4	-5,5
průmyslové spotřební zboží	-4,3	-2,2	-1,6	-3,5

GRAF III.2.4

## CENY PRŮMYSLYVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců zpomalil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

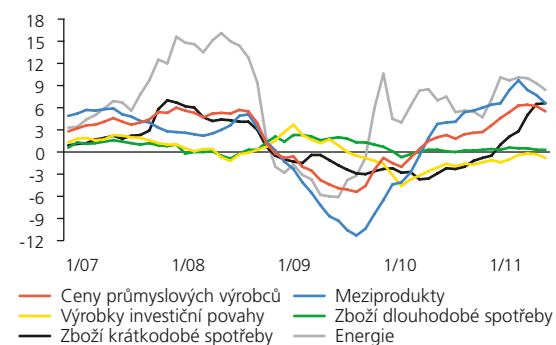


GRAF III.2.5

## CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLYVÝCH SKUPIN

Rostoucí ceny surovin se promítaly do cen meziproductů a produktů krátkodobé spotřeby

(meziroční změny v %)



V souhrnu tak dovozní ceny surovin a polotovarů vykazovaly při trvalém zvýšené poptávce na globálních trzích stále ještě převážně vysoký meziroční růst, zatímco u dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**<sup>11</sup> došlo v dubnu a květnu k prohloubení meziročního poklesu (Graf III.2.2). Jejich vývoj v tomto období ovlivnilo nejen zřetelné meziroční posílení kurzu koruny, ale také výrazně nižší dynamika zahraničních cen těchto komodit ve srovnání s cenami surovin.

## III.2.2 Ceny výrobců

## Ceny průmyslových výrobců

Vývoj **cen průmyslových výrobců** ve druhém čtvrtletí 2011 signalizoval změnu dosavadního trendu zrychlování jejich meziročního růstu, který v dubnu kulminoval na hodnotě 6,4 %. Poté podle posledních údajů jejich růst v následujících dvou měsících oslaboval a v červnu dosáhl 5,5 % (Graf III.2.4).

Pohled na příčiny jejich vývoje a **strukturu růstu cen** se oproti předchozí zprávě částečně změnil. Dosažený růst byl nadále významně tažen rychle rostoucími dovozními cenami významných surovinových vstupů, i když v menší míře než v předchozím čtvrtletí. Ty se výrazně promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce (Graf III.2.4). Totéž platilo i pro zpožděné promítání vysokých cen zemědělských výrobců do cen v potravinářském průmyslu. Avšak růst cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu zpomalil, a na rozdíl od prvního čtvrtletí tak již nesignalizoval zvyšující se promítání nákladových tlaků do cen komodit s vyšší přidanou hodnotou (viz též Graf III.2.5).

Na celkovém meziročním růstu cen výrobců v průmyslu se ve druhém čtvrtletí 2011 nejvíce podílely ceny výrobců v **potravinářském průmyslu** (1,6 procentního bodu), které v červnu vzrostly o výrazných 10 %. Příspěvek cen v **odvětví základních kovů** se naopak značně snížil (na 1,1 procentního bodu), zejména v souvislosti se zmírněním cenového růstu dovozních cen polotovarů na bázi kovů. Stejný příspěvek vykazaly i ceny v **odvětví koku a rafinérských ropných produktů**, jejichž meziroční růst i po zmírnění stále ještě dosahoval dvouciferných hodnot (v červnu 17,7 %).

Meziroční růst cen v průmyslu byl ve druhém čtvrtletí 2011 také ovlivněn pokračujícím růstem cen v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v červnu o 4 %) a dalším zrychlením růstu cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami (na 6,3 % v červnu). V odvětví těžby a dobývání naopak meziroční růst zvolnil na 8,7 % v červnu. Celkově se příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců nepatrně snížil na 1 procentní bod.

11 Strojí, dopravních prostředků a průmyslového spotřebního zboží.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu** růst cen po zrychlení v prvním čtvrtletí 2011 opět zvolnil; jejich podíl na meziročním růstu cen průmyslových výrobců se tak ve druhém čtvrtletí 2011 snížil na cca 0,7 procentního bodu. Ceny výrobců však klesaly meziročně pouze ve dvou významných odvětvích.<sup>12</sup>

#### Ceny zemědělských výrobců

Přetrvávající silný meziroční růst **cen zemědělských výrobců** nadále indikoval potenciální inflační tlaky plynoucí z vývoje cen zemědělských komodit. Podle posledních údajů za červen se dynamika jejich meziročního růstu sice zmírnila, avšak stále dosahovala vysokých hodnot (27,1 %; Graf III.2.7). Na obratu vývoje cen zemědělských výrobců se podílely ceny produktů rostlinné výroby, jejichž tempo růstu se ještě v dubnu blížilo úrovni 60 %; v červnu pak již bylo o cca 10 procentních bodů nižší. Ceny produktů živočišné výroby naopak zaznamenaly zrychlení meziročního růstu, který v červnu dosáhl 8 %.

Vysoký růst domácích cen zemědělských výrobců, pozorovaný již od druhé poloviny roku 2010, byl výsledkem souběhu více faktorů. Především to bylo oživení růstu **cen agrárních komodit na světových trzích**, na kterém se podílelo postupné ekonomické oživení ve světě a uvolněné globální měnové podmínky, podporující investice do komodit jako alternativního aktiva. Také nepříznivé klimatické podmínky u hlavních producentů rostlinné výroby v roce 2010 přispěly k výraznému nárůstu světových cen, zejména obilovin a olejnin. K růstu cen zemědělských výrobců v tomto období přispěl navíc i výrazný růst u některých dalších komodit s typicky kolísavým cenovým vývojem (ovoce, brambory, zelenina). Z pohledu domácích cen byl obnovený růst světových cen těchto komodit pouze částečně tlumen meziročním posílením měnového kurzu CZK/EUR v průběhu roku 2010 a v první polovině roku 2011.

#### Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách trvající nízké poptávky po stavebních investicích zůstaly **ceny stavebních prací** i ve druhém čtvrtletí 2011 v mírném meziročním poklesu, který v červnu dosáhl 0,4 % (Graf III.2.8). Zároveň se zmírnil meziroční růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (z 3,9 % v březnu na 2,9 % v červnu), pravděpodobně v souvislosti se zpomalením růstu dovozních cen vstupů.

**Ceny tržních služeb** naopak pokračovaly v meziročním růstu, který ve druhém čtvrtletí 2011 zrychlil na hodnoty pohybující se kolem 1 %. V podmínkách pokračujícího ekonomického oživení nejvíce zrychlil meziroční růst cen v odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu (o 7,6 %) a v odvětví programování a poradenství. Ve struktuře tržních služeb již převažovaly služby s rostoucími cenami. Meziroční pokles cen byl zaznamenán již jen v odvětví telekomunikačních služeb, pojištění a služeb v oblasti pronájmu a operativního leasingu.

GRAF III.2.6

#### CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

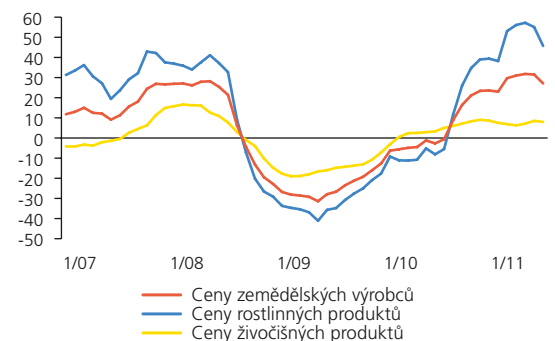
**Zpomalení růstu cen dovážených polotovarů a minerálních paliv se rychle promítlo do cen výrobců**  
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

#### CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

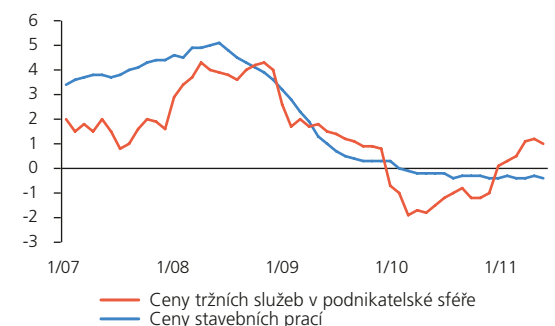
**Růst cen zemědělských výrobců zpomalil**  
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.8

#### OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

**Ceny stavebních prací setrvaly v poklesu, růst cen tržních služeb dále zrychlil**  
(meziroční změny v %)



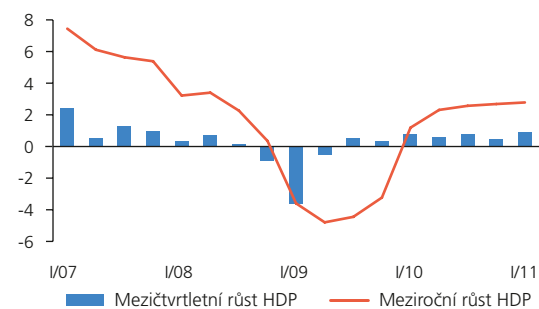
12 V odvětví PC, elektronické a optické přístroje a dopravní prostředky.

GRAF III.3.1

## HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

## Růst HDP v prvním čtvrtletí 2011 mírně zrychlil

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



## III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

V prvním čtvrtletí 2011 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu zrychlil o 0,1 procentního bodu na 2,8 %.<sup>13</sup> Také v mezičtvrtletním srovnání rostl produkt (+0,9 %) rychleji než v předchozím čtvrtletí. Na dosaženém meziročním růstu produktu se při obnoveném předstihu růstu vývozu před dovozem dominantně podílel čistý vývoz. Také tvorba hrubého fixního kapitálu částečně podpořila růst hrubého domácího produktu, zatímco příspěvek investic do zásob byl již v prvním čtvrtletí neutrální a výdaje na konečnou spotřebu mírně poklesly. 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** v prvním čtvrtletí 2011 dále významně zpomalil. Na rozdíl od předchozího čtvrtletí se na této změně podílela klesající spotřeba domácností. Také meziroční stagnace změny stavu zásob v prvním čtvrtletí po předchozích výrazných přírůstcích přispěla k oslabení dynamiky domácí poptávky (Graf II.3.2). Ke kladné hodnotě meziročního růstu domácí poptávky tak přispěly pouze fixní investice.

## Konečná spotřeba

V prvním čtvrtletí 2011 zůstala **spotřeba domácností** utlumená. Po slabém nárůstu v závěru předchozího roku se vrátila do mírného meziročního poklesu (o 0,5 %), pozorovaného od druhého čtvrtletí 2009 v souvislosti s dopady globální recese do domácí ekonomiky (Graf III.3.3). Z pohledu struktury ale domácnosti stejně jako v předchozích dvou čtvrtletích snižovaly pouze své výdaje na předměty krátkodobé spotřeby (v prvním čtvrtletí meziročně o 3,6 %), zatímco v ostatních kategoriích výdaje domácností rostly.

V pozadí trvající nízké spotřeby domácností byl především umírněný, i když zesilující, růst jejich **nominálního hrubého disponibilního důchodu**, jehož reálná kupní síla byla navíc snižována meziroční inflací<sup>14</sup> (Graf III.3.3). V samotném prvním čtvrtletí 2011 tak růst hrubého nominálního disponibilního důchodu sice meziročně zrychlil na 2,5 %, avšak při téměř 3% růstu deflátoru spotřeby došlo k reálnému poklesu o 0,3 %. Zároveň vývoj **míry úspor**, pohybující se v posledních čtvrtletích na poměrně vysoké hodnotě kolem 10 % (Graf III.3.5), naznačoval obezřetné chování domácností při stále nejistých výhledech na trhu práce a obavách z dopadů fiskální konsolidace. Vykazovanou mírou úspor posunula směrem nahoru také revize dat spotřeby domácností a hrubého nominálního disponibilního důchodu. O umírněném spotřebním chování domácností svědčil i utlumený vývoj spotřebitel-ských úvěrů, jehož hodnocení je obsaženo v části III.5.2.

13 Hodnocení výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů národních účtů ČSÚ. Na podzim 2011 se připravuje významná revize těchto dat.

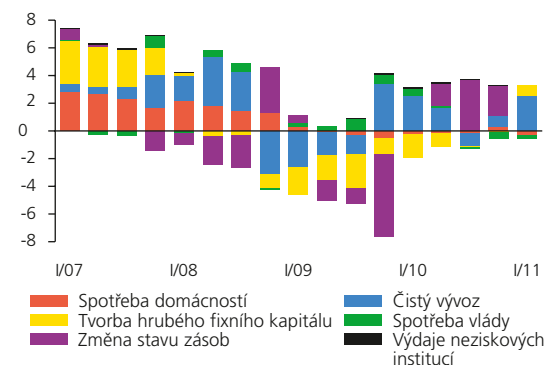
14 Měřeno deflátozem spotřeby domácností.

GRAF III.3.2

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

## K růstu HDP nejvíce přispěl čistý vývoz

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

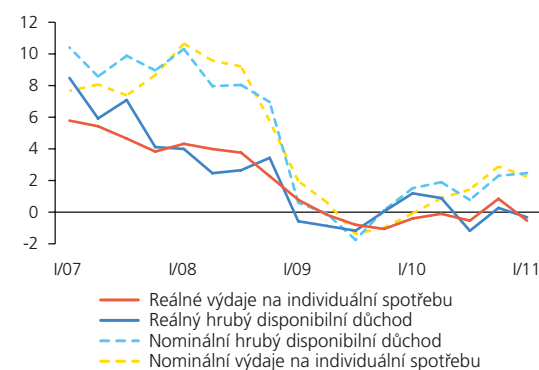


GRAF III.3.3

## VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

## Klesající spotřeba domácností korespondovala s vývojem reálného disponibilního důchodu

(meziroční změny v %)





Stále ještě nepříliš vysoký meziroční růst nominálního hrubého disponibilního důchodu dosahovaný při pokračujícím oživení ekonomiky byl v prvním čtvrtletí 2011 ovlivněn zejména **příjmy z mezd a platů** (Graf III.3.4).<sup>15</sup> Kladný příspěvek ostatních složek příjmů, zejména z hrubého provozního přebytku a důchodů z vlastnictví, byl jen nevýrazný.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** vývoje spotřeby domácností neposkytují ani na počátku druhého čtvrtletí 2011 jednoznačné informace. Zatímco dubnové i květnové sezonně očištěné údaje o vývoji tržeb v maloobchodu zaznamenaly kladné hodnoty růstu ve všech hlavních podskupinách tohoto sektoru kromě prodeje potravin a pohonných hmot, výsledky konjunkturálního šetření důvěry spotřebitelů jsou méně optimistické. Pokračující snižování hodnoty tohoto indikátoru ve druhém čtvrtletí 2011 naznačuje značně umírněný vývoj spotřeby domácností v horizontu dvanácti měsíců (Graf III.3.14). Vychází zejména ze zhoršených očekávání domácností ohledně celkové hospodářské situace a nezaměstnanosti a návazně snížené možnosti tvorby úspor.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** v prvním čtvrtletí 2011 pokračovaly v poklesu, který zřejmě byl především odrazem realizace úsporných opatření vlády. Ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím roku 2010 byl ale jejich meziroční pokles mírnější a dosáhl hodnoty -1,3 %.

### Investice

Po téměř tříletém období meziročního poklesu<sup>16</sup> zaznamenaly **fixní investice** první kladnou hodnotu meziročního růstu (3,8 %; Graf III.3.6). V mezičtvrtletním srovnání však fixní investice naopak poklesly, což naznačuje, že k výraznému oživení investiční aktivity prozatím nedochází, pravděpodobně v souvislosti s přetrvávajícími nejistotami budoucího ekonomického vývoje.

Meziroční zvýšení fixních investic navíc nebylo pozorováno ve všech sektorech, zejména v sektoru vlády investice vlivem úsporných opatření meziročně klesaly (o 2,1 %; Tab. III.3.1).<sup>17</sup> Kromě toho poslední odhady o vývoji fixních investic pravděpodobně dosud nezahrnují v plné míře očekávaný znatelný kladný příspěvek investic do fotovoltaických elektráren v závěru roku 2010 a jejich opačný (záporný) příspěvek v prvním čtvrtletí 2011. Tento předpoklad vychází z vysokého instalovaného výkonu těchto elektráren, přesahujícího horní mez původních odhadů, vývoje úvěrů tomuto odvětví a celní statistiky zahraničního obchodu o vysokém dovozu solárních panelů ve druhé polovině loňského roku. Tyto skutečnosti tak mohou naznačovat budoucí revizi údajů o fixních investicích.

<sup>15</sup> Blíže viz část III.4 Trh práce.

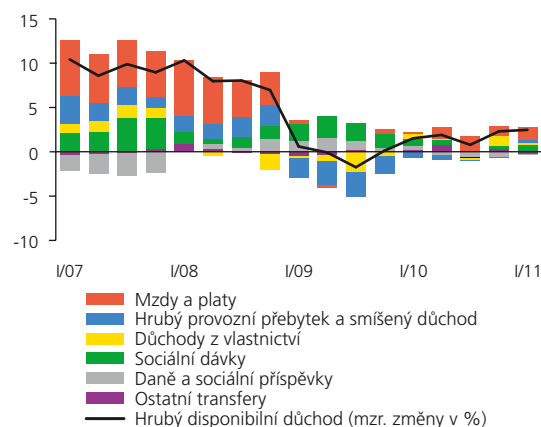
<sup>16</sup> Fixní investice klesaly meziročně v průběhu celého roku 2010, a to i přes významnou revizi údajů za toto období směrem nahoru.

<sup>17</sup> Jejich dopad byl patrný zejména v oblasti infrastruktury. Snížily se také investice ve finančním sektoru, avšak s jen nepatrným příspěvkem do celkového objemu investic v ekonomice.

GRAF III.3.4

### DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností dále zrychlil, byl však stále umírněný (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, běžné ceny)

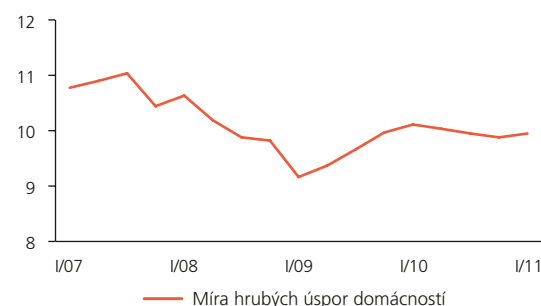


GRAF III.3.5

### MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Míra úspor domácností setrvala v prvním čtvrtletí 2011 na úrovni kolem 10 %

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

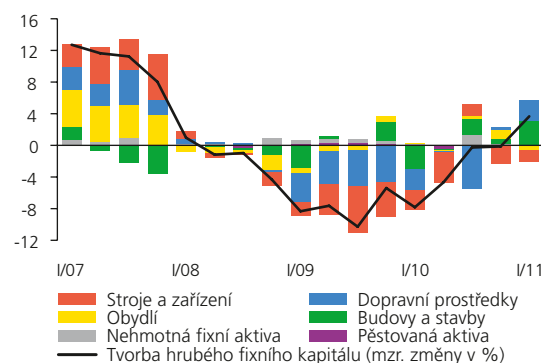


GRAF III.3.6

### TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice zaznamenaly růst poprvé od počátku roku 2008

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



TAB. III.3.1

## INVESTICE PODLE SEKTORŮ

## Nejrychleji rostly investice nefinančních podniků

(stálé ceny)

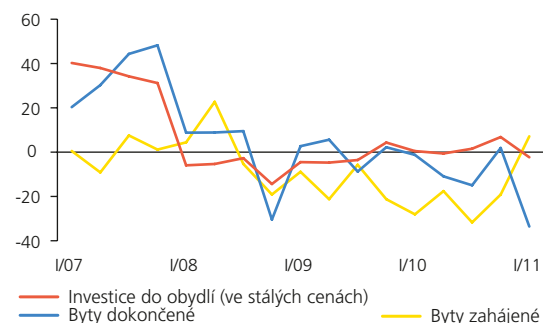
	II/10	III/10	IV/10	I/11
Meziodroční změny v %				
Nefinanční podniky	-5,3	2,3	2,3	7,7
Domácnosti	0,4	-2,2	4,6	1,7
Vládní instituce	-10,4	-8,7	-12,8	-2,1
Finanční instituce	24,1	89,2	75,2	-15,6
Neziskové instituce	8,5	6,0	5,0	3,6
Podíl na celkových fixních investicích v %				
Nefinanční podniky	52,4	51,2	48,6	53,0
Domácnosti	24,2	24,2	24,5	25,4
Vládní instituce	20,9	21,5	23,6	19,6
Finanční instituce	1,8	2,5	2,6	1,4
Neziskové instituce	0,7	0,7	0,6	0,7

GRAF III.3.7

## INVESTICE DO OBYDLÍ

## Investice do obydlí se v prvním čtvrtletí 2011 mírně snížily, avšak počty zahájených bytů vzrostly

(meziroční změny v %)

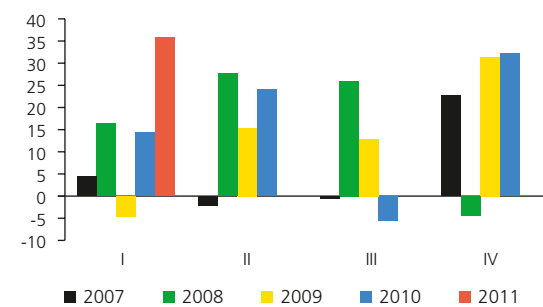


GRAF III.3.8

## ČISTÁ ZAHRAŇIČNÍ POPTÁVKA

## V prvním čtvrtletí 2011 se čistý vývoz meziročně výrazně zvýšil

(v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)



V sektoru **nefinančních podniků**, kde se realizuje zhruba polovina fixních investic v ekonomice, pokračoval meziroční růst investic ve stálých cenách již třetí čtvrtletí v řadě (v prvním čtvrtletí 2011 o 7,7 %). Při posuzování vývoje investic v tomto sektoru je však nutné přihlídnout k efektu velmi nízké základny v předchozích letech; jejich výše stále ještě zdaleka nedosahuje úrovně z let 2007–2008. Podle pilotních výsledků společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR v podnicích z března a června letošního roku lze očekávat i v nejbližším období další zvýšení investičních aktivit ve zpracovatelském průmyslu.

Rovněž investice v **sektoru domácností** se v prvním čtvrtletí meziročně zvýšily (o 1,7 %), i když mírněji než v předchozím čtvrtletí. K tomuto zmírnění růstu přispěly zřejmě nejvíce investice do obydlí, které v prvním čtvrtletí poklesly (o 2,3 %; Graf III.3.7). Přitom ani výhled poptávky po investicích do bydlení není celkově příliš optimistický. Růst nových úvěrů na bydlení<sup>18</sup> a obnovený růst počtu zahájených bytů, odrážející pravděpodobně krátkodobý dopad plánovaného zvýšení DPH, může působit ve směru zvýšení investic do bydlení v letošním roce. Avšak na druhé straně stále vysoká „zásoba“ dokončených neprodaných bytů, svědčící o převaze nabídky nad poptávkou po nových bytech na realitním trhu, a jen pozvolné a mírné zlepšování podmínek na trhu práce naznačují možné problémy s prodejem nově postavených bytů.

Na rozdíl od fixních investic se tvorba **zásob** po výrazných kladných příspěvcích k růstu HDP v průběhu roku 2010 v prvním čtvrtletí 2011 meziročně mírně snížila (Graf III.3.2). Tato změna zřejmě souvisela s nastupujícím odezněním fáze výrazného oživení tvorby zásob, která proběhla po jejich krizovém propadu v roce 2009. Tento poznatek podporují výsledky výše zmíněného šetření v podnicích, podle kterých by měl umírněnější vývoj zásob pokračovat i ve druhém čtvrtletí 2011.

## III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

V prvním čtvrtletí 2011 meziroční růst **čistého vývozu zboží a služeb**<sup>19</sup>, obnovený v předchozím čtvrtletí, výrazně zrychlil. Přebytek čistého vývozu meziročně vzrostl o 21,5 mld. Kč. V mezičtvrtletním srovnání byl jeho přírůstek naopak jen mírný (3,6 mld. Kč; Graf III.3.8). K výraznému meziročnímu zvýšení čistého vývozu přispěl obnovený předstih tempa růstu vývozu před dovozem, který dosáhl 2,4 procentního bodu (Graf III.3.9). Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu tak byl v prvním čtvrtletí 2011 kladný a oproti předchozímu čtvrtletí se významně zvýšil (viz Graf III.3.2).

Meziroční růst celkového obrátu zahraničního obchodu se v prvním čtvrtletí nicméně zmírnil, neboť vývoz i dovoz rostl pomaleji než v předchozím čtvrtletí. Dynamika meziročního růstu **celkového vývozu** se

<sup>18</sup> Blíže viz část III.5.2 Úvěry.

<sup>19</sup> V cenách roku 2000, sezonně očištěno.

zmírnila o 1,2 procentního bodu na 15,6 %. Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl rychlý růst vývozu podpořen pokračujícím růstem vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů, zejména po vývozech strojírenské produkce.

Zmírnění tempa meziročního růstu **celkového dovozu** (o 4,2 procentního bodu) bylo v prvním čtvrtletí zřetelnější než u vývozu, při vysoké dovozní náročnosti produktu však dynamika dovozu dosahovala nadále vysokých hodnot (13,2 %). Při dalším oslabení růstu celkové domácí poptávky byl pokračující dvouciferný růst dovozu spojen hlavně s růstem objemu dovozu zboží pro mezispotřebu, zejména pro výrobu produkce na vývoz.

### III.3.3 Nabídka

Mezičtvrtletní růst **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách v prvním čtvrtletí 2011 dále zvolnil (na 0,5 %). Také v meziročním srovnání rostla přidaná hodnota pomaleji než v předchozím čtvrtletí; zřetelné zmírnění její dynamiky (na 3,5 %) bylo však částečně spojeno s odezníváním efektu nízké srovnávací základny předchozího roku. Růst hrubé přidané hodnoty byl nadále tažen průmyslem a v menší míře službami, i když s nižší intenzitou než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.10).

Příspěvek **odvětví průmyslu** k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty se v prvním čtvrtletí 2011 mírně snížil, byl však stále nejvyšší (2,5 procentního bodu). Příčinou bylo zmírnění růstu přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu (na 11,6 %), když záporný příspěvek odvětví těžby a odvětví výroby a rozvodu energií se oproti předchozímu čtvrtletí téměř nezměnil. Růst přidané hodnoty v průmyslu byl dosažen při celkově rychlém růstu průmyslové výroby, podporovaném nejvíce odvětvím výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů, jehož produkce je směřována zejména na vývoz.<sup>20</sup> O trvajícím klíčovém vlivu zahraniční poptávky na vývoj produkce v průmyslu svědčil i pokračující výrazný růst tržeb z přímého vývozu (v prvním čtvrtletí o 21,2 %) a vysoký meziroční růst reálného vývozu zboží (o 16,2 %<sup>21</sup>), který byl jen mírně nižší než v předchozím čtvrtletí.

Podle posledních dostupných údajů za duben a květen se meziroční růst průmyslové produkce celkově zmírnil na 10,3 %<sup>22</sup>. Vývoj **nových průmyslových zakázek**, zároveň naznačoval zvolnění dynamiky růstu průmyslové výroby i v nejbližším období (Graf III.3.12). Zakázky z tuzemska v květnu dokonce zaznamenaly meziroční pokles.

20 V březnu 2011 se na meziročním reálném růstu průmyslové produkce o 9,2 % podílelo odvětví motorových vozidel téměř ze 40 %, významný byl také příspěvek odvětví výroby strojů a zařízení a výroby kovových konstrukcí a kovodělných výrobků. V souhrnu činil v březnu příspěvek těchto tří odvětví k růstu průmyslové produkce téměř 70 %.

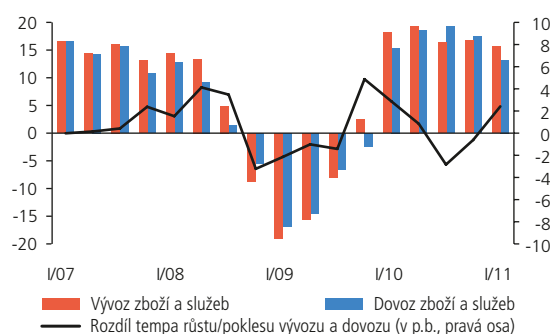
21 Sezonně očištěný vývoz zboží ve stálých cenách dle národních účtů.

22 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

GRAF III.3.9

#### VÝVOZ A DOVOZ

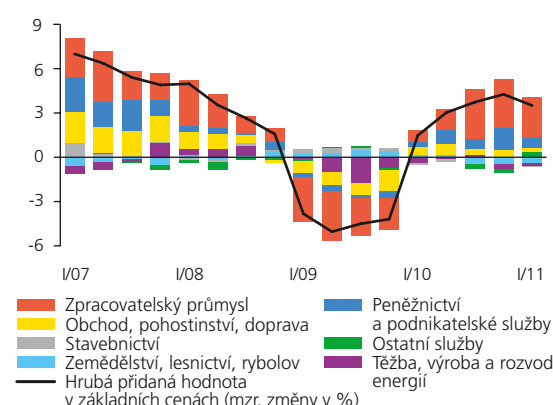
**Rychlý růst obrátu zahraničního obchodu v prvním čtvrtletí 2011 pokračoval, vývoz rostl rychleji než dovoz**  
(meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.10

#### PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

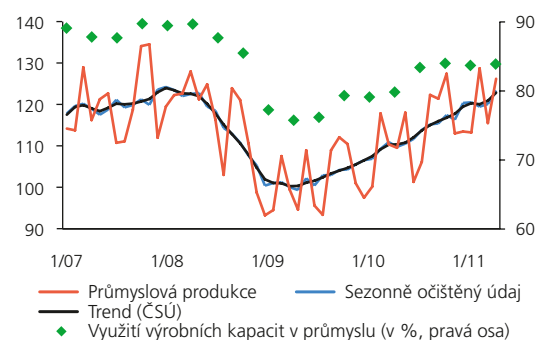
**Růst přidané hodnoty je tažen zejména zpracovatelským průmyslem**  
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



GRAF III.3.11

#### PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

**Úroveň průmyslové produkce má nadále rostoucí trend**  
(bazický index, rok 2005 = 100)





GRAF III.3.12

## NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

## Růst nových zakázek dále oslabil

(meziroční změny v %, běžné ceny)

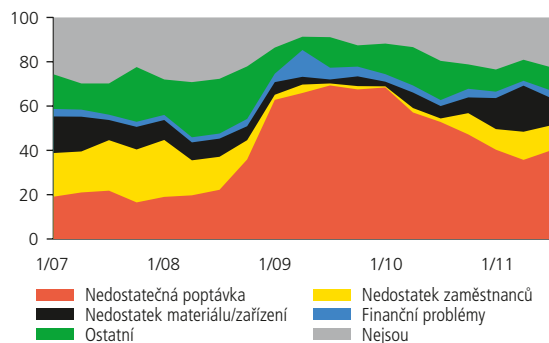


GRAF III.3.13

## BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

## Nedostatečná poptávka je stále ještě hlavní bariérou růstu produkce v průmyslu

(v %)

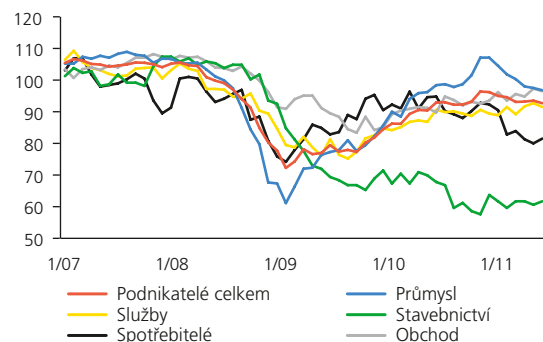


GRAF III.3.14

## INDIKÁTORY DŮVĚRY

## Ve druhém čtvrtletí 2011 dále poklesla důvěra spotřebitelů a podnikatelů v průmyslu

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



Tato skutečnost pravděpodobně přispěla k tomu, že dosavadní oslabování vlivu nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu** produkce z pohledu podniků se podle posledních údajů ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2011 zastavilo a vliv nedostatečné poptávky se opět lehce zvýšil (Graf III.3.13). Zároveň se snížil podíl jiných bariér (nedostatek materiálu či pracovníků), jejichž růst byl patrný v některých oborech v předchozích čtvrtletích. Vliv nedostatečné poptávky tak stále ještě dominoval.

Příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k meziročnímu růstu celkové hrubé přidané hodnoty se v prvním čtvrtletí 2011 rovněž mírně snížil (na 1,3 procentního bodu). Za touto změnou stálo oslabení růstu přidané hodnoty v odvětvích spjatých s vývojem průmyslové produkce<sup>23</sup> a v pohostinství a ubytování, které převážilo nad vlivem zrychlení dynamiky přidané hodnoty v peněžnictví a pojišťovnictví, obchodu a veřejné správě. Jak naznačují údaje o tržbách v maloobchodě, pokračující růst hrubé přidané hodnoty v odvětví obchodu byl zřejmě nadále převážně ovlivněn prodejem automobilů; na počátku roku 2011 však došlo k obnovení růstu tržeb i v ostatních sortimentních skupinách. Obdobný vývoj byl pak pozorován i v dubnu a květnu.

Při trvajícím útlumu poptávky po stavebních pracích přidaná hodnota ve **stavebnictví** v prvním čtvrtletí v mezičtvrtletním i meziročním srovnání klesala. Podle posledních dostupných odvětvových statistik zůstala stavební produkce i na počátku druhého čtvrtletí na velmi nízké úrovni, zejména v inženýrském stavitelství. Rostoucí hodnota nových zakázek stavebních prací v tuzemsku je spíše odrazem vlivu nízké srovnávací základny z loňského roku a navíc trend orientační hodnoty povolených staveb je klesající.

Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se ve druhém čtvrtletí 2011 snížil celkový **indikátor důvěry**, zejména vlivem zhoršujících se očekávání spotřebitelů. Indikátor podnikatelské důvěry poklesl mírněji (Graf III.3.14). V jeho rámci byl pokles důvěry zaznamenán zejména mezi podnikateli v průmyslu, naopak nálada podnikatelů v obchodě a ve službách se zlepšila. Ve stavebnictví přetrvává výrazná převaha negativních vyhlídek (Graf III.3.14). Podle posledního konjunkturálního šetření ČSÚ nedošlo ve třetím čtvrtletí 2011 k významnější změně ve vývoji indikátorů důvěry.

23 Doprava a skladování, nemovitosti a služby pro podniky.

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

Pokračující meziroční růst HDP v prvním čtvrtletí 2011 se v propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**<sup>24</sup> promítl do zrychlení meziročního tempa růstu potenciálního produktu přibližně na 1,8 %<sup>25</sup> (Graf III.3.15) a současně do přivření odpovídající mezery výstupu na -1,1 % z potenciálního produktu<sup>25</sup>. Očekávané zpomalení tempa růstu HDP v dalším průběhu tohoto roku však povede dle propočtu produkční funkce k dočasnému zpomalení tempa růstu potenciálního produktu a opětovnému mírnému prohloubení záporné hodnoty mezery výstupu. V průběhu roku 2012 však už bude pravděpodobně docházet k uzavírání mezery výstupu a na přelomu let 2012 a 2013 by mělo dojít k jejímu překmitnutí do kladných hodnot (Graf III.3.16).

Základní varianta výpočtu produkční funkce indikuje o něco nižší tempo růstu potenciálního produktu v prvním čtvrtletí 2011 a jeho stagnaci ve zbylých čtvrtletích tohoto roku. Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v základní variantě ukazuje, že ke zrychlení tempa růstu potenciálu v prvním čtvrtletí 2011 přispělo zmenšení záporného příspěvku rovnovážné zaměstnanosti. Příspěvek kapitálu zůstal poblíž nulových hodnot a růst potenciálního produktu tak byl nadále tažen růstem souhrnné produktivity, jejíž příspěvek se také téměř nezměnil (Graf III.3.17).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>26</sup> opět naznačuje vyšší hodnotu růstu potenciálního produktu (2,1 %), odhad mezery výstupu v prvním čtvrtletí 2011 vychází shodně s výpočtem pomocí produkční funkce (-1,1 % z potenciálního produktu). Naopak **Kalmanův filtr** nadále indikuje mnohem výraznější zápornou hodnotu mezery výstupu (-4,4 % z potenciálu) a vyšší tempo růstu potenciálního produktu (2,5 %) v prvním čtvrtletí 2011. Výrazný rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod tak naznačuje přetrvávající velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

24 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. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

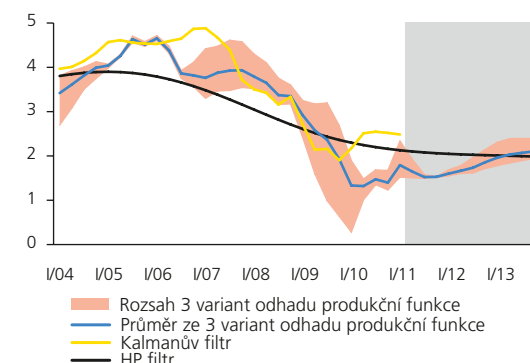
25 Průměry ze tří variant výpočtu.

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

GRAF III.3.15

#### POTENCIÁLNÍ PRODUKT

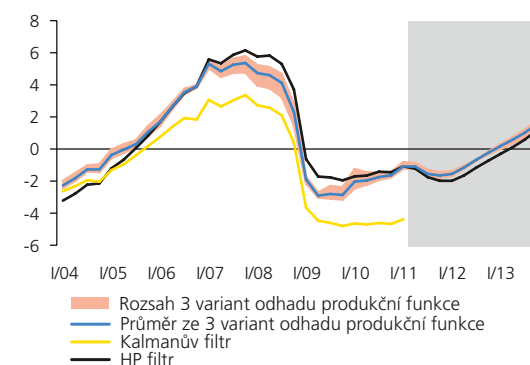
Podle výpočtu produkční funkce v prvním čtvrtletí 2011 zrychlilo tempo růstu potenciálního produktu (meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

#### MEZERA VÝSTUPU

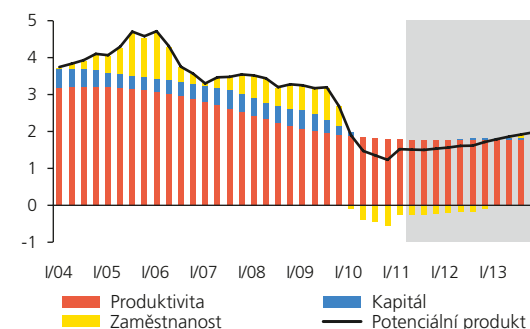
Mezera výstupu se v prvním čtvrtletí 2011 mírně přivřela (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.17

#### PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti se v prvním čtvrtletí 2011 zmínil (základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



### III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce v prvním čtvrtletí 2011 charakterizovalo obnovení zatím jen velmi mírného růstu zaměstnanosti, které se společně s poklesem pracovní síly projevilo ve snížení obecné míry nezaměstnanosti. Také míra registrované nezaměstnanosti v prvním pololetí letošního roku postupně klesala. Meziroční růst průměrné nominální mzdy zrychlil z historicky nejnižších hodnot, v nepodnikatelském sektoru ale průměrná mzda nadále klesala. Růst národohospodářské produktivity lehce zpomalil. Pokles mzdové náročnosti produkce se v prvním čtvrtletí částečně zmírnil.

#### III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Postupné zmírňování poklesu zaměstnanosti, pozorované ve fázi oživení hospodářského růstu, přešlo v prvním čtvrtletí 2011 v meziroční růst (Graf III.4.1). Po osmi čtvrtletích poklesu tak **celková zaměstnanost** meziročně vzrostla o 0,7 %, což v absolutním vyjádření znamenalo, že bylo zaměstnáno o 32,5 tis. osob více než ve stejném období předchozího roku. Dosažený výsledek byl ale do značné míry ovlivněn nízkou srovnávací základnou z počátku předchozího roku. V mezičtvrtletním srovnání<sup>27</sup> se zaměstnanost snížila, i když jen nepatrně (o 0,2 %). K oživení meziročního růstu zaměstnanosti došlo při souběhu výrazného zmírnění poklesu počtu **zaměstnanců**<sup>28</sup> (na -0,1 %) a stále ještě rychlého růstu počtu podnikatelů (o 4,6 %).<sup>29</sup>

Na celkovém růstu zaměstnanosti se nejvíce podílel **průmysl** (Graf III.4.2), kde v prvním čtvrtletí meziročně vzrostl počet zaměstnaných osob o výrazných 5,6 %, což v absolutním vyjádření znamenalo zvýšení počtu pracovníků o 76 tis. Pokračující rychlý růst zaměstnanosti v průmyslu, patrný od druhé poloviny roku 2010, byl nejvíce tažen vývojem zaměstnanosti v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu (meziročně zvýšení o 5,8 %). Nárůst počtu zaměstnaných osob ve výrobě a rozvodu elektřiny byl méně významný.

Zaměstnanost se v prvním čtvrtletí 2011 zvýšila i v **sektoru služeb**, její nárůst byl však jen mírný (meziročně o 0,2 %, tj. o 6,1 tis. osob), neboť služby jsou na rozdíl od průmyslu závislé především na vývoji domácí poptávky. Kromě toho byla zaměstnanost v tomto sektoru ovlivněna realizací úsporných opatření vlády, která se projevila snížením zaměstnanosti v oblasti zdravotní a sociální péče a veřejné správy a obrany. V netržních službách tak zaměstnanost pokračovala i na počátku roku 2011 v meziročním poklesu, zatímco v tržních službách se v prvním čtvrtletí zvýšila; její růst byl pozorován zejména v oboru informačních a komunikačních činností a v peněžnictví a pojištnictví.

27 Po sezonním očištění.

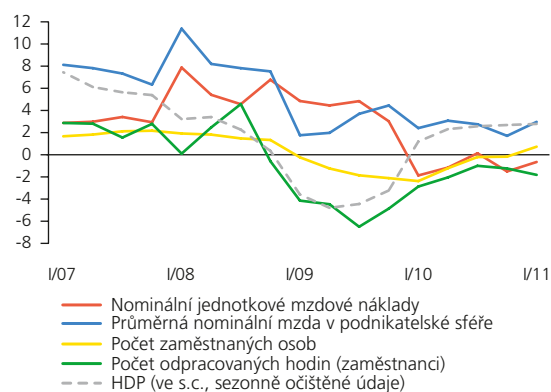
28 Včetně členů produkčních družstev.

29 Viz Box 2.

GRAF III.4.1

#### INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

V prvním čtvrtletí 2011 došlo k oživení růstu zaměstnanosti a růst průměrné mzdy zrychlil (meziroční změny v %)

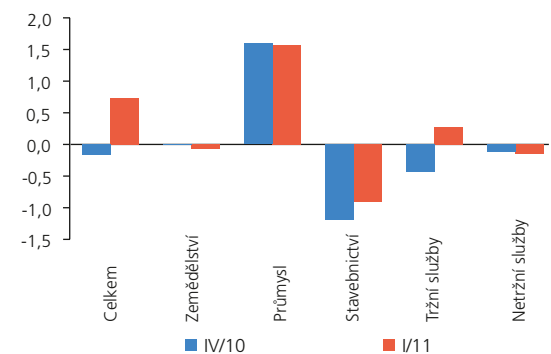


GRAF III.4.2

#### ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Zaměstnanost se nejvíce zvýšila v průmyslu, ve službách byl její nárůst velmi mírný

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



Vývoj zaměstnanosti ve **stavebnictví** byl nadále nepříznivě ovlivňován trvajícím útlumem produkce v pozemním i inženýrském stavitelství, který se projevil ve výrazném meziročním poklesu počtu zaměstnaných v prvním čtvrtletí o 9,3 % (tj. 43,6 tis. osob).

Při souběhu nárůstu zaměstnanosti a poklesu pracovní síly<sup>30</sup> se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>31</sup> v prvním čtvrtletí 2011 znatelně meziročně snížila (o 0,9 procentního bodu). V mezičtvrtletním srovnání byl její pokles po sezonním očištění jen velmi mírný a činil 0,1 procentního bodu (na 6,9 %). Obdobně se vyvíjela i **míra registrované nezaměstnanosti** (MPSV),<sup>32</sup> která se v prvním čtvrtletí mezičtvrtletně snížila o 0,2 procentního bodu na 9,2 % (Graf III.4.3). Podle posledních dostupných údajů za druhé čtvrtletí 2011 pak mezičtvrtletní pokles registrované míry nezaměstnanosti pokračoval, když tato míra dosáhla hodnoty 8,9 %. Její meziměsíční sezonně očištěné změny však zároveň signalizují postupné zmírňování poklesů.

Vývoj **Beveridgeovy křivky** ukazuje pouze velmi slabý přírůstek volných pracovních míst (Graf III.4.4). Příčinu lze vidět v rozhodování podniků o zaměstnanosti v podmínkách, kdy jsou ještě schopny uspokojovat poptávku se stávajícím počtem pracovníků (i s pomocí přesčasů) a přitom výhledy budoucí poptávky jsou nejisté. Poslední červnová data posouvají Beveridgeovu křivku mírně vlevo nahoru, což signalizuje jen velmi slabé zlepšení ve vývoji na trhu práce.

### III.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném zpomalení meziročního **růstu průměrné nominální mzdy** v průběhu roku 2010 jeho tempo v prvním čtvrtletí 2011 zrychlilo na 2,1 %. Reálně pak průměrná mzda opět meziročně vzrostla, vlivem inflace byl ale její nárůst jen slabý (o 0,4 %; Tab. III.4.1). Na této změně dosavadního trendu se podílel podnikatelský sektor, ve kterém průměrná nominální mzda zrychlila růst v prvním čtvrtletí o 1,3 procentního bodu na 3 %; přitom pokles mezd v tomto sektoru se dotýkal pouze několika málo oborů. V nepodnikatelském sektoru naopak průměrná mzda zůstala již třetí čtvrtletí v řadě vlivem realizace vládních úsporných opatření v meziročním poklesu (o 1,7 %), který byl nejvýraznější v rámci veřejné správy a obrany.

Za opětovným zesílením dynamiky mezd v podnikatelském sektoru stál v současné fázi hospodářského cyklu především trvalý poměrně rychlý růst produkce v řadě odvětví průmyslu, spojený s vývojem zahraniční poptávky. Jelikož uspokojování rostoucí poptávky bylo částečně řešeno prodlužováním pracovní doby, došlo ke zvýšení odměn

<sup>30</sup> Ten je dán poklesem populace v produktivním věku.

<sup>31</sup> Ve věkové skupině 15-64 let. Měřené metodikou ILO dle VŠPS.

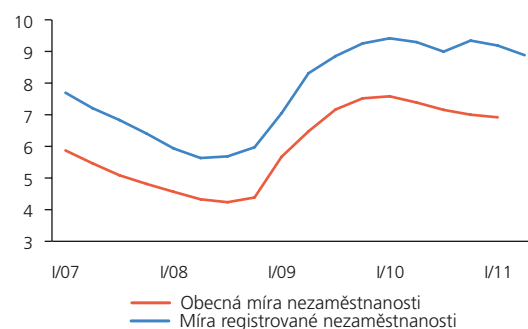
<sup>32</sup> Sezonně očištěné údaje.

GRAF III.4.3

#### MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Míra nezaměstnanosti se zvolna snižuje

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

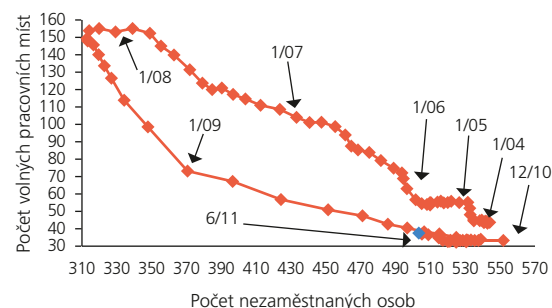


GRAF III.4.4

#### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký

(sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

#### MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné mzdy zrychlil

(meziroční změny v %)

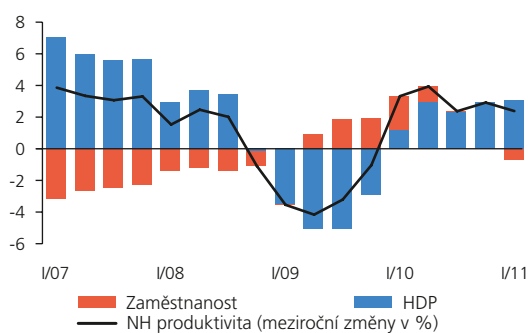
	II/10	III/10	IV/10	I/11
Průměrná mzda ve sled. organizacích				
nominální	2,7	1,9	0,6	2,1
reálná	1,5	0,0	-1,5	0,4
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	3,1	2,8	1,7	3,0
reálná	1,9	0,9	-0,4	1,3
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	1,0	-1,7	-3,9	-1,7
reálná	-0,2	-3,5	-5,9	-3,3
NHPP	3,9	2,4	2,9	2,4
NJMN	-1,2	0,1	-1,5	-0,7

GRAF III.4.5

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

## Růst národohospodářské produktivity v prvním čtvrtletí 2011 lehce zpomalil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



za práci přesčas. Také výplata odměn za výsledky hospodaření předchozího roku v některých odvětvích ekonomiky přispěla ke zrychlení růstu průměrné mzdy v prvním čtvrtletí 2011.

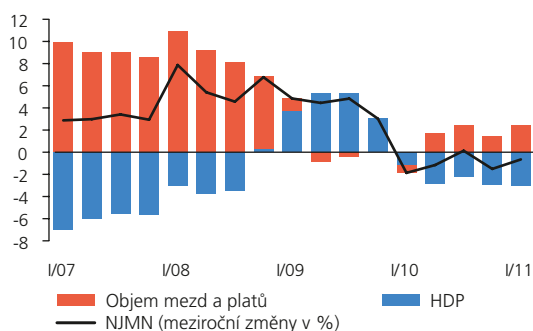
Meziroční růst **národohospodářské produktivity práce** v prvním čtvrtletí 2011 lehce zvolnil (na 2,4 %; Graf III.4.5). Příčinou byl obnovený meziroční růst zaměstnanosti (na 0,7 %), který byl jen částečně kompenzován vlivem nepatrného zrychlení meziročního růstu sezonně neočištěného HDP<sup>33</sup> oproti předchozímu čtvrtletí (na 3,1 %; Graf III.4.5). V rámci jednotlivých odvětví byly nadále pozorovány výrazné rozdíly ve vývoji produktivity. Nejrychleji se zvyšovala již čtvrté čtvrtletí v řadě v průmyslu, kde i po mírném zpomalení dosahoval její meziroční růst dvouciferných hodnot (v prvním čtvrtletí 10,3 %). V netržních službách se produktivita rovněž značně zvýšila (o 2,4 %). V ostatních odvětvích byl ale její nárůst nízký (do 1,7 %), a to zejména ve stavebnictví, kde byl patrný vliv pokračujícího útlumu produkce.

GRAF III.4.6

## NJMN

## NJMN setvaly v meziročním poklesu

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Za uvedených okolností **mzdová náročnost produktu**<sup>34</sup> meziročně nadále klesala (Graf III.4.6). Meziroční pokles nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN), které jsou indikátorem potenciálních inflačních tlaků ve mzdové oblasti, se však v prvním čtvrtletí 2011 zřetelně zmírnil (na -0,7 %). Nejvýrazněji klesala mzdová náročnost produktu v průmyslu (o 5,5 %), kde rychlý růst přidané hodnoty značně převážil nad růstem objemu mezd a platů. NJMN klesaly i ve většině ostatních odvětví (obchodu, pohostinství a dopravě, tržních a netržních službách i ve stavebnictví).

## BOX 2

## Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení

Zpomalení ekonomické aktivity během roku 2008 a následná recese v roce následujícím se projevily i ve vývoji na trhu práce. Jeho reakci lze charakterizovat dvěma hlavními znaky. Jednak je to nerovnoměrná reakce na propad ekonomické aktivity (ve smyslu rychlosti a velikosti) v jednotlivých odvětvích národního hospodářství, jednak výrazný nárůst zaměstnanosti v jiném než zaměstnaneckém poměru.

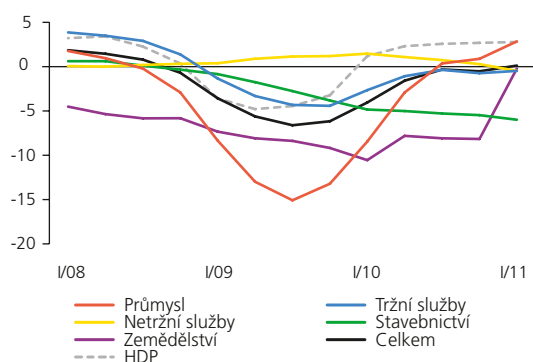
Vývoj ekonomické aktivity v průběhu let 2008–2011 byl doprovázen rozdílnou odezvou ze strany jednotlivých sektorů národního hospodářství (Graf 1). V průmyslu se již zpomalení hospodářského růstu ve druhé polovině roku 2008 projevilo současným meziročním poklesem přepočteného počtu zaměstnanců. V následujícím roce 2009 poklesl počet zaměstnanců společně s ekonomickou aktivitou, avšak ve výrazně větším

GRAF 1 (Box)

## ZAMĚSTNANOST A HDP

## Nejvíce cyklicky na pokles produktu reagoval průmysl snížením počtu zaměstnanců

(meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje, přepočtené počty zaměstnanců, zdroj: ČSÚ, propočít ČNB)



33 Dynamika sezonně očištěného HDP taktéž mírně zrychlila. Rozdíl mezi sezonně očištěným a neočištěným HDP lze částečně vysvětlit nesterajným počtem pracovních dní.

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

rozsahu. Následně ve fázi oživení ekonomického růstu se začal obracet i vývoj počtu zaměstnanců, ale s větším zpožděním než ve fázi poklesu. Také v odvětví tržních služeb byl patrný cyklický vývoj počtu přepočtených zaměstnanců, vykazující ovšem oproti průmyslu ve fázi poklesu i oživení ekonomiky menší intenzitu a větší zpoždění. Zatímco přepočtený počet zaměstnanců v uvedených odvětvích kopíroval vývoj ekonomické aktivity, v zemědělství, stavebnictví či netržních službách nevykazoval zřetelný cyklický vývoj. To bylo mimo jiné dáno charakterem těchto odvětví a délkou uzavřených kontraktů. I přes nárůst podílu částečných úvazků na celkové zaměstnanosti je jejich podíl stále malý (5,7 %).

Jedním z fenoménů, který se projevil během sledovaného období, byla také změna struktury zaměstnanosti. V období hospodářského poklesu i oživení ekonomiky docházelo k nárůstu počtu pracovních vztahů v jiném než zaměstnaneckém poměru. Jejich podíl na celkové zaměstnanosti tak vzrostl z 16,1 % v prvním čtvrtletí roku 2008 až na 18,0 % o tři roky později. Z pohledu jednotlivých sektorů je tradičně největší podíl podnikatelů na zaměstnanosti ve stavebnictví, kde se v roce 2011 dostal tento ukazatel až k hodnotě 40,8 %. Naopak v průmyslu je podíl podnikatelů i přes nárůst během posledních čtyř čtvrtletí nejnižší (7,7 %).

Od prvního čtvrtletí 2008 do prvního čtvrtletí 2011 se zvýšil počet podnikatelů o 78,4 tis. osob. Nejvíce podnikatelů přibýlo v netržních službách následovaných službami tržními a průmyslem (Graf 2). Viděno meziroční optikou došlo k výraznějšímu nárůstu počtu podnikatelů v jednotlivých sektorech ekonomiky ve dvou etapách – nejprve při poklesu ekonomické aktivity v roce 2009, a poté ve větší míře během ekonomického oživení v následujícím roce. V první fázi bylo jejich zvyšování standardním cyklickým jevem, neboť zaměstnanci po ztrátě zaměstnání často hledají hlavní uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti. V současné fázi ekonomického oživení je nárůst počtu podnikatelů patrně dán trvajícím úspornými motivy na straně zaměstnavatelů a vyšší mírou flexibility jiných pracovních vztahů než v zaměstnaneckém poměru.

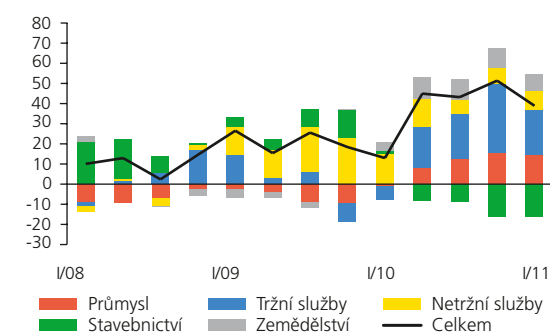
O vyšší míře flexibility zpracovatelského průmyslu oproti ostatním odvětvím svědčí i mikroanalýza podnikových dat z dotazníkového šetření ČNB<sup>35</sup>. Tab. 1 ilustruje využití zmrazení a snížení nominálních mezd v reakci na nedávnou krizi ve srovnání s obdobím 2002–2006. Zmrazením růstu mezd na nedávnou krizi reagovaly v roce 2009 dvě třetiny podniků, přičemž významně

GRAF 2 (Box)

## PODNIKATELÉ

Nejvíce se zvýšil počet podnikatelů v netržních službách, dále pak v tržních službách a průmyslu

(meziroční změny v tis., zdroj: ČSÚ, Eurostat, propočten ČNB)



TAB. 1 (Box)

## REAKCE PODNIKŮ NA POKLES PRODUKCE VE MZDÁCH

Nejvíce na prudký pokles produkce reagovaly mzdy ve zpracovatelském průmyslu

(podíl v %, zdroj: Dotazníkové šetření ČNB)

	Reakce na krizi 2009	Období 2002–2006
Zmrazení růstu mezd	66	28
– zpracovatelský průmysl	71	26
– ostatní odvětví <sup>a)</sup>	57,3**	30
– malé podniky	45	29
– střední podniky	66	37
– velké podniky	70,1**	23
Snížení mezd	13	9

Poznámka: a) stavebnictví, obchod, ubytování a stravování, doprava a spoje, činnosti v oblasti nemovitostí a pronájmu a podnikatelské činnosti

Malé podniky (20–49 zaměstnanců), střední podniky (50–199 zaměstnanců), velké podniky (200 a více zaměstnanců).

Rozdíly oproti období 2002–2006 statisticky významné: \*\* na hladině 5%.

35 Dotazníkové šetření podniků, které proběhlo v červnu 2009, poskytuje evidenci o hlavních kanálech dopadu krize na české podniky a o pružnosti mezd v situaci ekonomické krize. V jeho rámci byly osloveny stejné podniky, které se zúčastnily šetření roku 2007 popsaného v práci Babecký a kol., CNB WP 12/2008.

více ve zpracovatelském průmyslu oproti ostatním odvětvím a tato reakce byla častější u velkých podniků. Přitom v období 2002–2006 použila zmrazení mezd jen zhruba jedna čtvrtina ze souboru analyzovaných podniků, přičemž mezi odvětvími a velikostí podniků nebyly statisticky významné rozdíly. Reakce prostřednictvím snížení nominálních mezd byla méně rozšířená, ale podobně jako u zmrazení mezd více častá ve srovnání s obdobím 2002–2006.

Zastavení mzdového růstu a nárůst četnosti snižování mezd lze v období ekonomické recese považovat za známky pružnosti, přestože přizpůsobení na trhu práce se z velké míry děje prostřednictvím poklesu zaměstnanosti.



### III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžního agregátu M2 i M3 se od počátku roku snižoval, v květnu se pak jejich tempo růstu poprvé v letošním roce zvýšilo. Držba peněz zůstává koncentrovaná do vysoce likvidních složek, jejich růst však zpomalil. Úvěry poskytnuté nefinančním podnikům a úvěry domácnostem na bydlení pokračovaly v mírném oživení. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů přitom většinou nepatrně klesaly nebo se nezměnily. Rizikové prémie se snížily zejména v segmentu úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací, jejichž podíl ve struktuře úvěrů na bydlení se zvyšuje. Finanční indikátory podniků se zlepšily. Poměr zadluženosti domácností k hrubému disponibilnímu důchodu pokračoval v postupném růstu. Ceny nemovitostí nadále klesaly.

#### III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 se po zpomalení v předchozích měsících v květnu 2011 zvýšil o 1,4 procentního bodu na 2,6 % (Graf III.5.1).<sup>36</sup> V souhrnu za první dva měsíce druhého čtvrtletí růst M2 ve srovnání s předchozím čtvrtletím zpomalil na 1,9 % oproti 3 % v prvním čtvrtletí. Ve zpomalování tempa růstu M2, zaznamenaném od počátku letošního roku, se projevoval zejména pokles čistých zahraničních aktiv v důsledku odlivu části finančních zdrojů do zahraničí. Aktuálně však již odliv peněz do zahraničí zpomaluje. Roční míra růstu harmonizovaného peněžního agregátu M3 dosáhla v květnu 0,5 %. Tempo růstu širokého peněžního agregátu M2 se přiblížilo růstu nominálního HDP, u více transakčního agregátu M3 (zahrnuje pouze krátkodobá finanční aktiva ekonomických subjektů) bylo pod jeho úrovní.

Snížená dynamika širokých peněžních agregátů a mírné oživení růstu nominálního HDP se projevil v dalším zmírnění meziročního poklesu rychlosti obratu peněz k téměř nulovým hodnotám (Graf III.5.2). V průběhu finanční krize rychlost obratu peněz výrazně propadla, od poloviny roku 2009 se pak její meziroční pokles postupně zmírňuje.

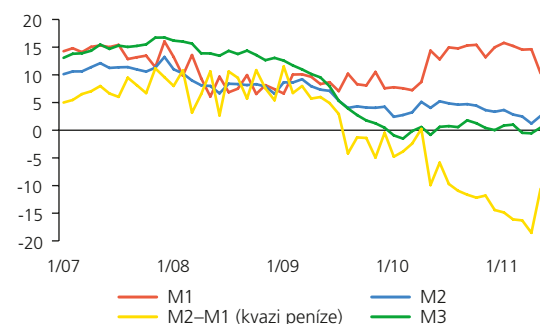
Ve struktuře M2 se snížil růst transakčních peněz vlivem zpomalení dynamiky jednodenních vkladů při mírném růstu oběživa. U jednodenních vkladů se vedle odlivu zdrojů do zahraničí projevoval i vliv vyšší srovnávací základny loňského roku. Poptávka po transakčních penězích nicméně zůstává zejména u domácností zvýšená. Náklady příležitosti z držby jednodenních vkladů, vyjádřené rozpětím mezi úrokovou sazbou z ostatních krátkodobých vkladů (tj. z termínovaných vkladů do dvou let a vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců) a jednodenních vkladů totiž přetrvávají na nejnižší úrovni za posledních pět let. Růst dlouhodobých vkladů, zvýšený v roce 2009 vlivem nárůstu kladného sklonu výnosové křivky, od počátku roku 2010 spíše stagnuje (Graf III.5.3).

<sup>36</sup> Po úpravě o netransakční vlivy dosáhl růst M2 výše 3,1 %.

GRAF III.5.1

#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY

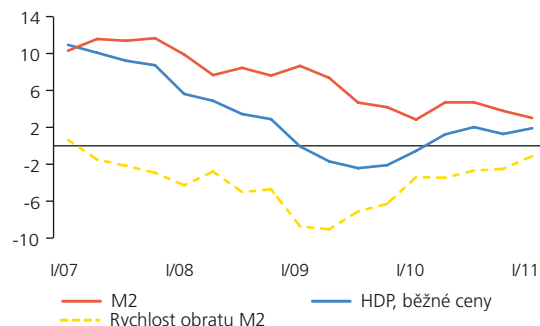
Růst peněžního agregátu M2 v květnu 2011 poprvé od počátku roku zrychlil  
(meziroční změny v %)



GRAF III.5.2

#### PENĚZE, NOMINÁLNÍ HDP A RYCHLOST OBRATU PENĚŽ

Pokles rychlosti obratu peněz se téměř zastavil  
(meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje)

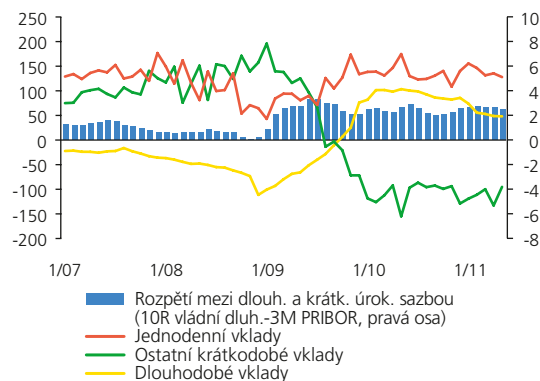


Poznámka: Rychlost obratu peněz je propočtena jako poměr nominálního HDP ke stavu širokého peněžního agregátu.

GRAF III.5.3

#### HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A SKLON VÝNOSOVÉ KŘÍVKY

Peněžní likvidita se nadále koncentruje do jednodenních vkladů  
(roční toky v mld. Kč, rozpětí v procentních bodech)



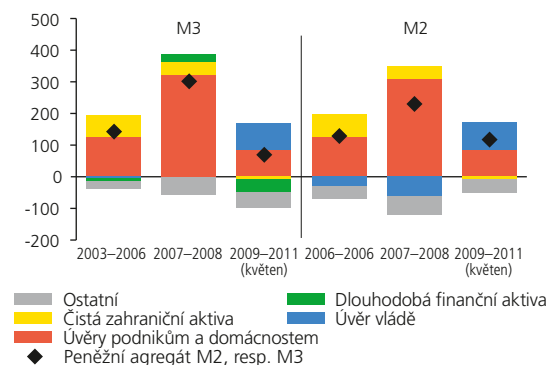


GRAF III.5.4

## FAKTORY NABÍDKY PENĚŽ

Nižší tempa růstu peněžních agregátů odrážejí v posledních dvou letech zejména umírněný růst úvěrů a zastavení růstu čistých zahraničních aktiv

(roční toky v mld. Kč)



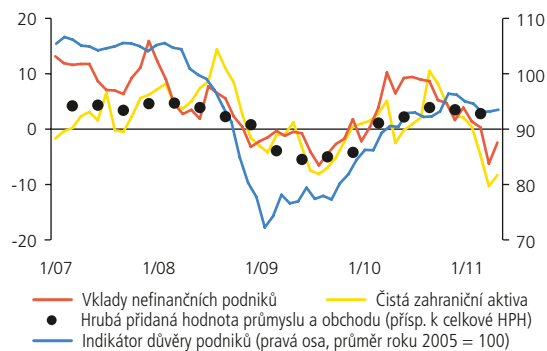
Poznámka: Dlouhodobá finanční aktiva zahrnují termín. vklady s dohodnutou splatností nad dva roky a s výpovědní lhůtou nad tři měsíce a emitované cenné papíry nad dva roky.

GRAF III.5.5

## VKLADY PODNIKŮ, EKONOMICKÁ AKTIVITA A ČISTÁ ZAHRAJNÍ AKTIVA BANK

Pokles vkladů podniků zpomalil

(meziroční změny v %, bazické indexy, příspěvky v procentních bodech)

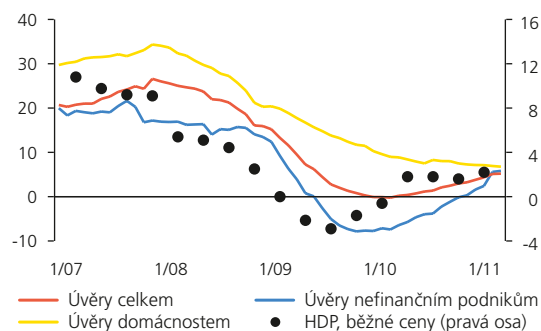


GRAF III.5.6

## STAVY ÚVĚRŮ PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Úvěry podnikům pozvolna ožívají

(meziroční změny v %)



Z hlediska **faktorů nabídky peněz** jsou nižší tempa růstu M2 a M3 v posledních dvou letech ve srovnání s předkrizovým obdobím ovlivňována zejména nižší úvěrovou dynamikou, a to vlivem pomalejšího růstu úvěrů podnikům a domácnostem při zvýšeném úvěrování vlády. Čistá zahraniční aktiva působila v posledních měsících – na rozdíl od předkrizového období – ve směru nižšího růstu obou peněžních agregátů, v souhrnu od roku 2009 je jejich působení zhruba neutrální. Ostatní faktory, zahrnující mimo jiné i kapitál a rezervy bank, působí ve směru snižování růstu peněz, obdobně jako v předkrizovém období. V nižším růstu M3 oproti M2 se v posledních dvou letech projevovala i zvýšená poptávka po dlouhodobých finančních aktivech zahrnutých pouze v M2, tj. dlouhodobých termínovaných vkladech a emitovaných dluhových cenných papírech bank nad dva roky (Graf III.5.4).

Růst celkových bankovních **vkladů** kolísá v posledních měsících okolo 3 % při mírném snížení jejich poměru k úvěrům na necelých 134 %. Meziroční dynamika vkladů domácností se nadále pohybovala okolo 5 %, její zrychlení lze očekávat až s výraznějším oživením trhu práce. Meziroční pokles vkladů podniků se – při zpomalování odlivu části jejich zdrojů do zahraničí – zmírnil (Graf III.5.5). Snižování vkladů finančních neměnových institucí rovněž zpomalilo.

## III.5.2 Úvěry

**Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem** pozvolna ožívají. Meziroční růst stavu úvěrů se v květnu 2011 nepatrně zvýšil na 5,2 % (Graf III.5.6).<sup>37</sup> Příspěvek úvěrů reálnímu trhu zahrnujících úvěry domácnostem na bydlení, úvěry developerům a stavebním firmám se mírně zvýšil. Postupné ožívání úvěrů probíhá i v eurozóně, kde úvěry v květnu meziročně vzrostly o 2,7 %.

Meziroční růst stavu **úvěrů nefinančním podnikům** se dále zvýšil na 5,8 %. K tomu přispívaly dlouhodobé i krátkodobé úvěry. Z hlediska odvětví se na růstu podnikových úvěrů podílely zejména úvěry poskytnuté energetice. Meziročně rostly úvěry zpracovatelskému průmyslu, developerům, obchodu a nově i stavebnictví. Příspěvek úvěrů poskytnutých do stavebnictví se však stále pohybuje blízko nulových hodnot. Vývoj podnikových úvěrů odráží oživení ekonomické aktivity při nerovnoměrném vývoji jednotlivých odvětví. Nové podnikové úvěry rovněž dále rostly. V jejich struktuře se od poloviny roku 2010 zvyšoval podíl kontokorentních úvěrů při snížení podílu velkých úvěrů a stagnaci podílu malých úvěrů (Graf III.5.7). Poptávka podniků po nových úvěrech byla tudíž významně ovlivňována zejména financováním jejich provozních potřeb, v posledních dvou letech též financováním výstavby fotovoltaických elektráren. Červnový konjunkturální průzkum ČSÚ naznačuje, že procento průmyslových podniků očekávajících v následujících třech měsících růst úvěrů se mírně zvýšil (jedná se o cca 10 % dotázaných podniků).

37 Po úpravě o netransakční faktory růst úvěrů dosáhl na 6,2 %.

Meziroční tempo růstu stavu úvěrů poskytnutých domácnostem ve druhém čtvrtletí 2011 dále nepatrně zpomalilo na 6,8 %. V uvedeném vývoji se projevovalo snížení dynamiky spotřebitelských úvěrů a ostatních úvěrů, zatímco růst **úvěrů na bydlení** po předchozím snižování stagnoval. Meziměsíční toky stavu úvěrů na bydlení se od závěru loňského roku pozvolna zvyšovaly. Nové úvěry na bydlení vzrostly vlivem zvýšení hypotečních úvěrů při zmírnění poklesu úvěrů ze stavebního spoření (Graf III.5.8). To indikuje pozvolné oživení trhu s hypotečními úvěry (mezi oběma typy úvěrů mohlo rovněž docházet k dílčí substituci, úroková sazba z úvěrů ze stavebního spoření je od poloviny loňského roku vyšší oproti sazbě z hypoték, u nových hypoték mohl též částečně působit i proces refinancování). Podle Hypoindexu objem hypotečních úvěrů i počet nově sjednaných hypoték v červnu 2011 rostl, i když mírněji než v předchozím měsíci. Průměrná výše hypoték se meziročně snižovala též v důsledku cen nemovitostí. U hypotečních úvěrů působilo především snižování úrokových sazeb, přetrvávající pokles cen nemovitostí, pokles nezaměstnanosti a celkové pozvolné zlepšování ekonomických podmínek. Zvýšení poptávky domácností po investicích do bydlení lze přechodně očekávat i ve druhé polovině roku 2011 v důsledku plánovaného zvýšení sazby DPH na stavební práce od roku 2012 na 14 % a od roku 2013 na 17,5 %.

Ve **struktuře nových úvěrů na bydlení** se aktuálně zvýšil zejména podíl úvěrů s fixací sazby do jednoho roku (na 28,3 %), i když hlavní podíl (48,6 %) mají nadále úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (Graf III.5.9). V nárůstu podílu hypoték s krátkodobou fixací se projevoval růst rozpětí mezi sazbami s delšími fixacemi a sazbou s fixací do jednoho roku. Dle údajů Hypoindexu se podíl nových hypoték s variabilní sazbou pohybuje okolo 10 %. Při pokračování uvedeného vývoje by budoucí růst úrokových sazeb mohl u úvěrů s krátkodobou fixací sazby představovat zvýšené riziko nesplácení úvěrů zejména u domácností s nižšími příjmy.

Nové **spotřebitelské úvěry** již druhý měsíc v řadě rostly při zvyšování kontokorentních úvěrů. Aktuální údaje o ročních a měsíčních tocích však nadále indikují přetrvávající útlum tohoto segmentu úvěrového trhu v důsledku větší obezřetnosti domácností. Úvěry od splátkových prodejců a leasingových společností v prvním čtvrtletí 2011 nadále klesaly.

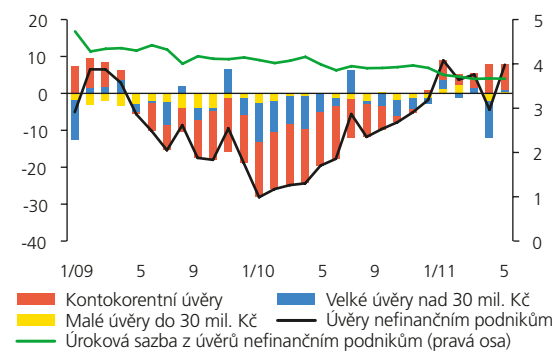
Podíl **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech se u podniků snížil, zatímco u domácností se výrazněji nezměnil. U obou sektorů tento podíl zůstává vyšší než v předkrizovém období. U podnikových úvěrů činil 8,4 %, u domácností 5,3 %, z toho u spotřebitelských úvěrů 12,2 % a u úvěrů na bydlení 3,3 %.

GRAF III.5.7

## ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

## Nové úvěry podnikům pozvolna rostly při nízké hladině úrokových sazeb

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

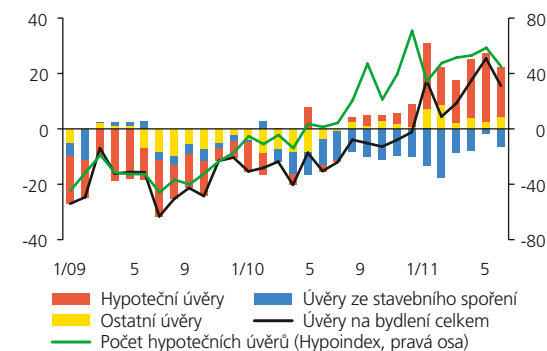


GRAF III.5.8

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

## Nové hypoteční úvěry rostly

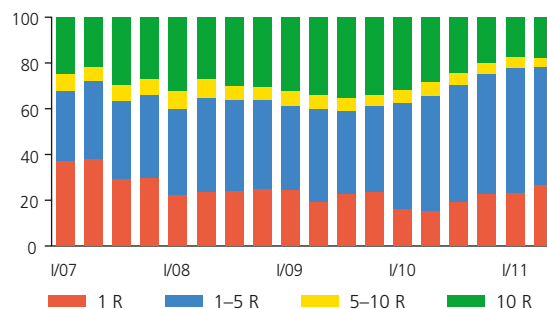
(nové obchody, příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, úroková sazba v %)



GRAF III.5.9

## STRUKTURA ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ PODLE FIXACE ÚROKOVÉ SAZBY

Podíl úvěrů s krátkodobou fixací sazby do jednoho roku se zvýšil (v %)

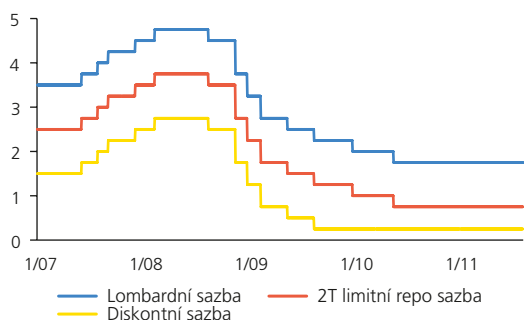


GRAF III.5.10

## ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ve druhém čtvrtletí 2011 základní sazby nezměnila

(v %)

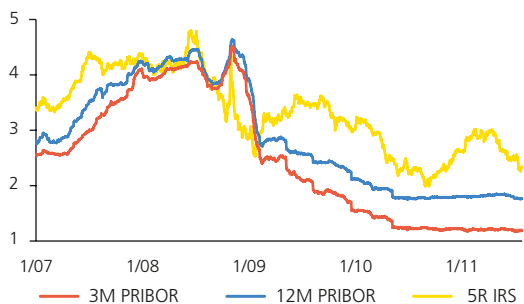


GRAF III.5.11

## TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

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

(v %)

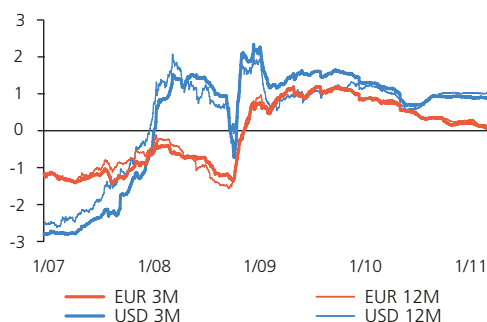


GRAF III.5.12

## ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru poklesly do záporných hodnot

(v procentních bodech)



## III.5.3 Úrokové sazby

## Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve druhém čtvrtletí 2011 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byla konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011. Rizika minulé prognózy měnověpolitické inflace byla na květnovém i červnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako vyrovnaná. V souladu s tímto hodnocením se bankovní rada na obou zasedáních rozhodla většinou hlasů 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.5.10).

Na svém měnověpolitickém zasedání 4. srpna 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako vyrovnaná. Protiinflačním rizikem jsou nižší zahraniční úrokové sazby, naopak proinflační riziko představuje slabší kurz koruny.

## Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu ve druhém čtvrtletí 2011 nadále stagnovaly ve všech splatnostech. Vyšší volatilitu zaznamenaly derivátové sazby FRA. Ty od začátku dubna převážně klesaly v reakci na zveřejňovaná makroekonomická data, která naznačovala absenci poptávkových inflačních tlaků, a snižující se výhledy zahraničních úrokových sazeb. Na trhu proto převládl názor, že v nejbližším období se základní sazby ČNB zvyšovat nebudou. Aktuální tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je mírně rostoucí a pohybuje se poblíž trajektorie konzistentní se základním scénářem nové prognózy (viz kapitola I a II).

Úrokové sazby s delší splatností také klesaly, pro jejich vývoj však byla podstatná především situace na zahraničních trzích. Tam převládaly obavy z prohlubování dluhových problémů několika zemí eurozóny, zvláště poté, kdy jim ratingové agentury snížily rating. Investoři se proto přesouvali do bezpečných aktiv. Vedle toho se také objevovaly obavy ze zpomalení globální ekonomiky, mj. v důsledku vysokých cen komodit. Poklesu zahraničních úrokových sazeb s delší splatností nezábránilo ani dvojí zvýšení refinanční sazby ECB.

Průměrná hodnota sazby 3M PRIBOR za druhé čtvrtletí 2011 dosáhla 1,2 % a odpovídala tak hodnotě předpokládané v minulé prognóze. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR–2T repo sazba v průměru za druhé čtvrtletí 2011 činilo 0,46 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 v jednotlivých splatnostech klesly až o 0,4 procentního bodu.

**Výnosová křivka PRIBOR** se během druhého čtvrtletí 2011 nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v červnu 2011 činilo zhruba 1 procentní bod. Během července výnosová křivka na peněžním trhu nadále stagnovala. **Výnosová křivka IRS** se naopak posunovala po celé délce na nižší hladinu a postupně získávala méně strmý sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v červnu 1 procentní bod, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,5 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 dále prohloubily své záporné hodnoty (Graf III.5.12). Tříměsíční úrokový diferenciál vůči euru ve druhém čtvrtletí 2011 činil průměrně -0,2 procentního bodu, k 22. 7. pak dosahoval -0,4 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 53,7 mld. Kč. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka výrazně převyšovala nabídku. V porovnání s předcházejícím obdobím byly dluhopisy upisovány s nižším výnosem – v souladu s poklesem sazeb delších splatností. Výnosová křivka státních dluhopisů se s výjimkou nejkratšího konce posunula na mírně nižší hladinu, její pozitivní sklon se proto lehce zmírnil (Graf III.5.13).

#### Klientské úrokové sazby

**Úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů** v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 2011 většinou mírně klesaly nebo se nezměnily při stagnaci sazeb peněžního trhu a snižování výnosu desetiletého vládního dluhopisu. Klientské rizikové premie klesaly u sazeb z úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací, a dále tak korigovaly svůj výrazný nárůst z období krize.

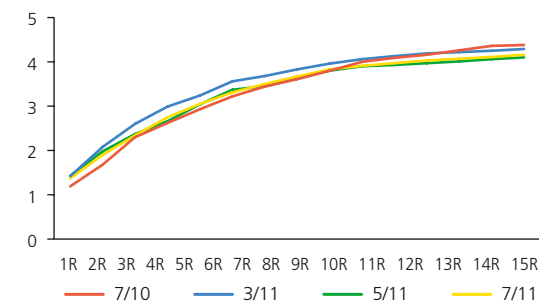
**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** přetrvávala v květnu 2011 na úrovni 3,7 % (Graf III.5.14). Je tak nejnižší od roku 2005. V posledních měsících se nejvíce snižovaly sazby s krátkodobou fixací z velkých úvěrů. V úrokových sazbách z podnikových úvěrů se odrážela stagnace sazeb peněžního trhu a u některých typů úvěrů i další pokles klientských rizikových premií. V eurozóně se úrokové sazby z podnikových úvěrů nepatrně zvýšily (pohybují se v rozmezí 3–5 %).

U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** mírně snížila na 4,4 % (Graf III.5.15). V tom se projevilo snižování klientských rizikových premií, resp. marží bank při historicky nízkých úrokových sazbách peněžního trhu. Klesaly sazby se všemi fixacemi s výjimkou sazeb s fixací od pěti do deseti let, přičemž nejintenzivněji se snižovaly sazby s krátkodobou fixací do jednoho roku a dále s fixací nad deset let (Graf III.5.16). Dle Hypoindexu klesaly úrokové sazby z hypoték i v červnu (na 4,1 %). Rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení

GRAF III.5.13

#### VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

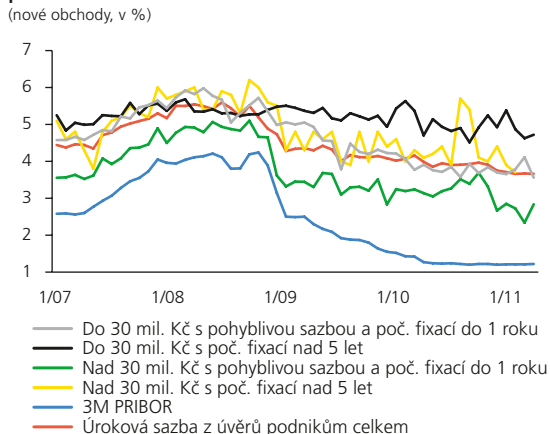
Výnosová křivka lehce zmírnila svůj pozitivní sklon (v %)



GRAF III.5.14

#### ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úroková sazba z podnikových úvěrů se nadále pohybovala pod 4 % (nové obchody, v %)

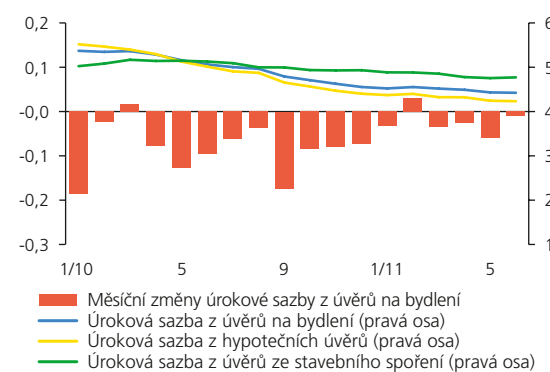


GRAF III.5.15

#### ZMĚNY ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Úroková sazba z úvěrů na bydlení klesala

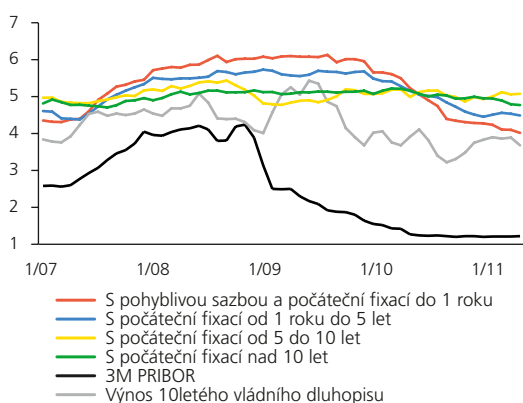
(nové obchody, meziměsíční změny v procentních bodech, úroková sazba v %)



GRAF III.5.16

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

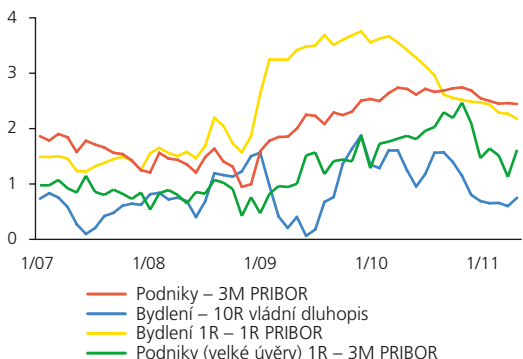
Snižovaly se zejména úrokové sazby s fixací do jednoho roku (nové obchody, v %)



GRAF III.5.17

## ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

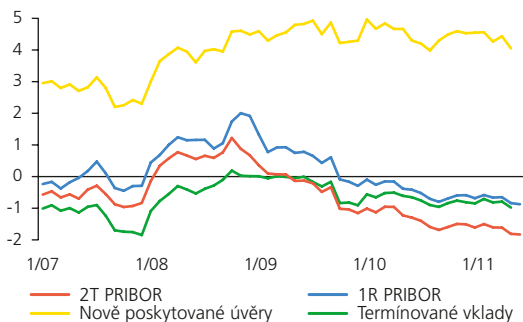
Banky snižují rozpětí mezi clientskými a tržními sazbami u úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací sazby (v procentních bodech)



GRAF III.5.18

## EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů ve druhém čtvrtletí 2011 klesly (v %)



s krátkou fixací a tržní sazbou 1R PRIBOR ve druhém čtvrtletí dále klesalo. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu naopak vzrostlo vlivem snížení výnosu vládního dluhopisu (Graf III.5.17). V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení mírně rostly a dosahují 3–4 %.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** zůstává vysoká, i když se ve druhém čtvrtletí 2011 snížila na 13,8 %. Sazba z kontokorentních úvěrů přetrvávala na úrovni 18,4 %. Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a sazbou 3M PRIBOR se v posledních měsících snížilo. I přesto uvedené sazby nadále odrážejí vysoké riziko vnímané ze strany bank při poskytování tohoto typu úvěrů. V eurozóně sazby z kontokorentních a spotřebitelských úvěrů dosahují 5–9 %.

**Úroková sazba z vkladů** v průměru nadále stagnovala ve výši 0,9 %. U domácností dosahovala 1,1 % a u nefinančních podniků 0,4 %.

**Průměrná marže** mezi úrokovými sazbami z nových úvěrů a vkladů se v letošním roce vlivem poklesu úrokových sazeb z úvěrů snížila na 6 procentních bodů. U podnikových úvěrů a vkladů dosahuje 3,3 procentního bodu, u úvěrů na bydlení a vkladů domácností 3,4 procentního bodu a u spotřebitelských úvěrů 12,8 procentního bodu.

**Reálné clientské úrokové sazby**<sup>38</sup> v průběhu druhého čtvrtletí převážně klesaly. Reálné sazby z nových úvěrů v květnu dosáhly 4,1 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -1,0 % (Graf III.5.18).

## III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve druhém čtvrtletí 2011 hodnoty 24,3 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční posílení o 5,0 % a mezičtvrtletní posílení o 0,2 %. Od lednového posílení přitom kurz osciluje v intervalu 24,0 až 24,6 CZK/EUR bez známky trendu (Graf III.5.19). Přesto byla česká koruna od počátku roku do poloviny července 2011 čtvrtou nejvíce posilující směnitelnou měnou (po švýcarském franku, ruském rublu a maďarském forintu). Na konci druhé červencové dekády se kurz koruny pohyboval v intervalu 24,4 až 24,5 CZK/EUR.

Vývoj koruny je nadále ovlivňován především mezinárodním vývojem, zejména fiskální situací na jižním křídle eurozóny. Informace z tuzemské ekonomiky nadále hrají menší roli (také vlivem toho, že se v klíčových ukazatelích příliš neliší od očekávání). V posledním měsíci však eskalace problémů se splácením dluhů jižního křídla eurozóny vedla k růstu cen CDS zejména evropských zemí (bez ohledu na příslušnost k eurozóně) a k oslabování většiny evropských měn. Z vystupňované nejistoty finančních trhů ohledně budoucího vývoje předlužených ev-

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



ropských ekonomik těžil především švýcarský frank, v menší míře pak novozélandský dolar a japonský jen. Oslabovaly především skandinávské, východoevropské a středoevropské měny včetně české koruny. Na zvýšení záporného krátkodobého úrokového diferenciálu vlivem zvýšení sazeb ECB kurz koruny přímo nereagoval. Také ostatní zmíněné evropské měny oslabovaly bez ohledu na to, zda zvyšovaly podobně jako ECB úrokové sazby (Švédsko, Dánsko, Polsko) nebo nikoli.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve druhém čtvrtletí 2011 činil 16,9 CZK/USD, což představovalo meziroční posílení o 16,2 % a mezičtvrtletní posílení o 5,2 %. V průběhu druhého čtvrtletí dolar na světových trzích zpočátku dále oslaboval, od května je ale patrný obrat, který se v průběhu posledního měsíce dále prohloubil. V průběhu čtvrtletí tak koruna nejprve posilovala z hodnoty cca 17,2 CZK/USD na jeho počátku až na 16,3 CZK/USD na přelomu dubna a května, poté však ve dvou vlnách v květnu a červenci oslabila až na cca 17,3 CZK/USD na konci druhé červencové dekády. Posilování dolaru na světových trzích bylo spojeno zejména s růstem nedůvěry finančních trhů ve schopnost eurozóny nalézt (pro trhy přijatelné) řešení dalšího financování předlužených ekonomik jižního křídla eurozóny.

### III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Podle dostupných údajů a propočtů ČNB pokračoval v prvním čtvrtletí 2011 ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**<sup>39</sup> příznivý vývoj hlavních indikátorů hospodaření pozorovaný v předchozích třech čtvrtletích. Výrazný meziroční růst byl zaznamenán zejména u tržeb a výkonů. Přestože byl růst výkonů opět doprovázen o něco rychlejším růstem výkonové spotřeby, došlo v prvním čtvrtletí 2011 také ke zrychlení meziročního růstu hrubé přidané hodnoty. Podle propočtu ČNB rostl v prvním čtvrtletí poměrně rychle také hrubý provozní přebytek (Graf III.5.20).

Vývoj **materiálové náročnosti** nefinančních podniků byl i v prvním čtvrtletí ovlivňován pokračujícím rychlým růstem dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů na bázi kovů. Růst nákladů podniků byl ovlivňován také obnoveným růstem cen energií domácího původu. Došlo tak k dalšímu zvýšení materiálové náročnosti výkonů nefinančních podniků (o 1,2 procentního bodu; Tab. III.5.1).

Podniky za těchto okolností pokračovaly ve snižování **mzdové náročnosti** výkonů. Osobní náklady v prvním čtvrtletí sice meziročně vzrostly<sup>40</sup> (o 5,7 %; Tab. III.5.1), avšak ve srovnání s rychlým zvyšováním výkonů byl jejich růst nadále mírný, a mzdová náročnost výkonů se tak opět meziročně snížila (o 0,9 procentního bodu, Tab. III.5.1).

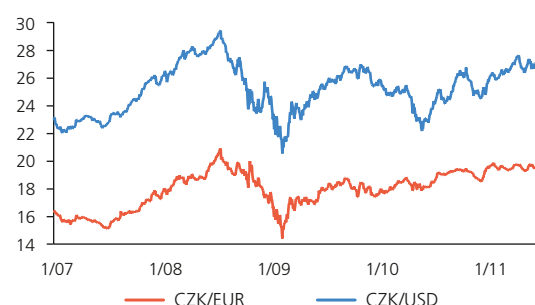
39 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci prvního čtvrtletí 2011 téměř 9,4 tisíce nefinančních podniků.

40 Meziroční nárůst osobních nákladů o 5,7 % odrážel jak růst počtu zaměstnanců, tak průměrné mzdy.

GRAF III.5.19

#### MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

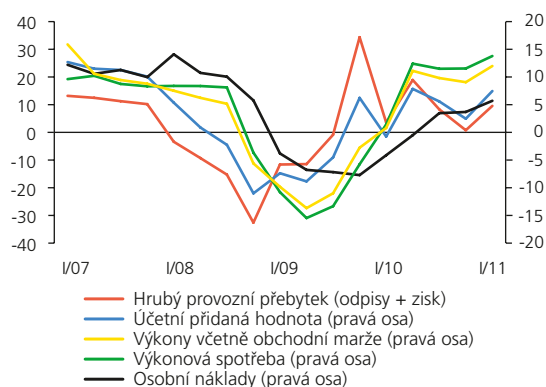
Ve druhém čtvrtletí a v červenci 2011 koruna vůči euru i dolaru meziročně výrazně posilovala



GRAF III.5.20

#### ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Hlavní ukazatele hospodaření pokračovaly v prvním čtvrtletí 2011 v meziročním růstu (meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

#### UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Zatímco materiálová náročnost produkce v prvním čtvrtletí 2011 rostla, mzdová náročnost nadále klesala (meziroční změny v %, procentních bodech)

	1. čtvrtletí 2010	1. čtvrtletí 2011	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>	1 161,2	1 300,3	12,0
Osobní náklady (mld. Kč)	180,2	190,5	5,7
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	829,9	944,3	13,8
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	331,3	356,0	7,5
Tržby (mld. Kč)	1 485,5	1 661,0	11,8
	<b>v %</b>	<b>v %</b>	<b>Meziroční změny v p.b.</b>
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup>	54,4	53,5	-0,9
Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>	71,5	72,6	1,2
Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>	15,5	14,6	-0,9
Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>	28,5	27,4	-1,2

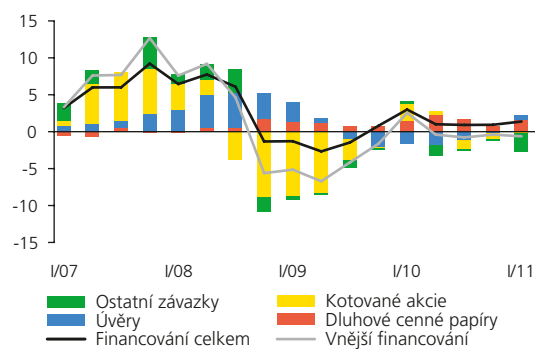
a) propočten ČNB

GRAF III.5.21

## FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Celkové financování podniků pozvolna rostlo, vnější financování však nadále klesalo**

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

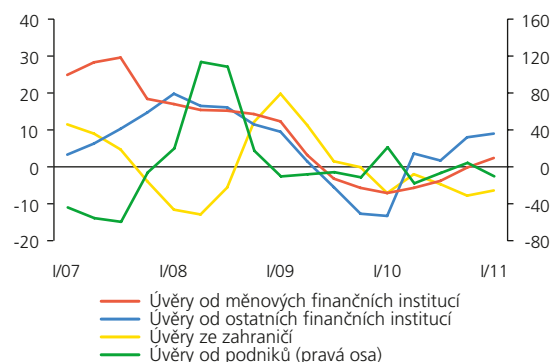


GRAF III.5.22

## DOMÁCÍ A ZAHRAŇIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

**Mírně rostly domácí úvěry, zatímco úvěry ze zahraničí klesaly**

(meziroční změny v %)



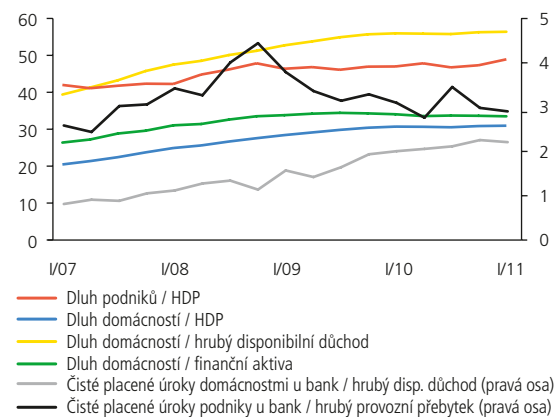
Poznámka: Časová řada úvěrů od ostatních finančních institucí byla z důvodu změny metodiky v roce 2011 upravena.

GRAF III.5.23

## DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

**Poměry dluhů nefinančních podniků a domácností k příjům, resp. HDP nadále pozvolna rostly**

(v %)



Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci<sup>41</sup>) poskytují podobný obrázek o výsledcích hospodaření jako širší segment podniků. Při obdobném růstu přidané hodnoty však rostly ve velkých podnicích nepatrně rychleji osobní náklady, což přispělo k mírnějšímu růstu hrubého provozního přebytku ve srovnání s vývojem v širším segmentu podniků.

## III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

V prvním čtvrtletí 2011 většina finančních indikátorů ukazuje na zlepšení ziskovosti podniků a další mírné oživení některých typů **vnějšího financování**. Celkové vnější financování podniků však meziročně stále mírně klesalo (0,6 %).<sup>42</sup> Ve struktuře vnějšího financování pozvolna oživovaly úvěry. Některé velké podniky se státní účastí využívaly k financování svých výdajů i dluhové cenné papíry emitované především na zahraničních trzích, přičemž uvedený vývoj pokračoval i v průběhu druhého čtvrtletí 2011. Naopak ostatní závazky podniků spojené mimo jiné i se závazky z obchodního styku a emise kotovaných akcií meziročně klesaly. Podíl tržního financování podniků prostřednictvím cenných papírů na vnějším financování zůstává i přes uvedený vývoj relativně nízký (21,3 %). **Celkové financování podniků**, zahrnující na rozdíl od vnějšího financování i vlastní jmění v podobě nekótovaných akcií a dalších účastí, v prvním čtvrtletí 2011 vzrostlo o 1,4 % (Graf III.5.21).

Na pozvolném ožívání **celkových úvěrů** poskytnutých nefinančním podnikům se podílely úvěry od domácích bank a nebankovních institucí. Naopak úvěry čerpané od jiných podniků a úvěry ze zahraničí nadále meziročně klesaly (Graf III.5.22). K nižšímu čerpání zahraničních úvěrů aktuálně přispívá i mírné zvýšení úrokových sazeb v eurozóně. Poměr dluhového financování podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění se nepatrně snížil na 101,4 % v důsledku růstu vlastního jmění.

Meziroční růst **finančních investic podniků** se zvýšil na 2,1 %. Podniky více investovaly do dluhových cenných papírů při snížení příspěvku oběživa a vkladů. Příspěvek účastí se rovněž zvýšil, byl však významně ovlivněn růstem tržní hodnoty držaných akcií. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice přetrvával na úrovni 23 %.<sup>43</sup>

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

42 S publikováním údajů o finančních účtech za první čtvrtletí 2011 došlo k revizi údajů za čtvrté čtvrtletí 2010. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

43 Ve struktuře finančních investic v celém národním hospodářství dosahují investice nefinančních podniků 23 %, domácností 17 %, finančních institucí 32 %, vládních institucí 8 % a nerezidentů 20 %.



Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP dosáhl v prvním čtvrtletí 2011 48,9%<sup>44</sup>. Tento poměr zůstává v mezinárodním srovnání relativně nízký. Úrokové zatížení podniků čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů kolísalo okolo 3%. V jeho snížení v posledních dvou letech se odráží pokles úrokových sazeb z úvěrů (Graf III.5.23).

**Finanční indikátory nefinančních podniků** ukazují, že v důsledku zlepšení ziskovosti podniků meziročně vzrostla jejich solventnost, což se na agregované úrovni projevilo v mírném poklesu podílu nesplácených úvěrů. Naopak pohotová likvidita podniků se vlivem snížení bankovních vkladů spojených s odlivem části finančních zdrojů do zahraničí snížila. Oba uvedené ukazatele jsou však vyšší než v předkrizovém období zejména vlivem snížení zadluženosti podniků. Finanční páka poklesla v důsledku vyššího růstu vlastního jmění oproti finančním aktivům (Tab. III.5.2).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (tj. hrubými úsporami) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) byl obdobně jako v minulém čtvrtletí kladný především vlivem růstu hrubých úspor. Podniky tudíž využívaly ke zvyšování ekonomické aktivity ve větší míře vnitřní zdroje, využití vnějšího financování bylo i přes pozvolné ožívání zatím nižší. Podíl hrubých úspor k hrubé přidané hodnotě činil na bázi ročních toků 27%, zatímco u vnějšího financování byl tento podíl ještě záporný ve výši -1,2%. Uvedený vývoj společně s relativně nízkým podnikovým dluhem v mezinárodním kontextu a sníženým úrokovým zatížením má na agregované úrovni pozitivní vliv na vývoj podnikových bilancí ve fázi mírného ožívání ekonomické aktivity.

Meziroční dynamika celkového financování domácností od bank a nebankovních institucí se snížila na 2,8% (Graf III.5.24). V poměru k hrubému disponibilnímu důchodu však **zadluženost domácností** nadále postupně roste (na 56,4%) zejména v důsledku stále nízkého růstu hrubého disponibilního důchodu. Rovněž úrokové zatížení domácností bylo nadále zvýšené, čisté úrokové platby (tj. rozdíl placených a přijatých úrokových plateb z bankovních úvěrů a vkladů) v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu dosáhly 2,2% (Graf III.5.23). Přestože finanční aktiva nadále výrazně převyšují finanční pasiva, ukazatel solventnosti domácností zůstává v porovnání s předkrizovým obdobím snížený.

Dynamika růstu **finančních investic domácností** mírně zpomalila na 4,3%. V uvedeném vývoji se projevilo snížení růstu investic do oběživa a vkladů při zvýšení investic do cenných papírů (podílových listů) realizovaných především na zahraničních trzích. Z pohledu ročních toků pokračovalo ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírné zvyšování čistých finančních aktiv, což odpovídalo i nepatrnému růstu míry hrubých úspor domácností (Graf III.5.25).

<sup>44</sup> Po zohlednění ostatních závazků (souvisejících zejména se závazky z obchodního styku) poměr dluhu podniků k HDP činí 109,2%.

Tab. III.5.2

### FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

#### Solventnost podniků meziročně rosla

	III/2010	IV/2010	I/2011	I/2011
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v %			Stav v mlrd. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti)	1,3	1,4	3,5	3912,3
Úvěry	-3,5	-0,3	1,8	1495,4
Dluhové cenné papíry	44,2	16,0	32,9	308,3
Kotované akcie	-8,3	-5,8	-0,7	697,4
Ostatní závazky	-0,3	-0,5	-5,4	2219,6
Financování celkem <sup>1)</sup>	0,9	0,9	1,4	7935,6
Finanční aktiva	3,2	0,7	2,1	4702,6
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v p.b.			Indikátory v %
Pohotová likvidita <sup>2)</sup>	24,2	17,0	7,7	156,7
Solventnost <sup>3)</sup>	2,8	0,2	3,1	116,9
Finanční páka <sup>4)</sup>	2,2	-0,8	-1,7	120,2

a) propočten ČNB

1) Finanční závazky celkem

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

3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

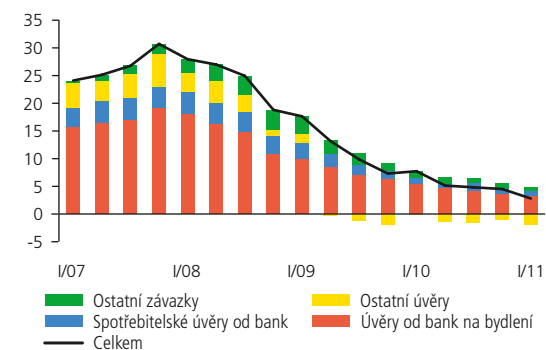
4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

Graf III.5.24

### FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

#### Tempo růstu zadluženosti domácností se v prvním čtvrtletí 2011 snížilo

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

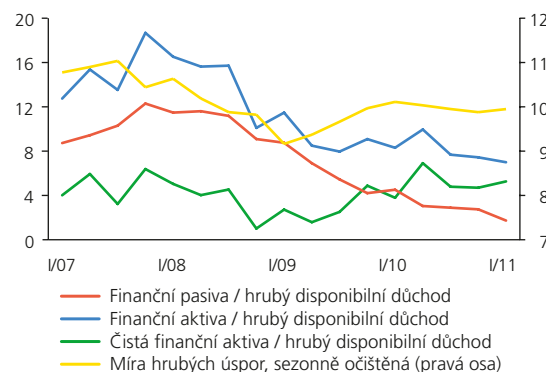


Graf III.5.25

### ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ A MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

#### Čistá finanční aktiva v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu mírně rosla

(meziroční změny z ročních toků, poměry v %)

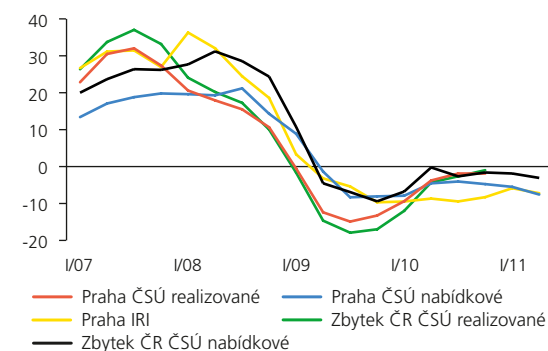


GRAF III.5.26

## REALIZAČNÍ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční pokles nabídkových cen bytů

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



## III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval pokles **nabídkových cen bytů**; v Praze podle údajů ČSÚ dosáhl mezičtvrtletní pokles cen -3,2 % a ve zbytku ČR pak -0,9 %. Došlo také k prohloubení meziročních poklesů těchto cen (o 2,1, resp. 1,2 procentního bodu Graf III.5.26). U **realizačních cen bytů** ČSÚ aktualizoval své odhady pro první pololetí 2010, které znamenaly snížení cen v souhrnu za ČR ke konci prvního pololetí 2010 o 1 %. Uveřejnil také nové odhady pro druhé pololetí 2010, podle kterých byl meziroční pokles realizačních cen nižší než pokles cen nabídkových (za ČR celkem -1,3 % v porovnání s -3 %). To ukazuje na pokles rozdílu mezi oběma cenami, který se v minulosti choval výrazně proticyklicky.<sup>45</sup> Pro první pololetí roku 2011 tak není vyloučeno, že minimálně část meziročního poklesu nabídkových cen je rovněž projevem tohoto sblížení obou typů cen, a že by tedy propad realizačních cen nemusel být tak silný. To indikuje i nový alternativní zdroj realizačních cen z ČSÚ založený na šetřeních v realitních kancelářích<sup>46</sup>, dle kterého v prvním čtvrtletí 2011 v Praze poklesly ceny nových bytů meziročně pouze o 0,9 % a u starších bytů o 0,2 %.

Vedle poklesu cen bytů pokračoval i ve druhém čtvrtletí 2011 pokles **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí ve druhém čtvrtletí 2011 meziročně poklesl o 3,8 %. Mezičtvrtletně poklesl o 1% i počet transakcí vyjádřený jako klouzavý součet za poslední rok (Graf III.5.27). Oproti tomu ve druhém čtvrtletí 2011 dále zrychloval meziroční nárůst počtu nově poskytnutých hypoték na koupi nemovitosti ze 45,8 % na 53,4 % (údaje Fincentrum Hypoindex). Toto oživení růstu hypotečních úvěrů je zčásti dáno jejich substitucí s úvěry ze stavebního spoření, které naopak klesají (podrobněji viz kapitola III.5.2), přesto však může indikovat pozvolné oživení poptávky na nemovitostním trhu. Přidělení hypotečního úvěru totiž obvykle předchází samotné nemovitostní transakci, která je pak do katastru zapsána s určitým zpožděním.

Poměrně razantní reakce **nabídky nových bytů** na cenové poklesy z předchozích let pokračovala i v letošním roce. Počet dokončených bytů v období leden-květen 2011 meziročně poklesl o výrazných 29,9 % především kvůli poklesu počtu dokončených bytů v bytových domech v Praze o 79,1 %. Počet zahájených bytů ve stejném období mírně vzrostl o 1,0 %, v dosavadním průběhu samotného druhého čtvrtletí 2011 (duben a květen) však meziročně klesal o 23,6 %.

45 Například v době nejsilnějšího cenového poklesu v roce 2009 byl pokles realizačních cen bytů v ČR dvojnásobný oproti poklesu cen nabídkových.

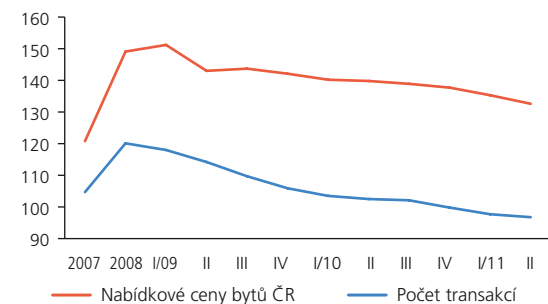
46 V tom je rozdíl od indexu realizačních cen, který publikuje ČSÚ již od roku 2000. Tento starší index je založen na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitosti. Výhoda nového alternativního indexu je v menším zpoždění jeho publikace a také v zachycení cen nových bytů, které nejsou předmětem daně z převodu nemovitosti. Na druhou stranu však tento index nepokrývá transakce s nemovitostmi mimo realitní kanceláře a není dostupný v tak podrobné struktuře.

GRAF III.5.27

## POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

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

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



Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se v druhém čtvrtletí 2011 vyvíjely nejednotně (Graf III.5.28). Zatímco se opět snížil (o 1,8 %) **podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income), který se tak již pohybuje blízko svých nízkých hodnot z roku 2006, **podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) naopak již druhé čtvrtletí v řadě rostl (mezičtvrtletně o 1,7 %, od konce roku 2010 celkem o 2,6 %). I když se zatím nárůst tohoto indikátoru pohybuje v rámci jeho běžné volatility, může se zde již jednat o projev probíhající deregulace nájemného, která by mohla vést k tlakům na pokles tržního nájemného a prostřednictvím substituce vlastnického a nájemního bydlení pak i k tlakům na pokles cen bytů.

I přes poněkud překvapivý pokles nabídkových cen bytů ve druhém čtvrtletí nadále předpokládáme pro zbytek roku 2011 stagnaci **cen bytů** s postupným obnovováním jejich růstu od začátku roku 2012. Tento vývoj bude dán situací na trhu práce (viz část III.4) a demografickým vývojem<sup>47</sup>. Tato předpověď je však spojena s řadou rizikových faktorů: zatímco riziko vyššího růstu cen bytů kvůli zvyšování DPH se zatím ukazuje jako relativně slabé, směrem k nižším cenám mohou působit jednak výše uvedené efekty související s deregulací nájemného, jednak riziko jednorázové zvýšené nabídky bytů související s nucenými prodeji bytů či bytových domů, které jsou zástavou úvěrů domácnostem na bydlení či úvěrů developerským společnostem.

V **sektoru komerčních nemovitostí** dochází k oživení poptávky v téměř všech segmentech trhu. U kancelářských nemovitostí došlo v prvním čtvrtletí 2011 k nárůstu hrubé poptávky mezičtvrtletně o 19 % a meziročně o 77 %. Vedle toho dochází k poklesu podílu renegociací na hrubé poptávce z 44 % v roce 2010 na 38 %, takže se čistá poptávka dostala opět do kladných hodnot (v roce 2010 byla záporná; údaje King Sturge a Jones Lang La Salle). Poptávka po maloobchodních prostorách rovněž narostla, poptávka v oblasti průmyslových a logistických prostor sice částečně korigovala své nárůsty z roku 2010, zůstává ale poměrně stabilní.

Vzhledem k tomu, že na straně nové nabídky je aktivita stále velmi nízká<sup>48</sup>, převážně dochází k poklesu míry neobsazenosti (u logistických nemovitostí v prvním čtvrtletí 2011 mezikvartální pokles o 0,5 procentního bodu na 8,9 %, u kanceláří o 0,2 procentního bodu mírně pod 13 %), který by měl pokračovat i ve zbytku roku. Oživení poptávky je indikováno i poklesem výnosů komerčních nemovitostí ve všech segmentech trhu (při relativně stabilním nájemném jsou výnosy negativně korelovány s cenami; výnosy přitom od svých maxim z konce roku 2009 klesly o 0,5–0,75 procentního bodu; Graf III.5.29).

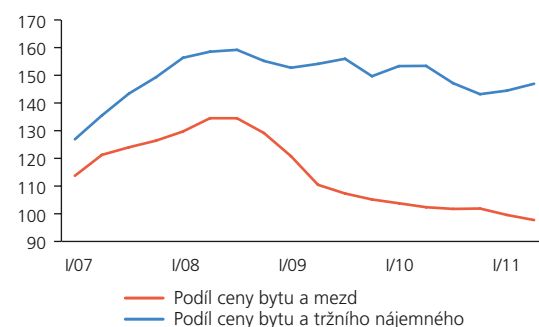
47 Hlavně postupný pokles přirozeného přírůstu obyvatelstva a především přírůstu obyvatelstva stěhováním.

48 I když se především u kancelářských prostor očekává její nárůst hlavně ve druhé polovině roku 2011.

GRAF III.5.28

## UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

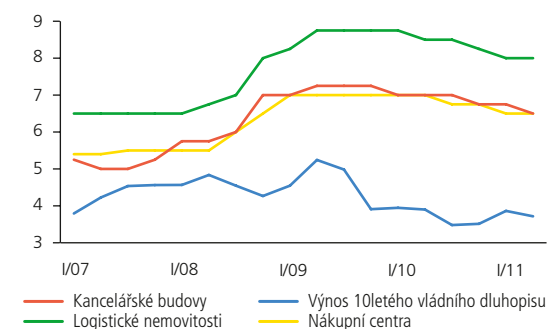
Dále se snižoval podíl ceny bytu a mezd, podíl ceny bytu a nájemného však rostl  
(průměr 2000–2007 = 100)



GRAF III.5.29

## VÝNOSY KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ

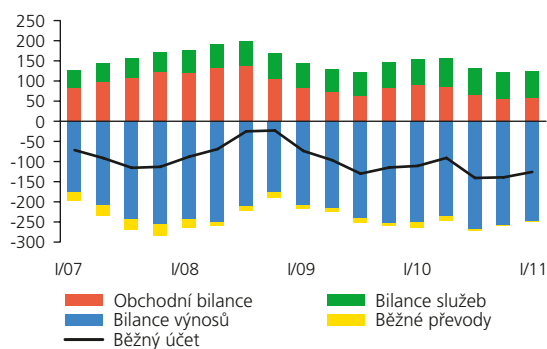
Výnosy v sektoru komerčních nemovitostí mírně klesají  
(v %, zdroj: Jones Lang LaSalle, Prague Research Forum)



GRAF III.6.1

## BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se v prvním čtvrtletí 2011 zmírnil zejména vlivem klesajícího schodku bilance výnosů (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



## III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním čtvrtletí 2011 byl charakteristický vysoký přebytek výkonové bilance, spojený zejména se zrychlením růstu vnější poptávky. Jeho dopad do běžného účtu byl nicméně z větší části vyvážen schodkem bilance výnosů. Relativně vysoký čistý odliv portfoliových investic v rámci finančního účtu byl ovlivněn především nákupem zahraničních cenných papírů, zejména akcií, rezidenty. Byl však částečně kompenzován přebytkem přímých a ostatních investic.

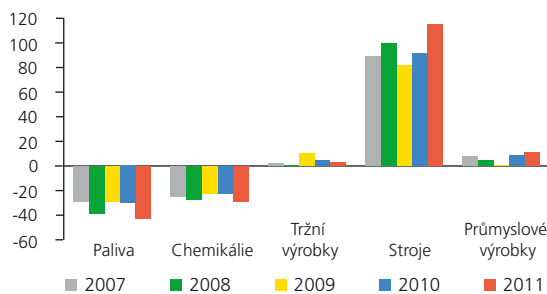
## III.6.1 Běžný účet

V prvním čtvrtletí 2011 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 19,8 mld. Kč. Jeho výše přitom meziročně vzrostla o více než 13 mld. Kč. Růst celkového přebytku souvisel především s vývojem bilance výnosů. Roční klouzavý schodek běžného účtu v poměru k HDP se zmírnil na 3,4 % (Graf III.6.1).

GRAF III.6.2

## OBCHODNÍ BILANCE

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

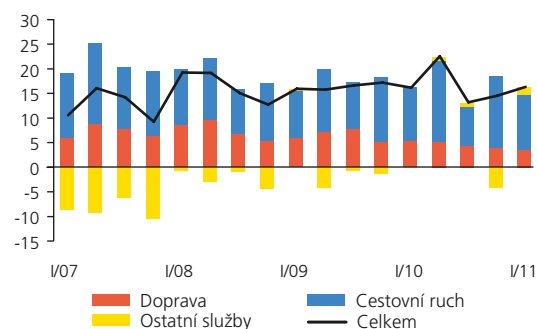


**Obchodní bilance** dosáhla v prvním čtvrtletí 2011 přebytku 31,3 mld. Kč, což představovalo meziroční zvýšení o 2,5 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval výhradně vývoj v reálném vyjádření, který však byl téměř kompenzován cenovým vlivem, spojeným s dalším prohloubením záporné meziroční změny směnných relací. Zrychlený růst vnější poptávky se odrazil v pokračujícím rychlém růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo přes apreciaci koruny vůči euru i dolaru přesáhlo 18 %. Vlivem vysoké dovozní náročnosti vývozu a vysokých cen surovin rostl obdobně rychlým tempem i dovoz zboží. Proti rychlejšímu zvyšování dovozu nicméně působilo další zpomalení růstu celkové domácí poptávky, částečně v souvislosti s odezněním dovozů pro fotovoltaické elektrárny. Z pohledu komoditní struktury k růstu celkového přebytku nejvýznamněji přispěl růst přebytku ve skupině strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu druhého čtvrtletí 2011 se však meziroční růst přebytku obchodní bilance přerušil a za duben až květen se přebytek naopak mírně snížil (o 2,6 mld. Kč).

GRAF III.6.3

## BILANCE SLUŽEB

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



**Bilance služeb** skončila v prvním čtvrtletí 2011 přebytkem 16,2 mld. Kč, který se meziročně téměř nezměnil (Graf III.6.3). Byl výsledkem přebytků všech tří dílčích bilancí. Meziroční pokles přebytku dopravních služeb byl vyvážen vývojem v rámci ostatních služeb (hlavně služeb výpočetní techniky), jejichž bilance přešla v tomto čtvrtletí do přebytku. Stabilně nejvyšší přebytek byl zaznamenán u cestovního ruchu.

**Bilance výnosů** dosáhla schodku 28,8 mld. Kč, který se meziročně zmírnil o více než 10 mld. Kč. Rozhodující vliv na celkový schodek měla nadále dílčí bilance výnosů z přímých investic (-31,4 mld. Kč), ovlivněná především hodnotou zisku reinvestovaného v ČR a dále výší dividend vyplacených nerezidentům (Graf III.6.4). Zmírnění celkového schodku bylo spojeno především s poklesem tohoto schodku výnosů z přímých investic z důvodu nižších výplat dividend nerezidentům.

K meziročnímu poklesu celkového schodku v menším rozsahu přispěly i přebytky výnosů z portfoliových investic a výnosů z ostatních investic (úroků a výnosů z rezerv ČNB) vlivem růstu příjmů z těchto investic.

**Běžné převody** vykázaly přebytek 1,0 mld. Kč, který se meziročně nepatrně zvýšil. Přebytek vládních převodů dosáhl téměř 8 mld. Kč a vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Z velké části byl ale vyvážen schodkem soukromých převodů.

### III.6.2 Kapitálový účet

**Kapitálový účet** skončil přebytkem 0,3 mld. Kč a vlivem nižších příjmů se meziročně mírně snížil. Při absenci čerpání příjmů vládním sektorem z fondů EU zaznamenávaných na kapitálovém účtu byl pouze výsledkem přebytku v obchodování s emisními povolenkami.

### III.6.3 Finanční účet

**Finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) skončil v prvním čtvrtletí 2011 schodkem 23,3 mld. Kč, k němuž přispěl pouze čistý odliv portfoliových investic. Zhruba z poloviny byl však kompenzován čistým přílivem v rámci ostatních tří bilancí, zejména pak přebytkem přímých investic.

**Přímé investice** dosáhly na rozdíl od předchozího čtvrtletí, kdy skončily schodkem, čistého přílivu 13,3 mld. Kč (Graf III.6.6). V meziročním srovnání se nicméně jejich přebytek vlivem změny v tocích ostatního kapitálu snížil. Celkový příliv přímých zahraničních investic do ČR přesáhl 17 mld. Kč. Jeho rozhodující součástí byl v tomto čtvrtletí reinvestovaný zisk, převyšující 25 mld. Kč. Celkový příliv byl přitom výrazně tlumen hrubým odlivem kapitálu v úvěrových vztazích v důsledku převahy půjček od tuzemských dceřiných podniků zahraničním mateřským společnostem. Nejvýznamnější složkou přímých investic tuzemských podniků v zahraničí byl rovněž reinvestovaný zisk. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí především do odvětví dopravy a skladování.

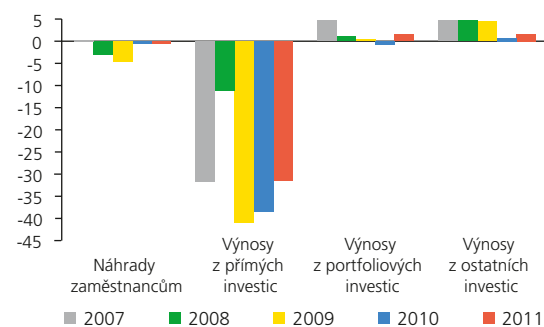
**Portfoliové investice** zaznamenaly po sedmi čtvrtletích přebytku čistý odliv 44,7 mld. Kč (Graf III.6.7). Rozhodující operace představovaly nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty, které dosáhly 38 mld. Kč. Výrazné oživení zájmu tuzemských investorů o zahraniční akcie i dluhopisy po devíti čtvrtletích jejich celkových odprodejů také nejvýznamněji přispělo ke změně toků portfoliových investic. Celkový čistý odliv byl spojen i s vývojem na straně pasiv, ovlivněným poklesem držby tuzemských dluhopisů zahraničními investory. Růst zájmu o zahraniční akcie byl zřejmě motivován jejich vyšší výnosností ve srovnání s dluhopisy relativně bezpečných ekonomik. K velmi mírným nákupům došlo i v případě tuzemských majetkových cenných papírů.

GRAF III.6.4

#### BILANCE VÝNOSŮ

Meziroční změna bilance výnosů byla v prvním čtvrtletí 2011 nejvýrazněji ovlivněna snížením schodku výnosů z přímých investic

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)

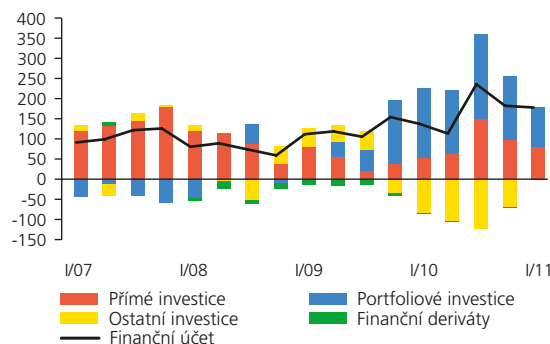


GRAF III.6.5

#### FINANČNÍ ÚČET

Přebytek finančního účtu se v prvním čtvrtletí 2011 mírně snížil vlivem poklesu přebytku portfoliových a přímých investic

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

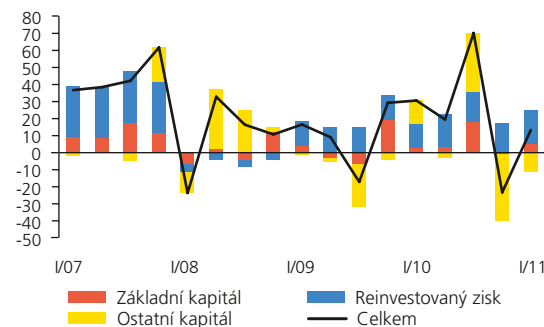


GRAF III.6.6

#### PŘÍMÉ INVESTICE

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

(v mld. Kč)

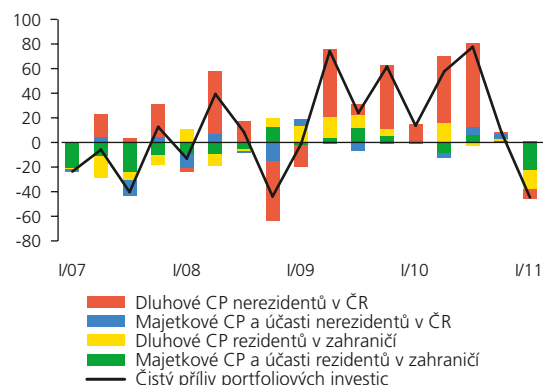


GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

V prvním čtvrtletí 2011 dosáhly portfoliové investice čistého odlivu hlavně vlivem nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty

(v mld. Kč)



Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 2,2 mld. Kč. Meziročně se bilance zvýšila při přechodu ze schodku do přebytku o necelé 3 mld. Kč.

**Ostatní investice** dosáhly v prvním čtvrtletí čistého přílivu 5,9 mld. Kč, který byl v meziročním srovnání spojen s výraznou změnou toků kapitálu v rámci finančních měnových institucí. Čistý příliv v sektoru finančních institucí ve výši téměř 16 mld. Kč přispěl v rozhodujícím rozsahu i k celkovému přebytku. Souvisel především s poklesem krátkodobých vkladů a poskytnutých půjček v zahraničí. Zhruba z poloviny byl však korigován čistým odlivem kapitálu podnikového sektoru v důsledku růstu poskytnutých úvěrů a vkladů v zahraničí. Směrem k poklesu celkového přebytku působil i mírný čistý odliv u vládního sektoru v souvislosti se splácením úvěrů čerpaných od EIB.

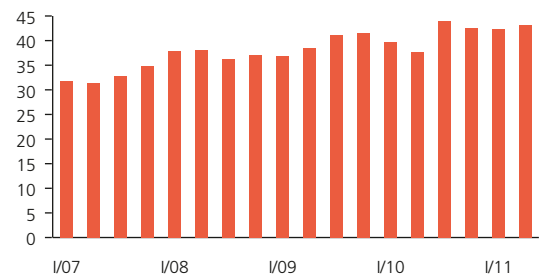
**Devizové rezervy** ČNB dosáhly ke konci druhého čtvrtletí 2011 728,2 mld. Kč, což představovalo mírný mezičtvrtletní pokles o 4,2 mld. Kč, který byl ovlivněn zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období naopak mírně zvýšily o 0,8 mld. USD na 43,2 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 42,2 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci prvního čtvrtletí.

GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve druhém čtvrtletí 2011 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření mírně zvýšily

(v mld. USD)





### III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Hospodářský růst v eurozóně v prvním čtvrtletí 2011 dále zrychlil, zejména zásluhou investic. Objevují se však již známky budoucího zpomalení ekonomiky. Rizikem je zejména vývoj dluhové krize v zemích na periférii eurozóny. V USA zpomaluje hospodářský růst již druhé čtvrtletí v řadě a silná zůstává jen domácí spotřeba. Inflace spotřebitelských cen i cen výrobců již pravděpodobně ve většině zemí ve druhém čtvrtletí kulminovala a při očekávané stagnaci cen surovin by mělo docházet k jejímu pozvolnému poklesu. Krátkodobý úrokový diferenciál mezi eurem a americkým dolarem v červenci dále vzrostl, když ECB zvýšila svou základní úrokovou sazbu, zatímco Fed nadále provádí uvolněnou měnovou politiku. To poskytlo další podporu kurzu eura, který však citlivě reaguje i na vývoj dluhové krize v eurozóně.

#### III.7.1 Eurozóna

V prvním čtvrtletí 2011 došlo v eurozóně ke zvýšení mezičtvrtletního **tempa růstu HDP** na 0,8 % z 0,3 % v předchozím čtvrtletí. Výrazně zrychlil růst fixních investic a vládní spotřeby. Také meziroční tempo hospodářského růstu se zvýšilo o 0,6 procentního bodu na 2,5 % (Graf III.7.1). Ve druhém čtvrtletí se však objevují signály zpomalení ekonomiky. V prvních dvou měsících tohoto čtvrtletí se značně snížilo tempo růstu průmyslové a stavební výroby i maloobchodního obratu. Otázkou je, zda se jedná o přechodné zpomalení, které bude ve druhé polovině letošního roku překonáno, nebo dochází k trvalejšímu přechodu na pomalejší trajektorii hospodářského vývoje. Přechodným faktorem byl ekonomický pokles v Japonsku v důsledku zemětřesení a tsunami. Vysoké ceny ropy a dalších komodit a zpříšňování měnové politiky v řadě rozvíjejících se zemí zaměřené na potlačení vysoké inflace a restriktivní fiskální politika v rozvinutých zemích představují rizika ve střednědobém horizontu.

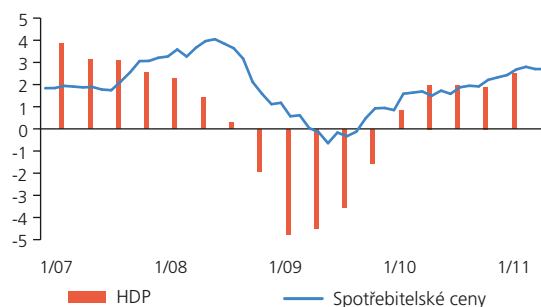
Pro celý rok 2011 červencový CF zvýšil **odhad růstu HDP** v eurozóně proti dubnovému CF o 0,3 procentního bodu na 2 %. Očekává zejména vyšší přírůstek fixních investic. Pro příští rok ponechal svou predikci téměř beze změny na 1,6 %. Velkým rizikem pro hospodářský vývoj eurozóny zůstává pokračování dluhové krize zemí na její periférii – Portugalska, Irska a zejména Řecka. V poslední době se krize projevila v nárůstu úrokových sazeb z vládních dluhopisů Itálie (viz Box 3). K částečnému zklidnění situace však přispěly závěry mimořádného summitu představitelů eurozóny z 21. července 2011.

V červnu meziroční inflace v **eurozóně** stagnovala na hladině 2,7 % a oproti hodnotě v dubnu se snížila o 0,1 procentního bodu. Lze očekávat, že v budoucnu dojde k jejímu snížení, protože ceny energií a dalších surovin, které byly hlavním faktorem jejího silného růstu, se začaly snižovat. To se projevilo i v poklesu tempa růstu cen průmyslových výrobců. Podle červencového CF by se měla inflace od čtvrtého čtvrtletí letošního roku snižovat a ve druhém čtvrtletí 2012 by se měla vrátit pod 2% hladinu.

GRAF III.7.1

#### HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Tempo růstu HDP eurozóny se v prvním čtvrtletí 2011 zvýšilo na 2,5 %, inflace ve druhém čtvrtletí stagnovala na úrovni 2,7 % (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



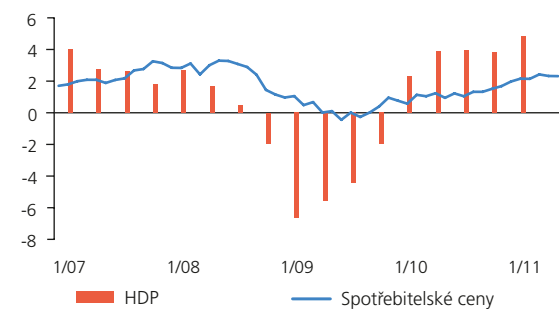


GRAF III.7.2

## HDP A INFLACE V NĚMECKU

Rekordní meziroční růst HDP o 4,9 % v prvním čtvrtletí 2011 je doprovázen zvýšenou inflací, která v červnu stagnovala na květnové hodnotě 2,3 %

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Rada guvernérů ECB zvýšila 7. července základní sazbu o 0,25 procentního bodu na 1,5 %. Cílem bylo zamezit růstu inflačních tlaků a inflačních očekávání vzhledem k tomu, že celková inflace se od prosince 2010 nachází nad 2% úrovní. Trh toto zvýšení očekával již od červnového zasedání, kdy prezident Trichet použil na tiskové konferenci výrazu „silná ostražitost“ (strong vigilance).

V prvním čtvrtletí 2011 dosáhl **růst německé ekonomiky** vysoké meziroční dynamiky (4,9 %<sup>49</sup>; Graf III.7.2). K mezičtvrtletnímu 1,5% růstu přispěla především tvorba hrubých fixních investic (jak v průmyslu, tak zejména ve stavebnictví), vysoký byl i příspěvek čistého vývozu. Exportní výkonnost německého průmyslu se po dubnovém zakolísání v květnu opět zvýšila a podobný vývoj zaznamenal také index průmyslové produkce. Tato čísla naznačují, že vysoká dynamika růstu HDP by se mohla udržet i ve druhém čtvrtletí 2011. Míra nezaměstnanosti v červnu klesla na 6,9 %, což je meziroční pokles o 0,6 procentního bodu. Počet nezaměstnaných je nejnižší od května 1992. Růst cenové hladiny měřený indexem CPI v květnu a červnu (shodně 2,3 %) byl o 0,1 procentního bodu nižší než v dubnu.

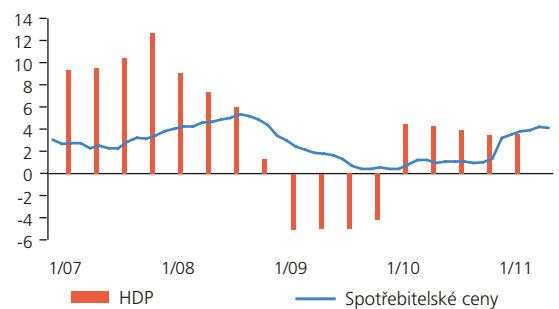
Červencový **CF předpokládá pro letošní rok růst** německé ekonomiky o 3,4 % a pro rok 2012 zpomalení na 1,9 %. Oproti dubnové předpovědi CF byla tedy prognóza pro letošní rok zvýšena o 0,7 procentního bodu. Bundesbanka je ve své červnové prognóze mírně pesimističtější, když počítá s růstem 3,1 % pro tento rok a 1,8 % pro rok 2012. Květnová předpověď OECD předpokládá pro letošní a příští rok růst 3,1 %, resp. 2,7 %. Index podnikatelského klimatu Ifo po nečekaném drobném zvýšení v červnu následně v červenci opět poklesl. Indikátor finančního sentimentu ZEW poklesl z květnové hodnoty 3,1 na -9 v červnu a -15,1 v červenci, a to v důsledku nejistoty na finančních trzích způsobené dluhovou krizí v eurozóně.

GRAF III.7.3

## HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Růst HDP v prvním čtvrtletí 2011 zrychlil na 3,6 %, inflace se ve druhém čtvrtletí dále zvýšila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



V prvním čtvrtletí 2011 se mezičtvrtletní **tempo růstu slovenského HDP** mírně zvýšilo na 1 % (Graf III.7.3). Vzrostla spotřeba vlády a saldo čistého vývozu, klesly investice a spotřeba domácností. Také meziroční hospodářský růst zrychlil o 0,2 procentního bodu na 3,6 %. Přírůstek domácí poptávky se sice značně snížil, tento vliv byl ale převážen zlepšením salda čistého vývozu. Ekonomický růst se projevil v prvním čtvrtletí meziročním zvýšením zaměstnanosti o 2,2 % a poklesem míry nezaměstnanosti v květnu ve srovnání s dubnem o 0,1 procentního bodu a předchozím rokem o 1,2 procentního bodu. Ve druhém čtvrtletí lze očekávat zpomalení dynamiky ekonomického růstu, neboť růst průmyslové a stavební výroby i maloobchodního obrátu v prvních dvou měsících tohoto čtvrtletí zpomalil. Pro celý rok 2011 červnový CF odhaduje růst HDP ve výši 3,4 % a jeho zrychlení o 0,6 procentního bodu v příštím roce.

49 Číslo očištěné o kalendářní efekty. Bez těchto efektů dosáhl meziroční růst rekordní hodnoty 5,2 %.

V červnu se **meziroční inflace na Slovensku** mírně snížila o 0,1 procentního bodu na 4,1 %, ale zůstává o 1,4 procentního bodu nad průměrnou úrovní v eurozóně. Vysoká inflace je výsledkem zejména rychlého růstu cen energií (9,5 %) a potravin (6,7 %). Ve zbytku roku lze podle červnového CF očekávat inflaci na mírně nižší úrovni a v příštím roce její další pokles zhruba o 1 procentní bod na 2,9 %.

### BOX 3

#### Dluhová situace Itálie

Dění na trzích s italskými dluhopisy a jejich deriváty, které mimo jiné spustil spor Silvia Berlusconiho a ministra financí Giulia Tremontiho o záchranném rozpočtu, budí obavy ohledně udržitelnosti italského dluhu. V pátek 8. července začaly klesat ceny italských vládních dluhopisů a rozdíl výnosů proti německým dluhopisům se postupně vyšplhal na 3,3 % (18. července) z 1,85 % na začátku měsíce. Situaci příliš nepomohlo ani urychlené schválení (během 3 dnů) balíčku úsporných opatření, která by měla do roku 2014 ušetřit 48 mld. EUR. Výnosy dluhopisů začaly klesat až v týdnu od 18. července díky výhledu na možné řešení dluhové krize Řecka. Platební neschopnost třetí největší ekonomiky eurozóny a třetího největšího emitenta dluhopisů na světě by měla negativní dopady na fungování globální ekonomiky. V tomto boxu mapujeme, do jaké míry byla reakce investorů opodstatněná a do jaké míry je ekonomická situace v Itálii podobná té v Řecku.

Itálie je po Řecku druhou relativně nejzadluženější zemí v Evropě, s dluhem dosahujícím téměř 120 % HDP (Graf 1). Se svým dluhem 1,8 bilionu EUR je dokonce nejzadluženější zemí Evropy a tvoří asi jednu čtvrtinu vládního dluhu v zemích eurozóny. V současnosti nemá Itálie problémy se splácením dluhu. Rating dlouhodobého dluhu od S&P je A+, od Moody's AA2, u obou agentur s negativním výhledem. Historicky byla Itálie schopna snižovat dluh jak zvyšováním daní, tak snižováním výdajů, a to především kvůli vstupu do EMU. Rozpočet byl v předkrizových letech v primárním přebytku (Graf 1), kam se vrátil v prvním čtvrtletí letošního roku. Domácnosti mají vysokou míru úspor a téměř 60 % dluhopisů je drženo rezidenty. Zátěžovými testy EBA<sup>50</sup> prošlo všech 5 testovaných italských bank.

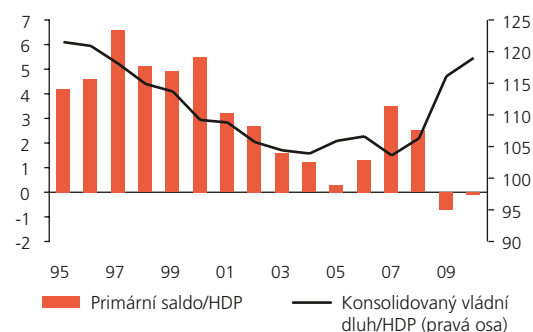
Navzdory uvedeným faktům budí obavy investorů budoucí vývoj v Itálii. Ekonomika je exportně orientovaná s nízkou domácí poptávkou, což je podobnost s Německem. Na rozdíl od Německa je však export nadále orientován na „staré“, zadlužené a málo rostoucí země EU. Struktura ekonomiky spolu se stárnoucí populací tedy nedává dobré vyhlídky k růstu. Z Grafu 2 je

GRAF 1 (Box)

#### VEŘEJNÉ FINANCE ITÁLIE

**Vládní dluh činí 120 % HDP, Itálie je ale schopna vytvářet primární přebytky rozpočtu**

(% HDP, zdroj: ECB)

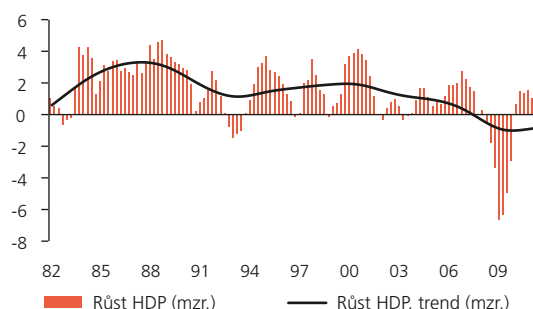


GRAF 2 (Box)

#### RŮST HDP ITÁLIE

**Hospodářský růst je dlouhodobě pomalý**

(meziroční změny v %, zdroj: ECB)

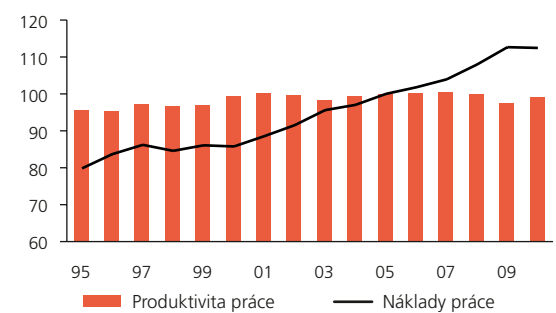


GRAF 3 (Box)

## NÁKLADY A PRODUKTIVITA PRÁCE

## Náklady práce v posledních letech předbíhaly produktivitu

(index produktivity jednotky práce a nákladů na jednotku práce, rok 2005 = 100, zdroj: OECD)



vidět dlouhodobě velmi slabý růst ekonomiky. Úroveň reálného HDP je v současnosti dokonce nižší než v roce 2000.

Východiskem ze současné krize je přesvědčit trhy o vůli provést opatření ke snížení dluhu. Drastické škrty ale mohou zpomalit růst ekonomiky, který je už tak dlouhodobě nízký. Klíčové je zvýšit konkurenceschopnost, kterou v minulosti negativně ovlivnil předstih růstu nákladů práce před produktivitou (Graf 3). Další oblastí je zvýšení efektivity státu (vláda ročně přerozděluje 51 % HDP), podnikatelského prostředí a soudní moci. Důležitá je i efektivita výběru daní – odhaduje se, že ročně vláda kvůli daňovým únikům přichází o stovky mld. EUR.

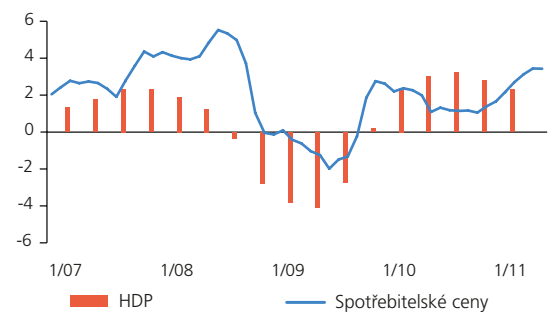
Itálie má zatím potřebný čas nutný k tomu, aby reformy začaly fungovat; střední délka splatnosti dluhu byla na konci června okolo sedmi let (i když tento rok má dojít ke splacení 11 % dluhu). Rizikem je ale slabá vláda a možný odsun reforem vzhledem k volbám v roce 2013. Pravděpodobnost dalšího zvyšování sazeb ECB také situaci příliš nenahrává.

GRAF III.7.4

## HDP A INFLACE V USA

## Meziroční tempo růstu HDP Spojených států zpomalilo v prvním čtvrtletí 2011 na 2,3 %, naopak inflace ve druhém čtvrtletí zrychlila na 3,3 %

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



## III.7.2 Spojené státy

Meziroční **růst HDP ve Spojených státech** v prvním čtvrtletí 2011 již podruhé v řadě mírně zpomalil na 2,3 % z 2,8 % ve čtvrtém čtvrtletí 2010 (Graf III.7.4). Také v mezičtvrtletním vyjádření dynamika růstu mírně zpomalila o 0,3 procentního bodu na 0,5 %. Meziroční růst o 2,7 % si z předchozího čtvrtletí udržela spotřeba domácností, dynamika růstu soukromých investic a exportu i importu zpomalila. Spotřeba a investice vlády stagnovaly na úrovni předchozího roku. Příliš optimisticky nevyznívají ani předstihové ukazatele na druhé čtvrtletí. Růst průmyslové výroby během posledních dvanácti měsíců postupně meziročně zpomaloval z úrovně 7,7 % na 3,4 % v červnu 2011. Za celé druhé čtvrtletí vzrostla průmyslová výroba o 3,8 %, což představuje ve srovnání s předchozím čtvrtletím zpomalení o 1,6 procentního bodu. Využití celkových kapacit v průmyslu stagnovalo v dosavadním průběhu roku 2011 okolo 76,8 % a schodek zahraničního obchodu se zbožím a službami dosáhl za prvních pět měsíců roku 2011 výše 234,6 mld. USD, což je oproti předchozímu roku zhoršení bilance o 31,4 mld. USD.

Míra nezaměstnanosti po předchozím poklesu od dubna opět mírně vzrostla až na červnových 9,2 %. Maloobchodní tržby si však již od září 2010 udržují solidní meziroční tempo růstu okolo 7,8 %. V květnu také po předchozích propadech meziročně vzrostly prodeje nových domů. Celkově se však situace na trhu práce a na realitním trhu zlepšuje jen velmi pomalu. Růst HDP v roce 2011 očekávají sledované instituce v intervalu 2,5 až 2,8 %, což představuje mírný pokles oproti roku 2010, kdy hospodářský růst dosáhl 2,9 %. Podle PMI, ale též podle Indexu předstihových ukazatelů (Conference Board), se zlepšil celkový výhled pro druhé pololetí 2011. Důvěra spotřebitelů se však snížila.

**Meziroční růst spotřebitelských cen** od konce roku 2010 postupně zrychloval až na červnových 3,4 %. V celkové inflaci se významně promítaly vysoké ceny ropy a ostatních komodit, neboť míra inflace bez cen potravin a energií byla v červnu jen 1,6 %. Růst cen průmyslových výrobců v roce 2011 také zrychlil a v květnu i červnu dosáhl meziroční hodnoty 7,0 %. Ke konci června skončilo druhé kolo kvantitativního uvolňování, při kterém Fed dodal do ekonomiky dodatečnou likviditu v objemu 600 mld. USD a zároveň udržoval základní úrokové sazby na rekordně nízké úrovni (0-0,25%). Červencový CF očekává, že na této úrovni se budou základní sazby nacházet ještě nejméně do konce června příštího roku. Nicméně pokud by se míra inflace udržela delší dobu na vyšších úrovních, je Fed připraven sáhnout k rychlému zvyšování úrokových sazeb. Tříměsíční a jednoleté úrokové sazby peněžního trhu v červnu a v první polovině července stagnovaly na úrovni 0,25 %, resp. 0,73 %. Výnosy desetiletého vládního dluhopisu sice na konci června vzrostly, ale v průběhu července opět poklesly na přibližně 2,9 %. Podle červencového CF by měl růst spotřebitelských cen zrychlit z 1,7 % v roce 2010 na 3,1 % v roce 2011, ostatní sledované instituce předpokládají nižší růst cen. Výnos desetiletého vládního dluhopisu by měl podle CF v ročním horizontu vzrůst na 4,1 %.

**Deficit federální vlády** za prvních šest měsíců roku 2011 dosáhl 601,6 mld. USD, což představuje meziroční pokles o 14,4 mld. USD. Do začátku srpna by se měla vláda a Kongres shodnout na navýšení úvěrového limitu současné administrativě, jinak hrozí, že Spojené státy nebudou moci dostát svým závazkům. Neshody mezi republikány a demokraty doposud panují na způsobu, jakým budou do budoucna snižovány schodky federálního rozpočtu (v roce 2010 dosáhl schodek hospodaření federální vlády 8,7 % HDP).

### III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

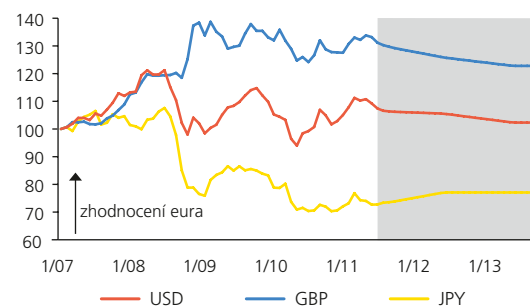
**Ve druhém čtvrtletí 2011** kurz eura vůči hlavním světovým měnám (zejména vůči dolaru) v průměru posílil (Graf III.7.5). Posilování však bylo patrné zejména v průběhu dubna v souvislosti se snahou o řešení krizové situace předlužených zemí eurozóny. Euro podporoval rovněž rostoucí úrokový diferenciál, když ECB v dubnu a červenci přistoupila ke zpřísnění měnové politiky. Naopak v neprospěch dolaru působily nejednoznačné signály ohledně oživení americké ekonomiky a nadále špatný stav amerických veřejných financí. Ani uvolněná měnová politika (a neochota Fedu ji měnit) dolaru příliš nepomáhá.

**V první polovině července 2011** naopak euro oslabilo z 1,45 na 1,42 USD/EUR, když se objevily tlaky na nárůst sazeb dlouhodobých italských dluhopisů a obavy z možného rozšíření dluhové krize na tuto a další země. Poté, co Fed oznámil, že je připraven dále podpořit slabé oživení, a vyvolal tak spekulace o dalším kole kvantitativního uvolňování, a po summitu zemí eurozóny euro nicméně opět posílilo a výrazně vzrostla volatilita na devizovém trhu (měřeno cenami opcí), zejména u měnového páru USD/EUR.

GRAF III.7.5

#### KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

**Euro vůči hlavním měnám ve druhém čtvrtletí 2011 posílilo**  
(leden 2007 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

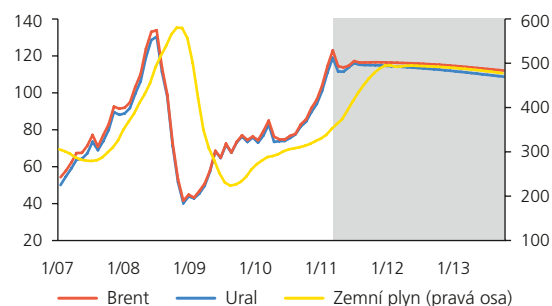


GRAF III.7.6

## DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Očekávaná budoucí cena ropy Brent dle tržních výhledů klesá jen velmi pozvolna

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

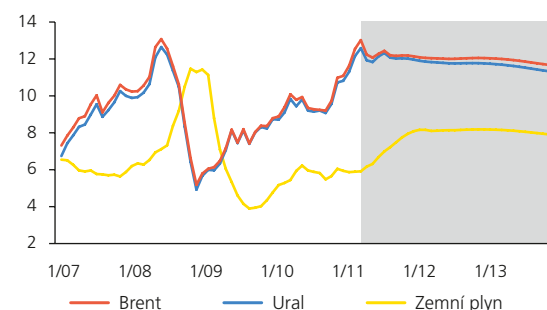


GRAF III.7.7

## KORUNOVÉ CENY ROPY A PLYNU

Očekávaný vývoj cen ropy a plynu v korunovém vyjádření se příliš neliší od vývoje dolarových cen

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



**Červencový CF** nadále očekává postupné posilování dolaru vůči euru, ale křivka je v porovnání s dubnovou předpovědí po celém horizontu posunuta směrem ke značně slabšímu dolaru. V horizontu dvou let by se měl kurz pohybovat na hodnotě cca 1,36 USD/EUR. Podobně by mělo euro oslabit vůči britské libře, naopak posílení se očekává vůči japonskému jenu.

## III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Po prudkém propadu z letošních maxim na počátku května (což byla převážně reakce na rychlé posílení amerického dolaru) se **cena ropy Brent** zklidnila kolem slabě rostoucího trendu. Ve druhé polovině června však došlo k dalšímu strmému poklesu ze 120 na 105 USD/barel (Graf III.7.6). Zpočátku byl tento propad vyvolán zejména obavami ze zpomalení globální ekonomiky a prohlášením Saúdské Arábie, že jednostranně zvýší dodávky ropy. Následně se propad ceny ještě urychlil, když IEA oznámila, že uvolní na trh část svých strategických rezerv. Koncem června se však sentiment na trzích zlepšil a cena ropy Brent zareagovala na oslabující dolar rychlým růstem. Tento trend pak pokračoval i v první dekádě července, a to navzdory rychle posilujícímu dolaru. V polovině července se tak cena ropy Brent pohybovala již opět nad hranicí 115 USD/barel.

**Poptávka po ropě** je stále vysoká ze strany zemí mimo OECD, zatímco ve vyspělých zemích přetrvává slabá poptávka. Kvůli výpadkům v těžbě nejen v Libyi nabídka stále zaostává za poptávkou, i když oproti druhé polovině roku 2010 se tento deficit mírně snížil. Často kritizované kolektivní uvolnění strategických rezerv zemí OECD sice nepřineslo dlouhodobější pokles ceny<sup>51</sup>, podařilo se ale zmírnit sklon klesající křivky budoucích cen, což snižuje motivaci investorů ke spekulativním nákupům. Klesající cenová křivka je konzistentní s poklesem vytěžených zásob ropy. Zásoby ropy a ropných produktů se v USA snižují již od října minulého roku a od poloviny letošního dubna se pohybují jen mírně nad pětiletým průměrem. V Evropě jsou tyto zásoby podprůměrné již od září 2010 a v období únor až duben 2011 dále prudce klesaly.

Mezinárodní agentura pro energii (IEA) ve své červencové zprávě zvýšila **očekávanou letošní poptávku po ropě** o 0,2 mil. na 89,5 mil. barelů denně, což je růst oproti roku 2010 o 1,2 mil. barelů. V roce 2012 by spotřeba měla vzrůst o dalších 1,5 mil. barelů denně. OPEC je ve své předpovědi jak pro letošní, tak pro příští rok níže s odhadovaným růstem o 1,3 mil. barelů na 89,5 mil. barelů denně v roce 2012.

<sup>51</sup> Dne 23. června 2011 IEA oznámila, že uvolní 60 mil. barelů (2 mil. denně po dobu 30 dnů) ropy a ropných produktů ze svých strategických zásob. Analytici Goldman Sachs odhadovali, že tento krok (dočasné zvýšení světové nabídky o cca 2,5 %) povede ke snížení ceny o 10-12 USD/barel. K tomu sice bezprostředně došlo, avšak pokles byl jen velice krátkodobý. IEA uvádí, že poptávka po uvolněných zásobách je značně vysoká.

Tržní **výhledy na základě futures kontraktů** na ropu Brent se oproti minulé prognóze změnily jen nevýznamně. Aktuální cena je zhruba o 3 % nižší, ale snížil se sklon cenové křivky a na konci roku 2013 je očekávaná cena naopak o 3 % výše (na úrovni 112 USD/barel). To je i v souladu s očekáváním většiny komerčních analytiků. U ceny ropy WTI očekává červencový CF naopak růst z úrovně cca 95 USD/barel na 102,5 USD/barel v ročním horizontu, a tedy snižování rozdílu mezi cenou ropy Brent a WTI. V korunovém vyjádření je očekávaný vývoj cen ropy tentokrát prakticky stejný jako u dolarových cen (Graf III.7.7).

**Index cen neenergetických surovin** po přechodném dubnovém růstu pokračoval v květnu a červnu v poklesu, zejména vlivem klesajících cen potravinářských a nekovových průmyslových komodit (Graf III.7.8). Během první poloviny července se ceny potravin a zejména průmyslových kovů obrátily k růstovému trendu. Nové předpovědi se oproti minulé prognóze posunuly v souladu s vývojem aktuálních cen mírně dolů, jejich průběh v čase se však prakticky nezměnil. U potravin i průmyslových kovů se očekává víceméně stagnace cen.

Vývoj v rámci **jednotlivých skupin komodit** nebyl jednoznačný. Například cena pšenice v průběhu června poklesla o 25 %, ale její výhled je rostoucí, pokles ceny kukuřice byl „pouze“ 17 %, ale měl by dále pokračovat. Naopak cena cukru silně rostla, ale výhled je klesající. Poblíž historických maxim se drží cena masa (jak vepřového, tak hovězího). Prudký pád zaznamenala cena bavlny. Cena hliníku klesala, ale předpověď zůstává rostoucí; opačný vývoj vykazuje cena mědi.

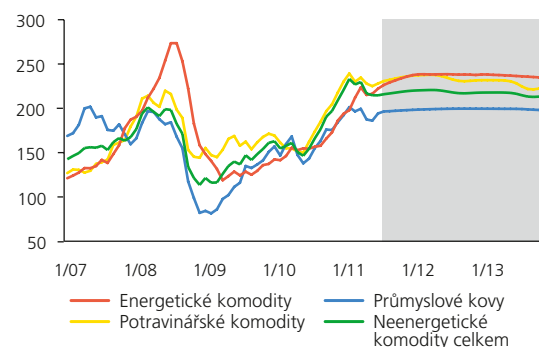
**Index cen energetických surovin** zaznamenal v květnu a červnu rovněž pokles, ale během první poloviny července se ceny vrátily téměř zpět na dubnovou hodnotu. Výhled indexu zůstává do poloviny roku 2012 rostoucí v důsledku očekávaného vývoje cen zemního plynu a uhlí.

GRAF III.7.8

## CENY KOMODIT

**Indexy cen neenergetických komodit ve druhém čtvrtletí 2011 poklesly, naopak ceny energetických surovin oproti prvnímu čtvrtletí vzrostly**

(rok 2005 = 100, zdroj: Bloomberg)



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

## ZVEŘEJŇOVÁNÍ GRAFU RIZIK INFLAČNÍ PROGNOZY (GRIPU)

Bankovní rada ČNB na svém zasedání v květnu 2011 rozhodla začít zveřejňovat na webových stránkách ČNB Graf rizik inflační prognózy (zkráceně GRIP) s doprovodným komentářem. GRIP bude zveřejňován spolu se zápisy z měnověpolitických jednání bankovní rady, na kterých není k dispozici nová prognóza. Poprvé byl GRIP zveřejněn po jednání bankovní rady z června 2011.

GRIP je grafický nástroj, který zachycuje rizika poslední makroekonomické prognózy prostřednictvím vyhodnocení vlivu nově dostupných informací na výhled celkové inflace a úrokových sazeb. V podobě založené na jádrovém predikčním modelu ČNB (dříve QPM, dnes „g3“) je GRIP používán od června 2004. Vyhodnocení rizik poslední prognózy se provádí simulacemi jádrového predikčního modelu, do něhož jsou vloženy jednotlivé nové informace. Získané modelové odezvy ukazují odchylky výhledu celkové inflace a úrokových sazeb od základního scénáře stávající prognózy. GRIP je jedním z podkladů pro rozhodování bankovní rady mezi dvěma prognózami a je standardní součástí tzv. malých situačních zpráv. Zveřejňování GRIPu dále zvyšuje předvídatelnost a důvěryhodnost měnové politiky ČNB.

Body znázorněné v GRIPu zobrazují parciální efekty jednotlivých skupin pozorování. Hodnocení těchto efektů se děje za podmínky *ceteris paribus*, tj. při neměnnosti ostatních předpokladů. V modelovém aparátu g3 nezáleží na pořadí simulací jednotlivých nových informací (či jejich skupin).

Základem GRIPu je dvourozměrný souřadný systém. Vzdálenost na horizontální ose od průsečíku os zachycuje odchylku simulace od stávající prognózy celkové inflace na začátku horizontu měnové politiky (t+4 čtvrtletí). Na vertikální ose je pak vynesena dopad nových informací na průměrnou odchylku úrokových sazeb (3M PRIBOR) na horizontu t+1 až t+4 čtvrtletí, kde t je aktuální čtvrtletí (čtvrtletí zpracování malé situační zprávy). Důvodem pro zobrazování dopadu do průměrných úrokových sazeb je přítomnost vyhlazování v reakční funkci měnové politiky v predikčním modelu.

Při tvorbě GRIPu se nejedná o vypracování plnohodnotné prognózy, nýbrž o poměrně mechanické promítnutí nově známých informací bez významnějších expertních zásahů. Hodnocená rizika (nově dostupné informace) je možno rozdělit do následujících skupin: nastavení počátečních podmínek, zahraniční veličiny, inflace, kurz a sazby.

Efekt nových dat o HDP, jeho struktuře a o mzdách v podnikatelské sféře je v GRIPu zohledněn pomocí mechanické aktualizace počátečních podmínek prognózy. Důvodem pro změnu počátečních podmínek bývají také případné revize časových řad. Nová data jsou v simulaci GRIPu zpracována tak, že expertní zásahy z poslední prognózy a dlouhodobé trendy nejsou obvykle přehodnoceny. Bod „Počáteční podmínky“ v GRIPu tak vyjadřuje posun aktuální prognózy při přesnější znalosti skutečné výše a struktury HDP a růstu mezd.

Výhledy zahraničních veličin, které do prognózy vstupují, pocházejí zejména z publikace Consensus Forecasts (CF) a z tržních výhledů. Výhledy CF popisují výhled efektivního HDP eurozóny (aproximace zahraniční poptávky) a růstu cen výrobců v efektivní eurozóně. Trajektorie výhledu 3M EURIBORu je aktualizována na základě tržních pozorování. Bod „Zahraničí“ v GRIPu indikuje směr posunu v poslední prognóze se znalostí nových údajů o vývoji těchto zahraničních veličin a jejich výhledu.

Při simulaci vlivu nově dostupných dat domácí inflace jsou k dispozici zpravidla dvě nová měsíční pozorování inflace v aktuálním čtvrtletí. Protože predikční model pracuje se čtvrtletními daty, je vývoj inflace pro aktuální čtvrtletí vždy do počítán na základě nově známých dat a dosud nezveřejněné údaje jsou nahrazeny meziměsíčním tempem dle aktuální prognózy. Vedle toho jsou do této simulace vloženy aktualizované výhledy regulovaných cen a změn nepřímých daní. Bod „Inflace“ tak indikuje posun stávající prognózy při použití zpřesněné verze krátkodobé predikce inflace.



Nové informace o vývoji domácích nominálních měnových podmínek lze popsat pomocí aktualizace krátkodobé predikce kurzu pro první čtvrtletí stávající prognózy a zohlednění aktuálního vývoje domácích tržních úrokových sazeb. Tyto informace jsou do GRIPu zapracovány pomocí změny fixace krátkodobé predikce kurzu a fixace domácích úrokových sazeb. Aktualizovaná krátkodobá predikce kurzu a sazeb se počítá jako průměr z denních pozorování za celé čtvrtletí, přičemž známé hodnoty za dosavadní průběh čtvrtletí jsou pro jeho zbývající část doplněny poslední pozorovanou denní hodnotou. Bod „Kurz“ v GRIPu tak ilustruje posun prognózy jako reakci na novou krátkodobou predikci kurzu CZK/EUR v aktuálním čtvrtletí. Simulace pro bod „Sazby“ popisuje dopad případného nenaplnění stávající prognózy pramenící z dosavadní odchylky průměrných tržních sazeb 3M PRIBOR od předpokladů prognózy.

Zobrazené dopady rizik (jednotlivé body GRIPu) jsou ve srovnání s plnohodnotným prognostickým cvičením pouze hrubou kvantifikací vlivu nových informací a jsou zatíženy různou mírou nejistoty. GRIP zároveň nezohledňuje úplnou množinu nově dostupných informací, ale pouze tu jejich část, kterou lze poměrně mechanicky hodnotit prostřednictvím jádrového predikčního modelu. Získání výsledné bilance rizik prognózy sečtením jednotlivých bodů v GRIPu je proto sice možné, ale jen s vědomím výše uvedeného. Tvůrce grafu – Sekce měnová a statistiky ČNB – proto vektorový součet bodů v GRIPu neprovádí. Výsledné hodnocení celkové bilance rizik stávající prognózy z pohledu Sekce měnové a statistiky, zohledňující i informace nad rámec GRIPu, je formulováno verbálně v taktéž zveřejňovaném doprovodném textu.

Graf	I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf	I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf	I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf	I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf	I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf	I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf	II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	8
Graf	II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	8
Graf	II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	8
Graf	II.1.4	3M EURIBOR	9
Graf	II.1.5	Kurz eura k dolaru	9
Graf	II.1.6	Cena ropy Brent	9
Graf	II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	10
Graf	II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	10
Graf	II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	11
Graf	II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	12
Graf	II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	12
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	12
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	13
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	13
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14
Graf	II.2.11	Průměrná nominální mzda	14
Graf	II.2.12	Prognóza růstu HDP	14
Graf	II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	15
Graf	II.2.14	Prognóza trhu práce	15
Graf	II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf	II.2.16	Nominální disponibilní důchod	16
Graf	II.2.17	Hrubá tvorba kapitálu	16
Graf	II.2.18	Reálný vývoz a dovoz	16
Graf	II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf	II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf	II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	20
Graf	II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	21
Graf	II.3.5	Změna prognózy kurzu	21
Graf	II.3.6	Změna prognózy HDP	21
Graf	II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	22
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	25
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	26
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	27
Graf	III.1.2	Inflace	29
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	29
Graf	III.1.4	Struktura inflace	29
Graf	III.1.5	Ceny potravin	30
Graf	III.1.6	Vývoj složek cen potravin	30
Graf	III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	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 výrobců podle hlavních průmyslových skupin	32
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	33
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	33
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	33
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	34
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	34
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	34
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	35
Graf III.3.5	Míra hrubých úspor	35
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	35
Graf III.3.7	Investice do obydlí	36
Graf III.3.8	Čistá zahraniční poptávka	36
Graf III.3.9	Vývoz a dovoz	37
Graf III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	37
Graf III.3.11	Průmyslová produkce	37
Graf III.3.12	Nové průmyslové zakázky	38
Graf III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	38
Graf III.3.14	Indikátory důvěry	38
Graf III.3.15	Potenciální produkt	39
Graf III.3.16	Mezera výstupu	39
Graf III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	39
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	40
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	40
Graf III.4.3	Míra nezaměstnanosti	41
Graf III.4.4	Beveridgeova křivka	41
Graf III.4.5	Vývoj produktivity v NH	42
Graf III.4.6	NJMN	42
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	45
Graf III.5.2	Peníze, nominální HDP a rychlost obratu peněz	45
Graf III.5.3	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a sklon výnosové křivky	45
Graf III.5.4	Faktory nabídky peněz	46
Graf III.5.5	Vklady podniků, ekonomická aktivita a čistá zahraniční aktiva bank	46
Graf III.5.6	Stavy úvěrů podnikům a domácnostem	46
Graf III.5.7	Úvěry nefinančním podnikům	47
Graf III.5.8	Úvěry domácnostem na bydlení	47
Graf III.5.9	Struktura úvěrů na bydlení podle fixace úrokové sazby	47
Graf III.5.10	Základní sazby ČNB	48
Graf III.5.11	Tržní úrokové sazby	48
Graf III.5.12	Úrokové diferenciály	48
Graf III.5.13	Výnosová křivka státních dluhopisů	49
Graf III.5.14	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	49
Graf III.5.15	Změny úrokové sazby z úvěrů na bydlení	49
Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	50
Graf III.5.17	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	50
Graf III.5.18	Ex ante reálné sazby	50
Graf III.5.19	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	51
Graf III.5.20	Základní ukazatele hospodaření	51
Graf III.5.21	Financování nefinančních podniků	52
Graf III.5.22	Domácí a zahraniční podnikové úvěry	52
Graf III.5.23	Dlůh a čisté úrokové platby	52
Graf III.5.24	Financování domácností	53
Graf III.5.25	Čistá finanční aktiva domácností a míra hrubých úspor	53

Graf III.5.26	Realizační a nabídkové ceny bytů	54
Graf III.5.27	Počty transakcí na trhu nemovitostí	54
Graf III.5.28	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	55
Graf III.5.29	Výnosy komerčních nemovitostí	55
Graf III.6.1	Běžný účet	56
Graf III.6.2	Obchodní bilance	56
Graf III.6.3	Bilance služeb	56
Graf III.6.4	Bilance výnosů	57
Graf III.6.5	Finanční účet	57
Graf III.6.6	Přímé investice	57
Graf III.6.7	Portfoliové investice	58
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	58
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	59
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	60
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	60
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	62
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	63
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	64
Graf III.7.7	Korunové ceny ropy a plynu	64
Graf III.7.8	Ceny komodit	65

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	10
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	17
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	17
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	18
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář kurzu	23
Tab. II.4.2	Citlivostní scénář zahraničních sazeb	23
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.3.1	Investice podle sektorů	36
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	41
Tab. III.5.1	Ukazatele hospodaření podniků	51
Tab. III.5.2	Finanční indikátory podniků	53

EBA	European Banking Authority, Evropský orgán pro bankovníctví	ILO	International Labour Organization
CF	Consensus Forecasts	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CP	cenné papíry	IRI	Institut regionálních informací
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CZK, Kč	česká koruna	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	M1, M2	peněžní agregáty
ČSÚ	Český statistický úřad	MF	Ministerstvo financí
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MMF	Mezinárodní měnový fond
DPH	daň z přidané hodnoty	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NH	národní hospodářství
EIB	Evropská investiční banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EMU	Hospodářská a měnová unie	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	ZEW	Centrum evropského ekonomického výzkumu
IEA	Mezinárodní agentura pro energii		

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



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

Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	(box)	I/2011
Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3	(box)	II/2011
Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru	(box)	II/2011
Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013	(box)	III/2011
Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení	(box)	III/2011
Dluhová situace Itálie	(box)	III/2011
Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)	(příloha)	III/2011

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

**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.

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

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

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

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

**Výkonová bilance:** představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

## KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	roky											
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 368,4	2 470,8	2 628,5	2 812,2	2 984,7	3 053,3	2 930,6	2 994,8	3 058,7	3 125,3	3 245,0
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,1	2,2	3,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	5,9	2,8	2,6	5,2	4,9	3,4	-0,2	-0,1	0,0	2,0	2,7
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,5	1,1	2,6	-0,1	-1,2	0,7	1,5
Tvorba hrubého kapitálu	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,4	-3,2	-15,5	5,3	2,8	5,2	4,0
Vývoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	17,7	15,3	9,6	10,6
Dovoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	17,6	14,0	10,3	9,8
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	65,2	120,3	102,8	147,3
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	% , meziročně, reálné	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	10,3	-	-	-
Stavební produkce	% , meziročně, reálné	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,1	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	% , meziročně, reálné	7,2	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,3	-	-	-
<b>CENY</b>												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	% , konec období	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	-	-	-
Spotřebitelské ceny	% , meziročně, průměr	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,2	1,8
Regulované ceny (17,15 %)*	% , meziročně, průměr	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,7	4,7	6,4	3,3
Čistá inflace (82,85 %)*	% , meziročně, průměr	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,5	1,8
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (25,63 %)*	% , meziročně, průměr	-1,2	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,7	1,9	1,9
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)*	% , meziročně, průměr	0,6	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,6	1,0	1,7
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	% , meziročně, průměr	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	10,6	4,6	2,0
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	% , meziročně, průměr	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	2,1	2,1
Deflátor HDP	% , meziročně, sez. očištěno	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,5	-1,2	0,2	2,4	1,0
<i>Díličí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	% , meziročně, průměr	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,7	2,1
Ceny zemědělských výrobců	% , meziročně, průměr	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	19,7	-7,0	-
Ceny stavebních prací	% , meziročně, průměr	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-	-	-
Cena ropy Brent	% , meziročně, průměr	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	28,7	42,7	2,0	-2,1
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, nominální	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	1,9	2,3	4,1	4,5
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, reálné	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,4	0,3	0,9	2,6
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	% , meziročně	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-2,1	-0,2	-0,1	0,6
Nominální jednotkové mzdové náklady	% , meziročně	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,3	-1,1	0,0	1,9	1,3
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	% , meziročně	3,4	-4,5	-4,0	-5,6	0,9	0,3	4,4	-6,5	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	% , meziročně	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	3,2	2,1	2,0	3,0
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	% , průměr, věk 15–64	7,8	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	7,1	6,7	6,0
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	% , průměr	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	8,8	8,2	7,9
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-211,7	-170,8	-141,1	-117,8	-115,3
Deficit veřejných financí / HDP**	% , nominální	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-4,7	-3,8	-3,0	-2,8
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	768,3	847,8	885,4	948,3	1 023,8	1 104,9	1 279,6	1 413,5	1 536,6	1 640,9	1 746,2
Veřejný dluh / HDP**	% , nominální	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	38,5	40,9	41,8	42,4
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	102,7	81,2	54,0	70,3	70,0	90,0
Obchodní bilance / HDP	% , nominální	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	2,2	1,5	1,9	1,8	2,2
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	65,2	66,1	70,2	70,0	75,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-114,8	-139,2	-139,2	-160,0	-155,0
Běžný účet platební bilance / HDP	% , nominální	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-3,2	-3,8	-3,7	-4,1	-3,8
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	53,5	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	37,7	97,0	90,0	70,0	80,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,1	16,4	16,5
Kč/EUR	průměr	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,1	23,1	22,5
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,4	-3,9	-5,5	-2,2
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-3,1	-5,5	-1,3	-3,9	-8,8	4,3	-3,3	-4,9	-4,7	-2,1
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	% , meziročně, průměr	0,8	3,6	-1,5	-1,2	1,4	-4,6	0,2	-1,0	0,5	-0,9	0,2
Dovozní ceny	% , meziročně, průměr	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	3,1	-0,9	-0,3
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M2	% , meziročně, průměr	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,3	4,0	3,3	5,5	4,1
2 T repo sazba	% , konec období	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	-	-	-
3 M PRIBOR	% , průměr	2,3	2,4	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,7	2,5

\* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

- zvýrazněná data = prognóza ČNB



čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
732,9	729,1	732,9	735,7	741,6	746,0	751,8	755,4	762,2	<b>764,9</b>	<b>764,8</b>	<b>766,8</b>	<b>770,7</b>	<b>777,2</b>	<b>785,0</b>	<b>792,4</b>	<b>799,7</b>	<b>807,0</b>	<b>814,8</b>	<b>823,5</b>
-3,6	-4,8	-4,4	-3,2	1,2	2,3	2,6	2,7	2,8	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
0,6	-0,1	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	0,4	-0,5	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
1,4	1,5	4,0	3,4	2,4	0,8	-0,8	-2,6	-1,3	<b>-0,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>
-6,1	-13,9	-14,8	-26,5	-7,2	2,8	17,1	10,5	3,4	<b>6,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>8,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
-19,0	-15,6	-8,0	2,4	18,2	19,4	16,4	16,8	15,6	<b>16,6</b>	<b>14,8</b>	<b>14,3</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>
-16,8	-14,5	-6,6	-2,4	15,4	18,5	19,2	17,4	13,2	<b>15,8</b>	<b>10,9</b>	<b>15,9</b>	<b>10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>
-4,5	15,4	12,9	31,4	14,4	24,1	-5,5	32,2	35,9	<b>34,4</b>	<b>27,2</b>	<b>22,8</b>	<b>21,4</b>	<b>23,6</b>	<b>27,3</b>	<b>30,4</b>	<b>33,2</b>	<b>35,2</b>	<b>37,7</b>	<b>41,2</b>
-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	6,9	11,5	10,7	11,8	12,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-10,8	1,2	0,3	2,0	-22,7	-8,3	-2,8	-2,1	7,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,2	2,1	1,6	1,5	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	3,6	3,8	4,3	4,0	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	9,1	<b>10,1</b>	<b>12,2</b>	<b>7,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
3,7	3,3	2,1	1,2	-1,7	-1,1	-0,5	-1,4	-0,9	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	30,1	<b>17,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-11,9</b>	<b>-6,9</b>	<b>-1,3</b>	-	-	-	-
2,8	1,4	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	33,1	11,8	15,8	36,8	48,8	<b>52,0</b>	<b>34,2</b>	<b>11,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,6</b>
2,2	2,5	4,1	4,6	2,6	2,7	1,9	0,6	2,1	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
0,1	1,1	4,0	4,2	1,9	1,5	0,0	-1,5	0,4	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,6	-1,3	-1,5	-0,1	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
4,9	4,5	4,8	3,0	-1,9	-1,2	0,1	-1,5	-0,7	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
5,5	5,1	5,9	1,2	-5,6	-5,9	-8,2	-6,5	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,5	-4,2	-3,2	-1,0	3,3	3,9	2,4	2,9	2,4	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
5,8	6,4	7,4	7,3	8,2	7,2	7,2	7,0	7,3	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>
7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	8,8	9,1	9,8	8,7	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21,4	27,8	17,7	14,3	28,8	21,8	-2,8	6,1	31,3	<b>19,0</b>	<b>5,0</b>	<b>15,0</b>	<b>27,0</b>	<b>18,0</b>	<b>7,0</b>	<b>18,0</b>	<b>31,0</b>	<b>22,0</b>	<b>13,0</b>	<b>24,0</b>
2,4	3,0	1,9	1,6	3,3	2,3	-0,3	0,7	3,5	<b>2,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>
15,9	15,7	16,5	17,1	16,1	22,5	13,1	14,4	16,2	<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>	<b>17,0</b>	<b>19,0</b>	<b>20,0</b>	<b>19,0</b>
2,4	-53,8	-41,0	-22,5	6,4	-34,0	-90,7	-20,9	19,8	<b>-54,0</b>	<b>-87,0</b>	<b>-18,0</b>	<b>3,0</b>	<b>-65,0</b>	<b>-85,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>8,0</b>	<b>-70,0</b>	<b>-87,0</b>	<b>-6,0</b>
0,3	-5,9	-4,5	-2,4	0,7	-3,6	-9,8	-2,2	2,2	<b>-5,6</b>	<b>-9,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>-8,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,6</b>
16,5	9,0	-17,1	29,3	30,6	19,5	70,2	-23,3	13,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	16,9	<b>17,0</b>	<b>16,6</b>	<b>16,4</b>	<b>16,3</b>	<b>16,4</b>	<b>16,5</b>	<b>16,5</b>	<b>16,5</b>	<b>16,5</b>	<b>16,4</b>
27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	<b>24,2</b>	<b>23,7</b>	<b>23,4</b>	<b>23,1</b>	<b>23,0</b>	<b>22,8</b>	<b>22,6</b>	<b>22,5</b>	<b>22,4</b>	<b>22,4</b>
7,4	6,7	6,1	2,1	-6,1	-4,0	-3,1	-4,7	-5,2	-4,1	<b>-2,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,8</b>
8,5	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,3	-1,1	-2,8	-5,1	-5,0	<b>-3,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,7</b>
5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,6	-0,3	2,2	1,0	0,8	<b>-0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,5	2,5	5,8	4,7	4,7	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	4,7	3,8	3,0	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</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)



