



národní
úložiště
šedé
literatury

Zpráva o inflaci / IV, 2011

Česká národní banka
2011

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123851>

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 .

ZPRÁVA O INFLACI / IV

2011

ZPRÁVA O INFLACI / IV

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

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

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

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

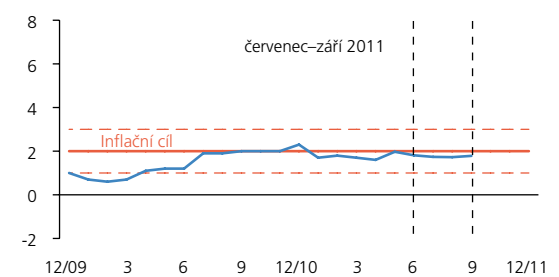
Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. listopadu 2011 a obsahuje informace dostupné k 21. říjnu 2011. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách 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.

PŘEDMLUVA	3
OBSAH	5
I SHRUTÍ	6
II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA	9
II.1 Vnější předpoklady prognózy	9
II.2 Prognóza	11
Box 1 Reforma penzijního systému	20
II.3 Srovnání s minulou prognózou	22
II.4 Alternativy a citlivostní analýzy	25
II.4.1 Alternativní scénář – stagnace eurozóny	25
II.4.2 Citlivostní scénář kurzu	26
II.5 Prognózy ostatních subjektů	27
III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	29
III.1 Inflace	29
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	29
III.1.2 Současný vývoj inflace	31
III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců	33
III.2.1 Dovozní ceny	33
III.2.2 Ceny výrobců	34
III.3 Poptávka a nabídka	37
III.3.1 Domácí poptávka	37
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	39
III.3.3 Nabídka	40
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	41
III.4 Trh práce	43
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	43
III.4.2 Mzdy a produktivita	44
III.5 Finanční a měnový vývoj	46
III.5.1 Peníze	46
III.5.2 Úvěry	47
III.5.3 Úrokové sazby	49
Box 2 Ratingové hodnocení České republiky	51
III.5.4 Měnový kurz	53
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	54
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	54
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	56
III.6 Platební bilance	59
III.6.1 Běžný účet	59
III.6.2 Kapitálový účet	60
III.6.3 Finanční účet	60
III.7 Vnější prostředí	62
III.7.1 Eurozóna	62
Box3 Německo – hlavní obchodní partner ČR	64
III.7.2 Spojené státy	65
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	66
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	67
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	70
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	73
POUŽITÉ ZKRATKY	74
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	75
GLOSÁŘ POJMŮ	78
KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY	82

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

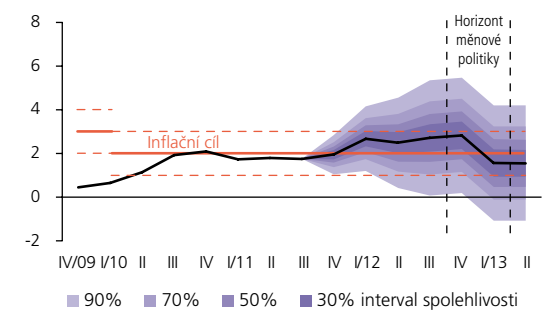
Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2011 pohybovala nepatrně pod inflačním cílem ČNB
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

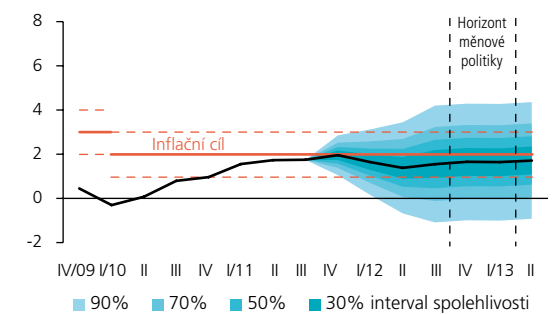
Celková inflace v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 dočasně vzroste těsně pod 3 %
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace se bude pohybovat mírně pod cílem na celém horizontu prognózy
(meziroční změny v %)



I. SHRUTÍ

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí letošního roku zmírnila svůj růst, dosud tažený zejména čistým vývozem. Potvrdil se tak začátek fáze zpomalení předpokládaný již v minulé prognóze. Celková inflace se spolu s měnověpolitickou inflací pohybují lehce pod úrovní cíle. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou patrné, zdrojem inflace zůstávají především ceny komodit a potravin. Růst hrubého domácího produktu v příštím roce dále oslabí. Jeho tempo bude tlumeno zejména nižší dynamikou zahraniční poptávky. Reálná ekonomická aktivita výrazněji vzroste až v roce 2013. Měnověpolitická inflace se v celém horizontu prognózy bude pohybovat mírně pod cílem. Celková inflace v roce 2012 dočasně vzroste v důsledku zvýšení DPH těsně pod 3 %, od začátku roku 2013 se sníží pod cíl. Sekundární dopady zvýšení DPH jsou předpokládány nevýrazné. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013. Významné riziko prognózy se týká zahraničního vývoje a je popsáno alternativním scénářem „stagnace eurozóny“.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí 2011 ztlačila svůj meziroční růst na 2,2 %. K tomu přispěl zejména čistý vývoz, který však i nadále zůstává hlavním zdrojem růstu, v menší míře i prohloubení poklesu spotřeby domácností a vlády. Kladné příspěvky fixních investic a zásob se naopak zvýšily. Ve třetím čtvrtletí 2011 se očekává další zpomalení meziročního růstu na 1,7 %.

Celková inflace se ve třetím čtvrtletí 2011 pohybovala nepatrně pod cílem ČNB (Graf I.1). Měnověpolitická inflace na začátku třetího 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 ceny potravin, i když u cen potravin již dochází ke zpomalení růstu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstává záporná, a nadále tak odráží slabou domácí poptávku a utlumené domácí inflační tlaky. Marže se – při celkově slabém růstu nákladů – nacházejí poblíž své dlouhodobé úrovně. Působení dovozních cen je naopak proinflační, když pokračující růst zahraničních cen je umocněn aktuálním oslabením kurzu koruny.

Tempo **ekonomického růstu v eurozóně** se ve druhém čtvrtletí 2011 začalo snižovat a za celý rok by mělo dosáhnout nepatrně nižší hodnoty (2,6 %) než v roce 2010. V příštím roce by se však dynamika růstu měla podstatně snížit. Prohlubující se dluhová krize v eurozóně vedla k výraznému přehodnocení tržního výhledu zahraničních sazeb 3M EURIBOR směrem dolů. Na přelomu letošního a příštího roku je u trajektorie zahraničních sazeb patrný pokles oproti současným hodnotám cca o půl procentního bodu a poté delší období stagnace. Výhled úrokových sazeb a eskalace dluhové krize eurozóny se promítají v očekávaném postupném oslabování eura vůči dolaru. Ceny ropy i dalších komodit se stále udržují na relativně vysoké úrovni, v delším období se však na komoditních trzích předpokládá pozvolný pokles cen.

Dle prognózy celková inflace v roce 2012 dočasně vzroste těsně pod 3 %, a to v důsledku zvýšení DPH. Od začátku roku 2013 se pak sníží pod cíl (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se na celém horizontu prognózy bude pohybovat mírně pod cílem (Graf I.3). K jejímu mírnému snížení na počátku prognózy bude přispívat zpomalení růstu ekonomické aktivity a zvolnění meziročního růstu cen komodit. Opačným směrem budou zpočátku působit regulované ceny a v delším horizontu postupně sílící nákladové tlaky z domácí ekonomiky spojené s pozvolným zrychlováním růstu mezd a nízkou dynamikou produktivity práce. Tyto domácí inflační tlaky budou z části vyvažovány postupným posilováním měnového kurzu a odezněním růstu cen komodit; tyto faktory se projeví zejména zpomalením meziročního růstu cen potravin a pohonných hmot. Sekundární dopady zvýšení DPH jsou předpokládány nevýrazné. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných do kladných hodnot překmitne ve druhém čtvrtletí 2012.

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních **úrokových sazeb** na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013 (Graf I.4). Pokles sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je zejména důsledkem trhem očekávaného poklesu úrokových sazeb v zahraničí a nízké domácí poptávky. Úrokové sazby zároveň nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. Prognóza očekává postupné posilování **kurzu koruny** vůči euru z aktuálně oslabené úrovně především v důsledku nízké trhem očekávané hladiny zahraničních úrokových sazeb (Graf I.5). Oslabení kurzu v závěru letošního roku je v prognóze považováno za dočasný šok, vyvolaný krátkodobým nárůstem rizikové prémie v důsledku evropské dluhové krize, po jehož odeznění dochází k rychlé korekci kurzového vývoje. K posilování koruny v delším horizontu přispěje též pozvolné obnovování dlouhodobé reálné konvergence.

Růst české ekonomiky v průběhu letošního roku dále zpomalí v důsledku odeznění investic do zásob a vlivem fiskální konsolidace, k nimž se přidává útlum zahraniční poptávky (Graf I.6). Zdrojem růstu, který za celý rok dosáhne 2,0 %, bude zejména čistý vývoz. Výrazněji HDP zpomalí v roce 2012 (na 1,2 %), kdy v souvislosti se zpomalením v zahraničí vykáže čistý vývoz záporný příspěvek, zatímco domácí poptávka mírně poroste. V roce 2013 reálná ekonomická aktivita již vzroste výrazněji s kladnými příspěvky domácí poptávky i čistého vývozu. Na **trhu práce** se uvedený vývoj projeví jen utlumeným nárůstem celkové zaměstnanosti v letošním roce a následnou stagnací. Zaměstnanost se začne lehce zvyšovat až v roce 2013, což se odrazí i v poklesu míry nezaměstnanosti. Růst mezd v podnikatelské sféře bude pozvolna zrychlovat, od roku 2012 se budou umírněným tempem zvyšovat i mzdy v nepodnikatelské sféře.

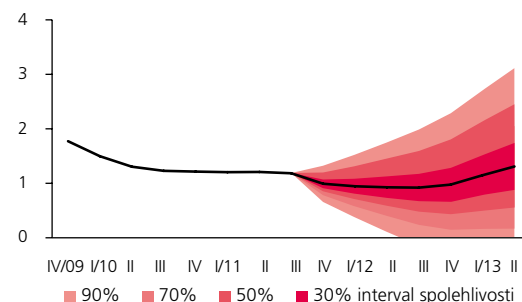
V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno riziko spojené s předpoklady ohledně budoucího zahraničního ekonomického vývoje. Analytici totiž ve svých očekáváním ekonomické aktivity a inflace v eurozóně jen postupně zohledňují aktuální nepříznivý vývoj

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013

(3M PRIBOR v %)

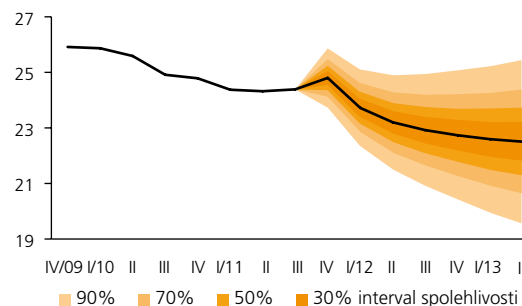


GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz bude od začátku roku 2012 opět posilovat

(CZK/EUR)

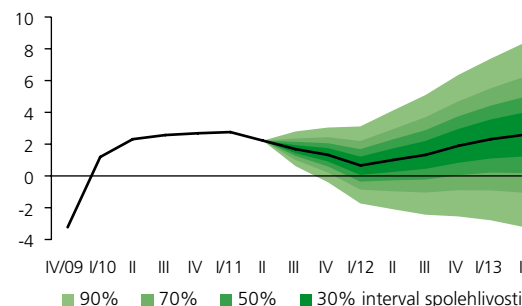


GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

Růst HDP do začátku roku 2012 výrazně zpomalí, poté začne znovu zrychlovat

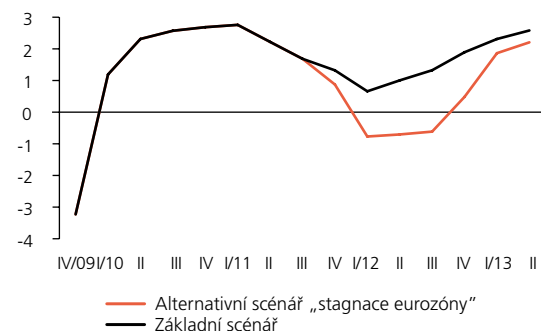
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF I.7

RŮST HDP – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

Zpomalení ekonomického růstu je v alternativním scénáři mnohem výraznější; v roce 2012 HDP dokonce mírně klesá (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



související s eskalací evropské dluhové krize, zatímco tržní výhled eurových úrokových sazeb reagoval silně a okamžitě. Tato kombinace výhledů, která nemusí být vzájemně konzistentní, vytváří v prognóze tlak na opětovné rychlé posilování kurzu koruny. K němu ve skutečnosti nemusí dojít, a to v případě výraznějšího než očekávaného oslabení zahraniční a návazně domácí ekonomiky. To vedlo ke zpracování **alternativního scénáře „stagnace eurozóny“**. Scénář je z hlediska svých předpokladů o vývoji v zahraničí vytvořen modelem NiGEM tak, aby odpovídal aktuálnímu nízkému tržnímu výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR a k němu dopočítal odpovídající výhledy dalších veličin. Tento scénář zachycuje výrazné zpomalení růstu HDP eurozóny v roce 2012 v průměru téměř na nulovou hodnotu, spolu s rychlejším poklesem inflace. Zároveň je ve srovnání se základním scénářem spojen s mírně nižším výhledem dolarových cen ropy a slabším kurzem eura vůči dolaru.

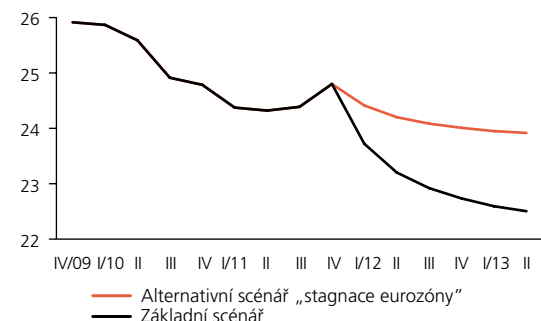
Uvedený vývoj v zahraničí se promítá do výraznějšího ochlazení domácí ekonomické aktivity (Graf I.7) a slabší hladiny kurzu koruny (Graf I.8), na kterou měnová politika reaguje vyššími úrokovými sazbami oproti základnímu scénáři, a nedochází tak v nejbližší době k jejich poklesu (Graf I.9). Růst domácího HDP v roce 2012 je o 1,6 procentního bodu nižší ve srovnání se základním scénářem, a dostává se tedy do mírně záporných hodnot, v roce 2013 je pak nižší o 0,4 procentního bodu. Celková i měnověpolitická domácí inflace se přitom oproti základnímu scénáři výrazněji nemění, když vliv slabší ekonomické aktivity, pomalejšího růstu mezd a nižších regulovaných cen je kompenzován výrazně pozvolnějším posilováním kurzu koruny.

Na svém měnověpolitickém zasedání 3. listopadu 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako výrazná a vychýlená směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře „stagnace eurozóny“. Protiinflační rizika představují pomalejší růst mezd a výrazné zhoršení očekávaného zahraničního ekonomického růstu včetně dalšího poklesu výhledu světových cen komodit a sazeb 3M EURIBOR. Naopak proinflačně (ve směru vyšších sazeb oproti základnímu scénáři) by působilo naplnění alternativního scénáře prognózy „stagnace eurozóny“ a slabší kurz koruny.

GRAF I.8

KURZ CZK/EUR – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

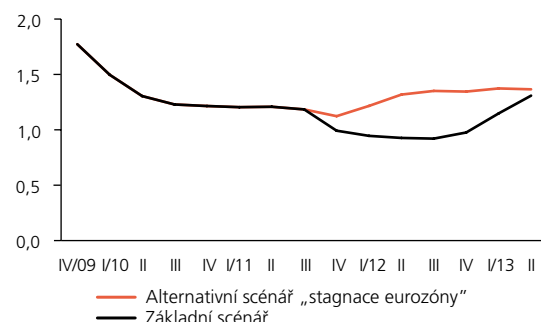
Měnový kurz je v alternativním scénáři výrazně slabší než v základním scénáři (CZK/EUR)



GRAF I.9

3M PRIBOR – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

Úrokové sazby se v alternativním scénáři pohybují na vyšší hladině oproti základnímu scénáři (v %)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Tempo ekonomického růstu v eurozóně za celý letošní rok mírně zpomalí, výraznější ochlazení se očekává v roce 2012. Od roku 2013 by mělo tempo růstu zahraniční poptávky opět zrychlovat. Jen pozvolné odeznívání dopadů vysokých cen komodit se promítá do vyššího výhledu cen výrobců na letošní rok. V následujících dvou letech růst výrobních cen zvolní a spolu s nimi zpomalí i spotřebitelské ceny. V důsledku prohlubující se dluhové krize v eurozóně a rostoucích obav z možného návratu ekonomické recese se pro nejbližší období očekává pokles tříměsíční sazby EURIBOR, což je oproti minulé prognóze výrazný posun výhledu směrem dolů. S tím souvisí i očekávané oslabování kurzu eura vůči dolaru. Obavy ze zpomalení růstu světové ekonomiky posouvají též výhled ceny ropy Brent směrem k nižším hodnotám.

Výhled **efektivního ukazatele HDP v eurozóně** předpokládá v letošním roce jako celku růst o 2,6 %, tj. o 0,2 procentního bodu méně než v roce 2010 (Graf II.1.1).¹ Výrazné zpomalení se očekává v příštím roce, ve kterém byl výhled tempa růstu zahraniční ekonomické aktivity snížen o 0,8 procentního bodu na hodnotu 1,4 %. Zpomalení naznačují také poslední údaje za druhé čtvrtletí 2011, ve kterém se mezičtvrtletní růst většiny zemí eurozóny, zejména Německa a Francie, prakticky zastavil. I ve třetím čtvrtletí se projevují známky prohlubující se dluhové krize a rostoucí rizika zasažení celého bankovního sektoru eurozóny, ve kterém právě německé a francouzské banky hrají důležitou roli. Rizika restrukturalizace části dluhu periferních zemí vytvářejí nejistotu pro investiční rozhodování ekonomických subjektů a mohou do budoucna zhoršit přístup k úvěrům, což se zřejmě nepříznivě odrazí na ekonomické aktivitě. Zpomalení zahraničního obchodu a výpadek domácí poptávky vlivem fiskální konsolidace bude tento tlumící vliv dále zesilovat. Opětovné zrychlení hospodářského růstu v efektivní eurozóně se očekává v roce 2013, kdy by jeho tempo mělo dosáhnout 2 %.

Prozatím pomalé odeznívání dopadů vysokých cen komodit a nadále rostoucí ceny elektrické energie a zemního plynu se odrážejí ve výhledu růstu **efektivního ukazatele výrobních cen**, který se v roce 2011 posouvá vzhůru (Graf II.1.2). Odhad průměrného ročního tempa růstu v letošním roce byl přehodnocen výše o 0,6 procentního bodu na 5,8 %. Výhled pro roky 2012 a 2013 zohledňuje postupné odeznívání vysokých cen komodit; výrobní ceny by měly růst tempem 2,4 %.

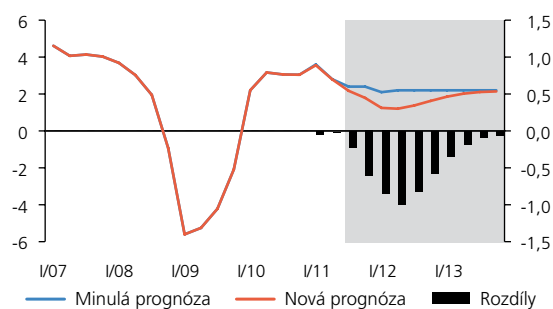
¹ Výhled zahraničních veličin vychází z říjnového průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů, které byly aktualizovány k 10. říjnu 2011. Jejich možná vzájemná nekonzistence byla motivací pro zpracování alternativního scénáře „stagnace eurozóny“, viz kapitola II.4. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

V roce 2012 se očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu eurozóny

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

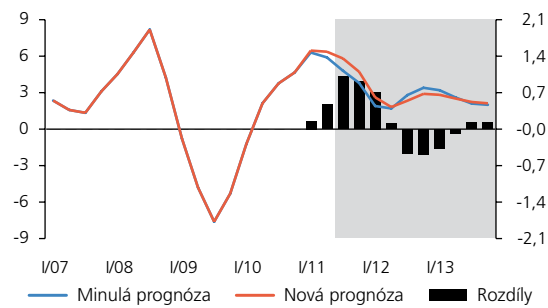


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Růst výrobních cen zpomalí vlivem odeznění dopadů vysokých cen komodit

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

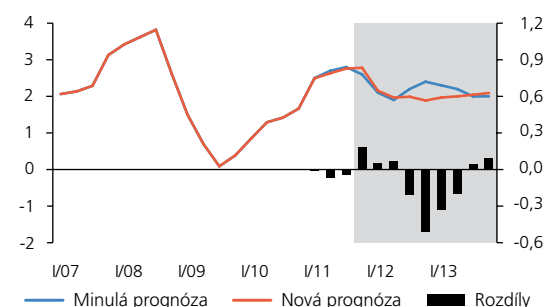


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Efektivní inflace zpomalí v následujících dvou letech ke 2 %

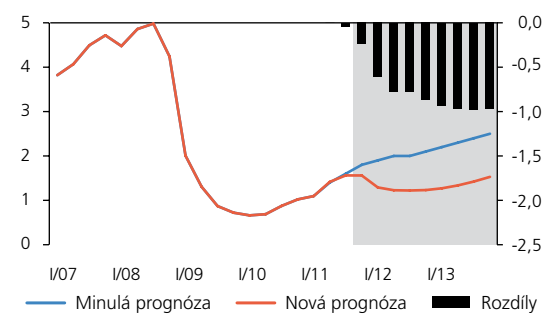
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Očekávané zpomalení růstu eurozóny a prohlubující se dluhová krize posouvají tržní výhled sazeb výrazně níže (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



Očekávané hodnoty ekonomického růstu a cen výrobců se odrážejí ve výhledu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně**. Ten se pro letošní rok ve srovnání s minulou prognózou nemění a dosahuje 2,7 % (Graf II.1.3). V následujících dvou letech se však očekává zpomalení meziročního tempa růstu spotřebitelských cen na 2 % – v souvislosti s očekávaným utlumením poptávky v eurozóně a postupným odezníváním vlivu vysokých cen komodit.

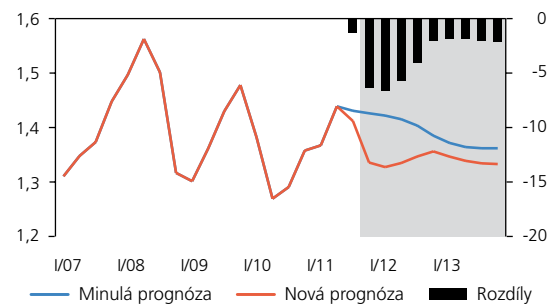
Prohlubující se dluhová krize v eurozóně (Řecko, Irsko, Portugalsko) a rostoucí rizika jejího rozšíření na další země (Španělsko, Itálie) v situaci zřetelného zpomalování ekonomického růstu vedou k výraznému přehodnocení tržního výhledu zahraničních sazeb **3M EURIBOR** směrem dolů (Graf II.1.4). Na přelomu letošního a příštího roku je u trajektorie zahraničních sazeb patrný pokles z aktuálních hodnot kolem 1,5 % k úrovni mírně nad 1 %. Tento výhled odpovídá očekáváním analytiků oslovených v rámci CF, kteří od čtvrtého čtvrtletí 2011 očekávají v horizontu jednoho roku postupné snížení základní refinanční sazby ECB ze současné úrovně 1,5 % až o 0,5 procentního bodu. Ve snížení výhledu mezibankovních sazeb se projevilo také obnovené dodávání dlouhodobější likvidity ze strany ECB. Na konci roku 2012 se opět předpokládá mírný růst 3M EURIBORu, za celý rok 2012 by 3M EURIBOR měl dosáhnout v průměru 1,2 %, v roce 2013 pak 1,4 %. Oproti předpokladům minulé prognózy to znamená posun směrem dolů o 0,8, resp. 0,9 procentního bodu. U výhledu trajektorie 3M EURIBOR dle analytiků oslovených CF také dochází k výraznému snížení, avšak oproti tržním výhledům se předpovídaná úroveň sazeb pohybuje na vyšší hladině přibližně o 0,2 procentního bodu.

Vývoj **kurzu eura vůči americkému dolaru** v poslední době odrážel negativní sentiment investorů vůči evropské měně a úzce souvisel s prohlubováním dluhové krize v eurozóně (Graf II.1.5). Prognóza tak předpokládá postupné posilování dolaru z průměrné hodnoty letošního roku 1,39 USD/EUR na 1,34 USD/EUR v letech 2012 i 2013. Ve srovnání s minulou prognózou to představuje silnější dolar v průměru přibližně o 3 %.

GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

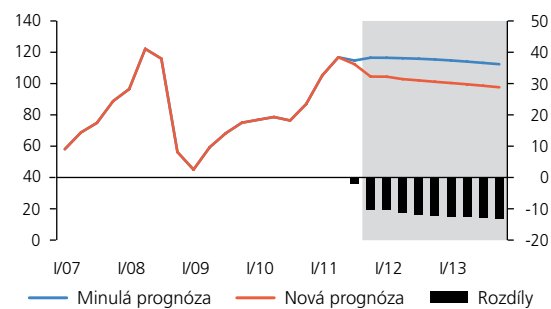
Nejistota spojená s řešením dluhové krize v eurozóně se promítá do oslabujícího kurzu eura vůči dolaru (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Očekávané zpomalení růstu světové ekonomiky se odráží ve zřetelně nižším výhledu ceny ropy (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



Také výhled **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů byl přehodnocen směrem dolů (Graf II.1.6). Pro letošní rok byl tržní výhled přehodnocen jen mírně na 110 USD/barel. Pro roky 2012 a 2013 byl výhled snížen shodně o 14 USD/barel na hodnoty 102, resp. 99 USD/barel. Za hlavní příčiny vedoucí k očekávání nižších cen ropy v následujících dvou letech lze považovat především obavy ze zpomalení růstu světové ekonomiky a postupné zklidnění politické situace v arabských zemích, zejména v Libyi. S tím souvisí i očekávání brzkého obnovení dodávek ropy z těchto zemí na evropský trh.

II.2 PROGNOZA

Celková i měnověpolitická inflace ve třetím čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,7 %. Zdrojem inflace jsou nadále především světové ceny komodit a ceny potravin. Dovození ceny odrážejí zpožděné promítnutí vysokého růstu cen komodit do zahraničních výrobních cen, k tomuto faktoru se aktuálně přidává i oslabení kurzu koruny. Slabá domácí poptávka spolu s nízkým růstem mezd způsobuje, že domácí inflační tlaky nejsou patrné. Ziskové marže jsou v důsledku celkově utlumeného vývoje nákladů blízko své dlouhodobé úrovně. Celková inflace v roce 2012 dočasně vzroste z důvodu změny DPH těsně pod 3% hodnotu, od začátku roku 2013 opět klesne pod 2%. Měnověpolitická inflace se v celém horizontu prognózy bude pohybovat mírně pod 2% cílem. K tomu bude přispívat zpomalení růstu ekonomické aktivity a obnovené posilování kurzu, odezní také proinflační vliv cen komodit. Mírné inflační tlaky budou vyplývat pouze z vývoje regulovaných cen a pozvolného zrychlování růstu mezd při nízké dynamice produktivity práce. Sekundární dopady zvýšení DPH jsou předpokládány nevýrazné. V letošním roce dosáhne růst HDP hodnoty 2%. Tempo hospodářského růstu je tlumeno fiskální restrikcí, resp. celkově slabou domácí poptávkou. V roce 2012 dojde k výraznějšímu oslabení růstu HDP na 1,2% vlivem útlumu zahraniční poptávky. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013.

Meziroční **celková inflace** ve třetím čtvrtletí 2011 dosáhla v průměru 1,7 %, stejně jako měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. V celém horizontu prognózy se měnověpolitická inflace bude pohybovat mírně pod inflačním cílem. Celková inflace však v důsledku daňových změn v roce 2012 dočasně vzroste těsně pod 3 %, v roce 2013 po jejich odeznění naopak klesne pod inflační cíl (Graf II.2.1).

Meziroční růst **regulovaných cen** ve třetím čtvrtletí 2011 v průměru zrychlil na 4,5 %. Ve čtvrtém čtvrtletí prognóza očekává další zrychlení na 5,6 %, zejména vlivem růstu cen zemního plynu a nájemného spolu s předpokládaným skokovým zvýšením cen železniční dopravy a poštovních služeb. Na počátku roku 2012 posílí dynamika regulovaných cen až na hodnoty přesahující 7 %, a to v důsledku zvýšení cen energií pro domácnosti, nájemného a cen ve zdravotnictví. Ke zrychlení růstu regulovaných cen přispěje i vliv zvýšení snížené sazby DPH v lednu 2012. Od druhé poloviny roku 2012 se do regulovaných cen bude promítat očekávaný pokles světových cen energetických surovin a obnovené posilování kurzu, což spolu s odezněním efektu změny DPH vyústí v oslabení jejich meziročního růstu pod 3 % v roce 2013 (Tab. II.2.1).²

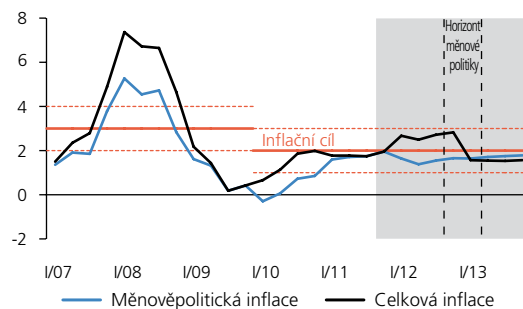
² Vliv sjednocení obou sazeb DPH na 17,5% v roce 2013 na regulované ceny bude celkově slabý (viz Box 1 ve Zprávě o inflaci III/2011).

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Měnověpolitická inflace se bude nacházet mírně pod inflačním cílem, celková inflace bude ovlivněna dopadem změn daní v roce 2012 i 2013

(meziroční změny v %)

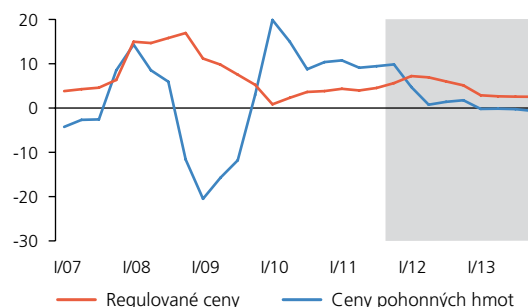


GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen v roce 2012 zrychlí mimo jiné vlivem zvýšení DPH a cen energií

(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 růst cen energií a zvýšení regulovaného nájemného

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

	2010 skuteč.	2010 0,66	2011 progn.	2011 1,06	2012 progn.	2012 0,86	2013 progn.	2013 0,47
Regulované ceny ^{a)}	3,8	0,66	6,1	1,06	4,7	0,86	2,5	0,47
z toho (hlavní změny):								
Regulované nájemné	16,8	0,23	8,0	0,13	13,0	0,22	9,0	0,17
Ceny elektřiny	-2,5	-0,09	4,8	0,17	6,0	0,21	-0,1	0,00
Ceny zemního plynu	6,7	0,16	17,5	0,43	-1,0	-0,03	-4,1	-0,11
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	3,5	0,07	3,6	0,08	3,4	0,07
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách	1,02		0,00		0,95		-0,29	

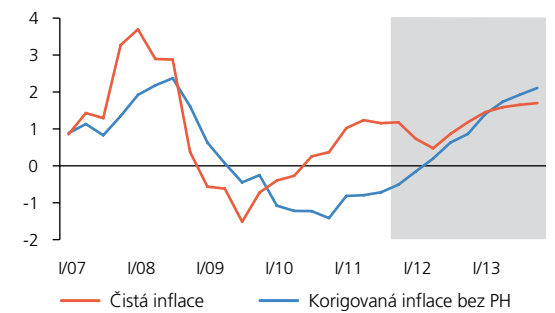
a) včetně dopadu změn nepřímých daní

GRAF II.2.3

ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot ve druhém čtvrtletí 2012

(meziroční změny v %)



Ve třetím čtvrtletí 2011 meziroční inflace nebyla ovlivněna dopady změn **nepřímých daní**. 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 procentního bodu. V lednu 2013 pak prognóza očekává sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu. Sekundární dopady těchto změn do inflačních očekávání a mzdového vývoje jsou očekávány nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** dosáhla ve třetím čtvrtletí 2011 průměrné hodnoty 1,2 % (Graf II.2.3). Tento vývoj byl výsledkem protisměrného působení zpomalujícího růstu cen potravin a rychlejšího růstu cen pohonných hmot spolu s posunem korigované inflace bez pohonných hmot do méně záporných hodnot. Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 bude čistá inflace v průměru zhruba stagnovat, když korigovaná inflace bez pohonných hmot dále zvolní svůj meziroční pokles a ceny pohonných hmot nepatrně zrychlí, zatímco dynamika cen potravin se bude snižovat. V průběhu první poloviny roku 2012 prognóza očekává snížení čisté inflace až na 0,5 %, a to v důsledku předpokládaného meziročního poklesu cen energetických a potravinářských komodit na světových trzích, který se významně promítne do zpomalení růstu cen potravin a pohonných hmot. Po odeznění tohoto vlivu dojde k nárůstu čisté inflace v důsledku postupně rostoucích domácích nákladových tlaků až na hodnoty kolem 1,7 % ve druhé polovině roku 2013. Proti výraznějšímu zrychlení čisté inflace bude naopak působit obnovené posilování měnového kurzu.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2011 posunula do méně záporných hodnot (Graf II.2.3). Ty nadále odrážejí vliv slabé domácí poptávky, která omezuje růst marží prodejců v prostředí stále utlumených domácích nákladových tlaků. Prognóza očekává posun korigované inflace bez pohonných hmot směrem k nulovým hodnotám ve čtvrtém čtvrtletí 2011 a poté její překmit do kladných hodnot ve druhém čtvrtletí 2012. Tento vývoj bude odrážet aktuálně proinflační působení dovozních cen a předpokládaný budoucí růst domácích nákladových tlaků. Jejich postupné zesilování, jen částečně kompenzované opětovným poklesem dovozních cen, povede ke zrychlení korigované inflace bez pohonných hmot na 1,2 % ke konci příštího roku. V návaznosti na odeznění protinflačního vlivu dovozních cen a nadále působící nákladové tlaky z domácí ekonomiky se následně korigovaná inflace bez pohonných hmot zvýší na 1,6 % v roce 2013. K tomu přispějí i očekávané kladné okamžité sekundární dopady plynoucí ze snížení základní sazby DPH na 17,5 % v lednu 2013, tj. neúplně promítnutí této daňové změny do cen.

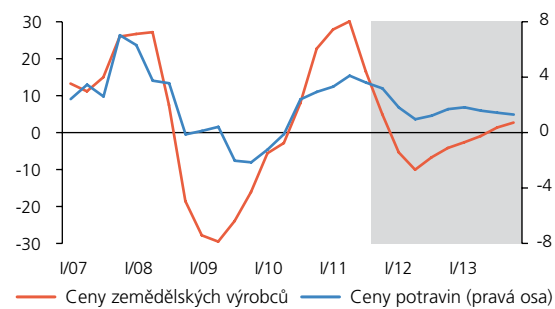
Meziroční růst **cen potravin** ve třetím čtvrtletí 2011 zpomalil v návaznosti na razantní oslabení dynamiky cen zemědělských výrobců a zvolnění cenového růstu v potravinářském průmyslu. Vývoj cen jednotlivých skupin potravin byl různorodý; na zpomalení cen potravin se významně podílel neobvykle prudký pokles cen zeleniny a ovoce.

GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

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

(meziroční změny v %)



Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 prognóza očekává další zvolnění meziroční dynamiky cen potravin v důsledku výraznějšího promítání oslabujícího růstu cen zemědělských výrobců. Na začátku příštího roku k nižšímu růstu cen potravin bez primárních dopadů změn daní přispěje také jen částečné promítnutí zvýšení sazby DPH do spotřebitelských cen. Růst cen potravin (bez primárních dopadů změn daní) se tak ve druhém čtvrtletí 2012 přiblíží k 1%. Následně pak bude postupně ožивovat (Graf II.2.4). Rizikem prognózy v nejbližším období je částečné promítnutí očekávané změny DPH s předstihem u vybraných cen potravin, v delším horizontu pak vývoj cen zemědělských komodit ve světě.

Růst cen **pohonných hmot** se ve třetím čtvrtletí 2011 meziročně zvýšil, když slábnoucí meziroční posílení kurzu koruny vůči dolaru jen částečně kompenzovalo vyšší světové ceny ropy. V nejbližším období prognóza očekává ještě mírně rychlejší růst cen pohonných hmot v podmínkách stále vysokých světových cen ropy a meziročního oslabení kurzu koruny vůči dolaru. Očekávaný pokles cen ropy a obnovené posilování kurzu koruny vůči dolaru následně přispěje k výraznému zpomalení růstu cen pohonných hmot (Graf II.2.5).

Úrokové sazby na českém peněžním trhu ve třetím čtvrtletí 2011 stagnovaly, sazby s delší než roční splatností se snížily. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013 (Graf II.2.6). Pokles sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je důsledkem zejména na trhem očekávaného poklesu úrokových sazeb v zahraničí a nízké domácí poptávky. Zároveň úrokové sazby nereagují na předpokládaný dočasný nárůst celkové inflace nad cíl v roce 2012 z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní, na které je standardně uplatňován institut výjimek.

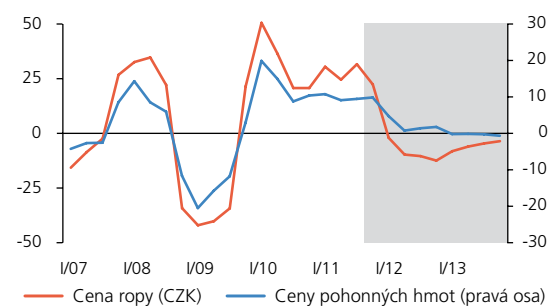
Koruna vůči euru ve třetím čtvrtletí 2011 v průměru nepatrně oslabil, na jeho konci však oslabil výrazněji vlivem eskalace dluhové krize v eurozóně. Prognóza pro čtvrté čtvrtletí 2011 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu 24,8 CZK/EUR (Graf II.2.7). Toto oslabení je však v prognóze považováno za dočasný šok, vyvolaný krátkodobým nárůstem rizikové prémie v důsledku evropské dluhové krize, po jehož odeznění kurz rychle koriguje. Následné posilování kurzu je dáno především nízkou hladinou zahraničních úrokových sazeb očekávanou finančními trhy. Tu lze interpretovat jako návrat ECB do krizového režimu měnové politiky, zatímco prognóza zahraniční ekonomické aktivity dle říjnového vydání publikace Consensus Forecasts se sice podstatně snížila, avšak stále znamená spíše krátkodobé zakolísání růstu než novou vlnu krize. V důsledku toho v prognóze kurzu převažuje vliv úrokového diferenciálu nad zhoršeným výhledem zahraniční poptávky.³ K posilování kurzu v delším horizontu přispěje též pozvolné obnovení dlouhodobé reálné konvergence.

3 Nejistotou spojenou s touto kombinací výhledu zahraničních veličin se zabývá alternativní scénář prognózy, viz kapitola II.4.

GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

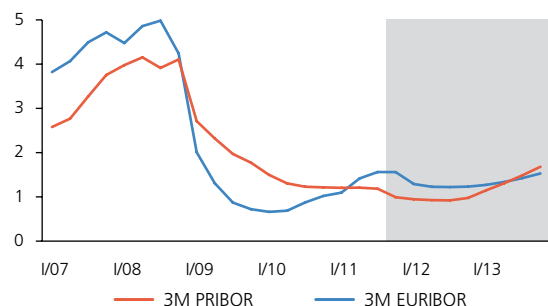
Prognóza očekává zpomalení růstu cen pohonných hmot v návaznosti na klesající výhled cen ropy (meziroční změny v %)



GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

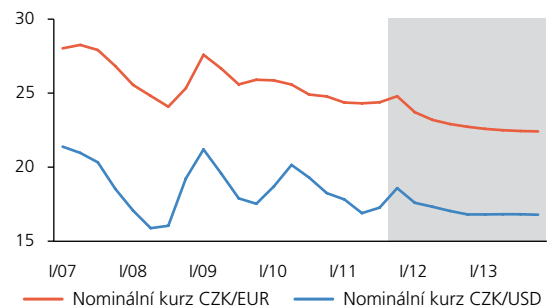
S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013 (3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

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

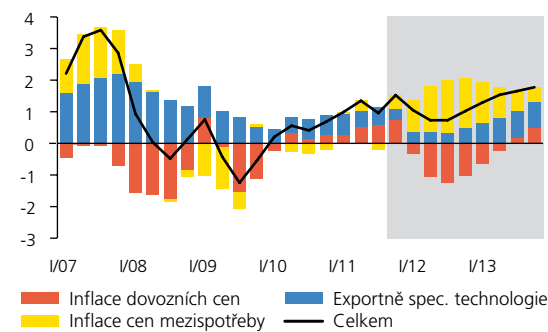


GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Tlaky z domácí ekonomiky budou na prognóze postupně narůstat, dovozní ceny budou klesat

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



Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve třetím čtvrtletí 2011 byl umírněný (Graf II.2.8). Inflační tlaky z dovozních cen se mírně zvýšily, když se do cen zahraničních výrobců se zpožděním promítal vysoký růst cen světových komodit v první polovině roku 2011. Ke zvýšení kladného příspěvku dovozních cen též přispívalo oslabení kurzu koruny. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezipotřeby, nadále nejsou patrné v důsledku slabé domácí poptávky a utlumeného vývoje mezd. Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s přetrvávajícím rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je v současnosti oproti minulosti méně výrazný.

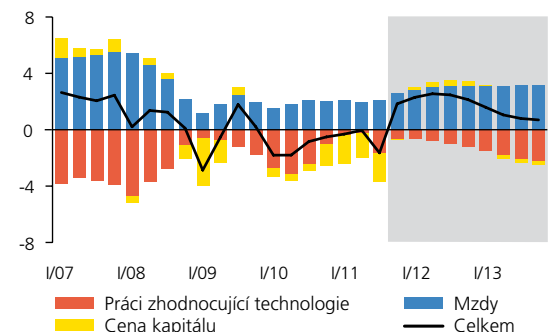
Na prognóze budou nákladové tlaky z domácí ekonomiky nejprve postupně narůstat, především z důvodu pozvolného zrychlování růstu mezd při nízké dynamice produktivity práce. V roce 2013 se tlaky z domácí ekonomiky opět zmírní. Působení dovozních cen bude na začátku prognózy naopak proinflační, když se projeví krátkodobé oslabení kurzu koruny. Pozvolný návrat růstu exportně specifické technologie k dlouhodobým hodnotám odráží předpoklad postupného obnovování rovnovážného zhodnocování kurzu. Spolu s opětovným posilováním koruny se vliv dovozních cen postupně otočí do protiinflační polohy, kde přetrvá až do poloviny roku 2013.

GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZIPOTŘEBY

Pozvolna silící růst mezd nebude dostatečně kompenzován růstem produktivity práce

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



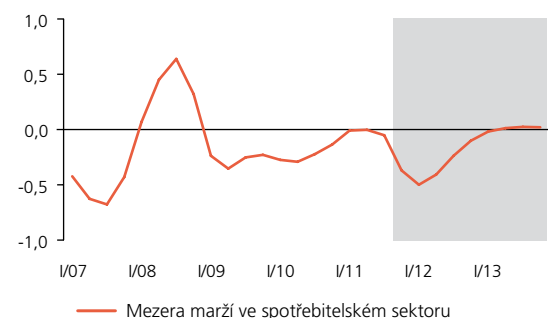
Nominální mezní náklady v sektoru mezipotřeby již delší dobu klesají, včetně třetího čtvrtletí 2011, kdy se jejich pokles zvýraznil. Přispěl k němu nízký růst mezd při krátkodobém růstu práci zhodnocující technologie, který zhruba odráží vývoj národohospodářské produktivity práce (Graf II.2.9). Také pokles ceny kapitálu, zachycující útlum ekonomiky a klesající ceny investičních statků, působí ve směru nižších nákladů. Domácí nákladové tlaky se na horizontu prognózy obnoví při pozvolna zrychlujícím růstu mezd v podnikatelském sektoru a již zhruba neutrálním příspěvku ceny kapitálu. Důvodem bude též předpokládané zpomalení dynamiky produktivity práce související s nástupem fáze zpomalení ekonomické aktivity, které je zachyceno pouze slabě záporným příspěvkem práci zhodnocující technologie k vývoji nákladů.

GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Na počátku prognózy se mezera marží opět otevře do záporných hodnot

(v %)



Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se ve třetím čtvrtletí 2011 uzavřela, a to i přes nízké pozorované hodnoty čisté inflace (Graf II.2.10). Slabý cenový růst v sektoru spotřeby byl totiž převážen ještě více utlumeným růstem nákladů v tomto sektoru. Očekávané krátkodobé zpomalení růstu tržních cen při pokračujícím mírném růstu nákladů povede v nejbližším období opět k otevření mezery marží do záporných hodnot. K jejímu opětovnému uzavření dojde až na počátku roku 2013 spolu s očekávaným zrychlením růstu ekonomické aktivity.

Produktivita práce na úrovni národního hospodářství bude ve druhém pololetí 2011 odrážet pokračující zpomalování ekonomické aktivity a za celý rok její růst dosáhne v průměru 1,6 %. Její meziroční tempo bude pokračovat v postupném poklesu až do prvního čtvrtletí 2012 a jeho celoroční průměr se sníží na 1,1 %. Následně bude růst

produktivity práce opět zrychlovat v souvislosti s výraznějším růstem zahraniční a návazně i české ekonomiky, takže v roce 2013 dosáhne 2,5 %.

Meziroční růst nominálních **mezd v podnikatelské sféře** ve druhém čtvrtletí 2011 zrychlil (po sezonním očištění na 2,9 %). Prognóza v celém horizontu očekává pozvolné zrychlování meziročního růstu průměrných nominálních mezd v podnikatelském sektoru. Tento vývoj odráží skutečnost, že zpomalení zahraniční i domácí ekonomické aktivity je v základním scénáři prognózy chápáno jako dočasné a nikoli dramatické.⁴ Za celý rok 2011 průměrná mzda v podnikatelském sektoru vzroste o 3,2 % a v příštím roce dále zrychlí na 4,1 %. V roce 2013 potom mzdy vzrostou o 4,7 % (Graf II.2.11).

S pokračující konsolidací veřejných rozpočtů prognóza očekává meziroční pokles průměrné **mzdy v nepodnikatelské sféře** v roce 2011 o 1,2 %.⁵ V roce 2012 průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vzroste o 2,2 %. Návrat k růstu bude ovlivněn hlavně nižším poklesem objemu mezd a platů v rámci organizačních složek státu ve srovnání s rokem 2011. Zhruba na 2% úrovni se růst mezd v nepodnikatelské sféře bude pohybovat i v roce 2013.

Růst reálného HDP ve druhém čtvrtletí 2011 ztlačil na hodnotu 2,2 % meziročně a 0,1 % mezičtvrtletně (Graf II.2.12). Ke zpomalení meziročního růstu HDP přispěl nejvíce čistý vývoz, v menší míře i prohloubení záporných příspěvků spotřeby domácností a vlády. Kladné příspěvky fixních investic a zásob byly ve srovnání s předchozím čtvrtletím naopak vyšší.

Podle prognózy by měl meziroční **růst ekonomické aktivity** ve třetím čtvrtletí 2011 dále zpomalit na hodnotu 1,7 %. Na zpomalení by se v největší míře měla podílet změna stavu zásob, pokles spotřeby vlády by se měl prohloubit a mírně záporný zůstane i příspěvek spotřeby domácností (Graf II.2.13). Příspěvek čistého vývozu bude výrazně kladný, a to při poměrně prudkém zpomalení dovozu, což je dáno hlavně poklesem dovozně náročných investic. Zároveň však dojde i ke zpomalení vývozu v důsledku vývoje zahraniční poptávky. V souhrnu za rok 2011 prognóza očekává růst HDP o 2,0 %. Jde o mírně nižší hodnotu oproti roku 2010, a to zejména v důsledku zpomalení investic do zásob a poklesu vládní spotřeby. V případě zásob se jedná o odeznění efektu jejich doplňování po oživení zahraniční poptávky v loňském roce, pokles vládní spotřeby odráží úsporná fiskální opatření. Spotřeba domácností mírně klesne, což souvisí se slabým oživením na trhu práce a dopady výše uvedené konsolidace veřejných rozpočtů. Kladný bude za celý rok příspěvek fixních investic a zejména čistého vývozu.

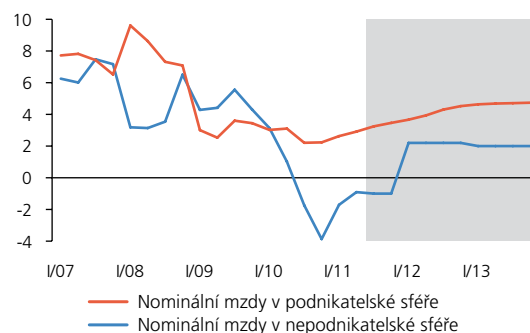
4 V alternativním scénáři prognózy je naproti tomu hlubší ekonomický útlum spojen s výrazně nižší dynamikou nominálních mezd (viz kapitola II.4).

5 Tento pokles bude doprovázen snížením zaměstnanosti, takže celkový objem mezd a platů v nepodnikatelské sféře klesne o 3,4 %.

GRAF II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

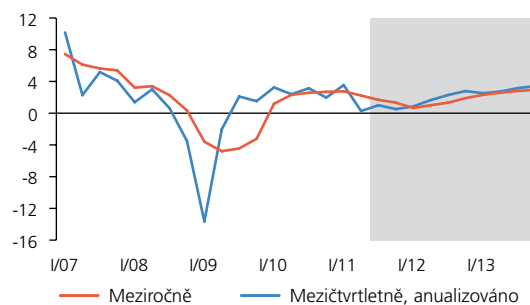
Růst mezd v podnikatelském sektoru bude zvolna zrychlovat, mzdy v nepodnikatelské sféře obnoví v roce 2012 svůj růst (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.12

PROGNOZA RŮSTU HDP

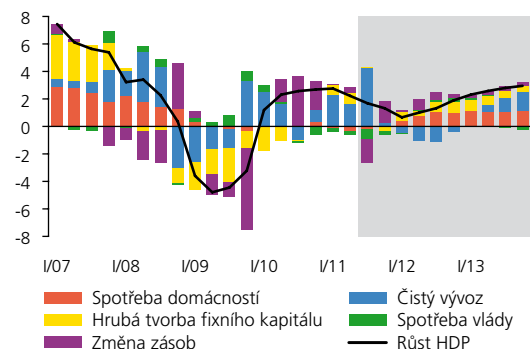
Růst HDP v následujících čtvrtletích výrazně zpomalí (změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

V roce 2012 budou zdrojem růstu pouze složky domácí poptávky, v roce 2013 pak i čistý vývoz (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)

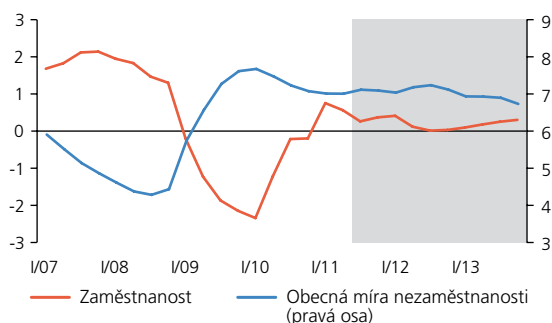


GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost se bude zvyšovat jen velmi umírněným tempem

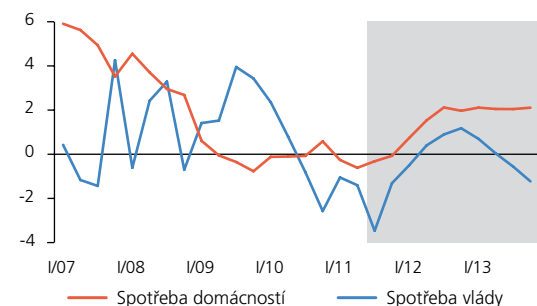
(zaměstnanost – meziroční změny v %, obecná míra nezaměstnanosti v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností bude na prognóze postupně oživovat
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Prognóza na rok 2012 předpokládá snížení růstu HDP na 1,2 % zejména kvůli výraznějšímu zpomalení vývozu ve srovnání s dovozem, odrážejícímu oslabení dynamiky zahraniční poptávky. Nejnižší meziroční růst přitom nastane v prvním čtvrtletí 2012.⁶ U všech složek domácí poptávky dojde k mírnému oživení, nejvýrazněji vzroste v důsledku růstu objemu mezd a platů spotřeba domácností, a to navzdory tlumícímu efektu zvýšení snížené sazby DPH. V roce 2013 reálná ekonomická aktivita vzroste o 2,7 % vlivem opětovného oživení růstu v eurozóně a zmírnění dopadů fiskální konsolidace. Při pokračujícím mírně příznivém vývoji na trhu práce dojde k dalšímu zvýšení spotřeby domácností. Rychlejší růst zahraniční poptávky povede k překmitnutí příspěvku čistého vývozu zpět do kladných hodnot. Podobně jako v roce 2012 budou kladné příspěvky k růstu vykazovat investice, zatímco vládní spotřeba bude působit zhruba neutrálně.

Doznívající ekonomické oživení se na trhu práce projeví nevýrazným meziročním nárůstem celkové **zaměstnanosti**, který za celý letošní rok dosáhne 0,5 %. V návaznosti na zpomalování ekonomické aktivity pak bude od druhého čtvrtletí 2012 celková zaměstnanost zhruba stagnovat. K opětovnému oživení jejího růstu dojde až od druhé poloviny roku 2013 (Graf II.2.14). V roce 2012 tak zaměstnanost v průměru vzroste jen o 0,1 % a v roce 2013 o 0,2 %.

Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** bude v důsledku popsaného vývoje ve druhé polovině roku 2011 stagnovat na hodnotě 7,1 %. Těto hodnoty dosáhne v průměru i v příštím roce, když pouze slabý nárůst zaměstnanosti bude kompenzován mírným nárůstem pracovní síly (Graf II.2.14). V roce 2013 se zrychlujícím růstem ekonomické aktivity dojde k poklesu obecné míry nezaměstnanosti na hodnotu 6,9 %. Sezonně očištěná **míra registrované nezaměstnanosti celkem** bude na konci letošního roku stagnovat. V příštím roce poklesne jen nepatrně na 8,8 %. K zřetelnějšímu poklesu registrované míry nezaměstnanosti (na 8,2 %) dojde, stejně jako v případě obecné míry nezaměstnanosti, až v roce 2013 vlivem oživení ekonomické aktivity.

Reálná **spotřeba domácností** vykáže v letošním roce lehce záporný růst, přičemž ve druhé polovině roku bude její pokles mírnější ve srovnání se začátkem roku (Graf II.2.15). Významnějšímu oživení spotřeby brání utlumený růst nominálních disponibilních příjmů, což úzce souvisí s aktuálním vývojem na trhu práce a s dopady probíhajících vládních konsolidačních opatření. Reálnou spotřebu brzdí také vyšší růst cen ve srovnání s rokem 2010. V roce 2012 již bude spotřeba vykazovat kladné hodnoty růstu a za celý rok se zvýší o 1,6 %. K oživení má přispět příznivý vývoj objemu mezd a odeznění vlivu vládních výdajových opatření. Opačným směrem bude působit zvýšení snížené sazby DPH. Pro rok 2013 prognóza očekává další zrychlení spotřeby na 2,1 % v důsledku zvolna se zlepšujících podmínek na trhu práce a snížení celkové inflace.

⁶ Alternativní scénář předpokládá výraznější zpomalení ekonomického růstu, viz kapitola II.4.

Prognóza nominální spotřeby domácností je úzce spojena s vývojem **hrubého disponibilního důchodu**, jehož tempo růstu pozvolna zrychluje v průběhu celého horizontu prognózy. Tento vývoj je nejvíce ovlivněn jeho nejvýznamnější složkou – objemem mezd a platů (Graf II.2.16). Ke zvyšování objemu mezd přispívá hlavně průměrná mzda v soukromém sektoru. Naopak počet zaměstnanců se ve druhé polovině roku 2012 a na začátku roku 2013 lehce meziročně sníží; k jeho mírnému nárůstu dojde až ve zbývající části roku 2013. Sociální dávky by také měly vykazovat kladné příspěvky v souvislosti s růstem výdajů na důchody, který více než kompenzuje dopad úsporných opatření v oblasti státní sociální podpory. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů bude vykazovat mírně kladné příspěvky k disponibilnímu důchodu až od roku 2012. Naopak záporně budou zejména v roce 2013 působit běžné daně a sociální příspěvky placené z rostoucího objemu mezd a platů, a to i přes výpadek pojistného na sociální zabezpečení v důsledku penzijní reformy (viz Box 1 níže).

S výše uvedeným vývojem nominální spotřeby a disponibilního důchodu je konzistentní nárůst **míry úspor** v letošním roce. V roce 2012 míra úspor dočasně klesne, když se projeví nárůst spotřebních výdajů po zvýšení snížené sazby DPH. Po odeznění dopadu změny DPH, při současném zlepšení podmínek na trhu práce a vlivem penzijní reformy v roce 2013 začne opět postupně růst i míra úspor. Na konci prognózy by se pak měla ustálit na hodnotě kolem 10 %, tedy zhruba 1 procentní bod pod svou nejvyšší předkrizovou hodnotou.

Dopad vládních úsporných opatření do reálné **spotřeby vlády** je patrný od druhé poloviny roku 2010. Její pokles bude zřejmě pokračovat až do začátku příštího roku. Fiskální konsolidace v roce 2012 bude více soustředěna do zvyšování daňových příjmů, především zvýšením sazby DPH. Avšak růst spotřeby vlády bude stále poměrně slabý (0,5 % meziročně). V roce 2013 pak očekáváme další úsporná opatření reagující na výpadek daňových příjmů v důsledku slabého hospodářského růstu s následným mírným poklesem vládní spotřeby o 0,3 %.

Hrubá tvorba kapitálu ve druhém čtvrtletí 2011 zrychlila svůj meziroční růst na 5,5 % s kladným příspěvkem obou svých složek. Tento výsledek byl ovlivněn efektem srovnávací základny, když v mezičtvrtletním vyjádření vzrostly pouze fixní investice, zatímco tvorba zásob se snížila. Ve druhé polovině roku 2011 prognóza očekává nejdříve pokles (v důsledku vysoké srovnávací základny u zásob) a následné oživení meziročního růstu hrubé tvorby kapitálu (Graf II.2.17). V dalších letech by měl pokračovat pozvolný růst v obou složkách tvorby kapitálu při převažujícím příspěvku fixních investic s ohledem na očekávané oživení zahraniční poptávky i české ekonomiky po roce 2012. Hrubá tvorba kapitálu tak v příštím roce poroste meziročním tempem 4,7 %. V roce 2013 prognóza předpokládá růst investic poblíž jejich 4% dlouhodobé rovnovážné hodnoty.

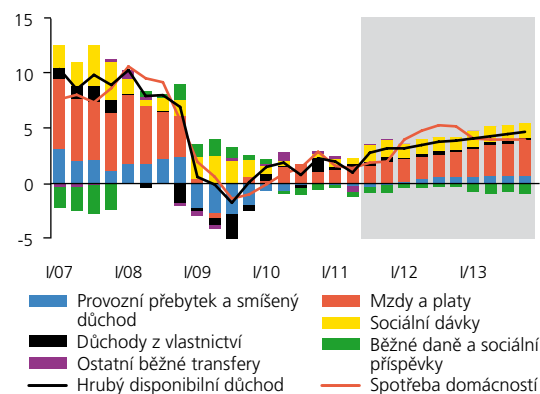
Reálný vývoz zboží a služeb ve druhém čtvrtletí 2011 prudce zpomalil na meziroční tempo růstu 9,4 % a mezičtvrtletně dokonce poklesl. Tento vývoj odráží zejména oslabení zahraniční poptávky, projevující

GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod bude růst vlivem zvyšujícího se objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

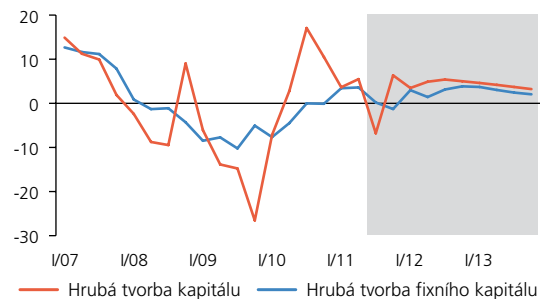


GRAF II.2.17

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Od roku 2012 prognóza očekává pozvolný růst v obou složkách tvorby kapitálu

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

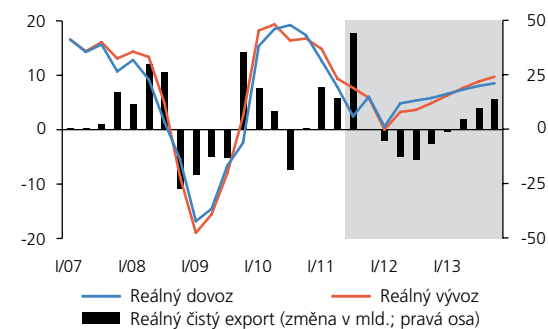


GRAF II.2.18

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

V roce 2012 bude příspěvek čistého vývozu záporný, v roce 2013 překmitne do kladných hodnot; růst vývozu i dovozu výrazně zpomalí

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



TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Oživení na trhu práce zůstane nevýrazné

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

cí se výrazným zvolněním dynamiky obratu zahraničního obchodu. Ve druhé polovině letošního roku a na začátku příštího roku prognóza očekává meziroční zpomalování a slabý mezičtvrtletní růst vývozu v souvislosti s podobným vývojem zahraniční poptávky (Graf II.2.18). Poté dynamika vývozu začne – v reakci na opětovné zahraniční oživení – postupně zrychlovat a na konci roku 2013 bude dosahovat téměř 10% meziročních temp růstu.

Při zpomalení dovozní náročného vývozu a poklesu spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí 2011 vykázal snížení tempa růstu i **reálný dovoz** zboží a služeb (na 7,9%). Prognóza předpokládá zpomalení meziročního růstu dovozu až k nulovým hodnotám na začátku příštího roku. Ve zbývajících částech roku 2012 a v roce 2013 již bude dovoz postupně oživovat, stejně jako vývoz a většina složek domácí poptávky.

I přes výraznější zpomalení vývozu ve srovnání s propadem tempa růstu dovozu vykázal **čistý vývoz** ve druhém čtvrtletí 2011 kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (1,6 procentního bodu). Ve třetím čtvrtletí 2011 prognóza očekává výrazně kladný příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu. V závěru roku by se však měl tento příspěvek měřit k nule. Jeho kolísání je způsobeno částečně srovnávacími základnami, ale i vývojem hrubé tvorby kapitálu, jejíž propad ve třetím čtvrtletí 2011 snižuje dovoz. V roce 2012 by čistý vývoz měl přispívat k meziročnímu růstu HDP záporně, a to v souvislosti s pozvolným oživením většiny složek domácí poptávky při utlumení dynamiky vývozu. Zpět do kladných hodnot překmitne v roce 2013 při výraznějším zrychlení zahraniční poptávky i vývozu (0,7 procentního bodu).

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se deficit bilance výnosů a pokles přebytku

obchodní bilance prohloubí v roce 2012 deficit běžného účtu

(v mld. Kč)

	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.	2013 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-116,4	-120,0	-140,0	-115,0
Obchodní bilance	53,8	90,0	80,0	110,0
Bilance služeb	75,3	70,0	70,0	75,0
Bilance výnosů	-254,7	-280,0	-290,0	-300,0
Běžné převody	9,2	0,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	32,4	18,0	18,0	18,0
C. FINANČNÍ ÚČET	183,2	38,0	115,0	95,0
Přímé investice	97,0	70,0	70,0	70,0
Portfoliové investice	157,4	-15,0	40,0	25,0
Finanční deriváty	-4,1			
Ostatní investice ^{a)}	-68,2	-17,0	5,0	0,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-57,9			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-41,4			

a) prognóza bez operací bankovního sektoru

Prognóza platební bilance předpokládá mírné zvýšení deficitů **běžného účtu** v roce 2011 a 2012 nad úroveň roku 2010, a v roce 2013 pak návrat deficitu zhruba na tuto úroveň (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje přibližnou stabilitu deficitu mírně nad 3% HDP v roce 2011, jeho zvýšení na cca 3,6% v roce 2012 a následný pokles pod 3% v roce 2013. Ve směru zvyšování schodku běžného účtu bude na celém horizontu prognózy působit bilance výnosů, i když nárůst jejího deficitu zpomalí v souvislosti s ochlazením ekonomiky. Výkyvy jsou patrné u predikce obchodní bilance, která je výrazně ovlivňována prognózovanými změnami zahraniční i domácí poptávky a cen surovin na světových trzích. Meziroční růst přebytku výkonové bilance v roce 2011 souvisí především se zpomalením tempa růstu dovozu (vliv odeznění dovozu pro fotovoltaiku) a stagnací celkové domácí poptávky (důsledek restriktivní fiskální politiky) při silném růstu zahraniční poptávky zejména v první polovině roku (viz kapitola III.6). V roce 2012 by měl přebytek výkonové bilance mírně klesnout především vlivem zpomalení zahraniční ekonomické aktivity a obnoveného růstu domácí poptávky. Poměrně výrazné zlepšení salda výkonové bilance v roce 2013 odráží předpoklad meziročně nižších cen dovážených energetických surovin a opětovného urychlení růstu zahraniční poptávky. Rostoucí deficit bilance výnosů bude způsoben především růstem vyplacených dividend z přímých zahraničních investic v ČR a růstem záporného salda úrokových výnosů spojeného s rychlejším růstem dluhových závazků než pohledávek, který je

spojen z části s financováním schodku běžného účtu a z části fiskálního deficitu. Bilance běžných převodů by měla být nadále přibližně v rovnováze, přičemž veřejné převody budou vytvářet přebytek, který však bude eliminován záporným saldem soukromých převodů.

Deficit běžného účtu bude financován přebytkem kapitálového účtu (spojeným především s čerpáním prostředků ze zdrojů EU a prodejem emisních povolenek soukromými subjekty) a finančního účtu (zejména čistým přílivem přímých a v roce 2012 a 2013 i portfoliových investic). V roce 2011 je patrné i poměrně rozsáhlé zapojení bankovního sektoru do financování deficitu. Čistý příliv **přímých investic** se v prognózaném období oproti roku 2010 mírně sníží a vlivem značných nejistot ohledně budoucího ekonomického vývoje v Evropě bude v zásadě odpovídat pouze hodnotám reinvestovaných zisků.⁷ V oblasti **portfoliových investic** dochází v roce 2011 k prudké změně z kladného salda v rozsahu cca 150 mld. Kč (v roce 2009 a 2010) na mírný deficit vlivem nahrazení zahraničního financování fiskálního deficitu tuzemskými zdroji, výrazného poklesu potřeby financování zahraniční expanze ČEZU a obnoveného zájmu rezidentů o investování v zahraničí. S nízkou potřebou zahraničního financování státu počítá i prognóza na následující roky. Na druhé straně však prognóza předpokládá, že podobně jako v roce 2009 dojde ke změně finančních toků na straně aktiv a tuzemští investoři použijí část svých zahraničních investic na financování tuzemských potřeb.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2011–2013 (Tab. II.2.4). Základní scénář prognózy fiskálního vývoje (stejně jako minulá prognóza) 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. Do prognózy je nově začleněn vliv penzijní reformy, jejíž spuštění je plánováno na rok 2013.

Pro rok 2011⁸ 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 prostřednictvím spotřeby vlády a domácností. V prognóze jsou nově zachyceny aktuální problémy s čerpáním prostředků z fondů EU, což se odráží jak v nižších kapitálových příjmech, tak nižšími vládními investicemi.

Prognóza pro rok 2012 je ovlivněna zejména zvýšením snížené sazby DPH, která posílí daňové příjmy cca o 25 mld. Kč. Vyšší životní náklady spojené s růstem DPH však budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě z daně z příjmu fyzických

TAB. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

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

(v % nominálního HDP)

	2010 skut.	2011 progn.	2012 progn.	2013 progn.
Příjmy vládního sektoru	39,3	39,5	41,0	40,4
Výdaje vládního sektoru	44,1	43,3	44,4	43,8
z toho: úrokové platby	1,4	1,4	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,8	-3,8	-3,4	-3,5
z toho:				
primární saldo ^{a)}	-3,4	-2,4	-1,9	-1,9
mimořádné jednorázové operace ^{b)}	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4
UPRAVENÉ SALDO ^{c)}	-4,7	-3,7	-3,3	-3,1
Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)}	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4
Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)}	-4,2	-3,4	-2,8	-2,7
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)}	2,0	0,8	0,6	0,1
Cyklická složka (metoda EK) ^{d)}	-0,5	-0,3	-0,4	0,0
Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)}	-4,2	-3,3	-2,9	-3,1
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)}	1,2	0,9	0,5	-0,2
Dluh vládního sektoru	37,6	40,2	42,3	43,5

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) v roce 2013 je do této položky zahrnut i vliv penzijní reformy

c) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

d) odhad ČNB

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

7 V případě investic v ČR prognóza předpokládá reinvestice v rozsahu cca 1/3 celkových zisků nerezidentů z přímých investic.

8 Dne 30. září odeslal ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru v metodice ESA 95 za roky 2007–2010 v rámci tzv. podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu. Hodnoty salda hospodaření veřejných financí pro minulé roky byly zpřesněny, údaj za rok 2010 byl v rámci uvedené aktualizace upraven z -4,7 % HDP na -4,8 % HDP.

osob (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč) a prostřednictvím valorizace důchodů (5,8 mld. Kč). Výsledné restriktivní působení fiskální politiky je v prognóze zachyceno zejména ve spotřebě domácností, s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP ve výši zhruba -0,3 procentního bodu. Tzv. „malá“ důchodová reforma – vstoupivší v účinnost již v závěru roku 2011 – je v souhrnu rozpočtově neutrální.⁹ 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 3,4 % HDP, a to především v důsledku nárůstu příjmů plynoucích ze zvýšení snížené sazby DPH.

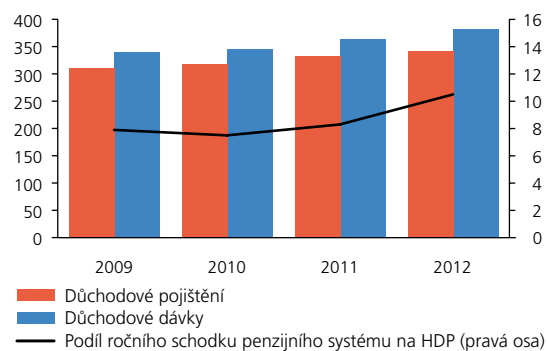
V roce 2013 prognóza předpokládá sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, což však bude mít v souhrnu zhruba neutrální vliv na daňové příjmy. Současně dojde k další (rozsahem větší než obvyklé) valorizaci důchodů (urychlení přírůstku výdajů na důchody o 3,6 mld. Kč) v důsledku zvýšené celkové inflace v roce 2012. Do prognózy je zapracováno spuštění penzijní reformy v roce 2013 (viz Box 1) se záporným dopadem do výběru sociálního pojištění v rozsahu cca 15 mld. Kč. Reálné dopady na spotřebu domácností budou pravděpodobně zanedbatelné. Prognóza pro rok 2013 dále očekává dodatečná úsporná výdajová opatření v kompetenci vlády s cílem omezit negativní dopad očekávaného zpomalení hospodářského růstu na bilanci vládního sektoru. Tato úsporná opatření budou tlumit růst HDP v roce 2013 v rozsahu necelých 0,2 procentního bodu. I přesto přesáhne dle prognózy podíl deficitu na HDP (3,5 %) plánovanou hodnotu z Konvergenčního programu (2,9 %). Plánovaná daňová reforma včetně zdanění hazardu nepostoupila zatím dostatečně v rámci legislativního procesu, a proto nebyla zatím do prognózy začleněna.

GRAF 1 (Box)

DEFICIT DŮCHODOVÉHO SYSTÉMU

Růst podílu schodku penzijního systému na HDP začíná zrychlovat

(v mld. Kč, podíl v % HDP – pravá osa, zdroj: Ministerstvo financí ČR, výpočet ČNB)



BOX 1

Reforma penzijního systému

Penzijní reforma, která vstoupí v účinnost od roku 2013, je reakcí na nepříznivý demografický vývoj a z něho plynoucí dlouhodobou neudržitelnost současného systému důchodového pojištění (Graf 1). Zároveň zavádí prvky diverzifikace do financování penzijního systému. Stávající struktura penzijního systému založená na státním průběžném systému (PAYG) rozšířeném o možnost dobrovolného penzijního připojištění u penzijních fondů bude rozšířena o nově zřízený (druhý) fondový pilíř. Rozhodnutí vstoupit do tohoto pilíře bude dobrovolné, ale nevratné. Vstoupit do něj budou moci bez omezení občané do věku 35 let, starší ročníky budou muset rozhodnout o své účasti v první polovině roku 2013. Občané, kteří se rozhodnou stát se účastníky druhého pilíře, si do něj budou moci vyvést část důchodového pojištění (3 % vyměřovacího základu) z průběž-

⁹ V rámci „malé“ důchodové reformy dochází k parametrickým změnám důchodového systému a ke snížení maximálního ročního vyměřovacího základu pro odvodů pojistného na sociální zabezpečení ze 72 na 48násobek průměrné měsíční mzdy.

ného systému (adekvátně jim pak bude krácen státní důchod), k čemuž současně přidají další 2 % z vlastních prostředků. Nově zřízené penzijní společnosti budou nabízet čtyři druhy fondů lišící se investiční strategií.

Za současného nastavení nového penzijního systému není zcela zřejmé, zda dojde k naplnění původního cíle penzijní reformy, kterým bylo posílení dlouhodobé udržitelnosti průběžného pilíře. Dobrovolnost spočívající v částečné možnosti opt-outu (tj. dobrovolného vyvázání se) z průběžného pilíře zřejmě povede k tomu, že do druhého pilíře vstoupí především vyšší příjmové skupiny, což bude mít celkově negativní dopady na dlouhodobou bilanci průběžného pilíře (tento vliv bude tlumen efekty tzv. „malé penzijní reformy“ z roku 2011, která spočívala v parametrických změnách průběžného systému).

MF ČR ve svém střednědobém výhledu odhaduje, že v roce 2013 využije příležitosti ke vstupu do druhého pilíře až 50 % pojištěnců, s negativním dopadem na příjmy z pojistného na sociální zabezpečení ve výši cca 20–27 mld. Kč. Prognóza ČNB ve srovnání s MF ČR předpokládá nižší zapojení občanů do fondového pilíře, a tím menší dopad na příjmy z pojistného na sociální zabezpečení ve výši cca 15 mld. Kč. Prognóza zároveň předpokládá, že dodatečné výdaje domácností spojené s účastí ve druhém pilíři nebudou mít významný záporný dopad na spotřebu domácností, protože účastnit se ho budou především lidé s vyššími příjmy, kteří mohou tyto dodatečné výdaje pokrýt změnou ve struktuře svých úspor. Současně však prognóza nepředpokládá ani nárůst spotřeby v důsledku vyššího disponibilního důchodu vlivem snížení příspěvků na sociální zabezpečení. V souhrnu je tedy předpokládán neutrální dopad penzijní reformy do spotřeby domácností.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2010 dosahoval 4,2 % HDP a v letech 2011–2013 poklesne na znatelně nižší hodnoty. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 37,6 % HDP v roce 2010 na 43,5 % HDP v roce 2013.

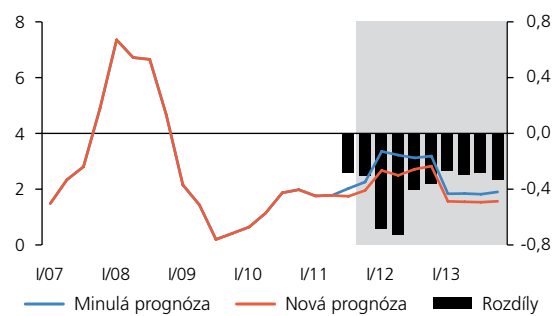
Významné **riziko prognózy** pro roky 2012 a 2013 představuje nižší růst ekonomiky, než jaký očekává základní scénář prognózy (viz alternativní scénář v kapitole II.4); to by vedlo k prohloubení odchylky vývoje hospodaření veřejných rozpočtů od fiskálních cílů. Případná další úsporná opatření ve fiskální oblasti v reakci na nižší růst ekonomiky by pak dále působila ve směru prohloubení cyklického útlu ekonomiky. Rizikem prognózy je i případné schválení a implementace daňové reformy v původně předpokládaném termínu, tj. od roku 2013. Daňová reforma by měla mít mírně stimulující dopad na spotřebu domácností, přičemž na podniky a investice by působila v opačném směru a její celkový dopad by byl mírně restriktivní. Ve směru vyšších fiskálních příjmů (o cca 8 mld. Kč) by působilo případné schválení zdanění hazardu.

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognózu celkové inflace posouvá směrem dolů výhled růstu regulovaných cen i prognóza čisté inflace

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



II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé prognóze snížila v důsledku své nižší výchozí hodnoty, aktuálně utlumenějších tlaků z domácí ekonomiky a dále v reakci na méně příznivý výhled zahraniční poptávky. Výrazně nižší výhled zahraničních úrokových sazeb působí ve stejném směru na domácí úrokové sazby; tento vliv je však částečně tlumen aktuálně slabší hodnotou měnového kurzu. Prognóza měnového kurzu se po krátkodobém oslabení rychle vrací zpět k hodnotám z minulé prognózy a působí rovněž ve směru nižší inflace. Meziroční tempo růstu HDP bude v příštích dvou letech výrazně nižší. Za tím stojí zejména nižší výhled růstu v efektivní eurozóně a nová data o domácí ekonomické aktivitě za druhé čtvrtletí 2011. Očekávané tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se přehodnocuje rovněž směrem dolů.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci snížila (Graf II.3.1). Přispěl k tomu nižší růst regulovaných cen i čisté inflace. Předpoklady o dopadech změn nepřímých daní se nezměnily, proto také **měnověpolitická inflace**, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, poklesla a bude se pohybovat mírně pod 2% inflačním cílem.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je v letošním roce mírně vyšší z důvodu výraznější dynamiky cen zemního plynu pro domácnosti spolu s předpokládaným skokovým zvýšením cen železniční dopravy a poštovních služeb. Oproti tomu byl na celém horizontu prognózy snížen výhled růstu regulovaného nájemného v podmínkách očekávané slabší ekonomické aktivity. V roce 2012 bude dynamika regulovaných cen nově ovlivněna očekávaným zvýšením ceny roční dálniční známky a výraznějším zvýšením cen elektřiny. V roce 2012 i 2013 byl přehodnocen vývoj regulovaných cen plynu směrem k meziročnímu poklesu, a to v návaznosti na nižší výhled cen zemního plynu na světových trzích. V obou letech tak prognóza celkově očekává mírně slabší růst regulovaných cen.

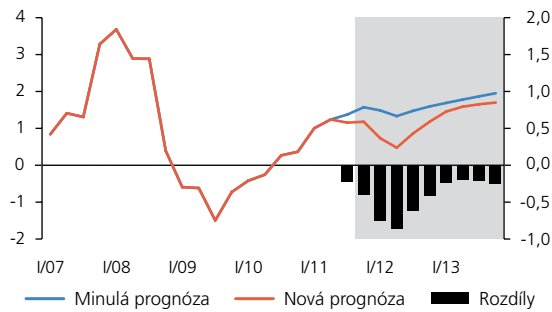
Čistá inflace je oproti minulé prognóze nižší na celém horizontu predikce (Graf II.3.2). Tato změna je zpočátku způsobena nižšími pozorovanými hodnotami všech jejích složek ve třetím čtvrtletí 2011. V průběhu roku 2012 se pak očekává výraznější působení obnoveného posilování kurzu, rychlejší odeznívání růstu cen komodit a vliv utlumenější ekonomické aktivity i růstu mezd. V roce 2013 je čistá inflace nižší v důsledku pomalejšího oživení zahraniční poptávky a nižší spotřeby vlády.

GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Snížení prognózy čisté inflace v roce 2012 je ovlivněno zejména vývojem v zahraničí

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

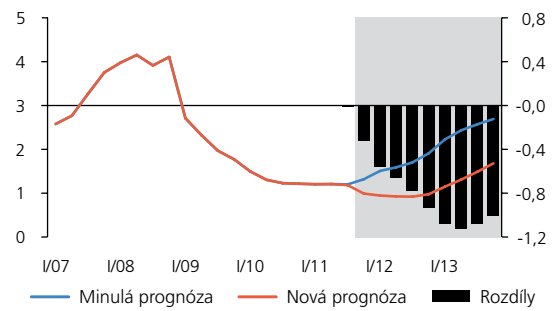


GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza tržních úrokových sazeb se posouvá na výrazně nižší hladinu

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



U výhledu **zahraničí** došlo k přehodnocení všech veličin. Výrazně klesla trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně (viz kapitola II.1). Oproti minulé prognóze jsou očekávána nižší tempa růstu zahraniční poptávky. Na začátku prognózy jsou tempa růstu cen zahraničních výrobců vyšší v důsledku doznívání růstu cen komodit z první poloviny roku 2011. Pro následující roky se výhled růstu cen zahraničních výrobců výrazně nezměnil.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se na celém svém horizontu snižuje, přičemž v delším období se tento rozdíl zvyrazňuje až na více než 1 procentní bod (Graf II.3.3). K nižším sazbám na začátku prognózy přispívá nižší krátkodobá predikce růstu mezd i pozorovaná čistá inflace ve třetím čtvrtletí 2011. V delším výhledu se na této změně nejvýrazněji podílí záporný příspěvek zahraničí z důvodu přehodnocení výhledu zahraničních sazeb směrem dolů. Jediným významnějším faktorem působícím ve směru vyšších sazeb je krátkodobá predikce kurzu na čtvrté čtvrtletí 2011 (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 jeho oslabení, které odráží zvýšenou nejistotu spojenou s řešením dluhové krize v eurozóně. V dalších čtvrtletích se však kurz vrací k silnějším úrovním z minulé prognózy (Graf II.3.5). K tomu přispívá výrazné snížení výhledu zahraničních sazeb a v porovnání s tím jen relativně mírné snížení zahraniční poptávky.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se v roce 2011 nepatrně snižuje, pro rok 2012 však dochází k výraznému přehodnocení růstu směrem dolů (Graf II.3.6). Za změnou stojí zejména snížení výhledu poptávky v eurozóně a nová data HDP za druhé čtvrtletí 2011 (včetně revize dat za první čtvrtletí).

Nová prognóza očekává nižší růst **spotřeby domácností**, který je důsledkem zejména nižšího predikovaného růstu mezd a mírně nižšího růstu zaměstnanosti.

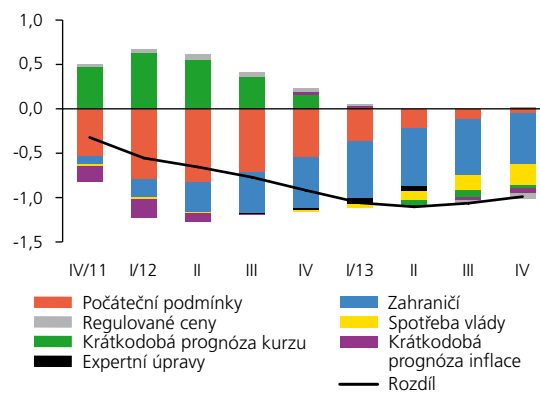
U **hrubé tvorby kapitálu** tlačí očekávaný útlum zahraniční poptávky na prognózu směrem dolů, ale v opačném směru působí revize historických dat, takže se celkově predikce mění jen nepatrně.

GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Nižší výhled zahraničních úrokových sazeb významně přispívá k nižším úrokovým sazbám, opačným směrem působí krátkodobý vývoj kurzu

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

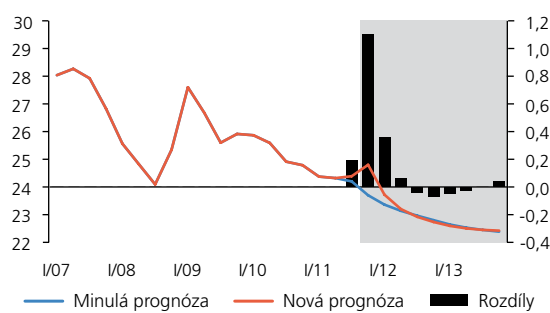


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Na začátku prognózy je kurz podstatně slabší

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

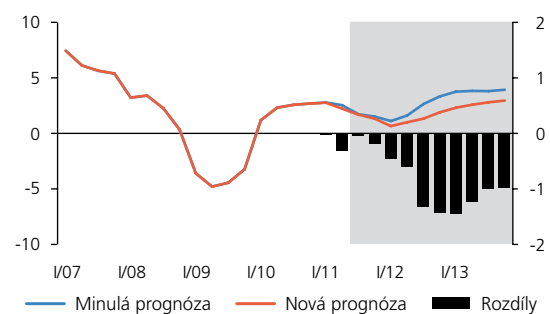


GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu HDP se snižuje v celém horizontu

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

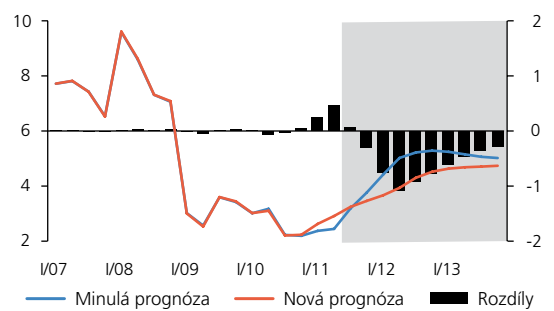


GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se snižuje

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



Nově zveřejněná data o tempích růstu **vývozu a dovozu** indikují snížení jejich objemů. Zároveň došlo ke zhoršení výhledu vývoje v zahraničí, což vede ke snížení prognózy celkových obrátů zahraničního obchodu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP je v roce 2012 rovněž značně nižší.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze snižuje v reakci na utlumený vývoj předstihových indikátorů mzdového vývoje pro třetí čtvrtletí 2011 a výraznější očekávané zpomalení ekonomické aktivity v souvislosti s dluhovou krizí v eurozóně (Graf II.3.7).

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno riziko možného zhoršení zahraničního ekonomického vývoje v souvislosti s prohlubující se dluhovou krizí v eurozóně, které je zřejmě již zohledněno v tržním výhledu zahraničních úrokových sazeb použitým v základním scénáři prognózy, nikoli však ve výhledech říjnového Consensus Forecasts. To vedlo ke zpracování alternativního scénáře s nezměněným výhledem sazeb v eurozóně, avšak s hlubším útlumem zahraniční poptávky a inflace ve srovnání se základním scénářem. Alternativní scénář vede k výraznějšímu ochlazení domácí ekonomické aktivity a slabší hladině kurzu koruny, na což měnová politika reaguje vyššími úrokovými sazbami oproti základnímu scénáři. Celková domácí inflace se výrazněji nemění. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.

II.4.1 Alternativní scénář – stagnace eurozóny

Motivací pro zpracování alternativního scénáře je obava z toho, že výhled zahraniční ekonomické aktivity a úrokových sazeb může být vzájemně nekonzistentní. Analytici totiž ve svých očekáváních ekonomické aktivity a inflace jen postupně zohledňují aktuální dramatický vývoj související s eskalací evropské dluhové krize, zatímco tržní výhled sazeb reagoval silně a okamžitě.¹⁰ Proto byl pomocí modelu NiGEM¹¹ nasimulován alternativní výhled zahraničních veličin, který dle tohoto modelu odpovídá aktuálnímu tržnímu výhledu eurových úrokových sazeb.

Alternativní výhled zachycuje výrazné **zpomalení růstu HDP eurozóny** v roce 2012 v průměru téměř na nulovou hodnotu. Vychází z předpokladu, že ke zpomalení ekonomické aktivity oproti základnímu scénáři dochází zejména v důsledku zesílení fiskálních restrikcí, nárůstu averze k riziku a utlumení úvěrové dynamiky v jednotlivých členských zemích s brzdícím efektem na spotřebu domácností a investice. U ekonomik orientovaných na vývoz (např. Německo) bude růst ekonomické aktivity tlumen i zpomalením růstu čistého vývozu. Slabší kurz eura vůči americkému dolaru se ve druhé polovině roku 2011 promítá v mírně vyšším růstu spotřebitelských a výrobních cen. Od začátku roku 2012 však utlumená ekonomická aktivita přispěje k jejich výraznému zpomalení. Výhled ceny ropy Brent reaguje na snížení poptávky ze zemí eurozóny mírným poklesem. Reakce ECB za těchto okolností v modelu NiGEM odpovídá aktuálnímu tržnímu výhledu úrokových sazeb. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce (Tab. II.4.1) ve formě odchylek od předpokladů základního scénáře prognózy.

Tab. II.4.1

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ – ZAHRAŇIČNÍ VELIČINY

Aktuální tržní výhled úrokových sazeb 3M EURIBOR je konzistentní s výrazným ochlazením zahraniční ekonomické aktivity

(odchylky od základního scénáře)

	Zahr. inflace PPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Efektivní HDP (v p.b.)	Křížový kurz USD/EUR (v %)
III/11	0,2	0,0	-0,3	0,0
IV/11	0,1	0,0	-0,5	-2,0
I/12	-0,1	0,0	-1,1	-2,0
II/12	-0,3	0,0	-1,4	-2,1
III/12	-0,5	0,0	-1,4	-2,1
IV/12	-0,6	0,0	-1,1	-2,1
I/13	-0,7	0,0	-0,4	-2,0
II/13	-0,7	0,0	-0,3	-1,8
III/13	-0,7	0,0	0,0	-1,7
IV/13	-0,8	0,0	0,0	-1,5

Tab. II.4.2

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ – DOMÁČÍ EKONOMIKA

Nižší zahraniční poptávka se výrazně promítá do domácího HDP a mezd, měnový kurz oslabuje, a to i při vyšších domácích úrokových sazbách

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)	Nominální mzdy (v p.b.)
IV/11	0,0	0,1	-0,4	0,0	-0,2
I/12	-0,1	0,3	-1,4	0,7	-0,6
II/12	-0,1	0,4	-1,7	1,0	-1,0
III/12	0,0	0,4	-1,9	1,2	-1,4
IV/12	0,0	0,4	-1,4	1,3	-1,5
I/13	0,1	0,2	-0,4	1,4	-1,3
II/13	0,0	0,1	-0,4	1,4	-1,1
III/13	0,0	-0,1	-0,1	1,4	-0,7
IV/13	0,0	-0,2	-0,3	1,5	-0,4

¹⁰ Zde lze odkázat na zkušenost z roku 2008 po pádu Lehman Brothers, kdy výhledy CF zaostávaly za rychlým propadem světové ekonomiky do recese.

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

Vývoj efektivní zahraniční poptávky se okamžitě přenáší do **domácí ekonomiky**. Propad zahraniční poptávky oproti základnímu scénáři se negativně projeví ve všech složkách HDP (kromě vládních výdajů). Vlivem pomalejšího růstu mezd a nepříznivého vývoje na trhu práce, odražejících především výrazně nižší zahraniční poptávku, se oproti prognóze snižuje spotřeba domácností. Růst hrubé tvorby kapitálu rovněž klesá s očekáváním nástupu fáze výrazného zpomalení ekonomické aktivity. Pokles růstu vývozu ve srovnání s prognózou je reakcí na propad zahraniční poptávky, je však tlumen výrazně slabším výhledem kurzu koruny, který zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců. Dovoz pro spotřebu domácností a investiční aktivitu se ve srovnání se základním scénářem výrazně snižuje a zmírňuje tak pokles HDP. Výraznější oslabování kurzu je tlumeno domácí měnovou politikou, která se projeví vyšší úrovní sazeb 3M PRIBOR oproti hodnotám základního scénáře. Na inflaci směrem dolů působí utlumenější ekonomická aktivity a pomalejší růst mezd spolu s nižším výhledem cen energetických surovin, v opačném směru má vliv slabší měnový kurz. V souhrnu jsou proto odchylky celkové inflace od základního scénáře nepatrné. V tabulce (Tab. II.4.2) jsou shrnuty výsledky simulace dopadů do domácího ekonomického vývoje, rovněž vyjádřené ve formě odchylek od základního scénáře prognózy.

II.4.2 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady 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 čtvrté čtvrtletí 2011 dosahuje 24,1 CZK/EUR, resp. 25,5 CZK/EUR oproti 24,8 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se slabším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.3). 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.

Tab. II.4.3

CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

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

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

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se během třetího čtvrtletí 2011 v ročním horizontu nepatrně zvýšila, v tříletém horizontu se naopak snížila. V obou horizontech přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají růst HDP v letošním roce přibližně o 2% a jeho zpomalení v roce příštím. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci základních sazeb ČNB. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Tržní výhled sazeb je lehce klesající, ale pohybuje se mírně nad základním scénářem prognózy ČNB.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu¹² v ročním horizontu během třetího čtvrtletí nepatrně vzrostla. 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 donedávna pohybovala zhruba půl procentního bodu nad cílem ČNB, ve druhé polovině letošního roku však začala klesat směrem k 2% hladině.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se již delší dobu postupně zvyšuje, a na konci třetího čtvrtletí 2011 se pohyboval kolem nulové hodnoty (Graf II.5.1).¹³ To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly jen umírněným tempem. Indikátor očekávané inflace na začátku roku 2011 poměrně výrazně vzrostl, během následujícího období pak převážně mírně klesal. 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 nedávné minulosti.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce HDP poroste zhruba 2% tempem (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by tempo hospodářského růstu mělo zpomalit, růst mezd naopak zrychlit. V porovnání s průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z října 2011 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to zhruba o 3%. Před listopadovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění. V ročním horizontu většina analytiků předpokládá stagnaci na stávající úrovni, přičemž jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,00%. V posledních měsících se tak prognózy úrokových sazeb (i tržních) podstatně změnila. Očekávání o růstu sazeb byla nejdříve posunována do vzdálenější budoucnosti, v současnosti již převažují očekávání dlouhodobé stability základních sazeb ČNB, u některých analytiků až do konce roku 2012.

12 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.

13 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 DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání se pohybují nad cílem ČNB

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

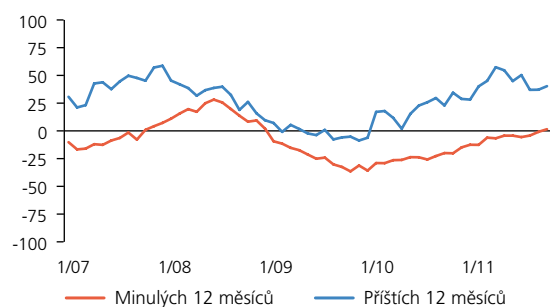
	6/11	7/11	8/11	9/11	10/11
IOFT:					
Index spotř. cen	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Reálný HDP v roce 2011	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9
Reálný HDP v roce 2012	2,8	2,7	2,2	1,6	1,3
Nominální mzdy v roce 2011	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3
Nominální mzdy v roce 2012	4,2	4,2	3,6	3,4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

Graf II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností se ve třetím čtvrtletí 2011 lehce snížila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici v rámci CF předpokládají zpomalení růstu ekonomiky

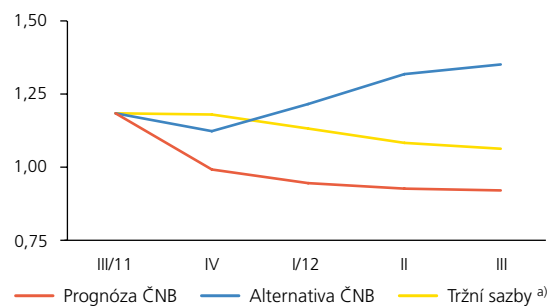
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	6/11	7/11	8/11	9/11	10/11
Reálný HDP v roce 2011	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0
Reálný HDP v roce 2012	2,9	2,7	2,5	1,8	1,5
Nominální mzdy v roce 2011	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4
Nominální mzdy v roce 2012	4,5	4,6	4,3	3,7	3,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	23,8	23,8	23,9	23,9	24,0
3M PRIBOR (v %)	1,9	1,9	1,7	1,5	1,3

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pro rok 2012 pohybuje mezi sazbami prognózovanými v základním a alternativním scénáři ČNB (v %)



a) pro III/11 a IV/11 3M PRIBOR, pro I/12 až III/12 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 21. 10. 2011

V porovnání se základním scénářem nové prognózy ČNB očekávají analytici přibližně stejné tempo růstu reálného HDP pro letošní rok, jejich predikce pro příští rok jsou lehce vyšší. Inflace očekávaná v ročním horizontu se pohybuje na stejné hladině jako v prognóze ČNB. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu je u analytiků poměrně výrazně slabší než v základním scénáři ČNB, rozdíl činí cca 5,4 %. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu jsou mírně výše, než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

V porovnání s alternativním scénářem nové prognózy ČNB očekávají analytici přibližně stejné tempo růstu reálného HDP v letošním roce, jejich predikce pro příští rok jsou však výrazně vyšší. Inflace očekávaná v ročním horizontu se pohybuje na stejné hladině jako v prognóze ČNB. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu se shoduje s prognózou ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu jsou zhruba v souladu s trajektorií tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s alternativním scénářem nové prognózy ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní se základním a alternativním scénářem nové prognózy ČNB. Tržní trajektorie se pro rok 2012 pohybuje na mírně vyšší hladině než základní scénář, avšak níže než alternativní scénář.

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková i měnověpolitická meziroční inflace dosáhla v září 2011 hodnoty 1,8 %, a nacházela se tak nepatrně pod úrovní cíle ČNB. Meziroční růst regulovaných cen ve srovnání s minulým čtvrtletím jen nepatrně zrychlil. Růst tržních cen, měřený čistou inflací, ve třetím čtvrtletí 2011 setrval na nízké úrovni, a to v podmínkách postupně odeznívajících inflačních tlaků ze strany cen komodit. Tlumící vliv na čistou inflaci měly i přetrvávající slabá domácí poptávka, nízký růst mezd a převážně klesající dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se ve třetím 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 třetím čtvrtletí roku 2011 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od ledna 2010 do září 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 II/2010 s následným vývojem.

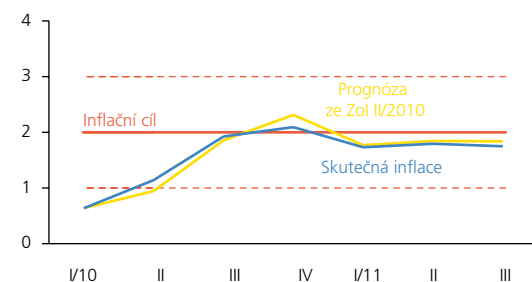
Prognóza ze Zprávy o inflaci II/2010 očekávala, že celková inflace bude postupně narůstat. Nízké hodnoty inflace na začátku prognózy byly ovlivněny především útlumem reálné ekonomické aktivity; v jeho důsledku nebyly patrné žádné inflační tlaky, ať už z domácí ekonomiky nebo v oblasti dovozních cen. Na konci roku 2010 měla inflace v důsledku předpokládaného efektu změn nepřímých daní dočasně překmitnout nad 2% inflační cíl a od začátku roku 2011 se měla nacházet mírně pod cílem (Graf III.1.1). K tomu měl přispět mírný růst ekonomické aktivity podpořený uvolněnou měnovou politikou na celém horizontu prognózy.

Celková **inflace se ve skutečnosti** pohybovala poblíž hodnot předpokládaných prognózou, a to v celém predikčním horizontu. U jednotlivých skupin spotřebitelských cen byly nicméně 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 (regulované nájemné a ceny energií), ceny potravin (nečekaně výrazné zvýšení cen zemědělských výrobců) a pohonných hmot (světové ceny ropy). Predikce nulových dopadů změn nepřímých daní se naplnila (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve třetím čtvrtletí 2011 téměř shodovala s prognózou ze Zoi II/2010
(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Korigovaná inflace bez PH působila výrazně ve směru nižší inflace, příspěvky ostatních složek byly naopak vyšší oproti prognóze

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zoi II/2010	Skutečnost 3. čtvrtletí 2011	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{b)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,8	1,7	-0,1
z toho:			
regulované ceny	2,8	4,5	0,3
primární dopady změn nepřímých daní	0,0	0,0	0,0
ceny potravin ^{a)}	1,3	3,6	0,6
ceny pohonných hmot (PH) ^{a)}	3,0	9,5	0,3
korigovaná inflace bez PH ^{a)}	1,7	-0,7	-1,2

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

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

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Vnější nákladové faktory působily směrem k vyšší inflaci

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

		II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	1,9	1,3	0,8	1,3	1,8	2,2
	s	3,0	3,1	3,1	3,6	2,8	-
PPI v eurozóně ^{b), c)}	p	0,6	1,9	2,1	2,0	1,9	2,0
	s	2,6	3,9	4,8	6,5	6,4	5,8
3M EURIBOR (v %)	p	0,7	0,9	1,2	1,3	1,5	1,7
	s	0,7	0,9	1,0	1,1	1,4	1,6
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,34	1,34	1,34	1,33	1,33	1,33
	s	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	84,8	87,0	88,3	89,2	89,9	90,5
	s	78,6	76,4	86,9	105,2	116,8	112,4

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti předpokladům prognózy došlo k výraznějšímu oživení zahraniční – a tím i domácí – ekonomické aktivity. Zároveň výrobní ceny v zahraničí rostly rychleji. K nim se později přidaly i rostoucí světové ceny ropy. Tyto faktory v souhrnu působily směrem k vyšší domácí inflaci. Zahraniční úrokové sazby se naopak téměř v celém horizontu prognózy pohybovaly na lehce nižších než předpokládaných úrovních (Tab. III.1.2).

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Zpočátku lehce přísnější působení reálných úrokových sazeb – i přes snížení měnověpolitických sazeb v květnu 2010 – se postupně změnilo na uvolněnější, když odráželo zejména oproti předpokladům prognózy nižší trajektorii úrokových sazeb v eurozóně. Měnový kurz byl do poloviny roku 2010 slabší ve srovnání s prognózou, poté však koruna poměrně rychle posilovala v reakci na zlepšující se vývozní výkonnost a pozitivní výhled ratingu ČR při nadále nízkých zahraničních úrokových sazbách (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 a vyšší spotřeba domácností. Růst mezd byl oproti prognóze utlumenější. Uvedené faktory přispěly k tomu, že ve třetím čtvrtletí 2011 se celková inflace nacházela nepatrně pod cílem. Nízká hladina domácích úrokových sazeb odrážela 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 jejich rizik. Na svých jednáních mezi lednem 2010 a zářím 2010 bankovní rada shledávala rizika prognóz nejdříve jako vyrovnaná, resp. mírně protiinflační, ve druhém čtvrtletí 2010 jako vyrovnaná a ve třetím čtvrtletí 2010 jako mírně protiinflační, resp. vyrovnaná. Přes mírně protiinflační vnímání rizik bankovní radou se tržní úrokové sazby v prvních třech čtvrtletích roku 2010 pohybovaly na lehce vyšší hladině, než jakou implikovaly prognózy. Celková i měnověpolitická inflace se v poslední době pohybovaly v blízkosti 2% cíle, když jejich prognózy se téměř přesně naplnily. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v prvních třech čtvrtletích roku 2010 byla adekvátní.

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Domácí ekonomická aktivita rostla rychleji, než předpokládala prognóza

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

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

III.1.2 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace¹⁴ byla ve třetím čtvrtletí 2011 stabilní. Po nepatrném zpomalení v červenci dosáhla v září stejné hodnoty jako v červnu (1,8 %; Graf III.1.2). Hlavním zdrojem inflace zůstávají ceny komodit, inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou patrné. Víceméně stabilní vývoj inflace v sobě přitom skrýval nezměněný příspěvek administrativních vlivů a protisměrné změny jejich tržních složek. Zpomalení meziročního růstu cen potravin bylo totiž vykompenzováno silnějším růstem cen pohonných hmot a méně zápornou korigovanou inflací bez pohonných hmot (Graf III.1.3).

Pokračující růst cen potravin a pohonných hmot přispěl k tomu, že ve **struktuře meziroční inflace** nadále mírně převažoval vliv tržních cen; jejich podíl na meziročním růstu spotřebitelských cen zůstal beze změny (v září 1 procentní bod; Graf III.1.4). Podíl administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní (aktuálně jsou nulové) a regulovaných cen, byl nepatrně nižší a oproti červnu zůstal rovněž nezměněný. **Měnověpoliticky relevantní inflace** se překrývala s celkovou inflací a dosáhla hodnoty 1,8 % v září (Graf III.1.2).

Podíl **regulovaných cen** na meziroční inflaci byl ale nadále poměrně vysoký (v září 0,8 procentního bodu; Graf III.1.4). V průběhu třetího čtvrtletí byly provedeny úpravy řady cen regulovaných položek, zejména zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti, zvýšení regulovaného nájemného, cen městské hromadné dopravy a poplatků v oblasti vzdělávání. Kromě toho se na dosaženém meziročním růstu regulovaných cen (o 4,6 % v září) podílely také úpravy cen elektřiny a vodného a stočného z předchozích čtvrtletí. Částečně byl meziroční růst regulovaných cen také ovlivněn efektem vysoké srovnávací základny u cen zemního plynu. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních složek inflace bez dopadu změn daní.

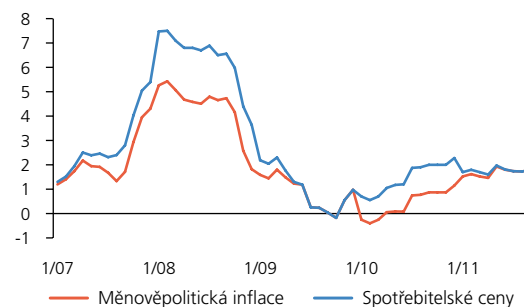
Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, byl ve třetím čtvrtletí 2011 rovněž víceméně stabilní (v září o 1,2 %). Jejich celkově umírněný růst byl však výsledkem výše zmíněného protisměrného vývoje jejich hlavních složek – cen potravin, cen pohonných hmot a naproti tomu korigované inflace bez pohonných hmot. Jak ukazuje Graf III.1.4, příspěvek cen potravin k dosaženému meziročnímu růstu tržních cen byl nadále nejvýraznější, i když se částečně zmírnil. Podíl cen pohonných hmot byl s ohledem na jejich nízkou váhu méně významný. Trvajících meziroční pokles cen v rámci korigované inflace bez pohonných hmot nadále působil směrem k nízké inflaci. Její vývoj tak nadále svědčil o významném působení utlumené poptávky a absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky. K udržení nízké korigované inflace přispěly rovněž převážně klesající dovozní ceny finálních produktů s vyšším stupněm zpracování pro spotřebitelských trh, odrážející mimo jiné vliv předchozího posílení měnového kurzu (blíže viz

14 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.2

INFLACE

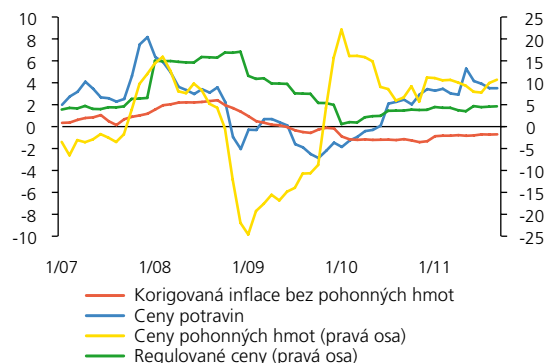
Ve třetím čtvrtletí 2011 byla meziroční inflace stabilní
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

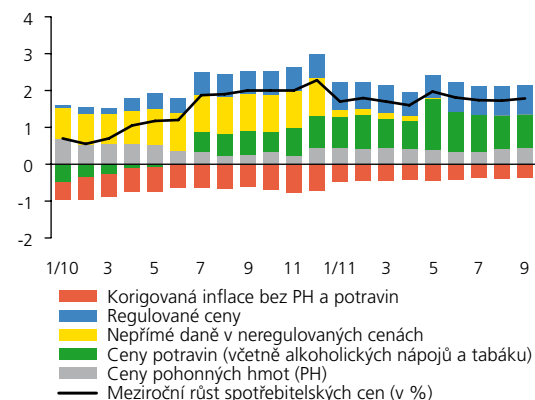
Meziroční růst cen potravin zpomalil, růst cen pohonných hmot naopak zrychlil
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

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

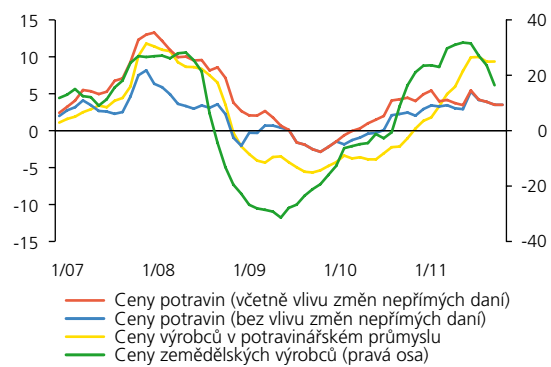


GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Růst cen potravin zpomalil

(meziroční změny v %)

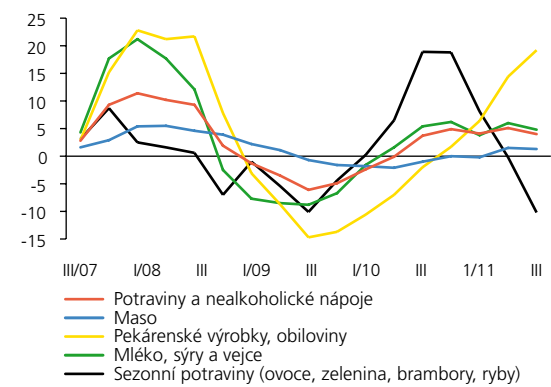


GRAF III.1.6

VÝVOJ SLOŽEK CEN POTRAVIN

Růst cen zeleniny a ovoce prudce zpomalil, avšak ceny pekárenských výrobků zrychlily svůj růst

(meziroční změny v %)

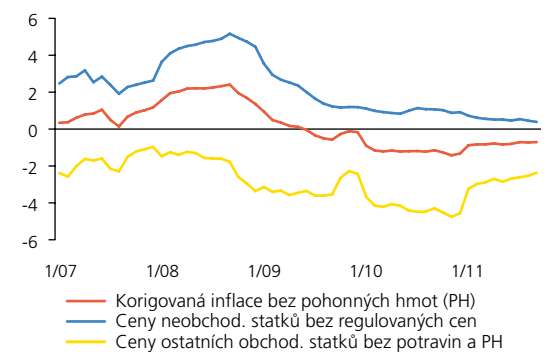


GRAF III.1.7

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se nepatrně zmírnil

(meziroční změny v %)



Dovozní ceny). Stále ještě rychlý růst světových cen energetických surovin se promítal ztlačně do spotřebitelských cen pohonných hmot a cen bydlení (ve výdajích na energie jako je zemní plyn aj.).

Ve vývoji **cen potravin** ve třetím čtvrtletí 2011 bylo patrné zpomalování meziročního tempa růstu z vysokých hodnot v předchozím čtvrtletí, které byly ovlivněny prudkým nárůstem cen pekárenských výrobků (Graf III.1.5).¹⁵ Bližší pohled do struktury přitom ukazuje, že zmírnění meziročního růstu cen potravin ve třetím čtvrtletí (ze 4,2 % v červnu na 3,5 % v září) bylo především způsobeno neobvykle prudkým poklesem cen zeleniny a ovoce v srpnu (Graf III.1.6). Ke zpomalení růstu cen potravin přispěla také vysoká srovnatelná základna předchozího roku u některých položek. Avšak u pekárenských výrobků a obilovin došlo k dalšímu zrychlení meziročního cenového růstu vlivem vyšších cen chleba a běžného pečiva.¹⁶ Aktuální výrazný pokles tempa růstu cen zemědělských výrobců se zatím do spotřebitelských cen potravin promítl jen v omezené míře.

Na rozdíl od cen potravin, významně závislých na kolísavém vývoji cen hlavních vstupů, byl vývoj **korigované inflace bez pohonných hmot**, zahrnující ceny produktů s vyšším stupněm zpracování a služby, nadále víceméně stabilní. Její meziroční záporná hodnota se v září oproti červnu jen nepatrně zmírnila na -0,7 %. Za touto nevýraznou změnou stálo oslabení meziročního poklesu cen ostatních obchodovatelných statků (na -2,4 % v září; Graf III.1.7). Přispělo k tomu zmírnění meziročního posílení kurzu CZK/EUR prostřednictvím dovozních cen produktů určených pro spotřebitelský trh. Vývoj cen neobchodovatelných statků (bez regulovaných cen) naopak směřoval ke zpomalení meziročního růstu na historicky nejnižší hodnotu 0,4 % v podmínkách trvajících nízké poptávky i utlumeného vývoje mezd.

Ceny pohonných hmot ve třetím čtvrtletí 2011 zrychlily svůj meziroční růst (na 10,7 % v září), i když meziroční růst světových cen ropy zpomalil. Příčinou bylo zmírnění meziročního posílení kurzu CZK/USD.¹⁷

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR i ve třetím čtvrtletí 2011 pomaleji než v průměru zemí EU. Podle posledního odhadu Eurostatu činil v září meziroční růst HICP v ČR 2,1 %, zatímco v průměru zemí EU byl zřetelně vyšší a ve stejném měsíci dosáhl 3,3 %.

15 Meziroční růst cen potravin kulminoval v květnu, kdy dosáhl 5,3 %. Vysoký nárůst cen pekárenských výrobků byl reakcí na předchozí silný růst cen zemědělských výrobců a v menší míře cen energií.

16 Například meziroční růst cen chleba zrychlil z 15,1 % ve druhém čtvrtletí 2011 na 24,7 % ve třetím čtvrtletí 2011, dynamika cen běžného pečiva vzrostla ve stejném období z 29 % na 35,5 %.

17 Meziroční posílení kurzu CZK/USD dosáhlo v září 5,6 %, zatímco v červnu 20,1 %.

III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Pokračující stále ještě rychlý meziroční růst cen klíčových surovin na světových trzích byl ve slábnoucí míře tlumen vývojem měnového kurzu, což přispělo ke zrychlení meziročního růstu dovozních cen. Růst dovozních cen surovin se nadále nejvíce promítal do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování naopak nadále klesaly. Meziroční růst cen výrobců v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu s vyšší přidanou hodnotou mírně zrychlil, neměl však plošný charakter. Růst cen zemědělských výrobců prudce zpomalil, a také v potravinářském průmyslu došlo ke zmírnění cenového růstu. Pomaleji rostly i ceny v tržních službách, zatímco ve stavebnictví došlo ke zřetelnému zmírnění cenového poklesu.

III.2.1 Dovozní ceny

Pokračující růst **dovozních cen** byl i v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2011 tažen vývojem cen klíčových komodit na světových trzích (Graf III.2.2). Podle posledních srpnových údajů ČSÚ tempo jejich meziročního růstu opět zrychlilo (na 3 %) vlivem zmírnění tempa posilování měnového kurzu a kolísavého vývoje zahraničních cen některých komodit.

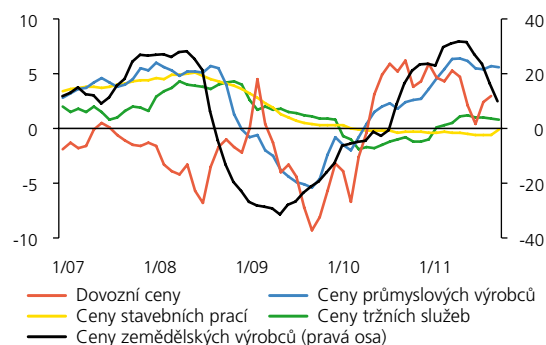
Podíl rychle rostoucích cen dovážených **minerálních paliv** na dosaženém meziročním růstu dovozních cen byl i v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 2011 nejvyšší (Graf III.2.2). Ve srovnání s červnem se jejich příspěvek opět zvýšil a v srpnu dosáhl 2,7 procentního bodu. Postupné zrychlování meziročního růstu světových cen ropy od čtvrtého čtvrtletí 2010 kulminovalo v červenci na hodnotě 55,8 %; v srpnu se pak jejich dynamika prudce snížila na 43,5 %. Světové ceny zemního plynu, následující vývoj cen ropy s určitým zpožděním, zrychlovaly svůj meziroční růst až od druhého čtvrtletí 2011 a v srpnu vzrostly o 32,1 %. V souhrnu rychlejší meziroční růst cen energetických surovin v srpnu než na konci druhého čtvrtletí 2011, který byl ve slábnoucí míře tlumen meziročním posílením kurzu CZK/USD (Graf III.2.3), vedl k opětovnému zrychlení růstu dovozních cen minerálních paliv z 15,4 % v červnu na 23 % v srpnu.

Naopak dovozní ceny **neenergetických surovin** pokračovaly ve zpomalování meziročního růstu z rekordní více než 40% hodnoty zaznamenané v dubnu na 15 % v srpnu. Přesto jejich příspěvek k růstu dovozních cen dosáhl 0,5 procentního bodu. Dovozní ceny chemikálií a příbuzných výrobků zrychlily oproti červnu svůj meziroční růst (na 5 % v srpnu) a rychleji rostly také dovozní ceny **polotovarů** (o 4 % v srpnu); ve značné míře k tomu zřejmě v obou případech přispělo zmírnění meziročního posílení kurzu koruny. Dovozní ceny **potravin** ale pokračovaly v mírném meziročním poklesu, který v srpnu dosáhl 0,4 %. U rostlinných a živočišných olejů pokračoval vysoký růst dovozních cen, který se sice zmírnil z vysokých hodnot přesahujících 40 %, byl však stále vysoký (30,1 % v srpnu).

GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

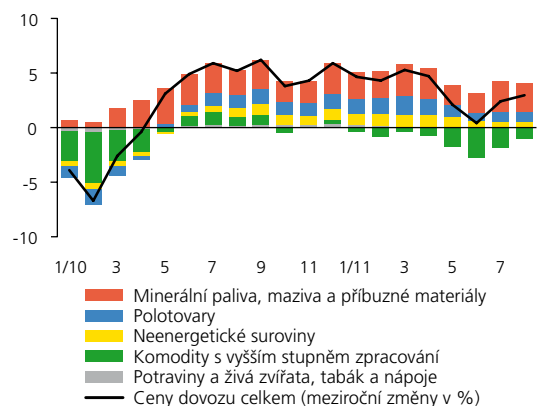
Růst dovozních cen opět zrychlil, u cen průmyslových výrobců stagnoval a tempo růstu cen zemědělských výrobců se prudce snížilo (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

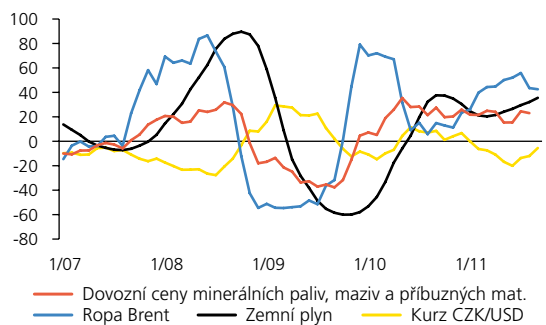
Růst dovozních cen byl nadále tažen především cenami dovážených surovin a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

Vysoký růst cen energetických surovin byl ve slábnoucí míře tlumen meziročním posílením kurzu CZK/USD (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 %)

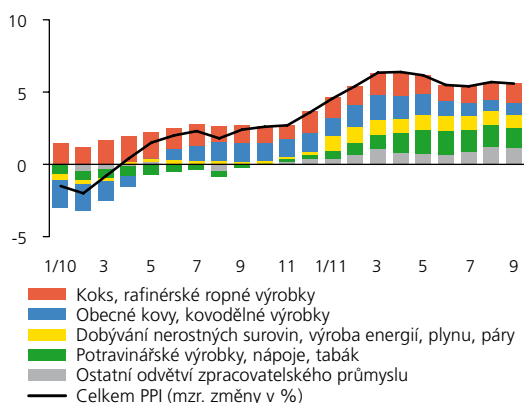
	5/11	6/11	7/11	8/11
DOVOZ CELKEM	2,1	0,4	2,4	3,0
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-0,1	-0,7	-0,6	-0,4
nápoje a tabák	6,9	3,8	6,6	7,7
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	33,8	20,4	13,6	15,0
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	15,3	15,4	24,5	23,0
živočišné a rostlinné oleje	42,1	31,2	29,0	30,1
chemikálie a příbuzné výrobky	4,1	3,4	3,8	5,0
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	4,8	3,1	4,3	4,0
stroje a dopravní prostředky	-5,5	-7,1	-5,5	-4,0
průmyslové spotřební zboží	-3,5	-5,3	-3,2	-1,9

GRAF III.2.4

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Meziroční růst cen průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí 2011 stagnoval

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

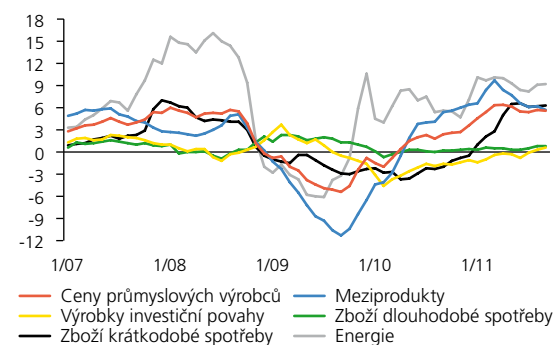


GRAF III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

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

(meziroční změny v %)



V souhrnu tak dovozní ceny surovin a polotovarů převážně vykazovaly meziroční růst, který zejména u energetických a neenergetických surovin stále ještě dosahoval vysokých hodnot. Dovozní ceny **komodit s vyšší přidanou hodnotou**¹⁸ však pokračovaly v meziročním poklesu (Tab. III.2.1), který se odvíjel od posilujícího měnového kurzu a nižší dynamiky zahraničních cen těchto komodit než surovin. V srpnu bylo zřetelné oslabení meziročního poklesu dovozních cen těchto komodit především odrazem zmírnění meziročního posílení kurzu CZK/EUR i CZK/USD.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Zpomalování růstu **cen průmyslových výrobců** z vysokých hodnot přesahujících úroveň 6 % se ve třetím čtvrtletí 2011 zastavilo.¹⁹ Jejich meziroční tempo růstu se v tomto čtvrtletí pohybovalo v okolí hodnoty 5,5 % a v září dosáhlo 5,6 % (Graf III.2.4).

Oproti předchozí zprávě se pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců změnil jen drobně. Dosažený růst byl ve stejné míře významně ovlivňován rychle rostoucími dovozními cenami významných surovinových vstupů, avšak ve struktuře již byly patrné určité změny (zejména odeznívání vlivu vstupů neenergetických surovin). Tyto nákladové tlaky se rychle promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce (Graf III.2.4 a Graf III.2.5). Rovněž v potravinářském průmyslu pokračoval rychlý cenový růst, odrážející zpožděné promítání vysokých cen zemědělských výrobců do cen ve zpracovatelském průmyslu. V ostatních odvětvích ceny výrobců mírně vzrostly, avšak tato změna neznamenala plošně se zvyšující promítání nákladových tlaků do cen komodit s vyšší přidanou hodnotou.

Na celkovém meziročním růstu cen v průmyslu se ve třetím čtvrtletí 2011 nadále výrazně podílely ceny výrobců **v potravinářském průmyslu** (1,4 procentního bodu), jejichž meziroční růst se ale oproti červnu částečně zmírnil (na 8,4 %). Stejný příspěvek vykazaly i ceny **v odvětví koku a rafinérských ropných produktů**, které naopak dále zrychlily (ze 17,7 % v červnu na 24 % v září). Příspěvek cen **v odvětví základních kovů** se naopak dále snížil (na 0,8 procentního bodu), zejména v souvislosti s oslabením meziročního růstu dovozních cen polotovarů na bázi kovů. I po znatelném zmírnění dynamiky byl však růst cen výrobců stále rychlý, když v září dosáhl 5,9 %.

18 Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží.

19 V dubnu kulminovalo jejich předchozí zrychlování meziročního růstu na hodnotě 6,4 %.

Vývoj cen průmyslových výrobců byl ve třetím čtvrtletí 2011 také nadále ovlivňován pokračujícím růstem cen v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v září o 4 %) a cen v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami (6,3 % v září). V odvětví těžby a dobývání meziroční růst cen dále zvolnil (na 5,9 %). Celkově se příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců nepatrně snížil a v září dosáhl 0,9 procentního bodu.

Meziroční růst cen v **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu** po zvolnění ve druhém čtvrtletí 2011 mírně zrychlil; jejich podíl na meziročním růstu cen průmyslových výrobců se tak ve třetím čtvrtletí 2011 zvýšil na 1,1 procentního bodu. Ceny výrobců rostly v převážné většině odvětví, avšak zrychlení jejich meziročního růstu bylo zaznamenáno jen v odvětvích úzce vázaných na produkty z ropy a ve skupině strojů a zařízení. Ve výrobě dopravních prostředků, počítačů, elektronických a optických přístrojů však ceny výrobců setrvaly v poklesu.

Ceny zemědělských výrobců

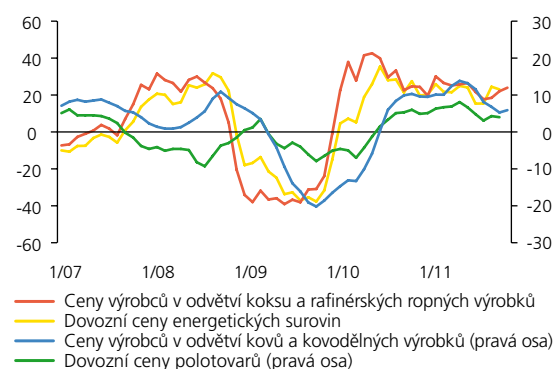
Výrazný meziroční růst cen zemědělských výrobců v první polovině roku 2011, vytvářející tlaky na růst cen potravin, se ve třetím čtvrtletí 2011 zřetelně zmírnil. Podle posledních údajů za září (9,9 %) se již pohyboval zhruba na úrovni jedné třetiny nejvyšších růstových hodnot z přelomu druhého a třetího čtvrtletí (Graf III.2.7). Na tomto obratu ve vývoji cen zemědělských výrobců se podílely výhradně ceny rostlinné výroby, které v průběhu třetího čtvrtletí výrazně snižovaly dosavadní vysoký meziroční růst. Naproti tomu ceny produktů živočišné výroby ve sledovaném období vykázaly zhruba stabilní meziroční růst cen kolem 8 %.

K výraznému zpomalení růstu cen zemědělských výrobců ve třetím čtvrtletí 2011 přispělo odeznění většiny hlavních faktorů, které v závěru roku 2010 a v první polovině roku 2011 působily směrem k jejich zvýšení. Především šlo o příznivé klimatické podmínky v letošním roce, které spolu s návratem některých tradičních exportérů na světový trh vedly k mírnému poklesu cenové hladiny komodit rostlinné výroby ve světě. Rovněž domácí sklizeň byla z dlouhodobějšího pohledu výrazně nadprůměrná. Současně došlo k překmitu některých tradičně kolísavých položek cen zemědělských výrobců (brambory, zelenina) do výrazného meziročního poklesu. Rovněž meziroční posílení měnového kurzu CZK/EUR ve třetím čtvrtletí 2011 působilo na domácí ceny zemědělských výrobců protiinflačně.

GRAF III.2.6

CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

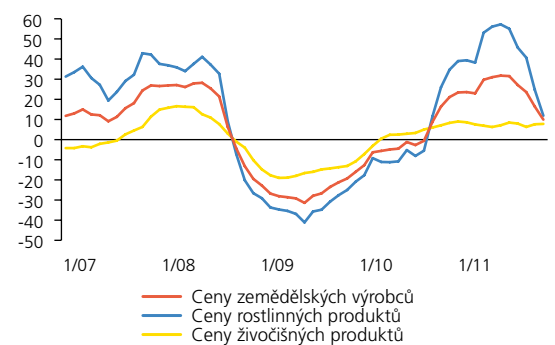
Zpomalení růstu cen dovážených polotovarů se rychle promítlo do cen výrobců
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Meziroční růst cen zemědělských výrobců výrazně zpomalil
(meziroční změny v %)

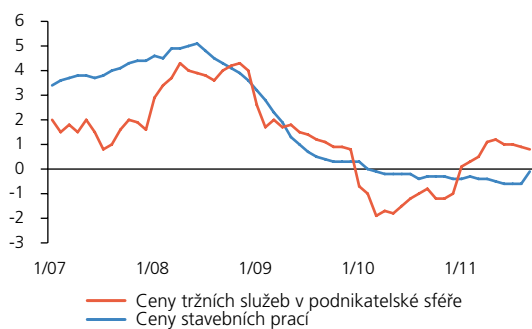


GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Meziroční pokles cen stavebních prací se zmírnil, růst cen tržních služeb dále zpomalil

(meziroční změny v %)

**Ostatní cenové okruhy produkční sféry**

V podmínkách trvajících nízké poptávky po stavebních investicích zůstaly **ceny stavebních prací** i ve třetím čtvrtletí 2011 v meziročním poklesu (Graf III.2.8). Po delším období se však meziroční pokles cen stavebních prací znatelně zmírnil (z -0,6 % v červnu na -0,1 % v září). Zároveň mírně zpomalil meziroční růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (na 2,6 % v září).

Ceny tržních služeb naopak pokračovaly v růstu, který ve třetím čtvrtletí 2011 jen nepatrně zvolnil na hodnoty pohybující se pod 1 %. Nadále přitom převažovaly služby s rostoucími cenami, avšak jejich růst byl v podmínkách nízké domácí poptávky mírný; výjimkou bylo odvětví reklamních služeb a průzkumu trhu, kde v září ceny meziročně vzrostly o 5 %.

III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve druhém čtvrtletí 2011 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu zpomalil o 0,6 procentního bodu na 2,2%.²⁰ Také v mezičtvrtletním srovnání rostl produkt zřetelně pomaleji (o 0,1 %) než v předchozím čtvrtletí. Na dosaženém meziročním růstu HDP se při trvajícím předstihu růstu vývozu před dovozem nejvíce podílel čistý vývoz, jeho příspěvek se však snížil. Také tvorba hrubého fixního kapitálu a změna stavu zásob podpořily růst hrubého domácího produktu, zatímco záporný příspěvek výdajů na konečnou spotřebu se mírně prohloubil. Na straně nabídky se podílel na ekonomickém růstu nejvíce zpracovatelský průmysl, jehož příspěvek se však oproti předchozímu čtvrtletí vlivem oslabení vnější poptávky snížil.

III.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst **domácí poptávky** ve druhém čtvrtletí 2011 mírně zrychlil; byl ale nadále utlumený a nepřesáhl úroveň 1 %. K nárůstu domácí poptávky přispěly kladné hodnoty meziroční změny stavu zásob a fixních investic. Naopak spotřeba domácností a spotřeba vlády setrvaly v meziročním poklesu, který se oproti prvnímu čtvrtletí 2011 lehce prohloubil (Graf II.3.2).

Konečná spotřeba

Ve druhém čtvrtletí 2011 **spotřeba domácností** setrvala v meziročním poklesu, který se oproti předchozímu čtvrtletí prohloubil na -0,7 %.²¹ Pokračující meziroční pokles spotřebních výdajů domácností, pozorovaný od druhého čtvrtletí 2009²² v souvislosti s dopady globální recese do domácí ekonomiky, byl současně doprovázen strukturálními změnami ve spotřebě. Domácnosti především pokračovaly ve snižování výdajů na předměty krátkodobé spotřeby; také své výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby po předchozím krátkodobém nárůstu ve druhém čtvrtletí opět meziročně snížily. Pouze výdaje na předměty střednědobé spotřeby a služby pokračovaly v růstu, který byl však nevýrazný.

Hlavní příčiny trvajících utlumených spotřeb domácností zůstávají stejné jako v předchozích čtvrtletích. Byl to především slábnoucí růst jejich **nominálního hrubého disponibilního důchodu**, jehož reálná kupní síla byla navíc snižována meziroční inflací²³ (Graf III.3.3). Ve druhém čtvrtletí 2011 při souběhu dalšího zpomalení růstu nominálního disponibilního důchodu a více než 2% zvýšení deflátoru spotřeby se reálný disponibilní důchod domácností meziročně snížil o 1 %. Kromě toho vývoj **míry**

20 Hodnocení výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů čtvrtletních národních účtů. Začátkem prosince 2011 ČSÚ zveřejní významnou revizi těchto dat v návaznosti na již zveřejněnou revizi ročních národních účtů.

21 Jde o sezonně očištěné údaje.

22 Výjimkou bylo čtvrté čtvrtletí 2010, kdy se spotřeba domácností meziročně zvýšila o 0,4 %.

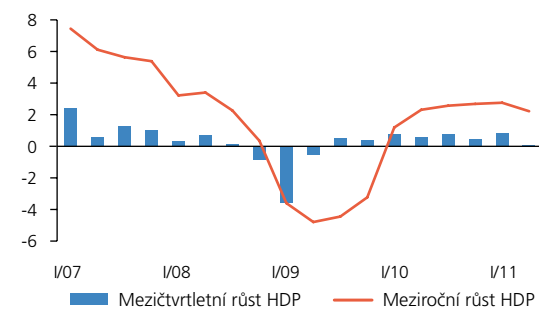
23 Měřeno deflátořem spotřeby domácností.

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Růst HDP ve druhém čtvrtletí 2011 zpomalil

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

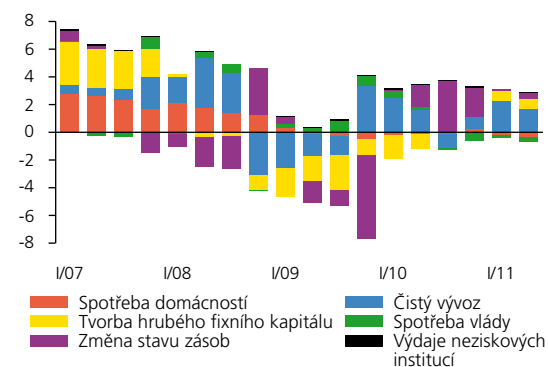


GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K růstu HDP nejvíce přispěl čistý vývoz

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

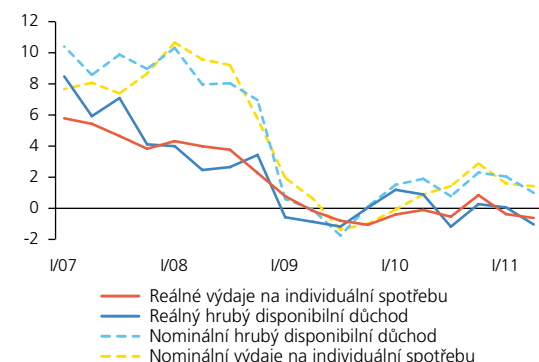


GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Klesající spotřeba domácností korespondovala s vývojem reálného disponibilního důchodu

(meziroční změny v %)

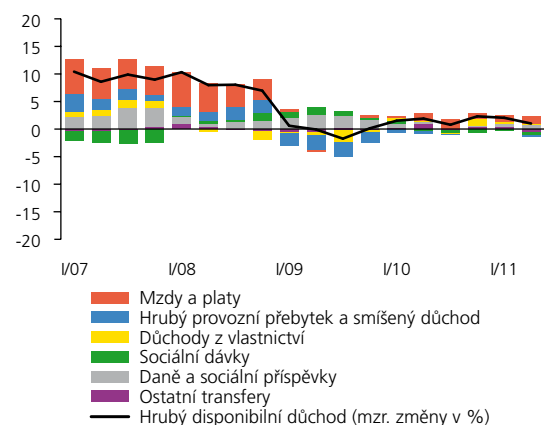


GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu domácností mírně zpomalil

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

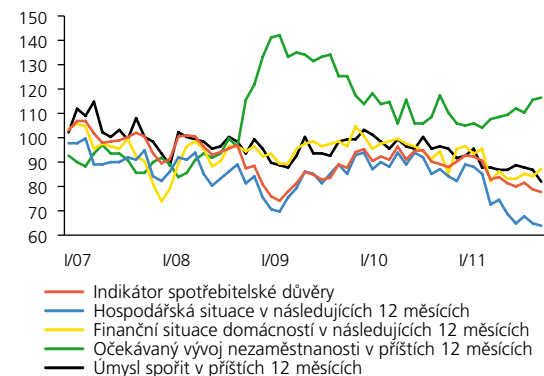


GRAF III.3.5

INDIKÁTOR SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Důvěra domácností se snižuje

(rok 2005 = 100, sezonně očištěné údaje)

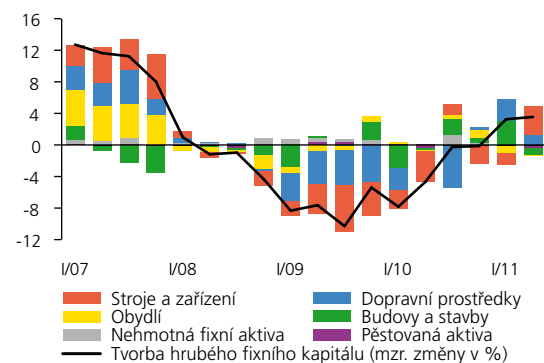


GRAF III.3.6

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice rostly i ve druhém čtvrtletí 2011

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



úspor, pohybující se v posledních čtvrtletích na poměrně vysoké hodnotě kolem 10 %, svědčil o trvajícím obezřetném chování domácností při nejistých výhledech na trhu práce a obavách z dopadů fiskální konsolidace. O umírněném spotřebním chování domácností svědčil i trvalý utlumený vývoj spotřebitelských úvěrů, jehož hodnocení je obsaženo v části III.5.2.

Nízký meziroční růst nominálního hrubého disponibilního důchodu (o 1 %) byl i ve druhém čtvrtletí 2011 převážně tažen **příjmy z mezd a platů** (Graf III.3.4).²⁴ Nevýrazný kladný příspěvek k růstu důchodů vykazaly rovněž důchody z vlastnictví a placené daně a sociální příspěvky, ostatní složky důchodů domácností již meziročně klesaly.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** nesignalizují oživení spotřeby domácností v následujícím období. Červencové a srpnové sezonně očištěné údaje o vývoji reálných tržeb v maloobchodu zaznamenaly kladné hodnoty růstu jen v motoristickém segmentu, zatímco v ostatních podskupinách tohoto sektoru reálné tržby klesaly. Také poslední zářijové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ nenaznačují změnu v dosavadním spotřebním chování domácností. Pokračuje totiž trend snižování indikátoru spotřebitelské důvěry (Graf III.3.5), odrážející zejména zhoršená očekávání domácností o celkové hospodářské situaci a nezaměstnanosti a návazně snížené možnosti tvorby úspor.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve druhém čtvrtletí 2011 pokračovaly v poklesu, který byl především odrazem realizace úsporných opatření vlády. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl jejich meziroční pokles hlubší a dosáhl hodnoty -1,4 %.

Investice

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval růst **fixních investic**, obnovný na počátku letošního roku po téměř tříletém období meziročních poklesů²⁵ (Graf III.3.6). Jejich meziroční růst dosáhl 3,6 %, také v mezičtvrtletním srovnání se fixní investice zvýšily. Při zhoršujících se očekáváních o budoucím ekonomickém vývoji je však pokračování růstového trendu investiční aktivity zatíženo značnou nejistotou.

Podobně jako v předchozích čtvrtletích nebylo oživení fixních investic pozorováno ve všech sektorech. Jejich meziroční růst byl nadále téměř výhradně tažen sektorem **nefinančních podniků**, kde investice vzrostly ve druhém čtvrtletí o více než 12 % (Tab. III.3.1). Podle pilotních výsledků společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR v nefinančních podnicích z letošního roku ale dochází k postupnému snižování kladného salda očekávané změny investičních výdajů v horizontu 6 a 12 měsíců. Tento jev byl nejvíce zřetelný ve výsledcích posledního zářijového šetření a lze jej vnímat jako projev slabnouceho optimismu podniků o budoucím vývoji zakázek.

24 Blíže viz část III.4 Trh práce.

25 Fixní investice klesaly meziročně v průběhu celého roku 2010.

Na rozdíl od sektoru nefinančních podniků fixní investice v **sektoru domácností** setrvaly ve druhém čtvrtletí 2011 v meziročním poklesu, který se výrazně prohloubil (na 6,7 %). Avšak pokles investic do obydlí, které tvoří významnou složku investic domácností, byl jen nevýrazný (o -0,2 %; Graf III.3.7). Jejich dosavadní kolísavý vývoj a zejména klesající počty zahájených a dokončených bytů a mírný růst úvěrů na bydlení nicméně nenaznačují znatelné zlepšení výhledu poptávky po bydlení v následujícím období. Převážně záporné hodnoty meziročních změn těchto indikátorů naopak svědčí o celkově obezřetném přístupu developerů i domácností k investicím do obydlí zejména pod vlivem nejistoty o budoucím vývoji ekonomiky a návazně situace na trhu práce.

Příspěvek tvorby **zásob** k meziročnímu růstu HDP se ve druhém čtvrtletí 2011 mírně zvýšil (na 0,4 procentního bodu); zdaleka však již nedosahoval hodnot pozorovaných v roce 2010, kdy docházelo k oživení tvorby zásob po jejich krizovém propadu v roce 2009 (Graf III.3.2). Umírněný vývoj tvorby zásob víceméně korespondoval s výsledky konjunkturálního šetření ČNB ze září. Podle tohoto průzkumu by se zásoby měly podobně vyvíjet i ve třetím čtvrtletí 2011.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční růst **čistého vývozu zboží a služeb**²⁶, patrný v předchozích dvou čtvrtletích. Přebytek čistého vývozu meziročně vzrostl o 14,5 mld. Kč. V mezičtvrtletním srovnání byl jeho přírůstek mírnější a dosáhl 4,8 mld. Kč (Graf III.3.8). K výraznému meziročnímu zvýšení čistého vývozu přispěl předstih tempa růstu vývozu před růstem dovozu, který byl ale nižší než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.9). Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu byl opět kladný, avšak oproti předchozímu čtvrtletí se znatelně snížil.²⁷

Přebytek čistého vývozu byl dosažen při pokračujícím zpomalování růstu obrátu zahraničního obchodu, pozorovaném již čtvrté čtvrtletí v řadě (Graf III.3.9). Za snížením jeho meziroční dynamiky pod úroveň 10 % ve druhém čtvrtletí stálo zejména výrazné zpomalení tempa růstu **celkového vývozu** (o 5,5 procentního bodu na 9,4 % oproti prvnímu čtvrtletí 2011). Znatelně pomalejší růst vývozu odrážel především zmírnění vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů a zvýšené nejistoty ohledně dalšího hospodářského vývoje.

Meziroční růst **celkového dovozu**, který je zejména významně ovlivňován vysokou dovozní náročností českého vývozu, ve druhém čtvrtletí 2011 rovněž zřetelně zpomalil. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím se meziroční tempo jeho růstu zmírnilo o 4,8 procentního bodu na 7,9 % (Graf III.3.9). Nejvíce k tomu přispěl dovoz pro mezispotřebu, což bylo spojeno s dalším oslabením dynamiky vývozních aktivit českých pod-

26 Vyjádřeno v cenách roku 2000, sezonně očištěno.

27 Viz Graf III.3.2.

Tab. III.3.1

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Růst investic byl nadále převážně tažen sektorem nefinančních podniků

(stálé ceny, propočet ČNB)

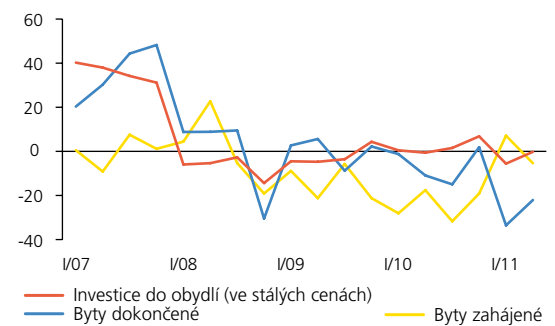
	III/10	IV/10	I/11	II/11
Meziroční změny v %				
Nefinanční podniky	2,3	2,3	8,0	12,2
Domácnosti	-2,2	4,6	-0,8	-6,7
Vládní instituce	-8,7	-12,8	-2,2	-3,6
Finanční instituce	89,2	75,2	-12,8	-27,6
Neziskové instituce	6,0	5,0	4,7	3,5
Podíl na celkových fixních investicích v %				
Nefinanční podniky	51,2	48,6	53,3	56,8
Domácnosti	24,2	24,5	24,9	21,8
Vládní instituce	21,5	23,6	19,6	19,5
Finanční instituce	2,5	2,6	1,5	1,2
Neziskové instituce	0,7	0,6	0,7	0,7

Graf III.3.7

INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí, počty zahájených i dokončených bytů ve druhém čtvrtletí 2011 klesaly

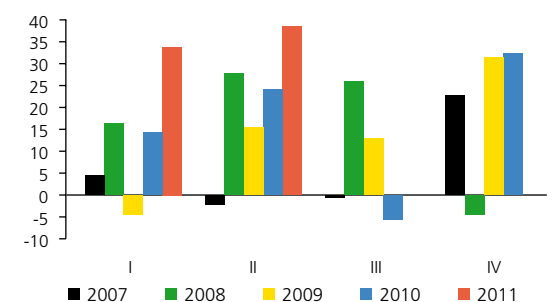
(meziroční změny v %)



Graf III.3.8

ČISTÁ ZAHRAJNÍ POPTÁVKA

Ve druhém čtvrtletí 2011 se čistý vývoz meziročně výrazně zvýšil (v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)

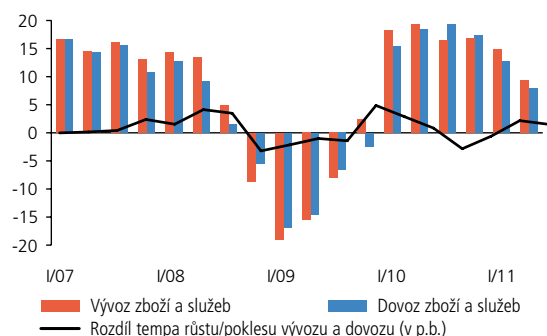


GRAF III.3.9

VÝVOZ A DOVOZ

Růst obrátu zahraničního obchodu ve druhém čtvrtletí 2011 dále zpomalil, vývoz však rostl rychleji než dovoz

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

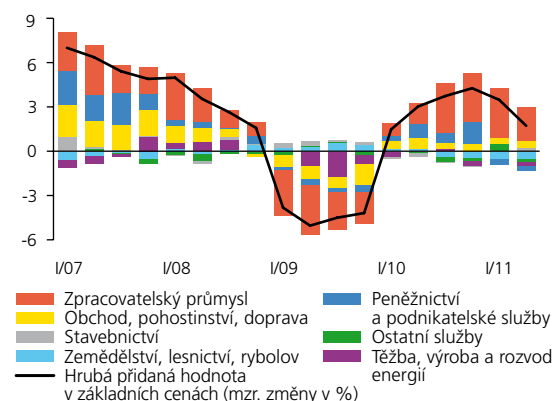


GRAF III.3.10

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Meziroční růst přidané hodnoty byl i ve druhém čtvrtletí tažen zpracovatelským průmyslem

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %, sezonně očištěné údaje)

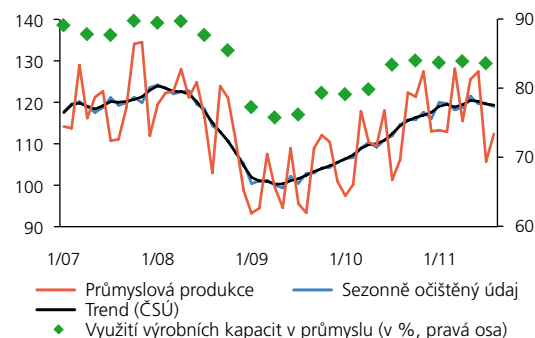


GRAF III.3.11

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Trendová složka objemu průmyslové produkce se od června snižuje

(bazický index, rok 2005 = 100)



niků. Při trvající nízké úrovni domácí poptávky se zmírnil i růst dovozu pro konečnou spotřebu. Také dovoz pro investice rostl pomaleji než v předchozím čtvrtletí, jeho dynamika však byla nadále vysoká.

III.3.3 Nabídka

Postupné oslabování mezičtvrtletního růstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách překmitlo ve druhém čtvrtletí 2011 do poklesu, který dosáhl 0,8 %.²⁸ V meziročním srovnání hrubá přidaná hodnota setrvala v růstu, který se však znatelně zmírnil oproti předchozímu čtvrtletí (z 3,5 % na 1,7 %; Graf III.3.10). Z odvětvového pohledu se na pokračujícím růstu přidané hodnoty opět nejvíce podílel zpracovatelský průmysl a v menší míře některé služby.

Nejvýrazněji se snížil příspěvek k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty v **odvětví průmyslu**, byl však stále nejvyšší (2 procentní body). Došlo zejména k výraznému zmírnění růstu přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu z předchozích dvouciferných hodnot těsně pod 10% úroveň. Také opětovný meziroční pokles přidané hodnoty v odvětví těžby a odvětví výroby a rozvodu energií se podílel na snížení příspěvku odvětví průmyslu k růstu přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí.

Pro vývoj přidané hodnoty v průmyslu tak byl nadále klíčový sice zpomalující, avšak stále rychlý růst produkce ve **zpracovatelském průmyslu** (ve druhém čtvrtletí o 10 %), podporovaný zejména vývozem (především v odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů).²⁹ Tento fakt potvrzovaly i statistiky o vývoji tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy, v jejichž rámci – i po zmírnění dynamiky – stále ještě rostly rychle tržby z přímého vývozu (meziročně v běžných cenách o 16,4 %), zatímco růst domácích tržeb se ve druhém čtvrtletí 2011 zmírnil na pouhých 2,1 %. S těmito výsledky korespondoval pokračující, i když zpomalující, reálný růst vývozu zboží podle národních účtů ČSÚ (o 11,2 %).³⁰

Podle posledních údajů za srpen pokračovalo zpomalování meziročního růstu průmyslové produkce i v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí (v srpnu na 3,8 %³⁰). Trendová složka objemu průmyslové produkce se tak od června meziměsíčně snižuje, což se následně začíná projevat v opětovném lehkém snižování míry **využití výrobních kapacit** v průmyslu (Graf III.3.11). Rovněž výhledy na následující měsíce nejsou optimistické, neboť **nové průmyslové zakázky** se v srpnu meziročně snížily (Graf III.3.12). Přitom zakázky z tuzemska výrazně meziročně klesají a růst zahraničních zakázek zřetelně zpomalil. Podnikatelé v průmyslu tak podle konjunkturálního šetření ČSÚ očekávají

28 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

29 K meziročnímu reálnému růstu průmyslové produkce ve druhém čtvrtletí 2011 přispěla výroba motorových vozidel, přívěsů a návěsů 3,8 procentního bodu, výroba strojů a zařízení 1,4 procentního bodu a výroba elektrických zařízení 0,9 procentního bodu.

30 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

v nejbližších měsících další zhoršení vývoje celkové poptávky. Z jejich pohledu tak nedostatečná poptávka zůstává hlavní – a opětovně sílí – **bariérou růstu produkce** v průmyslu (Graf III.3.13).

Oproti průmyslu byl příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k meziročnímu růstu celkové hrubé přidané hodnoty ve druhém čtvrtletí 2011 mírně záporný (-0,1 procentního bodu). Kladné příspěvky k růstu produktu si udržel pouze obchod a služby v oblasti pohostinství, zdravotnictví a některých dalších služeb. Jak naznačují údaje o reálných tržbách v maloobchodě, pokračující růst hrubé přidané hodnoty v odvětví obchodu byl převážně ovlivněn prodejem automobilů; příspěvek tržeb v ostatních sortimentních skupinách byl méně významný. Je navíc pravděpodobné, že ve třetím čtvrtletí 2011 již nebude růst přidané hodnoty v obchodu vývojem tržeb v těchto ostatních skupinách podpořen, neboť v červenci a srpnu opět zaznamenaly meziroční pokles. Pouze v motoristickém segmentu tržby dále rostly.

Ve **stavebnictví** došlo ve druhém čtvrtletí 2011 k mírnému meziročnímu zvýšení hrubé přidané hodnoty. Tento nárůst však neznamenal zvrát dosavadních tendencí, neboť podle posledních údajů odvětvových statistik pokračoval v červenci i srpnu útlum stavební produkce a byl výrazný zejména v inženýrském stavitelství. Klesající orientační hodnota povolených staveb a hodnota nových zakázek stavebních prací zároveň naznačují pokračování tohoto trendu i v následujících měsících. Výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ sice ukazují mírné zlepšení očekávání, nicméně negativní výhledy podnikatelů ve stavebnictví stále silně převažují.

Za uvedených okolností **celkový indikátor důvěry** podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ ve třetím čtvrtletí 2011 klesal. V pozadí zhoršující se důvěry podnikatelů i spotřebitelů byly aktuálně zvýšené nejistoty zejména ohledně vývoje zahraniční poptávky a ekonomické situace v příštích měsících. Z pohledu mezinárodního srovnání je patrné, že indikátor důvěry je v ČR nižší než u hlavních obchodních partnerů ČR, kde však v posledních měsících rychleji klesá (Graf III.3.14).

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Zpomalení tempa růstu HDP ve druhém čtvrtletí 2011 se v propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**³¹ odrazilo v rozevření mezery výstupu více do záporných hodnot (-1,0 % oproti -0,5 %³² v prvním čtvrtletí 2011 podle revidovaných dat; Graf III.3.16), zatímco tempo růstu potenciálního produktu zůstalo téměř stejné jako v předchozím čtvrtletí (1,7 %; Graf III.3.15). Obdobný vývoj bude dle pro-

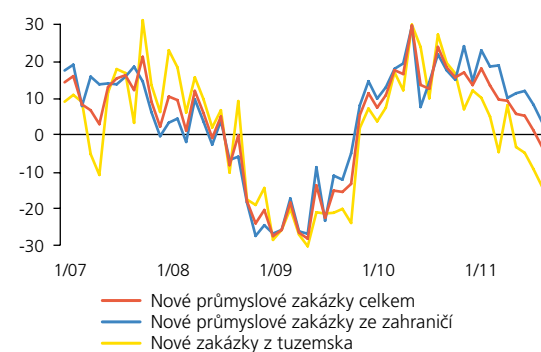
31 Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient $\lambda = 10000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení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

32 Průměry ze tří variant výpočtu.

GRAF III.3.12

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

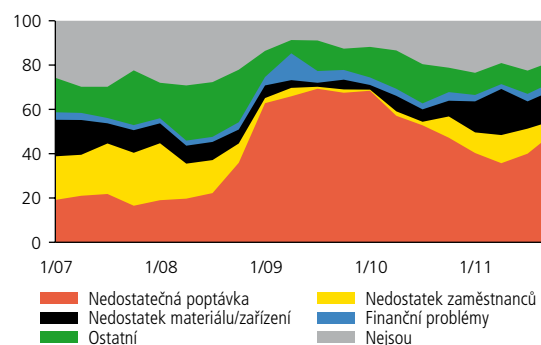
Nové průmyslové zakázky v srpnu meziročně klesaly (meziroční změny v %)



GRAF III.3.13

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

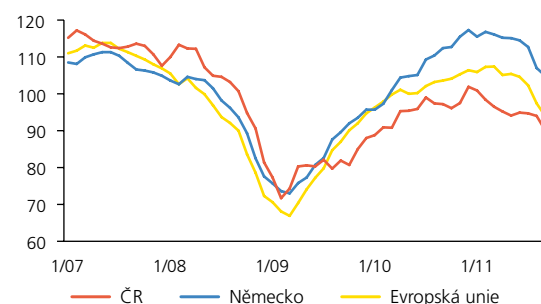
Nedostatečná poptávka zůstává nejvýraznější bariérou růstu produkce v průmyslu (v %)



GRAF III.3.14

INDIKÁTORY DŮVĚRY

Indikátor důvěry je v ČR nižší než v EU, resp. Německu, kde však rychleji klesá (dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)

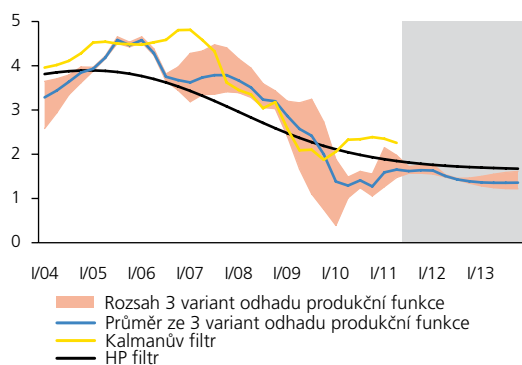


GRAF III.3.15

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu se podle výpočtu produkční funkce ve druhém čtvrtletí 2011 výrazněji nezměnilo

(meziroční změny v %)



počtu produkční funkce pokračovat i ve zbývajících čtvrtletích tohoto roku – tempo růstu potenciálního produktu se příliš nezmění a mezeru výstupu se bude dále rozvířat do záporných hodnot (Graf III.3.16). V průběhu roku 2012 naopak tempo růstu potenciálu pravděpodobně mírně zpomalí a mezeru výstupu se začne přivírat. Její překmitnutí do kladných hodnot se však oproti dřívějším výpočtům posouvá až na konec roku 2013.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že příspěvek souhrnné produktivity, která je hlavním faktorem růstu potenciálního produktu, ani příspěvek kapitálu se na horizontu prognózy výrazněji nezmění. Za dílčími změnami v tempu růstu potenciálního produktu tak budou stát především příspěvky rovnovážné zaměstnanosti (Graf III.3.17), ve které se s obvyklým zpožděním projeví vliv zpomalení meziročního růstu HDP z letošního roku.

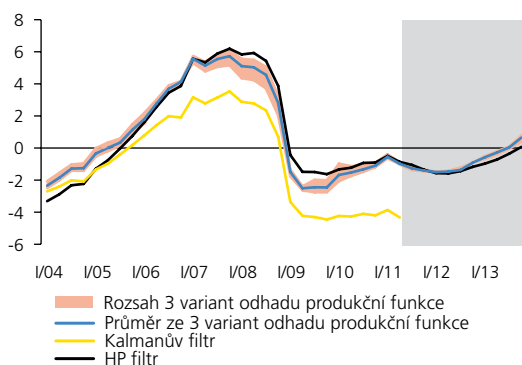
Alternativní odhad pomocí **HP filtru**³³ naznačuje obdobný vývoj mezery výstupu jako ukazuje produkční funkce, je však spojen s nepatrně vyšším tempem růstu potenciálního produktu (1,8 % ve druhém čtvrtletí 2011). **Kalmanův filtr** nadále indikuje ještě vyšší tempo růstu potenciálního produktu (2,3 % ve druhém čtvrtletí 2011) a mnohem výraznější otevření mezery výstupu do záporu (-4,3 % z potenciálu). Všechny zmiňované metody tak naznačují, že ve druhém čtvrtletí 2011 se mezeru výstupu rozevřela více do záporných hodnot. Přetrvává však výrazný rozptyl mezi vypočítanými hodnotami, což indikuje pokračující velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

GRAF III.3.16

MEZERA VÝSTUPU

Mezera výstupu se ve druhém čtvrtletí 2011 rozevřela více do záporných hodnot

(v % z potenciálního produktu)

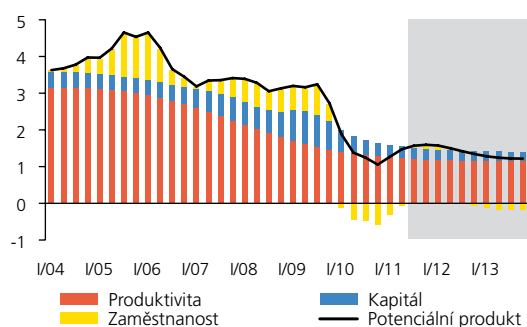


GRAF III.3.17

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Za dílčími změnami tempa růstu potenciálního produktu na horizontu prognózy stojí zejména změny rovnovážné zaměstnanosti

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



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

III.4 TRH PRÁCE

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval mírný růst zaměstnanosti, jehož meziroční dynamika zůstala zhruba na úrovni prvního čtvrtletí. Obecná míra nezaměstnanosti se dále meziročně snížila. Také míra registrované nezaměstnanosti v průběhu prvních tří čtvrtletí letošního roku pokračovala v pozvolném poklesu. Meziroční růst průměrné nominální mzdy mírně zrychlil, v nepodnikatelském sektoru ale průměrná mzda nadále klesala. Růst národohospodářské produktivity zvolnil. Mzdová náročnost produktu se v důsledku nárůstu objemu mezd a platů při pomaleji rostoucím HDP ve druhém čtvrtletí 2011 nepatrně meziročně zvýšila.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Meziroční růst zaměstnanosti, obnovený v prvním čtvrtletí 2011, pokračoval i ve druhém čtvrtletí (Graf III.4.1). **Celková zaměstnanost** vzrostla o 0,6 %, což v absolutním vyjádření znamenalo o 27,4 tis. více zaměstnaných osob než ve stejném období předchozího roku. V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění se zaměstnanost rovněž zvýšila (o 0,3 %). Zároveň bylo pokračující nevýrazné oživení zaměstnanosti³⁴ doprovázeno změnami ve struktuře vývoje; zatímco dosavadní poměrně rychlý růst počtu podnikatelů zřetelně zpomalil (na 0,7 %), počty zaměstnanců³⁵ se po předchozím poklesu meziročně zvýšily (o 0,5 %).

Na dosaženém růstu zaměstnanosti se nadále nejvíce podílel **průmysl**, kde se počet zaměstnaných osob ve druhém čtvrtletí 2011 opět zvýšil (Graf III.4.2). V meziročním srovnání to bylo o výrazných 6,4 %, což v absolutním vyjádření znamenalo zvýšení počtu pracovníků o 86,7 tis. (v prvním čtvrtletí o 76 tis.). Pro pokračující růst zaměstnanosti v průmyslu byl nadále klíčový vývoj zaměstnanosti v exportně orientovaném zpracovatelském průmyslu (meziroční zvýšení o 6,5 %), jehož příspěvek k růstu hrubého domácího produktu byl také nejvyšší. Nárůst zaměstnanosti v ostatních odvětvích průmyslu byl méně významný.

V **sektoru služeb** se však zaměstnanost – po mírném nárůstu v prvním čtvrtletí – ve druhém čtvrtletí 2011 opět snížila. Její meziroční pokles byl jen mírný (o 0,3 %, tj. 9,2 tis. osob) a byl především ovlivněn realizací úsporných opatření vlády, která se projevila zejména v netržních službách.³⁶ V tržních službách naopak počty zaměstnaných osob zřetelně vzrostly (Graf III.4.2), ačkoli zvýšená poptávka po pracovní síle byla zaznamenána jen v několika odvětvích, zejména v informačních a komunikačních činnostech a v peněžnictví a pojišťovnictví. V řadě

34 V prvním čtvrtletí 2011 byl meziroční růst zaměstnanosti jen o 0,1 procentního bodu vyšší a dosáhl 0,7 %.

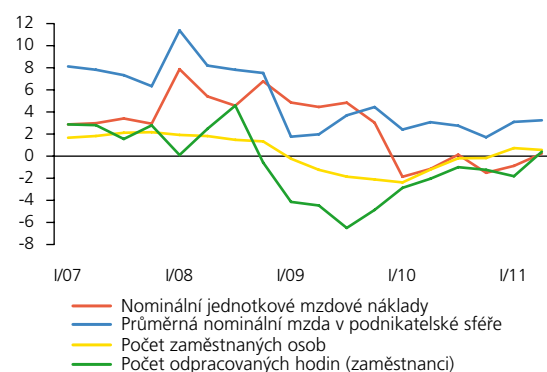
35 Údaj zahrnuje i členy produkčních družstev.

36 Nejvíce se meziročně snížily počty zaměstnaných osob v oblasti zdravotní a sociální péče (o 17,7 tis. osob). Znatelný pokles zaměstnanosti byl také zaznamenán v oblasti veřejné správy (o 8,8 tis. osob), ve vzdělávání (o 8,3 tis. osob) a v ostatních činnostech (o 8,1 tis. osob).

GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

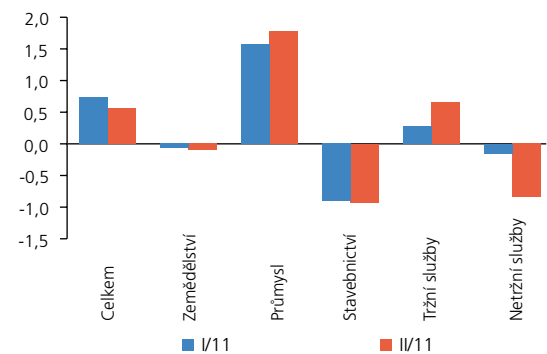
Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval mírný růst zaměstnanosti a růst průměrné mzdy zrychlil (meziroční změny v %)



GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

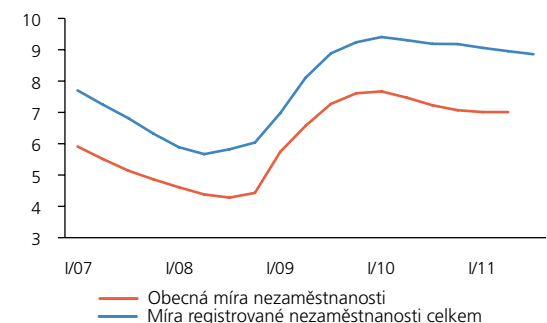
Zaměstnanost se nejvíce zvýšila v průmyslu, ve stavebnictví klesla a celkově se mírně snížila i ve službách (příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



GRAF III.4.3

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Míra nezaměstnanosti se zvolna snižuje (v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ, propočten ČNB)

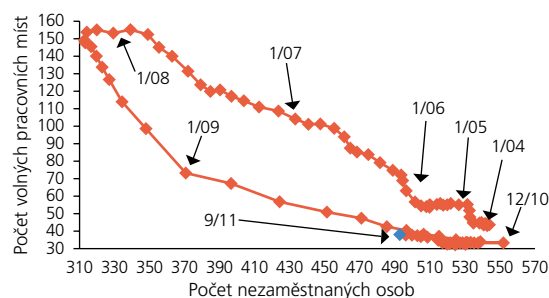


GRAF III.4.4

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký

(sezonně očištěné počty v tis.)



odvětví služeb tak byla zaměstnanost nadále ovlivňována nízkou úrovní domácí poptávky. K výraznému poklesu zaměstnanosti pak z tohoto důvodu nadále dochází ve **stavebnictví**.

Při rychlejším růstu zaměstnanosti než pracovní síly³⁷ se **obecná míra nezaměstnanosti**³⁸ ve druhém čtvrtletí 2011 meziročně snížila (o 0,4 procentního bodu). V mezičtvrtletním srovnání po sezonním očištění stagnovala na hodnotě 7 %. Obdobný byl i vývoj **míry registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV),³⁹ která ve stejném období rovněž meziročně poklesla o 0,4 procentního bodu a mezičtvrtletně se snížila jen o 0,1 procentního bodu na 9 % (Graf III.4.3). Ve třetím čtvrtletí 2011 pak slabý mezičtvrtletní pokles registrované míry nezaměstnanosti dále pokračoval na hodnotu 8,9 %.

Vývoj **Beveridgeovy křivky** ve druhém i třetím čtvrtletí 2011 neindikoval znatelné pozitivní změny na trhu práce z pohledu volných pracovních míst, neboť jejich počet⁴⁰ v posledních měsících víceméně stagnoval na hodnotách okolo 38 tis. (Graf III.4.4). Počet nezaměstnaných se ale mírně snižoval již devátý měsíc v řadě. Za těchto okolností došlo k posunu Beveridgeovy křivky v podstatě souběžně s horizontální osou mírně doleva.

III.4.2 Mzdy a produktivita

Ve druhém čtvrtletí 2011 **růst průměrné nominální mzdy** dále zrychlil na 2,5 %. Reálně pak průměrná mzda vzrostla, i když vlivem inflace byl její nárůst znatelně nižší a dosáhl jen 0,7 % (Tab. III.4.1). Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl růst průměrné mzdy tažen pouze vývojem mezd v podnikatelské sféře; po zřetelném zrychlení meziroční dynamiky v prvním čtvrtletí 2011 se její růst ve druhém čtvrtletí zrychlil jen velmi mírně a dosáhl 3,2 %. V nepodnikatelském sektoru naopak průměrná mzda zůstává již čtvrté čtvrtletí v řadě vlivem realizace vládních úsporných opatření v meziročním poklesu, který se však dále zmírnil (ve druhém čtvrtletí 2011 na -0,9 %).

Za pokračujícím umírněným růstem mezd v podnikatelském sektoru stál především stále ještě poměrně rychlý (ale zpomalující) růst produkce v řadě odvětví průmyslu, spojený zejména s vývojem zahraniční poptávky. Výrazně rychlejší **růst produktivity** než průměrné mzdy v tomto odvětví pozorovaný od počátku roku 2010, tj. ve fázi ekonomického oživení po krizovém poklesu, svědčí o velmi obezřetném rozhodování podnikatelů o mzdách v tomto období. Hlavní příčinu lze vidět nejen v trvajícím převaze nabídky práce nad poptávkou, ale také v úsporných motivech na straně zaměstnavatelů souvisejících s potřebou kompenzovat zvyšující se náklady v důsledku rychle rostoucích

37 Její nárůst je dán nárůstem míry ekonomické aktivity, který převážil nad poklesem populace v produktivním věku.

38 Týká se věkové skupiny 15-64 let. Měřené metodikou ILO dle VŠPS.

39 Jedná se o sezonně očištěné údaje.

40 Jedná se o sezonně očištěné údaje.

TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné mzdy zrychlil

(meziroční změny v %)

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

cen některých dovážených vstupů a s nejistotou o budoucím vývoji poptávky. Kromě průmyslu rostly mzdy i ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru, přičemž jejich výraznější meziroční nárůst byl zaznamenán zejména u činností v oblasti nemovitostí.

Meziroční růst **národohospodářské produktivity práce** ve druhém čtvrtletí 2011 dále zvolnil (na 1,7 %; Graf III.4.5). Hlavní příčinou bylo zřetelné zpomalení růstu hrubého domácího produktu, které bylo doprovázeno stabilně rostoucí zaměstnaností. V rámci jednotlivých odvětví byly přitom nadále pozorovány výrazné rozdíly ve vývoji produktivity (Graf III.4.5). Nejrychleji rostla opět produktivita v průmyslu, i když se její meziroční dynamika při souběhu zpomalujícího růstu produkce v průmyslu a dalšího nárůstu zaměstnanosti snížila z dvouciferných hodnot na 7,7 % ve druhém čtvrtletí.

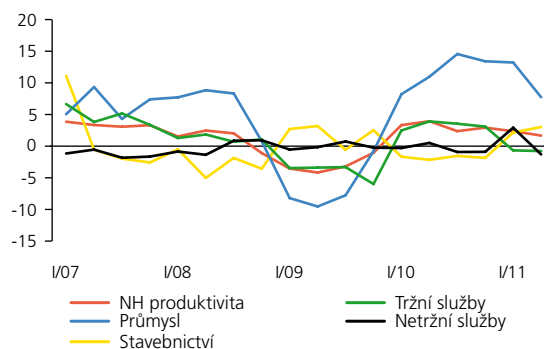
Za uvedených okolností se **mzdová náročnost produktu**⁴¹ ve druhém čtvrtletí 2011 zvýšila (Graf III.4.6). Meziroční nárůst nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN), které jsou indikátorem potenciálních inflačních tlaků ve mzdové oblasti, byl ale jen nepatrný (o 0,2 %). Přispěl k tomu zejména vývoj mzdové náročnosti v oblasti tržních služeb, kde rostoucí objem mezd a platů převážil nad růstem přidané hodnoty. V ostatních odvětvích pokračovaly NJMN v meziročním poklesu.

GRAF III.4.5

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Tempo růstu národohospodářské produktivity se ve druhém čtvrtletí 2011 dále zmírnilo

(meziroční změny v %)

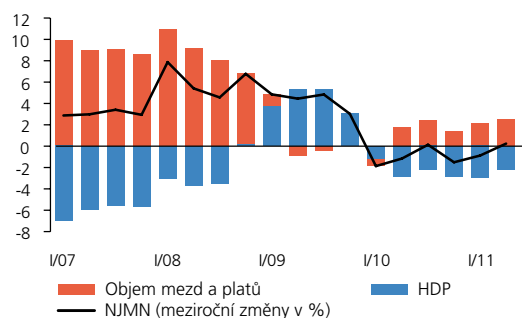


GRAF III.4.6

NJMN

NJMN ve druhém čtvrtletí 2011 nepatrně vzrostly

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

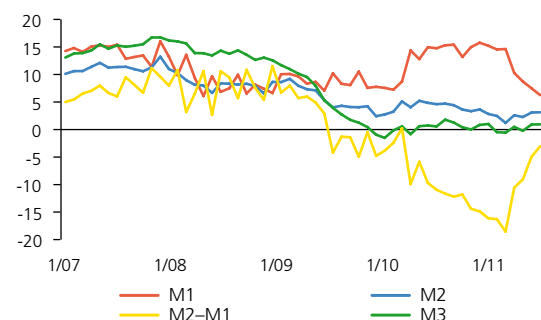


41 Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

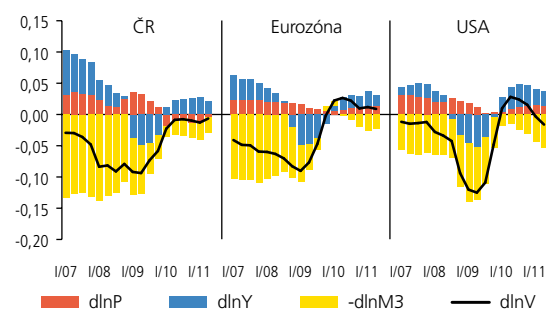
Široké peněžní agregáty M2 a M3 rostly nadále umírněně při zpomalování dynamiky transakčních peněz (meziroční změny v %)



GRAF III.5.2

ROZKLAD MEZIROČNÍ ZMĚNY RYCHLOSTI OBRATU PENĚŽ V ČR A ZAHRANIČÍ

Změny rychlosti obratu peněz aktuálně odražejí zejména vývoj ekonomické aktivity a cenové hladiny (sezonně očištěné údaje)



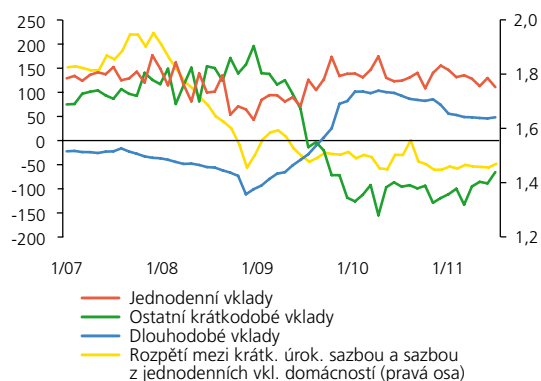
Poznámka: $dlnV = dln P + dln Y - dln M3$, kde V je rychlost obratu širokých peněz, P je cenová hladina měřená deflátorem HDP, Y je reálné HDP, $M3$ je široký peněžní agregát (v případě USA byl použit agregát M2) a ln je logaritmus.

GRAF III.5.3

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Přírůstek peněžní likvidity je nadále nejvíce koncentrován v jednodenních vkladech

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



III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžního agregátu M2 a M3 přetrvával na umírněných hodnotách. Dynamika transakčních peněz dále zpomalovala. Růst stavu úvěrů se po předchozím pozvolném ožívování snížil u nefinančních podniků, a to zřejmě v důsledku zhoršených očekávání domácího ekonomického vývoje v souvislosti s prohloubením dluhové krize v eurozóně v létě letošního roku. Objem nových úvěrů na bydlení i počet nových hypoték se zvyšoval. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů většinou dále nepatrně klesaly nebo se výrazněji neměnily. Většina finančních indikátorů a hlavních ukazatelů hospodaření podniků se zhoršila, poměr dluhu domácností k příjmům dále vzrostl. Pokračoval mírný pokles cen bytů.

III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 – po zpomalení na začátku roku 2011 a následném nepatrném zrychlení – v srpnu stagnoval na úrovni 3,1 % (Graf III.5.1). Ve druhém čtvrtletí se dynamika peněžního agregátu M2 přiblížila tempu růstu nominálního HDP, čímž se meziroční pokles rychlosti obratu peněz přiblížil k nule. Peněžní agregát M3 překmitl na počátku třetího čtvrtletí do růstu, který v srpnu dosáhl 0,9 %.⁴²

Dlouhodobý pokles rychlosti obratu širokých peněz se snížením růstu HDP v roce 2008 a jeho propadem v roce 2009 zvýraznil, s oživením ekonomiky se pak začal zmírňovat. Obdobný vývoj jako v ČR byl zaznamenán i v eurozóně, USA a ve Velké Británii. Rozklad rychlosti obratu širokých peněz ukazuje, že zatímco před rokem 2008 byl její pokles významně ovlivňován růstem peněžního agregátu (zejména v důsledku nízké hladiny úrokových sazeb a značného růstu úvěrů), od prohloubení globální finanční krize se v jejím vývoji odrazily výrazněji změny růstu reálného HDP a cenové hladiny (Graf III.5.2). Aktuální vývoj ukazuje, že se zmírnění růstu ekonomické aktivity v důsledku prohloubení dluhové krize projevuje v opětovném zpomalení rychlosti obratu peněz v Eurozóně a USA při jejím odeznívajícím poklesu v ČR.

Ve struktuře M2 se dále snížil růst transakčních peněz v důsledku zpomalení dynamiky jednodenních vkladů. Meziroční tempo růstu úzkého peněžního agregátu M1 tak v srpnu zpomalilo na 6,3 %, přičemž ve stejném období loňského roku transakční peníze rostly tempem cca 15 %. V jeho struktuře však zrychluje dynamika oběživa, v letošním srpnu na 3,1 % oproti 0,4 % o rok dříve.⁴³ Náklady příležitosti z držby jednodenních vkladů, vyjádřené rozpětím mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných vkladů (tj. vkladů se splatností do dvou let a do tří měsíců) a jednodenních vkladů nepatrně rostly,

42 V eurozóně meziroční růst peněžního agregátu M3 v srpnu 2011 vzrostl na 2,8 %.

43 Za osm měsíců roku 2011 se objem oběživa zvýšil o 6 mld. Kč, zatímco v loňském roce poklesl o 1 mld. Kč.

přestože zůstávají na nízké úrovni (Graf III.5.3). Pokles ostatních krátkodobých vkladů se zmírnil. Poptávka po dlouhodobých vkladech dále stagnovala a odrážela jejich přetrvávající nízkou atraktivitu.

Z hlediska **faktorů nabídky peněz** začal ve třetím čtvrtletí 2011 růst úvěrů soukromému sektoru zpomalovat. Ve srovnání s předkrizovým obdobím je dynamika úvěrů soukromému sektoru nižší při stále zvýšeném financování vlády (Graf III.5.4). Donedávna pozvolně slábnoucí odliv zdrojů do zahraničí, který se v prvním pololetí projevoval ve zpomalení dynamiky peněžního agregátu M2, se v srpnu opět prohloubil. Růst dlouhodobých finančních aktiv, tj. dlouhodobých termínovaných vkladů a emitovaných dluhových cenných papírů bank se splatností nad dva roky se projevoval v nižším růstu M3 oproti M2, obdobně jako v předchozích měsících letošního roku.

Růst **klientských vkladů** bank se v posledních měsících meziročně snížil na 0,3 % při mírném poklesu jejich poměru k úvěrům na 133 %. Meziroční růst vkladů domácností se nadále pohyboval okolo 5 %. Pokles vkladů nefinančních podniků se zmírnil na 1 % a vklady finančních neměnových institucí poklesly o 5,8 % (Graf III.5.5).

III.5.2 Úvěry

Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** v srpnu 2011 poprvé od počátku roku ztlačněji zpomalil, a to oproti předchozímu měsíci o 0,4 procentního bodu na 5,3 % (Graf III.5.6). V tom se odráželo snížení dynamiky podnikových úvěrů a prohloubení poklesu úvěrů finančním neměnovým institucím při stagnaci růstu úvěrů domácnostem. Ve druhém čtvrtletí 2011 přitom úvěry ještě nepatrně oživovaly a jejich poměr k HDP se mírně zvýšil na 54 %. V eurozóně růst úvěrů soukromému sektoru v srpnu rovněž zpomalil na 2,6 %. Snížení poptávky zejména po podnikových úvěrech doprovázené zpřísněním úvěrových standardů se v eurozóně předpokládá i ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

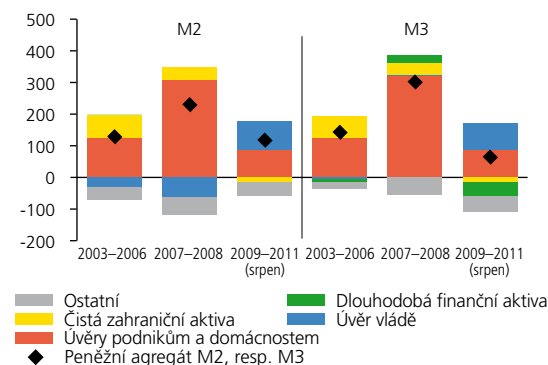
Meziroční růst stavu **úvěrů nefinančním podnikům** v srpnu zpomalil o 0,8 procentního bodu na 5,7 %. K tomu přispívaly krátkodobé i dlouhodobé úvěry (Graf III.5.7). Z hlediska odvětví se na nižším růstu úvěrů podílely zejména úvěry do odvětví obchodu, developerům, do stavebnictví a zpracovatelského průmyslu. Zvýšil se pouze růst úvěrů do energetiky. Nové podnikové úvěry přetrvávaly v meziročním poklesu při zpomalování růstu kontokorentních a revolvingových úvěrů.

V nižším čerpání podnikových úvěrů se zřejmě projevují zejména **poptávkové faktory** související s očekávaným zpomalením růstu domácí ekonomické aktivity vlivem hospodářských problémů v eurozóně, což se odráželo ve snížené důvěře tuzemských průmyslových podniků. Po delším období se začala opětovně zvýrazňovat nedostatečná poptávka jako hlavní bariéra růstu průmyslové produkce (viz část III.3). Na druhou stranu nominální i reálné náklady spojené s čerpáním krátkodobých a dlouhodobých úvěrů dále klesaly k historicky nejnižším

GRAF III.5.4

FAKTORY NABÍDKY PENĚZ

V nižších růstech širokých peněžních agregátů se projevuje umírněný růst úvěrů a pokles čistých zahraničních aktiv (průměrné roční toky v mld. Kč)

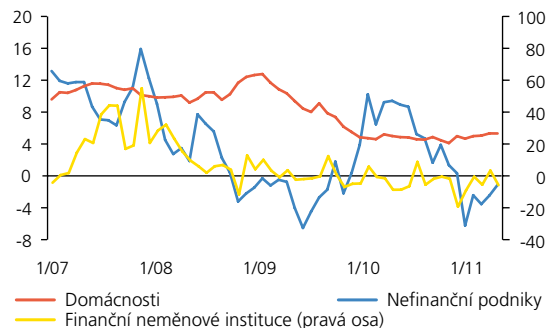


Poznámka: Dlouhodobá finanční aktiva zahrnují termínované vklady s dohodnutou splatností nad dva roky a s výpovědní lhůtou nad tři měsíce a emitované dluhové cenné papíry se splatností nad dva roky.

GRAF III.5.5

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

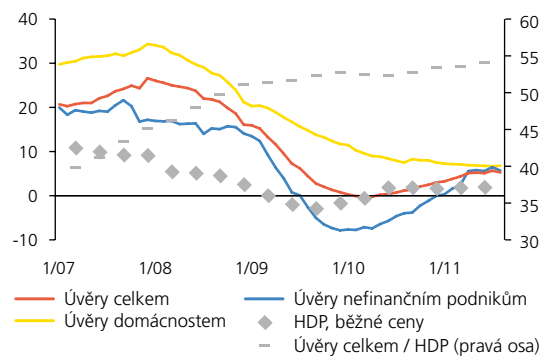
Růst vkladů domácností u bank zůstává od roku 2010 stabilizovaný (meziroční změny v %)



GRAF III.5.6

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

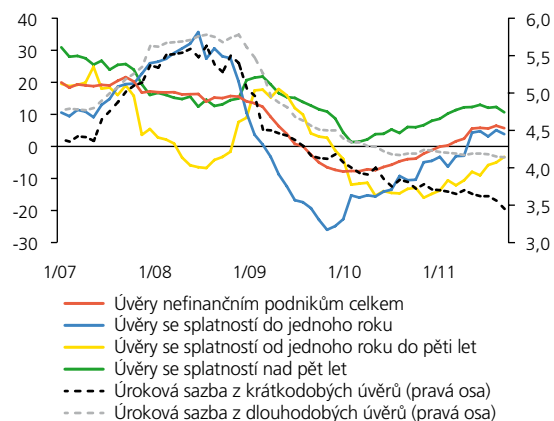
Růst úvěrů soukromému sektoru se v srpnu snížil (meziroční změny v %, poměr v %)



GRAF III.5.7

ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

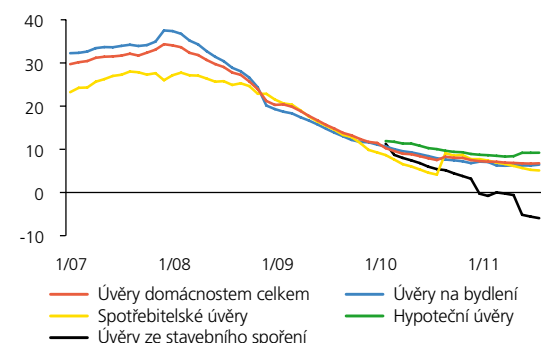
Růst úvěrů nefinančním podnikům zpomalil
(meziroční změny v %, úroková sazba ze stavů úvěrů v %)



GRAF III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Tempo růstu úvěrů domácnostem se výrazněji nezměnilo
(meziroční změny v %)

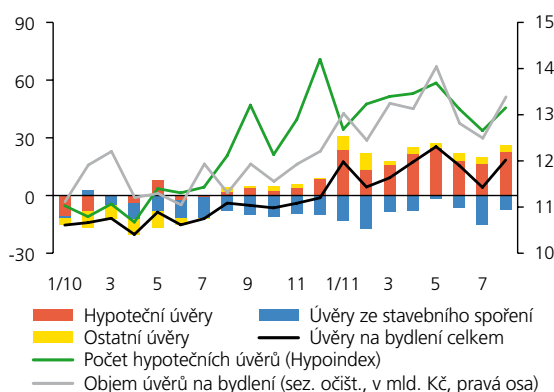


Poznámka: Spotřebitelské úvěry jsou od září 2010 ovlivněny fúzí jedné banky s nebankovním subjektem (spadajícím původně do kategorie zprostředkovatelů financování aktiv).

GRAF III.5.9

NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

Dynamika růstu nových hypotečních úvěrů se po červencovém zvolnění opět zvýšila
(nové obchody, příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



hodnotám (na 0,6 % u krátkodobých úvěrů a na 1,3 % u dlouhodobých úvěrů v reálném ex ante vyjádření)⁴⁴. Dostupnost úvěrů byla na nabídkové straně dle šetření ČNB za poslední rok dobrá (uvedlo to 79 % dotázaných podniků), přičemž její změnu v následujícím roce neočekává 71 % oslovených podniků.

Meziroční růst stavu úvěrů domácnostem stagnoval na úrovni 6,8 %. Zvýšila se dynamika růstu **úvěrů na bydlení** na 6,4 %, zatímco růst spotřebitelských a ostatních úvěrů (souvisejících zejména s úvěry živnostníkům) zpomalil (Graf III.5.8). Zrychlila dynamika objemu a počtu nových hypoték při dalším poklesu úvěrů ze stavebního spoření (Graf III.5.9). Podle Hypoindexu objem hypotečních úvěrů i počet nově sjednaných hypoték v září 2011 meziročně rostl, i když mírněji než v předchozím měsíci.

Aktuální údaje ukazují, že snaha zvýšit nabídku **hypoték** ze strany bank podporovaná zejména nízkými úrokovými sazbami větších bankovních institucí a lepší dostupností úvěrů pokračuje. Na vývoj hypotečních úvěrů by mělo do konce letošního roku pozitivně působit plánované zvýšení DPH na stavební práce v letech 2012 a 2013. Rizikem pro situaci na hypotečním trhu je možný horší budoucí vývoj domácí ekonomiky (viz alternativní scénář v části II.4), a s tím spojený pomalejší růst příjmů domácností. To by mohlo mít negativní dopad na splácení dříve poskytnutých hypoték, a to zejména u domácností s nižšími příjmy.

Ve **struktuře nových úvěrů na bydlení** dle délky fixace úrokových sazeb se v srpnu snížil podíl úvěrů s pohyblivou či krátkodobou fixací sazby do jednoho roku na 25 %, z toho podíl úvěrů s tříměsíční fixací sazby poklesl na 21 % (Graf III.5.10). Od roku 2010 má však podíl nových úvěrů s pohyblivou či krátkodobou fixací sazby rostoucí tendenci. Nárůst tohoto podílu byl v roce 2010 a na počátku roku 2011 ovlivněn výrazným zvýšením rozpětí sazeb s delšími a kratšími fixacemi. Hlavní podíl na celkových nových úvěrech na bydlení mají nadále úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let, a to ve výši 54 %.

Meziroční růst stavu **spotřebitelských úvěrů** zpomalil na 5,1 %. Na trhu spotřebitelských úvěrů nadále převládá nízká ochota domácností zadlužovat se a zvyšovat spotřební výdaje při nejistých vyhlídkách ekonomiky. Nové spotřebitelské úvěry sice nadále rostou, měsíční toky těchto úvěrů však zůstávají nízké. Spotřebitelské úvěry od nebankovních subjektů, tj. od splátkových prodejců a leasingových společností, ve druhém čtvrtletí 2011 nadále meziročně klesaly, i když mírněji než v předchozím období.

Podíl **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech se v srpnu u nefinančních podniků poprvé v roce 2011 zvýšil o 0,2 procentního bodu na 8,5 % (Graf III.5.11). Meziročně rostl i objem nesplácených podnikových úvěrů. U domácností poměr úvěrů v selhání přetrvával na nejvyšší úrovni

⁴⁴ V nominálním vyjádření úroková sazba činily 3,5 % u stavu krátkodobých podnikových úvěrů a 4,1 % u dlouhodobých úvěrů.

od roku 2005 (5,3 %), a to jak v segmentu spotřebitelských úvěrů (12,2 %), tak i úvěrů na bydlení (3,4 %). Celkový objem nesplácených úvěrů u bank dosáhl 141 mld. Kč oproti 130 mld. Kč ve stejném období loňského roku.

III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve třetím 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 na začátku prognózy a jejich postupný růst od přelomu let 2011 a 2012. Rizika minulé prognózy byla na srpnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako vyrovnaná. Na zářijovém zasedání byla rizika prognózy označena jako mírná ve směru nižší inflace a výrazná ve směru nižších úrokových sazeb. V souladu s tímto hodnocením bankovní rada na obou zasedáních rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. S účinností od 7. května 2010 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na 0,75 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.12).

Na svém měnověpolitickém zasedání 3. listopadu 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako výrazná a vychýlená směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře „stagnace eurozóny“. Protiinflační rizika představují pomalejší růst mezd a výrazné zhoršení očekávaného zahraničního ekonomického růstu včetně dalšího poklesu výhledu světových cen komodit a sazeb 3M EURIBOR. Naopak proinflačně (ve směru vyšších sazeb oproti základnímu scénáři) by působilo naplnění alternativního scénáře prognózy „stagnace eurozóny“ a slabší kurz koruny.

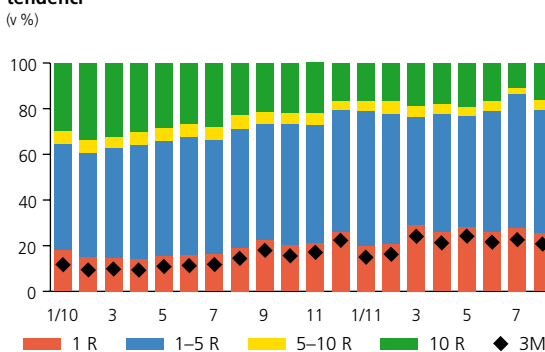
Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se ve třetím čtvrtletí 2011 téměř nezměnily, když pohyb směrem dolů v jednotlivých splatnostech nepřesáhl 0,1 procentního bodu (Graf III.5.13). Výraznější pokles při vyšší volatilitě však zaznamenaly derivátové sazby FRA, které postupně klesaly již od začátku dubna a během třetího čtvrtletí zrychlily svůj pokles. Sazby tak reagovaly na zveřejňovaná makroekonomická data, která naznačovala absenci poptávkových inflačních tlaků a zpomalující růst ekonomiky v souvislosti s vývojem v zahraničí. V eurozóně se vedle očekávaného zpomalení ekonomického růstu výrazně snížil výhled úrokových sazeb. Tržní očekávání domácích sazeb byla přehodnocena především v delších splatnostech. Aktuální tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je lehce klesající a pohybuje se mírně nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy (viz kapitola I a II).

GRAF III.5.10

STRUKTURA NOVÝCH ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ PODLE FIXACE ÚROKOVÉ SAZBY

Podíl úvěrů s pohyblivou a fixní sazbou do jednoho roku se v srpnu snížil, v dlouhodobějším horizontu má však rostoucí tendenci



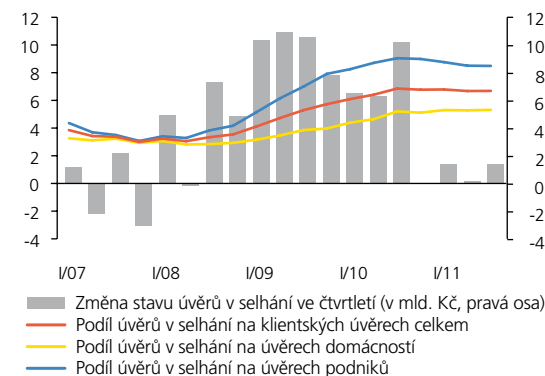
Poznámka: Podíl úvěrů s pohyblivou a fixní úrokovou sazbou do tří měsíců je propočten jako podíl na celkových nových úvěrech a je zahrnut v rámci úvěrů s pohyblivou a fixní sazbou do jednoho roku.

GRAF III.5.11

ÚVĚRY V SELHÁNÍ PODNIKŮ A DOMÁCNOSTÍ

Pokles podílu nesplácených úvěrů se u podniků zastavil

(v %, v mld. Kč)

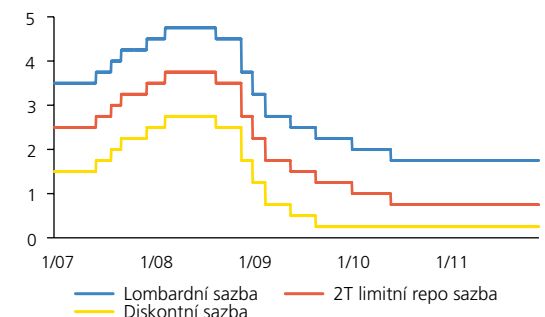


GRAF III.5.12

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB ve třetím čtvrtletí 2011 základní sazby nezměnila

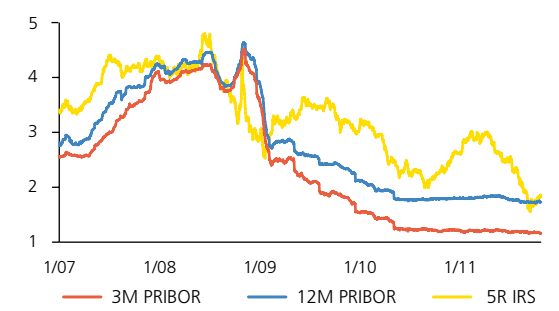
(v %)



GRAF III.5.13

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

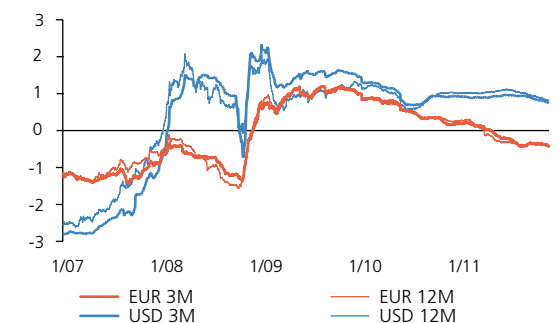
Úrokové sazby na peněžním trhu se téměř nezměnily, IRS sazby se snížily (v %)



GRAF III.5.14

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

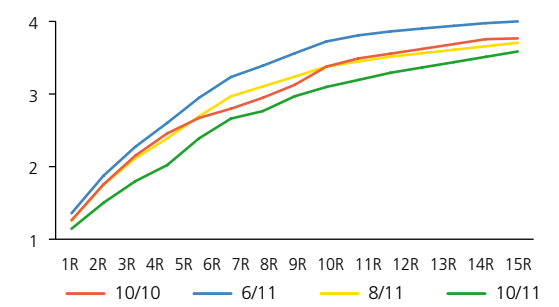
Úrokové diferenciály vůči euru se pohybovaly v záporných hodnotách (v procentních bodech)



GRAF III.5.15

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se posunula na nižší hladinu (v %)



Úrokové sazby s delší splatností také výrazně klesaly, během třetího čtvrtletí 2011 podle jednotlivých splatností až o 1 procentní bod. Rozhodujícím faktorem pro dění na finančním trhu se staly obavy ze zpomalení globální ekonomiky, nervozita kolem záchranu Řecka a dalšího šíření dluhové krize v eurozóně. Zvýšená volatilita byla patrná i na devizových, akciových a komoditních trzích. Investoři proto preferovali bezpečná aktiva; české státní dluhopisy byly v prostředí vysoké rizikové averze vnímány jako atraktivní, k čemuž přispělo i zvýšení ratingu ČR (viz Box 2).

Průměrná hodnota sazby 3M PRIBOR za třetí čtvrtletí 2011 dosáhla 1,2 %, a odpovídala tak očekávání minulé prognózy. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR–2T repo sazba v průměru za třetí čtvrtletí 2011 činilo 0,43 procentního bodu. V těsné blízkosti této hodnoty se uvedené rozpětí pohybuje již od května 2010.

Celkově se od počátku roku 2011 úrokové sazby PRIBOR téměř nezměnily, zatímco úrokové sazby IRS v jednotlivých splatnostech klesly až o 0,9 procentního bodu, a pohybují se tak na historicky nejnižší hladině.

Výnosová křivka PRIBOR se během třetího čtvrtletí 2011 téměř nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v září 2011 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během října 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 září 0,5 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,1 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 finančních trzích. Diferenciály vůči dolarovým sazbám se lehce zvýšily, zatímco vůči eurovým sazbám mírně prohloubily své záporné hodnoty (Graf III.5.14). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR ve třetím čtvrtletí 2011 činil průměrně -0,4 procentního bodu, stejné hodnoty dosahoval i k 21. 10.

Na primárním trhu státních dluhopisů se ve sledovaném období uskutečnily čtyři aukce dluhopisů s pevným kuponem a tři aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 50 mld. Kč. Téměř ve všech uskutečněných aukcích poptávka výrazně převyšovala nabídku. S velkým zájmem se setkala i první emise tzv. retailových dluhopisů (určených především pro domácnosti), v níž byly objednány cenné papíry za 20,4 mld. Kč. Zájem institucionálních investorů o standardní státní dluhopisy se koncentroval především na dluhopisy s variabilním kuponem a dluhopisy s kratší dobou splatnosti, což úzce souviselo s poklesem sazeb delších splatností. V porovnání s předcházejícím obdobím byly dluhopisy upisovány s nižším výnosem. Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu, zároveň se lehce zmírnil její pozitivní sklon (Graf III.5.15).

BOX 2**Ratingové hodnocení České republiky**

Rating státu (Sovereign credit rating) hodnotí důvěryhodnost dané země a její budoucí schopnost splácet své závazky. Toto hodnocení vzniká v nezávislých ratingových agenturách, nejznámějšími jsou společnosti Standard and Poor's, Moody's a Fitch. Ratingové hodnocení využívá škálu od nejnižšího spekulativního stupně až po nejvyšší investiční stupeň (Tab. 1). Vedle hodnocení je obvykle zveřejněn i tzv. výhled (pozitivní, neutrální nebo negativní), který naznačuje budoucí změny ratingu, spolu s důvodovou zprávou. Rating státu slouží jako východisko pro sestavení ratingu dalších emitentů v dané zemi a obvykle platí, že soukromí emitenti mají nižší rating než stát.

K hodnocení státu dochází na základě mnoha kvantitativních i kvalitativních ukazatelů jako je zadlužení vládního sektoru a jeho vývoj v čase, stav ekonomiky a její výhled, institucionální vyspělost, politická rizika, a další. Rating je relativním ukazatelem rizika, a není tak přesným měřítkem pravděpodobnosti budoucího selhání. Ratingové agentury nicméně ex post vyhodnocují svoji úspěšnost, tj. četnost dluhového selhání států pro různé stupně hodnocení.

Rating země je důležitý pro investory do cenných papírů daného státu nebo cenných papírů jemu podřízených organizací. Čím je rating vyšší, tím by mělo být menší riziko nesplacení závazků ze strany státu, a tím je obvykle i nižší požadovaný výnos ze státních dluhopisů. Rating současně slouží jako měřítko ekonomické vyspělosti země a její institucionální a politické stability. Je tak důležitým vodítkem i pro ty investory, kteří chtějí v dané zemi investovat i do soukromých podniků.

Historicky první ratingové hodnocení České republiky (resp. bývalému Československu) bylo uděleno v lednu 1992 prostřednictvím ratingu bývalé Státní banky československé a dosáhlo nejlepšího spekulativního stupně Ba1. V březnu 1993 agentura Moody's zvýšila své hodnocení na Baa3, čímž se Česká republika stala první postkomunistickou zemí, které byl udělen investiční stupeň. Standard and Poor's přidělila České republice první rating v červenci 1994 (BBB), Fitch v srpnu 1995 (A-). S výjimkou období měnového otřesu mezi roky 1997 a 1998 docházelo po celou historii České republiky k postupnému zlepšování ratingu (Graf 1). K poslednímu zvýšení ratingu došlo v srpnu tohoto roku, kdy Standard and Poor's zvýšila hodnocení České republiky o dva stupně na AA-. Stejně ohodnocení má Estonsko, Japonsko či Saudská Arábie.

Zvyšování ratingu přispělo – spolu se snížením inflace na nízké hodnoty – k trendovému poklesu výnosů ze státních dluhopisů.

Tab. 1 (Box)**RATINGOVÉ STUPNĚ**

Ratingové hodnocení se dělí na stupně od nejnižšího spekulativního stupně až po nejvyšší investiční stupeň

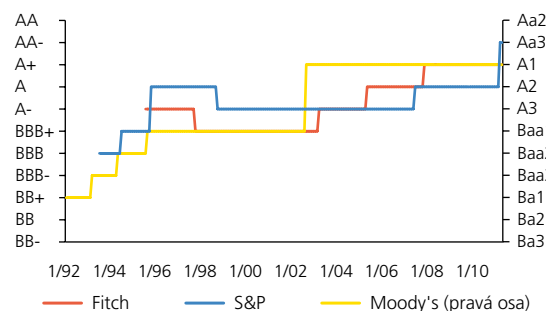
(zdroj: Fitch, Standard and Poor's, Moody's)

Fitch	S&P	Moody's	Popis ratingového stupně (dle Moody's)	
AAA	AAA	Aaa	Investiční stupeň	Minimální kreditní riziko
AA+	AA+	Aa1		Velmi nízké kreditní riziko
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	Nízké kreditní riziko	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Mírné kreditní riziko	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Významné kreditní riziko	
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Vysoké kreditní riziko	
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	Caa1	Spekulativní stupeň	Velmi vysoké kreditní riziko
CCC	CCC	Caa2		V selhání či blízko selhání, ale s možností splacení
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca	V selhání, s nízkou šancí na splacení	
C	C			
DDD	SD	C		
DD	D			
D				

GRAF 1 (Box)**RATING ČESKÉ REPUBLIKY**

Rating České republiky se v čase postupně zlepšuje, výjimkou bylo období měnového otřesu 1997–1998

(rating dlouhodobého státního dluhu v cizí měně, zdroj: Fitch, Standard and Poor's, Moody's)

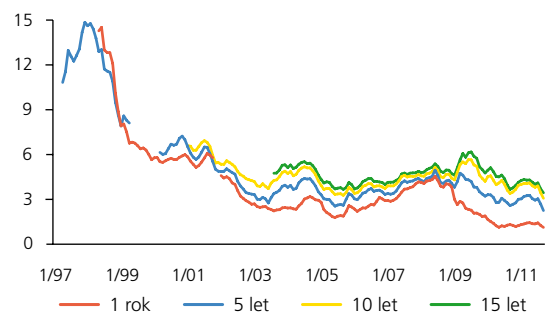


GRAF 2 (Box)

VÝNOSY DLUHOPISŮ ČESKÉ REPUBLIKY

Výnosy ze státních dluhopisů postupně klesaly ve všech splatnostech a v současnosti se nacházejí na historických minimech

(výnosy v % p.a., výpočet ČNB, zdroj dat: Burza cenných papírů Praha)

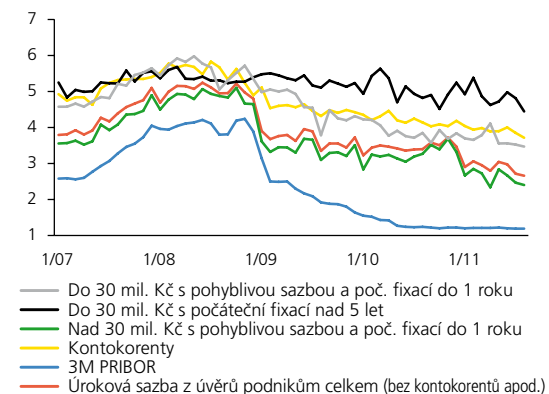


GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úrokové sazby z podnikových úvěrů se dále mírně snížily

(nové obchody, v %)

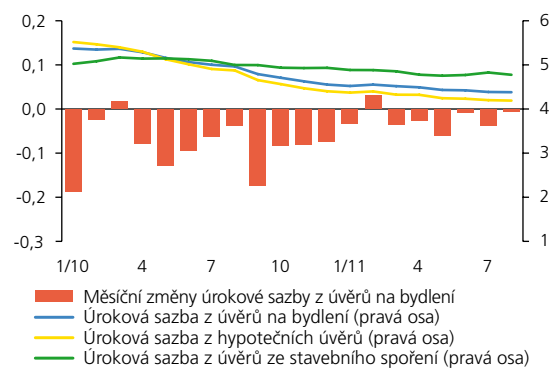


GRAF III.5.17

ZMĚNY ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Úroková sazba z úvěrů na bydlení zůstává na nízké úrovni zejména vlivem sazby z hypotečních úvěrů

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



sů České republiky. Jejich výnosy v posledních patnácti letech postupně klesaly ve všech splatnostech, s výjimkou období měnového otřesu a začátku finanční krize v letech 2007 až 2008 (Graf 2). V současnosti se výnosy nacházejí na historicky nejnížších hodnotách.

Klientské úrokové sazby

Úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí 2011 většinou mírně klesaly nebo se nezměnily při přetrvávající stagnaci sazeb peněžního trhu a poklesu výnosu desetiletého vládního dluhopisu. Sazby naopak vzrostly u úvěrů živnostníkům, u kontokorentních úvěrů a vkladů domácností s dohodnutou splatností. Klientské rizikové prémie dále klesaly u sazeb z velkých podnikových úvěrů a z úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací do jednoho roku. V eurozóně naopak úvěrové standardy ve třetím čtvrtletí 2011 zpříšňovaly (viz Monthly Bulletin ECB, October 2011, Box 3).

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se dále snižovala, a to u malých úvěrů (s objemem do 30 mil. Kč) na 3,6 % a u velkých úvěrů na 2,4 %. Je tak nejnižší od roku 2004 (Graf III.5.16). Pohyblivé a fixní sazby do jednoho roku, které má 98 % nových úvěrů podnikům, klesaly o 0,1 až 0,3 procentního bodu. V tom se projevovala stagnace sazeb peněžního trhu a pokles rizikových premií u velkých úvěrů. V eurozóně úrokové sazby z podnikových úvěrů zůstávají rovněž na nízké úrovni 3–5 %.

U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** stagnovala na úrovni 4,4 % (Graf III.5.17). Mírně se snížila hlavně pohyblivá či fixní sazba do jednoho roku, i když v srpnu byl tento vývoj patrný i u ostatních fixací sazeb (Graf III.5.18). Pohyblivá či fixovaná sazba do tří měsíců rovněž nepatrně poklesla na 3,8 %. Dle Hypoindexu klesaly úrokové sazby z hypoték i v září 2011 (na 3,9 %). Ve vývoji úrokových sazeb s krátkodobou fixací se projevovala stagnace sazeb peněžního trhu a snížení klientských rizikových premií u těchto fixací. Delší dobu trvající pokles rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení s pohyblivou či krátkou fixací a tržní sazbou 3M PRIBOR však ve třetím čtvrtletí pozvolna slábnul. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu vzrostlo vlivem snížení výnosu vládního dluhopisu (Graf III.5.19). Sazby z úvěrů na bydlení zůstávají nízké napříč všemi délkami fixace. V eurozóně tyto sazby mírně rostly u krátkodobých fixací, ostatní sazby nepatrně klesaly či stagnovaly v rozmezí 3–4 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů přetrvává na vysoké úrovni 13,8 %. Sazba z kontokorentních úvěrů se v hodnoceném období rovněž výrazněji neměnila (15,4 %) a sazba z kreditních karet dále poklesla na 20,3 %. Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a tržní sazbou 3M PRIBOR po snížení v roce 2010 následně v první polovině roku 2011 spíše stagnuje. Uvedené sazby zůstávají v srovná-

ní s eurozónou vyšší. V eurozóně sazby ze spotřebitelských úvěrů dosahují 5–8 %, z kontokorentních úvěrů 8 % a z kreditních karet 17 %.

Úrokové sazby z vkladů se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí neměnily s výjimkou sazby z vkladů domácností s dohodnutou splatností do jednoho roku, která vzrostla. Po poklesu uvedené sazby v letech 2008 až 2010 začaly některé velké banky v letošním roce s jejím zvyšováním.⁴⁵ Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností činí 0,7 % a z vkladů s výpovědní lhůtou 2 %. Sazby z podnikových vkladů se po předchozím poklesu v tomto roce stabilizovaly a v průměru dosahují 0,4 %.

Reálné klientské úrokové sazby⁴⁶ v průběhu třetího čtvrtletí převážně klesaly. Reálné sazby z nových úvěrů v srpnu dosáhly 3,8 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -1,0 % (Graf III.5.20).

III.5.4 Měnový kurz

Ve třetím čtvrtletí 2011 průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl hodnoty 24,4 CZK/EUR. V meziročním vyjádření koruna posílila o 2 %, zatímco oproti předcházejícímu čtvrtletí nepatrně oslabil. Od února do poloviny září kurz osciloval v intervalu 24,0 až 24,6 CZK/EUR, ale od konce září koruna oslabilovala (Graf III.5.21). Ve druhé polovině října se kurz koruny prozatím pohyboval v intervalu 24,7 až 25,0 CZK/EUR.

Dluhová krize v eurozóně i ve třetím čtvrtletí 2011 výrazně ovlivňovala vývoj na finančních trzích. Rostoucí nejistota se odrazila v oslabování některých měn středoevropského regionu. Koruna však oscilovala bez výrazného trendu vzhledem ke svému postavení relativně bezpečné měny. Na konci srpna koruna krátkodobě posílila až na 24,10 CZK/EUR, když ratingová agentura S&P zvýšila hodnocení dlouhodobých závazků ČR v cizí měně o dva stupně z „A“ na „AA-“. Na konci září se na trzích projevil zájem o dolar jako bezpečnou měnu a koruna začala oslabovat. Na domácí vývoj koruna nereagovala, jen krátce oslabil po zveřejnění dat běžného účtu platební bilance.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve třetím čtvrtletí 2011 činil 17,3 CZK/USD, což představovalo meziroční posílení o 11 % a mezičtvrtletní oslabení o 2 %. Do konce srpna nebyl patrný žádný výrazný trend v kurzu koruny vůči dolaru, který se pohyboval okolo 17 CZK/USD. Pokračující dluhová krize v eurozóně bez náznaků jasného řešení ale obnovila na začátku září zájem investorů o dolar a koruna vůči dolaru začala znehodnocovat. V říjnu oslabil až na 18,9 CZK/USD, tedy na úroveň z ledna 2011.

45 Sazba z těchto vkladů činila v předkrizovém období cca 3 %, následně poklesla na 0,9 % v závěru roku 2010, aby letos opět vzrostla na 1,6 % v srpnu.

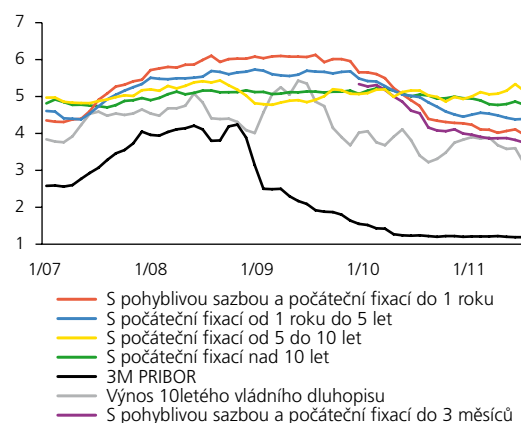
46 Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflované spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.18

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Mírně ve třetím čtvrtletí klesala především úroková sazba s fixací do tří měsíců

(nové obchody, v %)

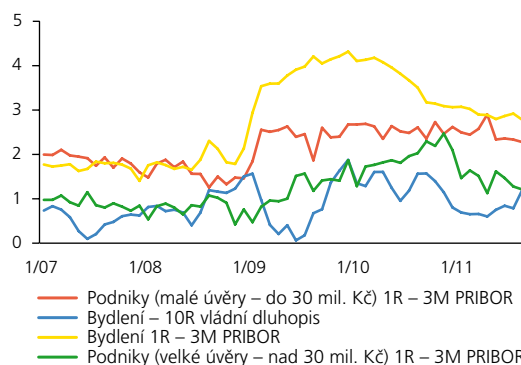


GRAF III.5.19

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Banky dále mírně snížily rozpětí mezi klientními a tržními sazbami u úvěrů na bydlení s krátkodobou fixací sazby a u velkých podnikových úvěrů

(v procentních bodech)

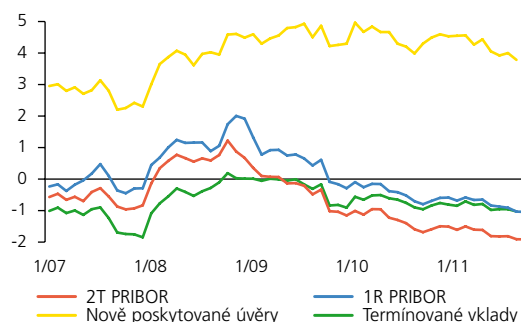


GRAF III.5.20

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů ve třetím čtvrtletí 2011 klesly

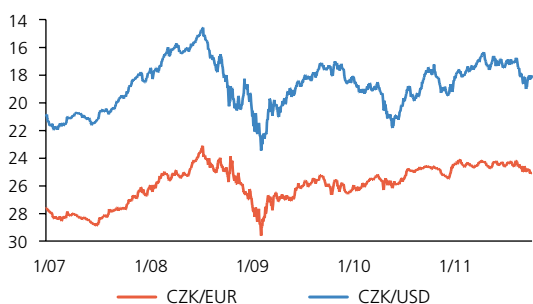
(v %)



GRAF III.5.21

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Ve třetím čtvrtletí 2011 koruna stagnovala, říjen však přinesl oslabení

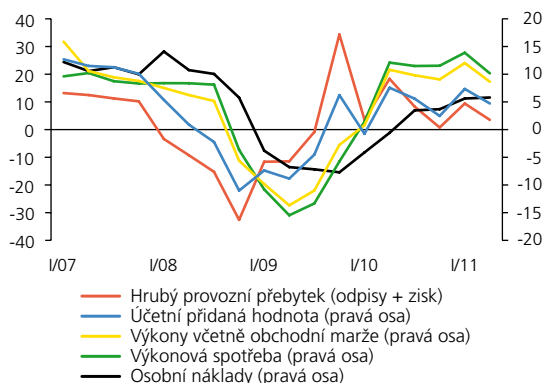


GRAF III.5.22

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve druhém čtvrtletí 2011 došlo ke zpomalení meziročního růstu hlavních ukazatelů hospodaření

(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Ve druhém čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční růst materiálové náročnosti a pokles mzdové náročnosti výkonů

(meziroční změny v %)

	2. čtvrtletí 2010	2. čtvrtletí 2011	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1291,1	1402,7	8,6
Osobní náklady (mld. Kč)	188,7	199,6	5,8
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	932,8	1027,5	10,2
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	358,3	375,2	4,7
Tržby (mld. Kč)	1662,9	1801,6	8,3
	v %	v %	Meziroční změny v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)}	52,7	53,2	0,5
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	72,2	73,3	1,0
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	14,6	14,2	-0,4
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	27,8	26,7	-1,0

a) propočten ČNB

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁴⁷ došlo ve druhém čtvrtletí 2011 ke zpomalení meziročního růstu hlavních sledovaných ukazatelů. Tržby i výkony sice stále vykazovaly poměrně rychlý meziroční růst, nadále je však doprovázel výraznější růst výkonové spotřeby, což přispělo ke zdatnému zpomalení růstu účetní přidané hodnoty. Podle propočtu ČNB výrazně zpomalil i meziroční růst hrubého provozního přebytku, který byl ovlivněn i mírně zrychlujícím růstem osobních nákladů (Graf III.5.22).

V pozadí rostoucí **materiálové náročnosti výkonů** nefinančních podniků byl i ve druhém čtvrtletí 2011 pokračující rychlý růst dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů na bázi kovů. Růst nákladů podniků byl také ovlivněn obnoveným růstem cen energií domácího původu na počátku letošního roku. Tyto faktory přispěly k tomu, že se materiálová náročnost výkonů nefinančních podniků opět meziročně zvýšila (o 1 procentní bod; Tab. III.5.1), i když ve srovnání s předchozím čtvrtletím byl její nárůst mírně nižší.

Mzdová náročnost výkonů v sektoru nefinančních podniků i ve druhém čtvrtletí 2011 meziročně klesala (Tab. III.5.1), neboť osobní náklady nadále rostly pomaleji než výkony, i když se dynamika výkonů oproti předchozímu čtvrtletí zmírnila. Meziroční pokles mzdové náročnosti výkonů dosáhl ve druhém čtvrtletí -0,4 procentního bodu a byl mírnější než v předchozím čtvrtletí.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci⁴⁸) ukazují, že zatímco výkony těchto podniků nadále rostly o něco rychleji než v širším segmentu podniků, jejich účetní přidaná hodnota zpomalila výrazněji a dle propočtu ČNB jejich hrubý provozní přebytek dokonce meziročně mírně poklesl.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Ve druhém čtvrtletí 2011 většina finančních indikátorů naznačovala **zhoršení ziskovosti podniků** a zpomalení růstu **vnějšího financování**. Meziroční růst vnějšího financování podniků se snížil na 3,8 % (Graf III.5.23).⁴⁹ V jeho struktuře poklesla dynamika dluhových cenných papírů a po předchozím oživení začaly opět klesat úvěry. Naopak ostatní závazky podniků spojené mimo jiné i se závazky z obchodního styku a emise kotovaných akcií se meziročně zvýšily, v obou případech však především vlivem nízké výchozí základny loňského roku. Podíl

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

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

49 S publikováním údajů o finančních účtech za druhé čtvrtletí 2011 došlo k revizi údajů od roku 2004. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

tržního financování podniků prostřednictvím cenných papírů na vnějším financování se snížil na 20,6 %. **Celkové financování podniků**, zahrnující na rozdíl od vnějšího financování i vlastní jmění v podobě nekótovaných akcií a dalších účastí, ve druhém čtvrtletí 2011 rostlo rovněž pomaleji než v předchozím období, a to o 3,1 %.

Na poklesu **celkových úvěrů** poskytnutých nefinančním podnikům se podílely úvěry od nebankovních institucí, úvěry ze zahraničí a úvěry od ostatních tuzemských podniků. Naopak úvěry čerpané od domácích bank ve druhém čtvrtletí rostly, aktuální měsíční údaje za dosavadní průběh třetího čtvrtletí však naznačují možné zpomalení růstu i v tomto segmentu úvěrového trhu (Graf III.5.24). Poměr dluhového financování podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění se snížil na rovných 100 % v důsledku poklesu dluhového financování.

Meziroční růst **finančních investic podniků** se ve druhém čtvrtletí 2011 snížil na 3 %. Podniky méně investovaly do dluhových cenných papírů a účastí při souběžném snížení příspěvku oběživa a vkladů. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice poklesl na 22,7 %.⁵⁰

Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP dosáhl ve druhém čtvrtletí 2011 46,7 %⁵¹ a oproti předchozímu čtvrtletí se snížil. Tento poměr zůstává v mezinárodním srovnání relativně nízký. Úrokové zatížení čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů k hrubému provoznímu přebytku podniků po snížení v letech 2008 a 2009 od roku 2010 kolísá okolo 3 %. V jeho vývoji se nadále projevovalo zejména snižování úrokových sazeb (Graf III.5.25).

Finanční indikátory nefinančních podniků ukazují na mírný pokles solventnosti. Pohotová likvidita podniků se naopak meziročně zvýšila zejména vlivem poklesu krátkodobých finančních závazků. V dlouhodobějším horizontu je solventnost podniků zhruba na úrovni konce roku 2008, zatímco pohotová likvidita je výrazně vyšší než v předkrizovém období v důsledku snížené zadluženosti podniků. Finanční páka se ve druhém čtvrtletí meziročně mírně zvýšila (Tab. III.5.2).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (hrubými úsporami, tj. zisky a odpisy) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) se ve druhém čtvrtletí propadl do záporných hodnot především vlivem poklesu hrubých úspor. Na bázi ročních toků podniky nadále financovaly ekonomickou aktivitu zejména z vnitřních zdrojů, využití vnějšího financování bylo nižší. Podíl hrubých úspor k hrubé přidané hodnotě činil na bázi ročních toků 26,6 %, u finančních závazků to bylo 11,6 % (podíl fixních investic dosáhl 20,1 % a finančních aktiv 6,2 %).

50 Ve struktuře finančních investic v celém národním hospodářství dosahují investice nefinančních podniků 23 %, domácností 18 %, finančních institucí 31 %, vládních institucí 8 % a nerezidentů 20 %.

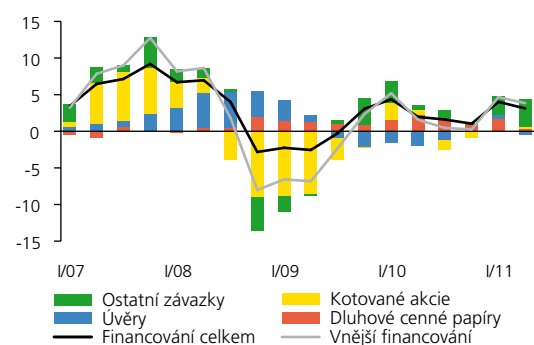
51 Po zohlednění ostatních závazků (souvisejících zejména se závazky z obchodního styku) poměr dluhu podniků k HDP činí 112,2 %.

GRAF III.5.23

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Růst finančních závazků podniků se snížil

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

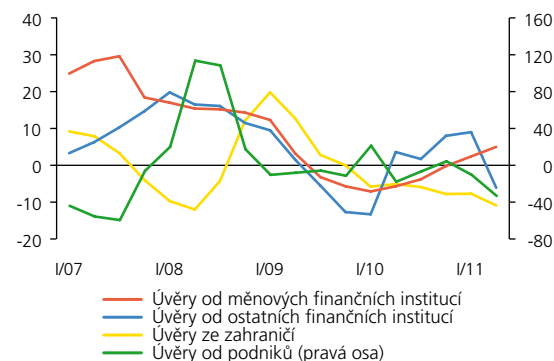


GRAF III.5.24

DOMÁCÍ A ZAHRAJNIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

Mírně rostly pouze domácí bankovní úvěry

(meziroční změny v %)

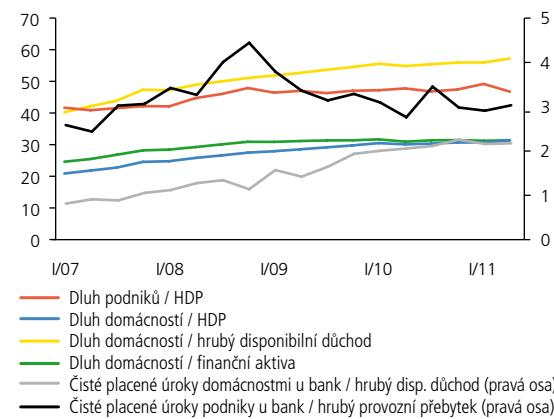


Poznámka: Časová řada úvěrů od ostatních finančních institucí byla z důvodu změny metodiky v roce 2011 upravena.

GRAF III.5.25

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

Poměr dluhu podniků k HDP klesl, zatímco poměr dluhu domácností k příjmům se dále zvýšil (v %)



TAB. III.5.2

FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Solventnost podniků se mírně snížila

	IV/10	I/11	II/11	II/11
Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny v %			Stav v mlrd. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti)	-5,8	-0,7	2,1	4112,7
Úvěry	-0,2	1,5	-1,5	1428,5
Dluhové cenné papíry	15,8	34,4	4,9	301,5
Kotované akcie	-5,8	-0,7	2,1	695,7
Ostatní závazky	0,7	5,3	7,6	2423,6
Financování celkem ¹⁾	1,0	4,0	3,1	8266,3
Finanční aktiva	2,4	5,8	3,0	4635,9
Podniky celkem ^{a)}	Meziroční změny v p.b.			Indikátory v %
Pohotová likvidita ²⁾	13,8	8,7	4,7	153,8
Solventnost ³⁾	1,3	0,2	-1,2	111,6
Finanční páka ⁴⁾	1,8	3,6	1,0	112,7

a) propočet ČNB

1) Finanční závazky celkem

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

3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

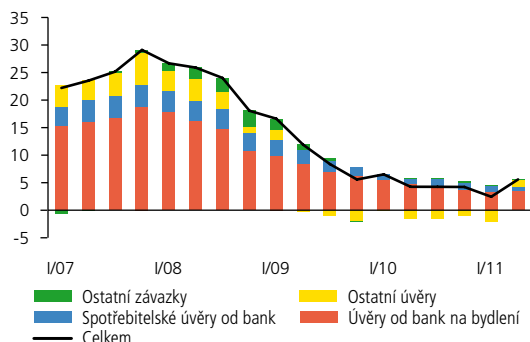
4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.26

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Tempo růstu zadluženosti domácností se zvýšilo

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

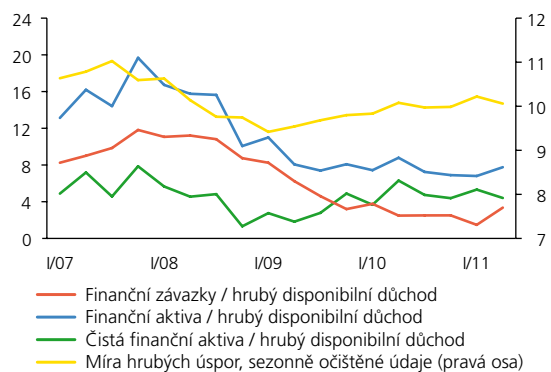


GRAF III.5.27

ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA DOMÁCNOSTÍ A MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Růst čistých finančních aktiv v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu nepatrně zpomalil

(meziroční změny z ročních toků, poměry v %)



Meziroční dynamika celkového financování domácností od bank a nebankovních institucí se ve druhém čtvrtletí 2011 zvýšila na 5,6 % (Graf III.5.26). V poměru k hrubému disponibilnímu důchodu **zadluženost domácností** vzrostla na 57,2 % při dalším zpomalení růstu hrubého disponibilního důchodu. Ve srovnání s tím mírnější zvýšení dluhu bylo zaznamenáno ve vztahu k HDP, a to na 31,3 %. Naopak poměr dluhu domácností k finančním aktivům vykazuje od roku 2010 po předchozím růstu známky stabilizace (v roce 2010 dosáhl u finančních aktiv 35 % a u celkových aktiv 15 %). Úrokové zatížení domácností se přitom výrazněji neměnilo, ve vztahu k příjmům činilo 2,2 % (Graf III.5.25). Solventnost domácností (měřená poměrem finančních aktiv k závazkům) zůstává v porovnání s předkrizovým obdobím snižena, pohotová likvidita (vyjádřená poměrem vybraných krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým úvěrům) se naopak od roku 2008 zvyšuje vlivem poklesu krátkodobých úvěrů. Dluh českých domácností je v poměru k HDP oproti eurozóně zhruba poloviční, zatímco poměr jejich celkových aktiv k HDP dosahuje vůči eurozóně třetinových hodnot.

Dynamika růstu **finančních investic domácností** ve druhém čtvrtletí 2011 rovněž mírně zrychlila (na 4,4 %). V tom se projevovalo zvýšení růstu investic do cenných papírů a účastí při stagnaci růstu finančních investic do oběživ a vkladů. Oproti předchozímu čtvrtletí zpomalil meziroční přírůstek čistých finančních aktiv v poměru k úhrnnému ročnímu hrubému disponibilnímu důchodu v důsledku výraznějšího růstu finančních závazků oproti aktivům, což odpovídalo i nepatrnému poklesu míry hrubých úspor domácností (Graf III.5.27). Poměr finančních závazků k příjmům však zůstává výrazně nižší než v předkrizovém období.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve třetím čtvrtletí 2011 došlo k dalšímu mírnému poklesu **nabídkových cen bytů**; v Praze podle údajů ČSÚ dosáhl mezičtvrtletní pokles cen 0,4 %, ve zbytku ČR pak 0,8 %. V meziročním srovnání se mírně prohloubil pokles cen ve zbytku ČR o 0,4 procentního bodu, naopak v Praze se pokles cen ve stejném rozsahu zmírnil (Graf III.5.28). U **realizovaných cen bytů**, pro které jsou nově dostupné odhady ČSÚ založené na šetřeních v realitních kancelářích za druhé čtvrtletí 2011⁵², dochází ke snížení jejich meziročních poklesů především v Praze; přitom u starších bytů byl dokonce zaznamenán meziroční nárůst o 1,7 % a u nových bytů pokles jen o 0,6 %. Ve zbytku ČR ale ceny starších bytů meziročně klesají (o 3,9 %). O něco mírnější pokles realizovaných cen oproti nabídkovým, který byl znatelný i ve druhé po-

52 Tento index se odlišuje od indexu realizačních cen založeném na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitosti, který je zdrojem dat pro Graf III.5.28. 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, není dostupný v tak podrobné struktuře a v delší časové řadě.

lovině loňského roku (Graf III.5.28), může indikovat stabilizaci situace na trhu rezidenčních nemovitostí, protože realizované ceny obvykle reagují na změny podmínek rychleji.

Vedle poklesu cen bytů pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2011 pokles **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2011 meziročně poklesl o 11,4 %, počet transakcí vyjádřený jako klouzavý součet za poslední rok se mezičtvrtletně snížil o 2,8 % (Graf III.5.29).

Oproti tomu však ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval růst počtu nově poskytnutých **hypoték** na koupi nemovitosti (viz část III.5.2), který se mezičtvrtletně zvýšil o 6,9 % (klouzavý součet za rok) oproti minimální hodnotě z poloviny roku 2010 je pak téměř o polovinu vyšší (údaje Fincentrum Hypoindex; Graf III.5.29). I když oživení růstu hypotečních úvěrů souvisí s poklesy úvěrů ze stavebního spoření (substituce obou typů úvěrů), a i když lze část jejich nárůstu přisoudit refinancování starších hypoték, může indikovat oživení poptávky na nemovitostním trhu. Přidělení hypotečního úvěru totiž obvykle předchází samotné nemovitostní transakci, a může tak být určitým předstihovým indikátorem počtu transakcí.

Dočasný nárůst nové nabídky je zřejmý z údajů ČSÚ o počtu dokončených bytů, který po předchozích významných poklesech vzrostl v období červen-srpen 2011 meziročně o 6 %. Bylo to především díky nárůstu počtu dokončených bytů v bytových domech, který dosáhl 38,5 %. Počty zahájených bytů nicméně pokračovaly v poklesech (za období červen-srpen o 9,5 %, přitom v bytových domech o 37,1 %).

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí ve třetím čtvrtletí 2011 klesly. Dále se mezičtvrtletně snížil **podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income) o 1,4 % a poklesl i **podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) o 2,2 %. Oba ukazatele jsou blízko svých minimálních hodnot od konce roku 2007 (Graf III.5.30); od svých maximálních hodnot z konce třetího čtvrtletí 2008 pak poklesly již relativně výrazně o 28,9 %, resp. o 9,8 %. Oba ukazatele tak neindikují riziko nadhodnocení cen nemovitostí.

I přes určité pozitivní signály na trhu nemovitostí předpokládáme nadále – v návaznosti na vývoj na trhu práce (viz část III.4) a na demografický vývoj⁵³ – pro zbytek roku 2011 a pro počátek roku 2012 stagnaci cen bytů s postupným obnovováním jejich růstu během roku 2012. Rizika vývoje cen nemovitostí však směřují spíše k nižším cenám, a to jak s ohledem na možné zpomalení ekonomického růstu v zahraničí, tak vlivem pokračující deregulace nájemného, která by mohla vést k tlakům na pokles tržního nájemného a nárůstu ukazatele price-to-rent. K nižším cenám by rovněž mohlo přispět jednorázové zvýšení nabídky bytů související s nucenými prodeji bytů či bytových domů.

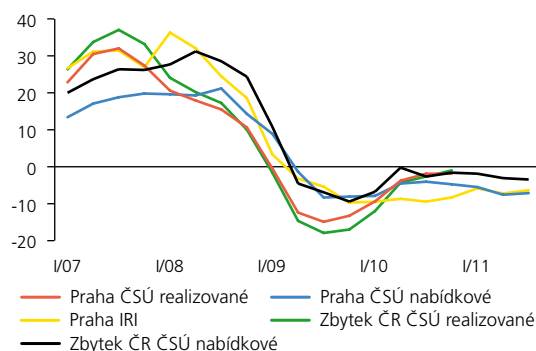
53 Především postupný pokles přirozeného přírůstu obyvatelstva a přírůstu obyvatelstva stěhováním.

GRAF III.5.28

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční pokles nabídkových cen bytů

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

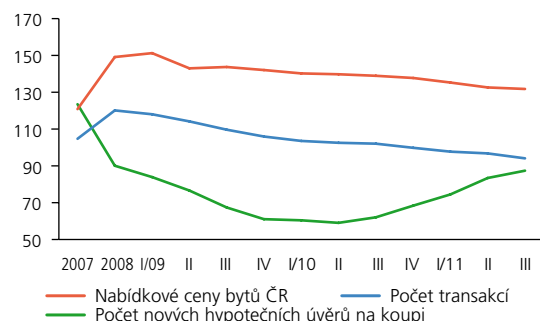


GRAF III.5.29

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, Fincentrum Hypoindex)

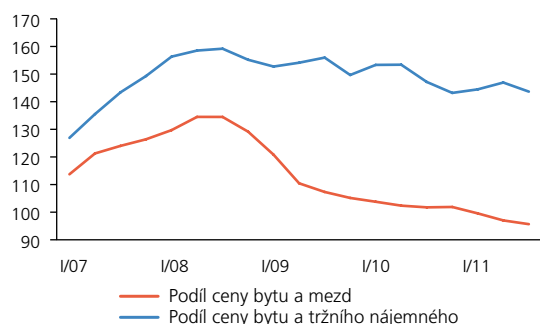


GRAF III.5.30

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Dále se snižoval podíl ceny bytu a mezd i podíl ceny bytu a nájemného

(průměr 2000–2007 = 100)

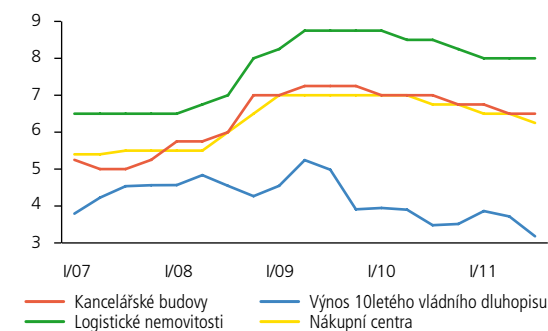


GRAF III.5.31

VÝNOSY KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ

Výnosy v sektoru komerčních nemovitostí mírně klesají

(v %, zdroj: Jones Lang LaSalle, Prague Research Forum)



V sektoru komerčních nemovitostí pokračovalo oživení poptávky. U kancelářských nemovitostí došlo za první tři čtvrtletí 2011 k nárůstu hrubé poptávky meziročně o 8 % a dále poklesl podíl renegociací na hrubé poptávce z 42 % v roce 2010 na 31 % za dosavadní průběh roku 2011 (údaje Jones Lang La Salle). Dochází rovněž k oživení poptávky po maloobchodních prostorách, poptávka v oblasti průmyslových a logistických prostor zůstává stabilní na relativně vysoké úrovni. U kancelářských nemovitostí došlo po poměrně dlouhé době k obnově nové výstavby kancelářských ploch⁵⁴, avšak míra neobsazenosti dále klesá (meziročně o 1,4 procentního bodu na 11,8 %) obdobně jako u ostatních typů komerčních nemovitostí.⁵⁵ Oživení poptávky je indikováno i poklesem výnosů komerčních nemovitostí ve všech segmentech trhu (meziročně o 0,5 procentního bodu; Graf III.5.31; při relativně stabilním nájemném jsou výnosy negativně korelovány s cenami).

54 Nová nabídka za třetí čtvrtletí 2011 ve výši 47 980 m² je nejvyšší od čtvrtého čtvrtletí 2009.

55 U průmyslových a logistických prostor byl zaznamenán meziroční pokles míry neobsazenosti ve druhém čtvrtletí 2011 o výrazných 7,2 procentního bodu.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním pololetí 2011 byl charakteristický vysoký schodek bilance výnosů, ovlivněný zejména hodnotou výnosů z přímých investic. Jeho dopad do běžného účtu byl nicméně z části vyvážen přebytkem výkonové bilance. Přebytek finančního účtu byl nejvýrazněji ovlivněn čistým přílivem přímých investic v důsledku zisku reinvestovaného v ČR a dále přebytkem ostatních investic. Částečně byl však korigován čistým odlivem portfoliových investic vlivem nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty.

III.6.1 Běžný účet

V prvním pololetí 2011⁵⁶ dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 28,4 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje prohloubení o necelých 15 mld. Kč. Růst celkového schodku souvisel především s vývojem bilance výnosů a bilance služeb (Graf III.6.1). Roční klouzávy schodek běžného účtu v poměru k HDP se prohloubil na 3,5 %.

Pololetní přebytek **obchodní bilance** se meziročně zvýšil o 5 mld. Kč na 59 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku výrazně přispíval vývoj v reálném vyjádření, který však byl z velké části kompenzován cenovým vlivem v důsledku záporné meziroční změny směnných relací. Rychlý růst vnější poptávky (zejména v prvním čtvrtletí) se projevil v pokračujícím vysokém růstu vývozu zboží, jehož nominální meziroční tempo navzdory posílení kurzu koruny přesáhlo 15 %. Vlivem stabilně silné dovozní náročnosti vývozu a vysokých cen energetických surovin rostl obdobně rychlým nominálním tempem i dovoz zboží. Zvyšování dovozu bylo nicméně brzděno utlumeným vývojem celkové domácí poptávky. Z pohledu komoditní struktury k růstu celkového přebytku nejvýrazněji přispěl růst přebytku strojů a dopravních prostředků. Proti růstu celkového přebytku naopak nejvýznamněji působil růst schodku minerálních paliv (Graf III.6.2). V průběhu třetího čtvrtletí 2011 meziroční růst přebytku obchodní bilance dále pokračoval a za červenec až srpen se saldo zvýšilo o 8 mld. Kč.

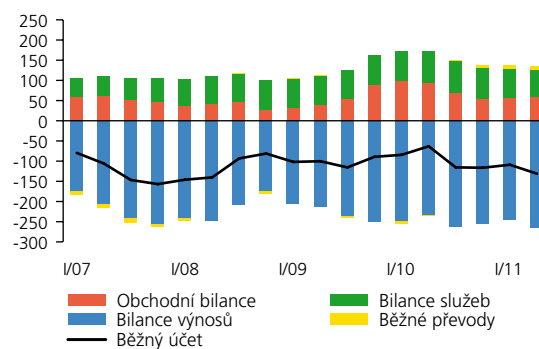
Přebytkem skončila v prvním pololetí 2011 i **bilance služeb** (34,2 mld. Kč). Meziročně se však snížila o 9 mld. Kč (Graf III.6.3). Celkový přebytek byl výsledkem přebytků všech tří dílčích bilancí, zejména pak cestovního ruchu. Bilance cestovního ruchu současně i nejvýrazněji přispěla k meziročnímu snížení celkového přebytku, a to jak v důsledku poklesu příjmů, tak vlivem zvýšení výdajů. Pokles přebytku dopravních služeb byl mírnější a kompenzoval jej růst přebytku v rámci ostatních služeb.

⁵⁶ Spolu se zveřejněním údajů o platební bilanci za druhé čtvrtletí 2011 byly publikovány její revidované údaje od roku 2005. Revize se především týkala složek běžného účtu, zejména pak obchodní bilance v souvislosti s dokončením jejího očistění o vliv brandingů (marže náležející nerezidentům). Nejvýznamnější změny jsou patrné v letech 2007 a 2008, kdy došlo k nárůstu schodku běžného účtu a jeho poměru k HDP (v roce 2007 o 1,2 procentního bodu na 4,4 % a v roce 2008 o 1,6 procentního bodu na 2,2 %). V ostatních letech se schodek běžného účtu vlivem revizí naopak zmínil.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

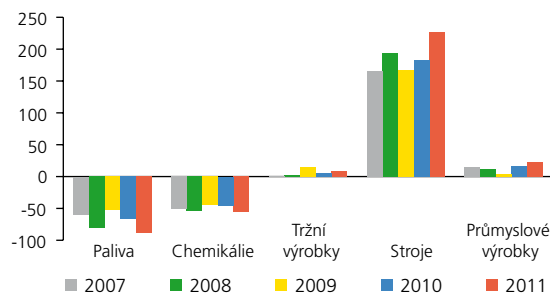
Schodek běžného účtu se ve druhém čtvrtletí 2011 zvýšil zejména vlivem rostoucího schodku bilance výnosů (roční klouzávy úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

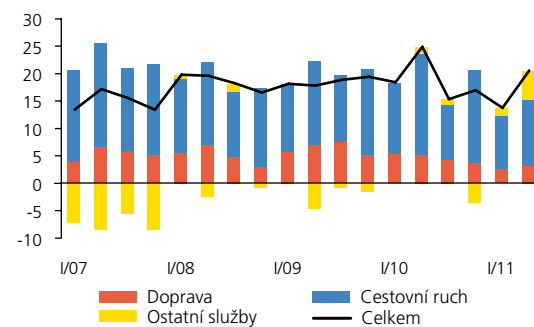
Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním pololetí 2011 nejvíce ovlivněna růstem přebytku ve skupině strojů (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

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

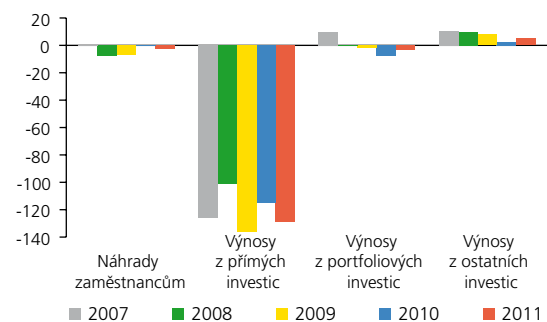


GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

Meziroční změna bilance výnosů byla v prvním pololetí 2011 nejvýrazněji ovlivněna zvýšením schodku výnosů z přímých investic

(kumulace od počátku roku v mld. Kč)



Na rozdíl od přebytkové výkonové bilance dosáhla **bilance výnosů** pololetního schodku 130 mld. Kč, který se meziročně o téměř 10 mld. Kč zvýšil. Rozhodující podíl na výši celkového schodku měla dílčí bilance výnosů z přímých investic (-128,9 mld. Kč), ovlivněná výnosy z přímých investic (Graf III.6.4), vyplacenými nerezidentům ve formě dividend či zisků reinvestovaných v ČR. Také meziroční prohloubení celkového schodku bylo spojeno především s růstem schodku výnosů z přímých investic z důvodu vyšších výplat dividend nerezidentům. Směrem k meziročnímu zmírnění celkového schodku naopak v menším rozsahu působilo zejména snížení schodku výnosů z portfoliových investic vlivem vyšších příjmů.

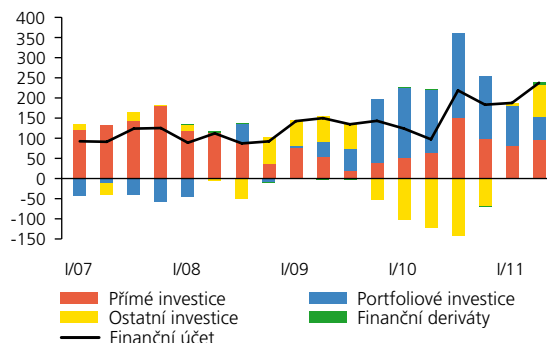
Běžné převody vykázaly v prvním pololetí přebytek 8,4 mld. Kč, který se meziročně o 1 mld. Kč snížil. Přebytek vládních převodů dosáhl 16,5 mld. Kč a téměř celý vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Zhruba z poloviny byl však kompenzován schodkem převodů ostatních sektorů.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Přebytek finančního účtu se ve druhém čtvrtletí 2011 zvýšil zejména vlivem růstu přebytku ostatních investic

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Mírným pololetním přebytkem v rozsahu 0,5 mld. Kč skončil také **kapitálový účet**. Jeho meziroční pokles o více než 11 mld. Kč byl především důsledkem výrazně nižších příjmů. Na uvedeném vývoji se podílelo zejména slabé čerpání příjmů z fondů EU vládním sektorem, které dosáhlo pouze 0,9 mld. Kč. Pokles celkového přebytku byl současně ovlivněn saldem v obchodování s emisními povolenkami, které přešlo v meziročním pohledu z přebytku do mírného schodku.

III.6.3 Finanční účet

V prvním pololetí 2011 skončil **finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) přebytkem 58,5 mld. Kč, k němuž přispěl zejména čistý příliv přímých investic a dále – při výrazné meziroční změně toků – přebytek ostatních investic. Jejich přebytek byl nicméně zhruba z jedné třetiny kompenzován čistým odlivem portfoliových investic.

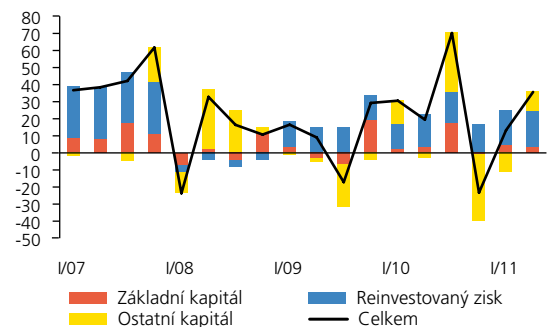
Přímé investice dosáhly v prvním pololetí přebytku 49 mld. Kč (Graf III.6.6), který se v meziročním srovnání jen mírně snížil. Celkový příliv přímých zahraničních investic do ČR přesáhl 63 mld. Kč. Vlivem poklesu investic v rámci ostatního kapitálu, souvisejících s úvěrovými vztahy mezi spřízněnými podniky, se však meziročně mírně snížil. Jeho rozhodující součástí byl reinvestovaný zisk, jehož podíl na celkovém přílivu přesáhl 80 %. Nejvýznamnější složkou přímých investic tuzemských podniků v zahraničí byl rovněž reinvestovaný zisk. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) především do odvětví doprava a skladování. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody.

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

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

(v mld. Kč)



Naproti tomu **portfoliové investice** zaznamenaly čistý odliv 30,5 mld. Kč (Graf III.6.7). Rozhodující operace představovaly nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty, které v prvním pololetí 2011 dosáhly 56 mld. Kč. Z větší části byly spojeny s navýšením držby zahraničních akcií, zřejmě v souvislosti s jejich vyšší výnosností ve srovnání s domácími investičními příležitostmi. Výrazné oživení zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry také nejvýznamněji přispělo k meziroční změně toků portfoliových investic převyšující 100 mld. Kč. Nákupy převážily rovněž v obchodování s tuzemskými cennými papíry zahraničními investory. Byly spojeny především s emisemi podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. K navýšení držby došlo i v případě tuzemských majetkových cenných papírů.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo čistého přílivu 8,1 mld. Kč. Saldo se meziročně zvýšilo o 8 mld. Kč.

Čistý příliv ve výši 32 mld. Kč zaznamenaly za první pololetí 2011 rovněž **ostatní investice**. K celkovému přebytku přispěl pouze čistý příliv v sektoru finančních měnových institucí ve výši téměř 57 mld. Kč, ovlivněný především poklesem krátkodobých vkladů a poskytnutých půjček v zahraničí. Ten zároveň nejvýrazněji přispěl k meziroční změně toků ostatních investic. Z velké části byl však tento příliv 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.

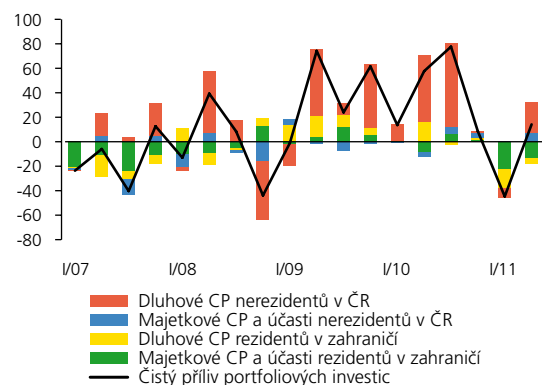
Ke konci třetího čtvrtletí 2011 dosáhly **devizové rezervy** ČNB 753,3 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní nárůst o 25 mld. Kč, který byl ovlivněn zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve stejném období naopak snížily o 2,1 mld. USD na 41,1 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly přes 40 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci druhého čtvrtletí.

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Za první pololetí 2011 dosáhly portfoliové investice celkově čistého odlivu vlivem nákupu zahraničních cenných papírů rezidenty

(v mld. Kč)

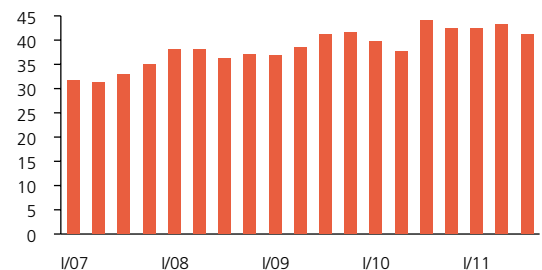


GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve třetím čtvrtletí 2011 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření snížily

(v mld. USD)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ve druhém čtvrtletí 2011 hospodářský růst v eurozóně zpomalil při zrychlujícím růstu spotřebitelských cen, zatímco růst cen průmyslových výrobců postupně zvolňoval. ECB při ponechání základní refinanční sazby na stávající úrovni v říjnu rozšířila své nástroje pro dodávání dlouhodobé likvidity bankovnímu sektoru a oznámila pokračování nákupů státních dluhopisů periferních zemí eurozóny. Již třetí čtvrtletí v řadě pokračující pokles dynamiky ekonomické aktivity ve Spojených státech byl podobně jako v eurozóně doprovázen rostoucími inflačními tlaky. Slabá soukromá spotřeba a fiskální restrikce představují největší rizika pro budoucí hospodářský růst na obou stranách Atlantiku. Euro vůči dolaru během září v souvislosti s eskalací řecké dluhové krize výrazně oslabilo; i když své ztráty v první polovině října částečně korigovalo, jeho výhled zůstává na slabších úrovních. Dolarová cena ropy Brent se od dubna pohybovala podél mírně klesajícího trendu, v korunovém vyjádření stagnovala.

III.7.1 Eurozóna

Dynamika **ekonomické aktivity** v eurozóně ve druhém čtvrtletí 2011 poklesla oproti prvnímu čtvrtletí 2011 v meziročním i mezičtvrtletním srovnání (na základě sezonně očištěných dat) o 0,7 procentního bodu na 1,8 %, resp. 0,2 % (Graf III.7.1). V mezičtvrtletním vyjádření došlo poprvé od začátku roku 2009 k poklesu spotřeby domácností. Zároveň mírně poklesly vládní výdaje, zatímco investice a vývoz i dovoz vzrostly. V meziročním srovnání se snížila dynamika růstu oproti předchozímu čtvrtletí nejvíce u spotřeby domácností a vládních výdajů, a to na 0,6 %, resp. 0,4 %. Investice meziročně vzrostly o 1,9 % a vývoz a dovoz zboží a služeb o 5,5 %, resp. 4,7 %. Meziroční tempo růstu reálného vývozu i dovozu však již od třetího čtvrtletí 2010 postupně zpomaluje.

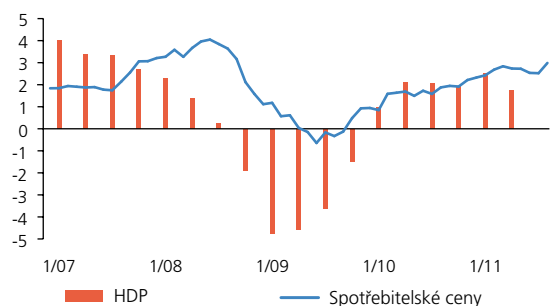
Dostupné údaje za první dva měsíce třetího čtvrtletí 2011 o vývoji průmyslové produkce (bez stavebnictví) prozatím ukazují na zrychlení průmyslu ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Nicméně předstihový index nákupních manažerů (PMI) v eurozóně za srpen a září naznačuje zhoršení podmínek ve srovnání s předchozími měsíci. V září rovněž dále klesl na nejnižší hodnotu zaznamenanou od června 2010 index podnikatelské důvěry v průmyslu (EK). Maloobchodní tržby v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí (červenec, srpen) oproti předchozímu čtvrtletí také poklesly a v září došlo k dalšímu propadu spotřebitelské důvěry (EK), která nyní dosahuje nejnižších hodnot od srpna 2009. Lze tedy nadále očekávat slabou spotřebitelskou poptávku, která bude navíc tlumena restriktivními fiskálními opatřeními souvisejícími s probíhající dluhovou krizí v eurozóně. Míra nezaměstnanosti v srpnu už čtvrtý měsíc v řadě stagnovala na hodnotě 10 %.

V souladu s uvedeným vývojem snížil **říjnový CF výhled růstu hrubého domácího produktu v eurozóně** na rok 2011 na 1,6 %. Stejný růst HDP předpokládají také podzimní výhledy dalších sledovaných organizací. Naplnění jejich výhledu by znamenalo zpomalení ekonomického růstu ve druhém pololetí 2011 na 1,1 %, přičemž růst soukromé spotřeby by dosáhl

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Tempo růstu HDP zpomalilo; inflace se v září zvýšila na 3 %
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



pouze 0,2 %. Oproti předchozímu měsíci došlo opět ke zvýšení rozdílů mezi očekávaným růstem v jednotlivých zemích eurozóny, kdy je na jedné straně očekáván přibližně 3% celoroční růst ve Finsku, Německu, Rakousku a Slovensku, a na druhé straně hospodářský pokles v Portugalsku a Řecku.

Přestože docházelo ke zpomalování hospodářského růstu, **meziroční růst spotřebitelských cen v eurozóně** zrychlil ve druhém čtvrtletí 2011 na 2,8 % a na této hodnotě víceméně setrval kvůli zářijovému zrychlení míry inflace na 3,0 % i ve třetím čtvrtletí 2011. Inflace bez cen energií a potravin se v září také zvýšila – i když méně než celková inflace – a dosáhla již 1,6 %. Meziroční růst měnového agregátu M3 v srpnu zrychlil na 2,8 %.

Výhledy mezinárodních institucí a CF očekávají pro rok 2011 zvýšené hodnoty inflace, které se pohybují nad cílem ECB. Zrychlující růst spotřebitelských cen zřejmě také vedl ECB k ponechání základní úrokové sazby na stávající úrovni (1,5 %), i když se na říjnovém měnověpolitickém jednání Rady guvernérů objevily hlasy i pro jejich snížení. Na druhou stranu však ECB oznámila rozšíření nástrojů pro dodávání dlouhodobé likvidity bankovnímu sektoru a pokračování v nákupech státních dluhopisů periferních zemí eurozóny, aby uklidnila finanční sektor v době stupňující se řecké dluhové krize. Na rozdíl od spotřebitelských cen meziroční růst cen průmyslových výrobců stagnoval v srpnu již třetí měsíc v řadě okolo 6 %. Poté, co v březnu a dubnu 2011 meziroční růst cen průmyslových výrobců kulminoval, pravděpodobně již postupně odeznívá efekt předchozího růstu cen komodit. Říjnový CF očekává celoroční hodnotu růstu PPI na úrovni 5,8 %.

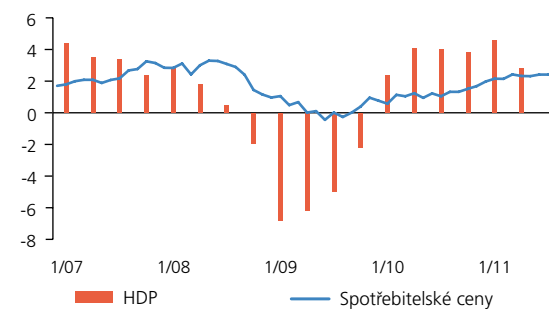
Růst německé ekonomiky ve druhém čtvrtletí 2011 výrazně zpomalil, a to na meziroční hodnotu 2,8 %. Za tímto zpomalením stojí především oslabující investice a spotřeba domácností a nižší přebytek čistého vývozu. Vývoz zboží a služeb poklesl meziměsíčně také v červenci, zatímco v srpnu překvapivě vzrostl o 3,5 %. Objem dovozu zboží a služeb od května stagnuje. Růst průmyslové výroby byl ve druhém čtvrtletí 2011 pomalejší než v prvním čtvrtletí (průměrný růst cca 8 %) a jeho hodnota v červenci a srpnu zůstala na podobné úrovni. Míra nezaměstnanosti setrvává nadále na rekordně nízkých hodnotách, v červenci klesla až na 6 % a na této úrovni zůstala i v srpnu. Ve třetím čtvrtletí 2011 vzrostla inflace měřená CPI a v září dosáhla 2,6 %, což je nejvyšší hodnota zaznamenaná v posledních třech letech. Za zvýšením cenové hladiny stojí především rostoucí ceny energií, paliv, textilu a obuvi.

Vývoj maloobchodního obrátu byl kolísavý, neboť po vysokém růstu v červenci poklesl v srpnu meziměsíčně o 2,9 %. V srpnu se také mírně snížil index produkce ve stavebnictví i objem průmyslových zakázek. Všechny **předstihové ukazatele** odrážejí zhoršující se důvěru v ekonomiku. V říjnu opět poklesl ZEW indikátor ekonomického sentimentu, který klesá již osmý měsíc v řadě a je nejnižší od prosince 2008. Naopak index současné ekonomické situace setrvává na solidních, i když snížených, hodnotách. Zhoršující se výhled německé ekonomiky se také odráží v předpovědích mezinárodních institucí. Podle říjnového CF dosáhne za celý rok 2011 růst HDP Německa hodnoty 2,9 %.

GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Růst HDP zpomalil; inflace se naopak zvýšila
(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

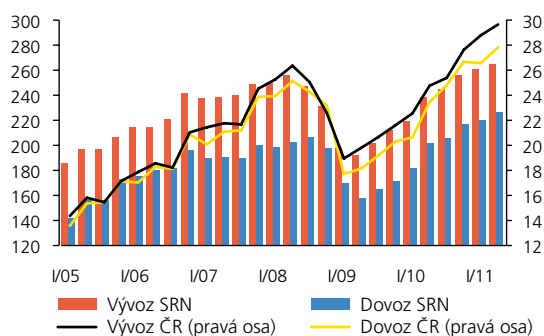


GRAF 1 (Box)

VÝVOZ A DOVOZ ZBOŽÍ NĚMECKA A ČR

Provázanost zahraničního obchodu ČR a Německa je velmi vysoká

(v mld. EUR, zdroj: ČSÚ, Destatis, propočet ČNB)

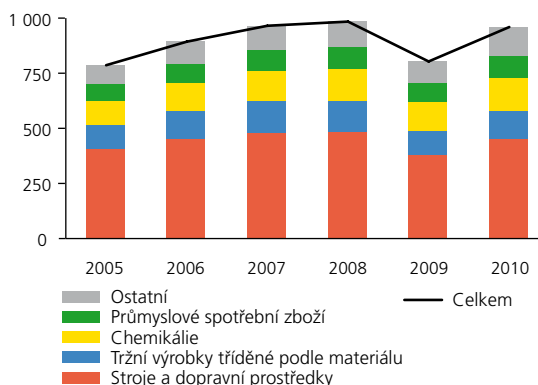


GRAF 2 (Box)

ZBOŽOVÁ STRUKTURA VÝVOZU NĚMECKA

Rozhodující složkou německého vývozu zboží je vývoz strojů a dopravních prostředků

(v mld. EUR, zdroj: Destatis, propočet ČNB)

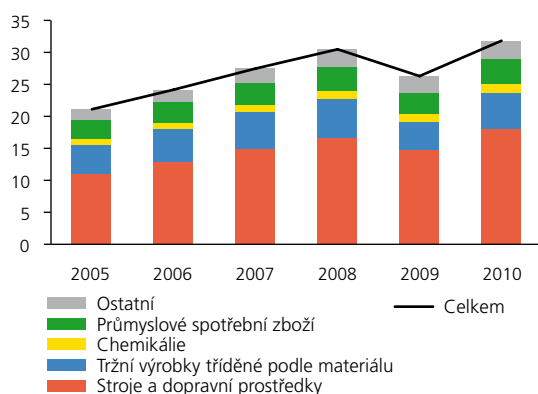


GRAF 3 (Box)

ZBOŽOVÁ STRUKTURA VÝVOZU ČR DO NĚMECKA

Podíl strojů a dopravních prostředků na celkovém vývozu zboží ČR do Německa činí více než 50 %

(v mld. EUR, zdroj: Destatis, propočet ČNB)



BOX 3

Německo – hlavní obchodní partner ČR

Německá ekonomika dosahuje přebytku obchodní bilance se všemi hlavními obchodními partnery s výjimkou Číny. Tato skutečnost jen potvrzuje postavení Německa jako „exportní lokomotivy“ eurozóny, resp. její zásadní roli v celoevropském měřítku. Z pohledu výrazně exportně orientované české ekonomiky je proto vazba na vývoj německé ekonomiky klíčová.

V posledních pěti letech představoval podíl Německa na obratu zahraničního obchodu ČR více než 29 %. ČR měla v tomto období s Německem ze všech svých obchodních partnerů také nejvyšší obchodní přebytek, který se plynule zvyšoval a převyšoval celkový obchodní přebytek ČR. Závislost českého vývozu zboží a německého dovozu, resp. vývozu zboží, je velmi vysoká (Graf 1). Totéž lze pozorovat i v případě českého dovozu zboží v důsledku vysokých kooperačních dovozů.⁵⁷ Podíl vývozu zboží do Německa dosahoval v průměru 31,6 %, přičemž nejvyšší hodnoty (32,5 %) dosáhl v roce 2009, tj. v nehlubší fázi finanční krize.

Silnou vazbu německého vývozu a českého vývozu do Německa odráží i jejich struktura. Rozhodující složkou německého vývozu zboží představují stroje a dopravní prostředky s cca 50% podílem (Graf 2). Obdobnou strukturu vykazuje i vývoz zboží z ČR do Německa, rovněž s nejvyšším podílem strojírenských výrobků (Graf 3).

Vzhledem k velmi silné provázanosti české ekonomiky s Německem, resp. i s dalšími zeměmi EU, se ekonomický vývoj v daných zemích prostřednictvím exportu rychle přenáší do české ekonomiky. Útlum zahraniční poptávky, obvykle doprovázený poklesem zahraničních úrokových sazeb, má bezprostřední vliv na zpomalení tempa růstu domácího HDP. V reakci na nižší úroveň zahraničních sazeb a nižší domácí nákladové tlaky také domácí úrokové sazby reagují poklesem. V první fázi jsou slabnoucí inflační tlaky vyplývající z nižšího domácího HDP a mezd v podnikatelském sektoru převáženy působením oslabujícího kurzu koruny v důsledku zhoršujícího se čistého vývozu. Zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen se tak i přes zpomalování domácí ekonomické aktivity projeví až s určitým zpožděním. V další fázi slabší kurz koruny sice přispívá k růstu čistého vývozu prostřednictvím zvyšující se cenové konkurenceschopnosti domácích vývozců, efekt výpadku zahraniční poptávky však pouze zmírňuje.⁵⁸

57 Závislost vývoje obchodní bilance ČR a obchodní bilance Německa však prokázána nebyla.
58 Kvantifikaci alternativních scénářů vývoje v zahraničí a jejich dopadů na českou ekonomiku obsahuje Zpráva o inflaci I/2011 a tato Zpráva o inflaci IV/2011 (viz kapitola II.4).

Na rozdíl od Německa a eurozóny jako celku si **tempo růstu slovenského HDP** udrželo ve druhém čtvrtletí 2011 dynamiku z předchozího čtvrtletí. V meziročním srovnání se HDP zvýšil o 3,5 % a mezičtvrtletně vzrostl o 0,9 % (Graf III.7.3). Ve struktuře HDP meziročně poklesly vládní výdaje a stagnovala spotřeba domácností, zatímco hrubá tvorba kapitálu vzrostla. O více než polovinu se oproti předchozímu roku zvýšil také přebytek výkonové bilance. Tempo růstu průmyslové produkce však od začátku roku postupně zpomalovalo. Ve druhém čtvrtletí 2011 dosáhlo 7,9 % a během července a srpna se dále zmírnilo až na 4,2 %. Na tento vývoj reagovala míra nezaměstnanosti od června mírným růstem na hodnotu 13,4 % v září. Říjnový CF odhaduje za celý rok 2011 růst HDP Slovenska o 3,2 % při velmi nízké dynamice spotřeby domácností (0,5 %).

Meziroční **tempo růstu spotřebitelských cen** podobně jako v celé eurozóně v září zrychlilo; v případě Slovenska dosáhlo 4,3 %. Podle říjnového CF by měla inflace ve zbytku roku v průměru dosáhnout 4,1 %. Meziroční růst cen průmyslových výrobců od března postupně zpomaloval a v srpnu dosáhl pouze 2,0 %.

III.7.2 Spojené státy

Meziroční růst HDP v USA ve druhém čtvrtletí 2011 dále zpomalil na 1,6 % (Graf III.7.4). V mezičtvrtletním vyjádření dosáhl hospodářský růst 0,3 %. Pokles dynamiky ekonomického růstu byl způsoben nejen vnějšími faktory (zemětřesení v Japonsku, vysoké ceny ropy, dluhová krize v Evropě, hospodářské zpomalení v rozvíjejících se zemích), ale i vnitřními faktory (slabá spotřebitelská poptávka a pokles vládních výdajů). Zejména vysoká nezaměstnanost a očekávané omezování sociálních a jiných fiskálních výdajů (okolo 2 % HDP od ledna 2013) působily na snižování důvěry spotřebitelů a jejich poptávky. Také možnosti Fedu podpořit ekonomický růst dalším uvolněním měnové politiky jsou malé. Hospodářskou situaci dále komplikuje radikalizace obou hlavních politických stran před nadcházejícími prezidentskými volbami na podzim 2012. Ta téměř znemožňuje optimální nastavení fiskálních stimulů a úsporných opatření tak, aby bylo zajištěno snížení velmi vysokého poměru veřejného dluhu k HDP ve střednědobém horizontu a přitom nebylo ohroženo probíhající křehké oživení.

Pro druhou polovinu roku 2011 lze očekávat další mírné zpomalení hospodářské dynamiky ve srovnání s prvním pololetím. Ve třetím čtvrtletí 2011 pokračoval meziroční nárůst průmyslové výroby zhruba na úrovni 3,3 % a mírně se zvyšovalo využití výrobních kapacit. Nezaměstnanost se udržela na 9,1 % a meziroční tempo růstu zaměstnanosti se mírně zvýšilo na 1 %. Říjnový CF očekává růst HDP ve druhé polovině roku 2011 okolo 1,5 % a oproti červenci svou predikci snížil o 1 procentní bod. Také předstihové ukazatele naznačují pokračování pozvolného růstu HDP.

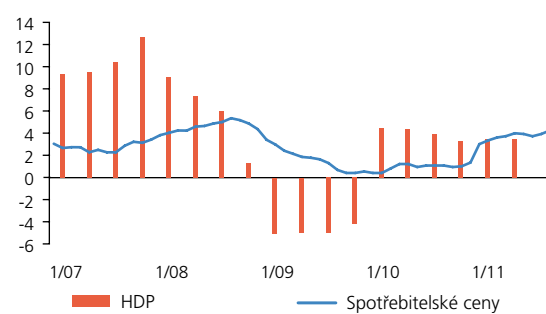
Meziroční míra inflace se ve třetím čtvrtletí 2011 poněkud zvýšila na hodnotu 3,8 %. Po zbytek roku 2011 však říjnový CF očekává její pokles na 3,1 %. Vyšší inflace je důsledkem zejména nárůstu cen

GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

Růst HDP si ve druhém čtvrtletí 2011 udržel svou dynamiku, inflace v září zrychlila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

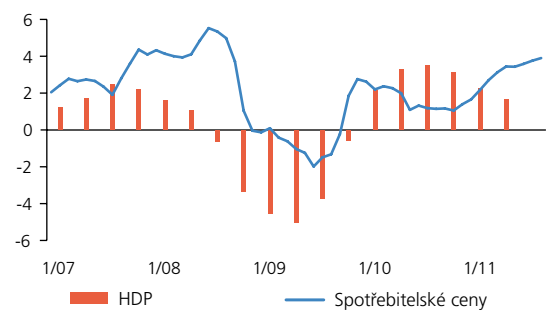


GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

Růst HDP ve druhém čtvrtletí 2011 dále zpomalil při relativně vysokých inflačních tlacích

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



energií (o 19 %), potravin (5,0 %) a dalších komodit. FOMC na svém zasedání 20. a 21. září ponechal svou základní sazbu na 0-0,25 % a naznačil, že ji velmi pravděpodobně zachová na této úrovni minimálně do poloviny roku 2013. FOMC také zamýšlí změnit v průběhu příštích 10 měsíců (do června 2012) strukturu svých aktiv: bude nakupovat dlouhodobé cenné papíry (6-30 let) a prodávat krátkodobé (3 roky a kratší). Hodnota nakoupených i prodaných dluhopisů by měla být 400 mld. USD. Cílem opatření je snížit dlouhodobé úrokové sazby a podpořit tak investice a hypoteční trh. FOMC se rozhodl reinvestovat výnosy z hypotečních zástavních listů zpět do těchto nástrojů s cílem posílit hypoteční trh. FOMC dále naznačil, že má k dispozici další nástroje k podpoře ekonomické aktivity a že je v případě nutnosti připraven je použít.

III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

Ve třetím čtvrtletí 2011 kurz eura vůči světovým měnám, jako je například japonský jen či britská libra, oslaboval (Graf III.7.5). Nejistota ohledně řešení dluhové krize v eurozóně utlumila zájem o euro a naopak výrazně posilovaly měny, které jsou chápány jako bezpečné přístavy. V průběhu srpna švýcarský frank výrazně posílil vůči euru (o 20 % oproti lednu 2011), což vedlo švýcarskou centrální banku k zavedení stropu na kurz ve výši 1,2 CHF/EUR s platností od 6. září. Vůči americkému dolaru začalo euro oslabovat až v září, v průběhu července a srpna se kurz držel v pásmu 1,40 až 1,45 USD/EUR. Dolar podpořilo rozhodnutí americké centrální banky financovat nákupy dluhopisů s delší splatností z prodeje dluhopisů s kratší splatností. Euro posílilo výrazně pouze vůči některým evropským měnám jako např. polský zlotý a maďarský forint (o 12 % a 10 % na konci září oproti červenci).

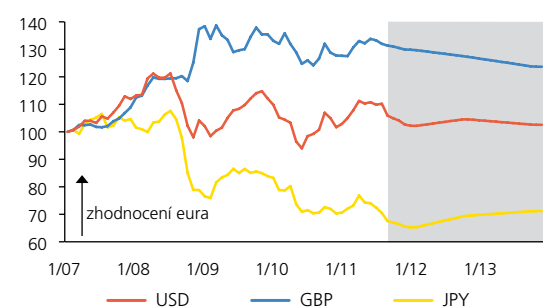
V první polovině října 2011 se trend oslabování vůči světovým měnám obrátil a euro mírně posílilo. Dalšímu posílení jednotné evropské měny však brání očekávané zpomalení ekonomického růstu eurozóny, které se projevilo již ve druhém čtvrtletí, a negativní vliv pokračující dluhové krize. Proti euru působí i očekávané snížení výhledu tržních úrokových sazeb v eurozóně.

Říjnový CF očekává v horizontu dvou let kurz eura vůči dolaru na úrovni 1,33 USD/EUR. Vůči japonskému jenu by euro mělo v delším horizontu mírně posílit, vůči britské libře naopak postupně oslabit.

GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

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



III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Zhruba od dubna 2011 dolarová **cena ropy Brent** kolísá kolem mírně klesajícího trendu (Graf III.7.6). Přitom se střídají období pozvolného růstu s prudkými propady. V první polovině září cena ropy Brent kolísala v horizontálním pásmu 110–115 USD/barel, když proti turbulencím na finančních trzích působily fundamenty v podobě relativně silné poptávky Číny a klesající těžby v Severním moři. Poté došlo ve zbytku měsíce k dalšímu poměrně silnému poklesu ceny, který odstartovaly nepříznivé údaje o spotřebitelské důvěře v USA, stejně jako neúspěšná jednání ministrů financí eurozóny ohledně pomoci Řecku.

MMF snížil předpověď globálního růstu a nevyločil návrat americké a evropské ekonomiky do recese. S obdobným hodnocením se přidal i Fed a investory znervóznily i údaje o klesající průmyslové produkci v Číně a klesajícím sektoru služeb v eurozóně. Když se na počátku října objevily zprávy o problémech belgicko-francouzské finanční skupiny Dexia a ministři financí eurozóny rozhodli o odložení další splátky půjčky Řecku, dostala se cena ropy Brent 4. října poprvé od letošního února pod hranici 100 USD/barel. Stejně jako při předchozích třech poklesech však následovala rychlá korekce směrem ke zvýšení a ve druhé říjnové dekádě se cena ropy Brent již opět pohybovala nad 110 USD/barel. K uklidnění investorů vedly plány na rekapitalizaci evropských bank, příznivější ekonomické údaje a pokles zásob ropy v USA. V korunovém vyjádření se průměrná měsíční cena ropy Brent od března prakticky neměnila (Graf III.7.7).

Odhad budoucí poptávky po ropě byl opět snížen jak ze strany IEA, tak kartelem OPEC. IEA je však ve své prognóze optimističtější, neboť neočekává výrazný pokles poptávky v Asii a na Středním východě. Rovněž v Japonsku by měla být poptávka vysoká, neboť ropa a zemní plyn by měly krýt výpadek tamních jaderných elektráren. Na straně nabídky se objevily problémy s těžbou v Nigérii, na druhé straně je hlášen pozvolný náběh těžby v Libyi. OPEC předpokládá pro rok 2012 růst těžby v Kanadě, USA, Brazílii a Kolumbii.

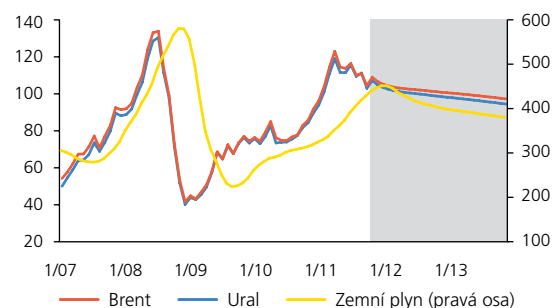
Tržní výhled ceny ropy Brent na základě termínovaných kontraktů se oproti minulé prognóze snížil o cca 14 USD/barel a v polovině roku 2013 se předpověď dostává pod hranici 100 USD/barel.⁵⁹ Sklon futures křivky zůstává klesající. Trh tudíž nepředpokládá problémy s budoucí nabídkou a očekává spíše její růst díky postupnému návratu

GRAF III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent by měla postupně klesat až pod hranici 100 USD/barel v roce 2013

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

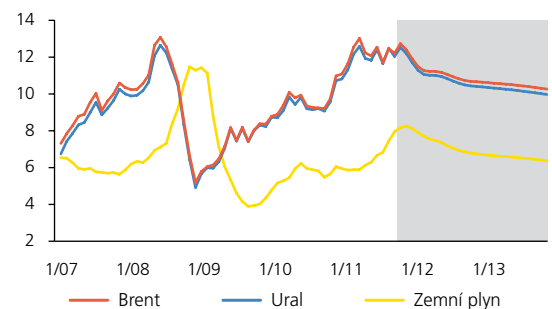


GRAF III.7.7

KORUNOVÉ CENY ROPY A PLYNU

V korunovém vyjádření cena ropy Brent od března v podstatě stagnovala, na prognóze by však měla klesat

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



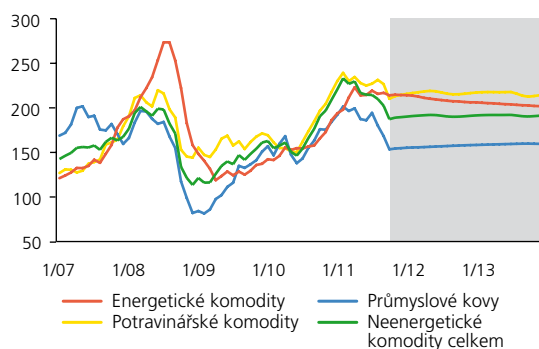
⁵⁹ Pro srovnání analytici Morgan Stanley snížili svou předpověď pro rok 2012 ze 130 na 100 USD/barel, naopak investiční banka Goldman Sachs očekává nadále vysoké ceny a svou předpověď přehodnotila pouze o 10 USD na 120 USD/barel.

GRAF III.7.8

CENY KOMODIT

Zatímco ceny energetických surovin ve třetím čtvrtletí 2011 víceméně stagnovaly, průměrný index cen neenergetických surovin poměrně výrazně poklesl

(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).

dodávek libyjské ropy. Mírně klesající křivka je z historického pohledu normálním stavem na trhu s ropou. Zároveň dochází k postupnému poklesu nadzemních zásob ropy.⁶⁰ Zpracovatelé tak odkládají nákupy a spotřebovávají zásoby.⁶¹

Po silném a prakticky plošném poklesu cen jak průmyslových, tak potravinářských komodit v průběhu září se průměrný měsíční **index cen neenergetických surovin** nacházel v první polovině října o 20 % níže než v době svého únorového maxima (Graf III.7.8). Subindex potravinářských komodit vykázal menší pokles (12 %), naopak složka průmyslových surovin propadla výrazněji (o 28 %, z toho průmyslové kovy o 24 %). Předpověď na základě futures kontraktů očekává jen mírný růst z aktuálních hodnot.

Index cen energetických surovin od března prakticky stagnuje, když klesající cenu ropy kompenzoval zpožděný růst cen zemního plynu. Ceny plynu by však od začátku roku 2012 měly rovněž začít klesat, a tak jedinou růstovou složkou v indexu zůstávají ve výhledu ceny uhlí.

⁶⁰ Ty se v OECD dostaly v únoru pod pětiletý průměr (zejména vlivem evropských zemí) a od té doby nadále klesají. Dle předběžných dat IEA tento vývoj pokračoval i v září, zejména se snižovaly stavy v krátkodobých zásobnících.

⁶¹ Částečně může jít i o spekulativní aktivitu obchodníků, kteří vlastní skladovací kapacity. Velcí investoři však snižují své dlouhé pozice, které dosáhly maxima v dubnu v souvislosti s výpadkem libyjské ropy. Jejich pozice jsou sice stále výše, než ve stejném období před rokem, ale pokles aktivity může tlačit futures křivku dolů.

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf I.7	Růst HDP – porovnání základního a alternativního scénáře	8
Graf I.8	Kurz CZK/EUR – porovnání základního a alternativního scénáře	8
Graf I.9	3M PRIBOR – porovnání základního a alternativního scénáře	8
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	9
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	11
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	12
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	13
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	13
Graf II.2.7	Prognóza měnového kurzu	13
Graf II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	14
Graf II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	14
Graf II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14
Graf II.2.11	Průměrná nominální mzda	15
Graf II.2.12	Prognóza růstu HDP	15
Graf II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	15
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	16
Graf II.2.15	Reálná spotřeba domácností a vlády	16
Graf II.2.16	Nominální disponibilní důchod	17
Graf II.2.17	Hrubá tvorba kapitálu	17
Graf II.2.18	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	22
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	22
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	22
Graf II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	23
Graf II.3.5	Změna prognózy kurzu	23
Graf II.3.6	Změna prognózy HDP	23
Graf II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	24
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	27
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	28
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	29
Graf III.1.2	Inflace	31
Graf III.1.3	Vývoj složek inflace	31
Graf III.1.4	Struktura inflace	31
Graf III.1.5	Ceny potravin	32
Graf III.1.6	Vývoj složek cen potravin	32
Graf III.1.7	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	32
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	33

Graf III.2.2	Dovozní ceny	33
Graf III.2.3	Minerální paliva	33
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	34
Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	34
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	35
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	35
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	36
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	37
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	37
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	37
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	38
Graf III.3.5	Indikátor spotřebitelské důvěry	38
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	38
Graf III.3.7	Investice do obydlí	39
Graf III.3.8	Čistá zahraniční poptávka	39
Graf III.3.9	Vývoz a dovoz	40
Graf III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	40
Graf III.3.11	Průmyslová produkce	40
Graf III.3.12	Nové průmyslové zakázky	41
Graf III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	41
Graf III.3.14	Indikátory důvěry	41
Graf III.3.15	Potenciální produkt	42
Graf III.3.16	Mezera výstupu	42
Graf III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	42
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	43
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	43
Graf III.4.3	Míra nezaměstnanosti	43
Graf III.4.4	Beveridgeova křivka	44
Graf III.4.5	Vývoj produktivity v NH	45
Graf III.4.6	NJMN	45
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	46
Graf III.5.2	Rozklad meziroční změny rychlosti obrátu peněz v ČR a zahraničí	46
Graf III.5.3	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	46
Graf III.5.4	Faktory nabídky peněz	47
Graf III.5.5	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	47
Graf III.5.6	Úvěry podnikům a domácnostem	47
Graf III.5.7	Úvěry nefinančním podnikům	48
Graf III.5.8	Úvěry domácnostem	48
Graf III.5.9	Nové úvěry na bydlení	48
Graf III.5.10	Struktura nových úvěrů na bydlení podle fixace úrokové sazby	49
Graf III.5.11	Úvěry v selhání	49
Graf III.5.12	Základní sazby ČNB	49
Graf III.5.13	Tržní úrokové sazby	50
Graf III.5.14	Úrokové diferenciály	50
Graf III.5.15	Výnosová křivka státních dluhopisů	50
Graf III.5.16	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	52
Graf III.5.17	Změny úrokové sazby z úvěrů na bydlení	52
Graf III.5.18	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	53
Graf III.5.19	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	53
Graf III.5.20	Ex ante reálné sazby	53
Graf III.5.21	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	54
Graf III.5.22	Základní ukazatele hospodaření	54

Graf III.5.23	Financování nefinančních podniků	55
Graf III.5.24	Domácí a zahraniční podnikové úvěry	55
Graf III.5.25	Dluh a čisté úrokové platby	55
Graf III.5.26	Financování domácností	56
Graf III.5.27	Čistá finanční aktiva domácností a míra hrubých úspor	56
Graf III.5.28	Realizované a nabídkové ceny bytů	57
Graf III.5.29	Počty transakcí na trhu nemovitostí	57
Graf III.5.30	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	57
Graf III.5.31	Výnosy komerčních nemovitostí	58
Graf III.6.1	Běžný účet	59
Graf III.6.2	Obchodní bilance	59
Graf III.6.3	Bilance služeb	59
Graf III.6.4	Bilance výnosů	60
Graf III.6.5	Finanční účet	60
Graf III.6.6	Přímé investice	60
Graf III.6.7	Portfoliové investice	61
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	61
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	62
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	63
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	65
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	65
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	66
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	67
Graf III.7.7	Korunové ceny ropy a plynu	67
Graf III.7.8	Ceny komodit	68

Tab.	II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	11
Tab.	II.2.2	Prognóza vybraných veličin	18
Tab.	II.2.3	Prognóza platební bilance	18
Tab.	II.2.4	Fiskální prognóza	19
Tab.	II.4.1	Alternativní scénář – zahraniční veličiny	25
Tab.	II.4.2	Alternativní scénář – domácí ekonomika	25
Tab.	II.4.3	Citlivostní scénář kurzu	26
Tab.	II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	27
Tab.	II.5.2	Očekávané ukazatele CF	27
Tab.	III.1.1	Naplnění prognózy inflace	29
Tab.	III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	30
Tab.	III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	30
Tab.	III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	34
Tab.	III.3.1	Investice podle sektorů	39
Tab.	III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	44
Tab.	III.5.1	Ukazatele hospodaření podniků	54
Tab.	III.5.2	Finanční indikátory podniků	56

CF	Consensus Forecasts	ILO	International Labour Organization
CP	cenné papíry	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IPP	index průmyslových cen
CZK, Kč	česká koruna	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	M1, M2, M3	peněžní agregát
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	NHPP	národohospodářská produktivita
EK	Evropská komise	NiGEM	National Institute's Global Econometric Model
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ESA 95	Evropský systém národních účtů	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESCB	Evropský systém centrálních bank	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EU	Evropská unie	PAYG	pay-as-you-go
EUR	euro	PH	pohonné hmoty
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PMI	Purchasing Managers Index
Fed	centrální banka USA	PPI	ceny průmyslových výrobců
FOMC	Federal Open Market Committee	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednorocní)
GBP	britská libra	USD	americký dolar
HDP	hrubý domácí produkt	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HICP	harmonizovaný cenový index	ZEW	Centrum evropského ekonomického výzkumu
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
HPH	hrubá přidaná hodnota	USA	Spojené státy americké
CHF	švýcarský frank		
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
Reforma penzijního systému	(box)	IV/2011
Ratingové hodnocení České republiky	(box)	IV/2011
Německo – hlavní obchodní partner ČR	(box)	IV/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 (covered bond): dluhopis kolateralizovaný (zajištěný) dlouhodobými aktivy, zpravidla hypotečními úvěry nebo úvěry veřejnému sektoru. Emitenty jsou převážně banky a vydávání krytých dluhopisů podléhá přísným legislativním pravidlům. Tento druh dluhopisu se vyznačuje nižším úvěrovým rizikem z důvodu vyššího krytí oproti standardním dluhopisům (tzv. dual recourse), z 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).

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

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

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

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejících se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, celkové vklady s dohodnutou splatností a s výpovědní lhůtou a repo operace. Široký peněžní agregát M3 zahrnuje oběživo, jednodenní vklady, vklady s dohodnutou splatností do dvou let, vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry do dvou let.

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

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

Podíl ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-income): podíl ceny bytu (68 m²) a součtu roční mzdy v daném regionu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

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

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

Realizované ceny nemovitostí: 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	
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<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	3 054,4	3 091,7	3 174,0
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,2	2,0	1,2	2,7
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	-0,4	1,6	2,1
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	-1,8	0,5	-0,3
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,4	-3,2	-15,5	5,3	1,9	4,7	3,9
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	17,7	9,4	2,9	8,2
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	17,6	7,2	4,1	7,6
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	65,2	144,0	106,1	134,0
<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	-	-	-
CENY												
<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	1,8	2,7	1,6
Regulované ceny (17,15 %)*	%, meziročně, průměr	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,7	4,6	6,3	2,7
Čistá inflace (82,85 %)*	%, meziročně, průměr	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,1	0,8	1,6
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	3,5	1,4	1,5
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	-0,7	0,4	1,8
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	%, meziročně, průměr	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	9,8	2,2	-0,3
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,7	1,5	1,7
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,5	-1,2	0,5	0,8	2,5
<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	5,5	2,2	1,9
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	19,9	-6,5	0,1
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	38,5	-7,0	-3,5
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominální	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	1,9	2,4	3,8	4,2
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,4	0,6	1,1	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	0,4	0,1	0,0
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,3	-1,1	0,6	2,6	1,5
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	1,6	1,1	2,5
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	7,1	6,9
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	%, průměr	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	8,9	8,8	8,2
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-179,8	-82,9	-101,1	-79,2	-26,7	-85,0	-217,7	-180,7	-148,7	-134,2	-144,0
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominální	-6,7	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,8	-3,4	-3,5
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	768,2	847,8	885,4	948,1	1 023,4	1 104,3	1 285,7	1 417,7	1 557,5	1 673,2	1 810,7
Veřejný dluh / HDP**	%, nominální	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,4	37,6	40,2	42,3	43,5
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-69,8	-13,4	48,6	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	90,0	80,0	110,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominální	-2,7	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,4	1,5	2,4	2,1	2,7
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	13,2	16,6	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	70,2	70,0	75,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-160,6	-147,5	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-116,4	-119,4	-140,0	-115,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominální	-6,2	-5,2	-1,0	-2,1	-4,4	-2,2	-2,5	-3,2	-3,2	-3,6	-2,8
<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	70,0	70,0	70,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,6	17,3	16,8
Kč/EUR	průměr	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,5	23,1	22,5
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,5	-2,4	-5,0	-2,5
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-3,1	-5,5	-1,3	-3,9	-8,8	4,3	-3,1	-2,9	-5,2	-2,3
<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	1,2	-2,2	-0,3
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	3,8	-2,7	-1,5
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,3	4,0	3,5	4,0	5,7
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	1,1	0,9	1,4

* 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	762,0	762,5	764,4	765,4	767,1	770,2	774,6	779,9	784,8	790,1	796,2	802,9
-3,6	-4,8	-4,4	-3,2	1,2	2,3	2,6	2,7	2,8	2,2	1,7	1,3	0,7	1,0	1,3	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0
0,6	-0,1	-0,5	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	0,4	-0,4	-0,7	-0,3	-0,1	0,7	1,5	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,1
1,4	1,5	4,0	3,4	2,4	0,8	-0,8	-2,6	-1,1	-1,4	-3,5	-1,3	-0,5	0,4	0,9	1,2	0,7	0,0	-0,6	-1,2
-6,1	-13,9	-14,8	-26,5	-7,2	2,8	17,1	10,5	3,6	5,5	-6,8	6,3	3,5	4,9	5,4	5,0	4,6	4,2	3,7	3,2
-19,0	-15,6	-8,0	2,4	18,2	19,4	16,4	16,8	14,8	9,4	7,7	5,9	0,0	3,3	3,6	4,9	6,3	7,7	8,9	9,7
-16,8	-14,5	-6,6	-2,4	15,4	18,5	19,2	17,4	12,7	7,9	2,5	6,0	0,6	4,8	5,4	5,8	6,6	7,4	8,0	8,5
-4,5	15,4	12,9	31,4	14,4	24,1	-5,5	32,2	33,8	38,6	39,1	32,6	28,8	26,1	25,3	26,0	27,9	31,0	35,1	40,0
-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	6,9	11,5	10,7	11,8	12,3	9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-10,8	1,2	0,3	2,0	-22,7	-8,3	-2,8	-2,1	7,0	-4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,2	2,1	1,7	1,5	4,8	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	1,7	2,0	2,7	2,5	2,7	2,8	1,6	1,5	1,5	1,6
11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	3,6	3,8	4,3	4,0	4,5	5,6	7,2	6,9	6,0	5,1	2,9	2,6	2,6	2,5
-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,2	0,7	0,5	0,9	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7
0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	3,6	3,2	1,8	1,0	1,2	1,7	1,8	1,6	1,4	1,3
0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,6	0,9	1,4	1,7	1,9	2,1
-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	9,1	9,5	9,9	4,7	0,8	1,4	1,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7
1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7	2,0	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8
3,7	3,3	2,1	1,2	-1,7	-1,1	-0,5	-1,4	-1,2	-0,3	0,9	2,7	1,8	0,8	0,6	0,2	2,6	3,0	2,5	2,0
-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	5,6	5,1	3,0	1,5	2,2	2,2	2,1	2,0	1,7	1,7
-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	30,1	16,6	5,0	-5,3	-10,0	-6,7	-4,2	-2,6	-0,9	1,4	2,7
2,8	1,4	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	33,1	11,8	15,8	36,7	49,0	47,3	23,1	0,1	-12,1	-9,2	-5,2	-3,9	-3,2	-3,3	-3,5
2,2	2,5	4,1	4,6	2,6	2,7	1,9	0,6	2,1	2,5	2,5	2,6	3,4	3,6	3,9	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2
0,1	1,1	4,0	4,2	1,9	1,5	0,0	-1,5	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	1,1	1,2	1,2	2,5	2,6	2,6	2,6
-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,6	-1,3	-1,5	-0,1	0,5	0,3	0,7	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
4,9	4,5	4,8	3,0	-1,9	-1,2	0,1	-1,5	-0,9	0,2	1,1	2,0	3,3	2,7	2,4	2,1	1,7	1,6	1,4	1,4
5,5	5,1	5,9	1,2	-5,6	-5,9	-8,2	-6,5	-5,5	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,5	-4,2	-3,2	-1,0	3,3	3,9	2,4	2,9	2,4	1,7	1,4	0,9	0,2	0,9	1,3	1,9	2,2	2,4	2,5	2,6
5,8	6,4	7,4	7,3	8,2	7,2	7,1	7,0	7,3	6,8	7,2	7,0	7,2	7,0	7,4	7,0	7,1	6,7	7,0	6,6
7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	8,8	9,1	9,8	8,7	8,4	8,7	9,6	8,6	8,4	8,7	9,3	8,1	7,8	7,9
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21,6	27,9	19,6	18,3	31,0	22,9	-4,5	4,4	34,1	24,9	13,0	18,0	29,0	26,0	8,0	17,0	36,0	33,0	16,0	25,0
2,5	3,0	2,2	2,0	3,6	2,4	-0,5	0,5	3,8	2,6	1,4	1,8	3,2	2,7	0,8	1,7	3,8	3,2	1,6	2,4
18,1	17,7	18,8	19,3	18,3	24,8	15,3	16,9	13,7	20,5	18,0	18,0	14,0	20,0	18,0	18,0	16,0	21,0	19,0	19,0
9,1	-48,7	-34,8	-14,8	13,9	-27,6	-87,0	-15,7	21,4	-49,8	-73,0	-18,0	13,0	-53,0	-81,0	-19,0	20,0	-48,0	-75,0	-12,0
1,0	-5,3	-3,8	-1,6	1,6	-2,9	-9,4	-1,7	2,4	-5,2	-7,7	-1,8	1,4	-5,5	-8,4	-1,9	2,1	-4,7	-7,4	-1,1
16,5	9,0	-17,1	29,3	30,6	19,5	70,2	-23,3	13,3	35,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	16,9	17,3	18,5	17,9	17,4	17,0	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
27,6	26,7	25,6	25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,4	24,8	23,7	23,2	22,9	22,7	22,6	22,5	22,4	22,4	22,4
7,4	6,7	6,1	2,1	-6,1	-4,0	-3,1	-4,7	-5,2	-4,2	-1,2	0,9	-2,2	-4,0	-5,6	-8,1	-4,4	-2,7	-1,8	-1,1
8,5	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,3	-1,1	-2,8	-4,9	-4,6	-1,9	-0,3	-3,0	-4,3	-5,9	-7,7	-4,1	-2,5	-1,5	-0,9
5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,6	-0,3	2,2	1,0	0,8	-0,1	1,4	2,7	-0,3	-2,2	-2,5	-3,7	-1,5	-0,4	0,1	0,5
1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,5	2,5	5,8	4,7	4,7	2,4	3,4	4,9	0,2	-2,1	-3,3	-5,4	-3,3	-1,7	-0,9	-0,3
8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	4,7	3,8	3,0	2,0	3,7	5,4	4,1	4,2	4,1	3,6	5,9	6,3	5,6	4,9
1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	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	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,5	1,7

Vydává:

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

Kontakt:

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

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)

ISSN 1804-2457 (Online)

