



národní
úložiště
šedé
literatury

Zpráva o inflaci / II, 2012

Česká národní banka
2012

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123853>

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 / II

2012

ZPRÁVA O INFLACI / II

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

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

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

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

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. května 2012 a obsahuje informace dostupné k 20. dubnu 2012. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

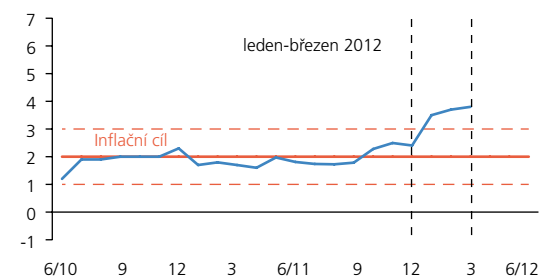
| | |
|--|-----------|
| PŘEDMLUVA | 3 |
| OBSAH | 5 |
| I SHRUTÍ | 6 |
| II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA | 9 |
| II.1 Vnější předpoklady prognózy | 9 |
| II.2 Prognóza | 11 |
| II.3 Srovnání s minulou prognózou | 21 |
| BOX 1 Revize spotřebního koše | 21 |
| II.4 Alternativy a citlivostní analýzy | 24 |
| II.4.1 Alternativní scénář – dodatečná rozpočtová opatření | 24 |
| II.4.2 Citlivostní scénář kurzu | 25 |
| II.5 Prognózy ostatních subjektů | 26 |
| III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ | 28 |
| III.1 Inflace | 28 |
| III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle | 28 |
| III.1.2 Současný vývoj inflace | 30 |
| BOX 2 Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot | 32 |
| III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců | 34 |
| III.2.1 Dovozní ceny | 34 |
| III.2.2 Ceny výrobců | 35 |
| III.3 Poptávka a nabídka | 38 |
| III.3.1 Domácí poptávka | 38 |
| III.3.2 Čistá zahraniční poptávka | 40 |
| III.3.3 Nabídka | 41 |
| III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky | 43 |
| III.4 Trh práce | 44 |
| III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost | 44 |
| III.4.2 Mzdy a produktivita | 45 |
| III.5 Finanční a měnový vývoj | 47 |
| III.5.1 Peníze | 47 |
| III.5.2 Úvěry | 48 |
| III.5.3 Úrokové sazby | 50 |
| III.5.4 Měnový kurz | 53 |
| III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků | 53 |
| 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 |
| III.7.2 Spojené státy | 64 |
| III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám | 66 |
| III.7.4 Cena ropy a dalších komodit | 66 |
| SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU | 68 |
| SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU | 71 |
| POUŽITÉ ZKRATKY | 72 |
| SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI | 73 |
| GLOSÁŘ POJMŮ | 76 |
| KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY | 80 |

GRAF I.1

PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

Celková inflace se ve prvním čtvrtletí 2012 zvýšila výrazně nad cíl ČNB

(meziroční změny v %)

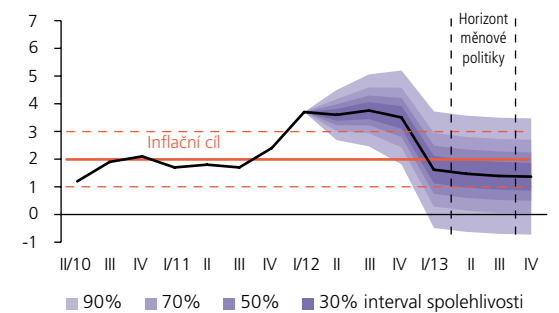


GRAF I.2

PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Celková inflace se v důsledku zvýšení DPH bude v roce 2012 pohybovat poblíž současných zvýšených hodnot, v roce 2013 klesne pod cíl

(meziroční změny v %)

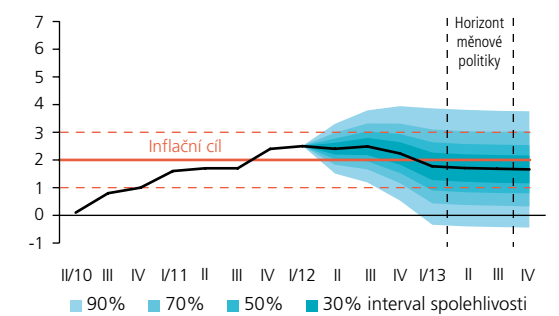


GRAF I.3

PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace v příštím roce klesne mírně pod cíl

(meziroční změny v %)



I. SHRNUTÍ

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zmatelně zpomalila svůj meziroční růst, tažený výhradně čistým vývozem. Celková inflace se na začátku letošního roku zvýšila výrazně nad cíl ČNB, měnověpolitická inflace se pohybuje v horní polovině tolerančního pásma cíle. Zdrojem inflace jsou zvýšení DPH, ceny potravin, regulované ceny a postupné prosakování minulého oslabení měnového kurzu do cen. Vývoj domácí ekonomiky cenový růst naopak tlumí. Hrubý domácí produkt v letošním roce neporoste, jeho stagnace bude odrazem výrazného zpomalení zahraniční poptávky a pokračující fiskální konsolidace. Reálná ekonomická aktivita ožíví až v roce 2013. Celková inflace se v letošním roce bude pohybovat poblíž současných zvýšených hodnot, od začátku roku 2013 se pak sníží pod cíl. Měnověpolitická inflace v příštím roce rovněž klesne mírně pod cíl. Dopady změn DPH do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013. Alternativní scénář prognózy, zachycující dopady vládních návrhů opatření ke konsolidaci veřejných rozpočtů, vede v roce 2013 k nižším úrokovým sazbám a výrazně pomalejšímu růstu ekonomické aktivity při vyšší celkové inflaci.

Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalila svůj meziroční růst na 0,6 %, když jediným zdrojem růstu byl čistý vývoz. Příspěvky ostatních složek byly záporné, nejvíce u investic do zásob. V prvním čtvrtletí 2012 se očekává další zpomalení meziročního růstu HDP na nulovou hodnotu.

Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2012 výrazně zvýšila nad cíl ČNB, měnověpolitická inflace se pohybovala v horní polovině tolerančního pásma (Graf I.1). Zdrojem inflace jsou zvýšení DPH, ceny potravin a regulované ceny. Proinflačně působí také dovozní ceny v důsledku nedávného oslabení kurzu koruny a růstu světových cen komodit. Záporná korigovaná inflace bez PH nadále odráží slabou poptávku i nevýrazné nákladové tlaky z domácí ekonomiky, a částečně tak kompenzuje vyšší ceny potravin a pohonných hmot.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně** se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále snížilo a tento trend by měl pokračovat i v letošním roce, kdy by růst měl dosáhnout 0,5 %. Tento lehce kladný růst přitom odráží vyšší dynamiku hlavních obchodních partnerů ČR vůči průměru eurozóny, která jako celek zaznamená mírnou recesi. Nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje uvolněnou měnovou politiku ECB; to se spolu s pokračující dluhovou krizí v eurozóně odráží i ve výhledu postupně oslabujícího kurzu eura vůči dolaru. Ceny ropy i dalších komodit se stále udržují na zvýšené úrovni, teprve v delším období se na komoditních trzích předpokládá velmi pozvolný pokles cen.

Dle prognózy se celková inflace ve zbytku roku 2012 bude dočasně pohybovat poblíž současných hodnot zvýšených zejména v důsledku nedávné změny DPH (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace

očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.3). V roce 2013 celková i měnověpolitická inflace klesnou mírně pod cíl, přičemž celková inflace bude oproti měnověpolitické lehce nižší z důvodu sjednocení obou sazeb DPH na úrovni 17,5 % od počátku příštího roku, s nímž nadále pracuje základní scénář prognózy, a jež má v souhrnu mírně protiinflační primární vliv. Celkové tlaky na růst cen se v následujících čtvrtletích výrazně zmírní, k čemuž přispěje útlum ekonomické aktivity a odeznění dosavadního proinflačního vlivu dovozních cen. Nevýrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky se obnoví až od druhé poloviny letošního roku s pozvolným ožíváním hospodářské aktivity. Dopady zvýšení DPH do inflačních očekávání a mzdového vývoje jsou předpokládány nevýrazné. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných do kladných hodnot překmitne ve třetím čtvrtletí 2012. Růst cen potravin a pohonných hmot naopak výrazně zpomalí.

S prognózou je konzistentní pokles tržních **úrokových sazeb** ve zbývajících částech letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013 (Graf I.4). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především nízký růst domácí ekonomické aktivity a mezd, který odráží výrazné zpomalení zahraniční poptávky a restriktivní fiskální politiku, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto protiinflační faktory jen částečně kompenzovány aktuálně zvýšenou inflací, tlaky z dovozních cen a výhledem regulovaných cen. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasné zvýšení inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. Nárůst úrokových sazeb od druhé poloviny roku 2013 odráží předpokládané pozvolné zvyšování úrokových sazeb v zahraničí a oživení domácí ekonomiky. Prognóza očekává pozvolné posilování **kurzu koruny** vůči euru. V krátkodobém horizontu bude na kurz působit mírně kladný úrokový diferenciál a příznivý vývoj zahraničního obchodu na počátku letošního roku (Graf I.5). K posilování koruny v delším horizontu přispěje opětovné oživení zahraniční poptávky a očekávané obnovování dlouhodobé reálné konvergence.

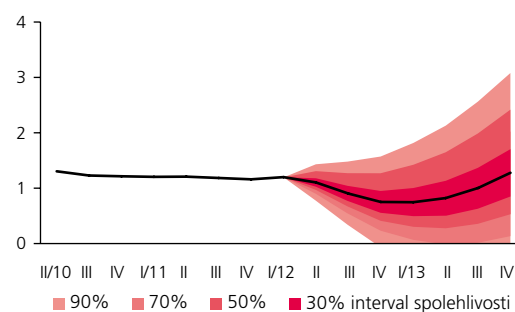
Česká ekonomika bude v letošním roce celkově stagnovat (Graf I.6). Utlumený vývoj ekonomické aktivity bude odrážet výrazné zpomalení zahraniční poptávky a pokračující konsolidaci veřejných rozpočtů. Čistý vývoz a fixní investice budou jedinými složkami s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity, ostatní složky poptávky ji budou brzdit. HDP opět poroste v roce 2013 (o 1,9 %) v souvislosti s oživením zahraniční poptávky. Zdrojem růstu přitom v příštím roce budou kromě vládní spotřeby všechny ostatní výdajové složky. Uvedený vývoj ekonomiky během roku 2012 se na **trhu práce** projeví poklesem celkové zaměstnanosti. K opětovnému růstu, byť nevýraznému, se celková zaměstnanost vrátí až na konci roku 2013, na což bude reagovat i míra nezaměstnanosti. Zhruba stagnující růst mezd v podnikatelské sféře bude letos odrážet útlum české ekonomiky, v příštím roce bude růst mezd kopírovat oživení ekonomické aktivity a postupně zrychlovat. Mzdy v nepodnikatelské sféře letos budou stagnovat, v roce 2013 porostou umírněným tempem.

GRAF I.4

PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývajících částech letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013

(3M PRIBOR v %)

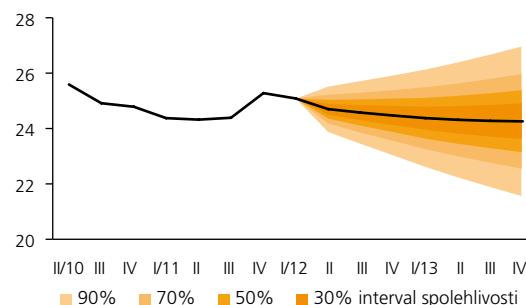


GRAF I.5

PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz bude pozvolna posilovat

(CZK/EUR)

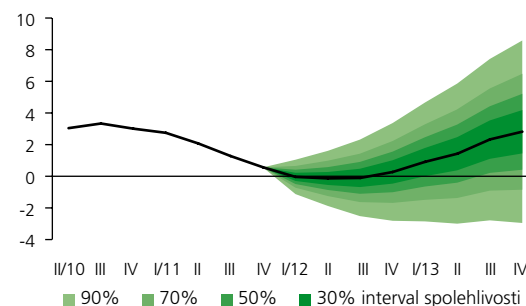


GRAF I.6

PROGNÓZA RŮSTU HDP

HDP bude v letošním roce celkově stagnovat

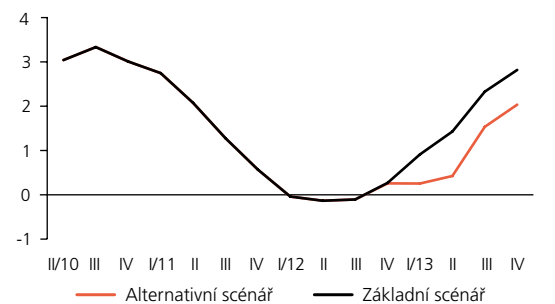
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF I.7

RŮST HDP – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

HDP v alternativním scénáři roste v roce 2013 výrazně pomaleji než v základním scénáři (meziroční změny v %, sezonně očištěno)

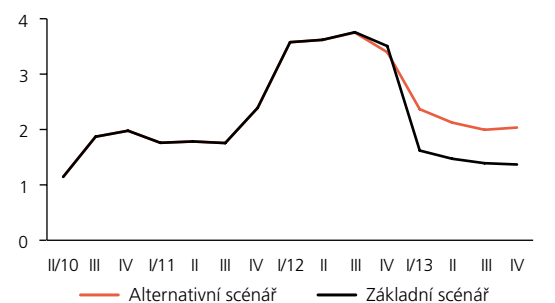


Vládní návrhy z dubna 2012 směřující k další fiskální konsolidaci (a z větší části vyžadující úpravy platných zákonů) vedly ke zpracování **alternativního scénáře dodatečných rozpočtových opatření**. Restriktivní fiskální dopad zbrzdí ekonomický růst v roce 2013 přibližně o 0,8 procentního bodu (Graf I.7). Zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod způsobí nárůst celkové inflace (Graf I.8) a spolu s ostatními příjmovými a výdajovými opatřeními bude tlačit na snížení reálného disponibilního důchodu domácností. Primární dopady změn nepřímých daní (ve výši 0,7 procentního bodu) nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto nemají v simulaci přímý dopad do úrokových sazeb. Zároveň alternativní scénář – v souladu s minulými zkušenostmi a utlumenou ekonomickou aktivitou – nepředpokládá výrazné druhotné dopady zvýšení obou sazeb DPH do inflace např. z důvodu nárůstu inflačních očekávání či dynamiky mezd. Úrokové sazby tak reagují svou nižší hodnotou od konce roku 2012 pouze na protiinflační tlak vyvolaný pomalejším růstem HDP (Graf I.9). Měnový kurz se od hodnot základního scénáře téměř neodlišuje.

GRAF I.8

CELKOVÁ INFLACE – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

Zvýšení obou sazeb DPH posouvá celkovou inflaci oproti základnímu scénáři od počátku roku 2013 směrem nahoru (meziroční změny v %)

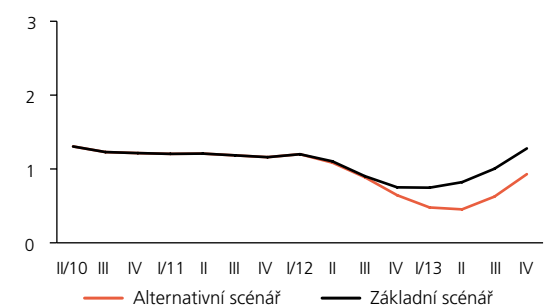


Na svém měnověpolitickém zasedání 3. května 2012 bankovní rada většinou hlasů rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik nové prognózy byla vyhodnocena jako proinflační. Protiinflačním rizikem jsou poptávkové dopady dodatečných fiskálních opatření v duchu alternativního scénáře. Naopak k proinflačním rizikům patří případné zvýšení inflačních očekávání, mírně slabší kurz koruny vůči euru a riziko vyšších cen komodit, zejména ropy. Obousměrné riziko představuje zahraniční ekonomický vývoj.

GRAF I.9

3M PRIBOR – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO A ALTERNATIVNÍHO SCÉNÁŘE

Úrokové sazby se v alternativním scénáři pohybují od konce roku 2012 na nižší hladině oproti základnímu scénáři (v %)



II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

V letošním roce se v efektivní eurozóně očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu, jeho opětovné pozvolné zrychlení by mělo nastat v příštím roce. Odeznívání vlivu vysokých cen komodit a útlum průmyslové produkce se promítají do klesajícího výhledu meziročního růstu cen výrobců. Také tempo růstu spotřebitelských cen zpomalí vlivem ochlazení ekonomické aktivity a vývoje cen komodit. Uvolněná měnová politika ECB a zpomalení ekonomického růstu v eurozóně posouvají trajektorii úrokových sazeb 3M EURIBOR směrem k nižším hodnotám. To se promítá i v očekávaném pokračujícím pozvolném oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru. Výhled ceny ropy předpokládá pozvolný klesající trend z aktuálně vysokých hodnot. Vzhledem k pokračující dluhové krizi jsou rizika zahraničního vývoje nadále výrazná.

Výhled efektivního ukazatele HDP v eurozóně předpokládá v letošním roce výrazné zpomalení tempa růstu na 0,5 %, což je o 2,2 procentního bodu méně než v roce 2011 (Graf II.1.1).¹ Přitom očekávaná dynamika ekonomické aktivity hlavních obchodních partnerů ČR (Německo, Slovensko, Rakousko) se pohybuje výrazně nad průměrem celé eurozóny. Většina zemí eurozóny bude podstupovat proces fiskální konsolidace vynucený prohlubováním dluhové krize, který spolu s nejistotou ohledně budoucího vývoje bude tlumit domácí poptávku. Zrychlení růstu efektivní zahraniční poptávky na 1,6 % se očekává až v příštím roce, stále však nedosáhne tempa z roku 2011. Oproti minulé prognóze se tak výhled změnil jen mírně. Rizika budoucího růstu ekonomické aktivity v eurozóně jsou však vzhledem k pokračující dluhové krizi nadále výrazná.

I přes aktuálně vyšší ceny energetických komodit leží výhled **efektivního ukazatele výrobních cen v eurozóně** v letošním a příštím roce ve srovnání s rokem 2011 výrazně níže (Graf II.1.2), zejména kvůli odeznívání vlivu vysokých cen komodit z meziročních temp růstu cen a očekávaného zpomalení ekonomické aktivity. Růst výrobních cen pro letošní rok by proto měl oproti roku 2011 zpomalit o 3,7 procentního bodu na 2,3 %. Další mírné zpomalení na 2,1 % se i přes postupné oslabování eura očekává v roce 2013, a to v souvislosti s odezníváním vlivu vysokých cen ropy a zemního plynu. Výhled cen výrobců tak je ve srovnání s minulou prognózou lehce vyšší.

Výhled zpomalující dynamiky **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3) zohledňuje především očekávaný útlum poptávky a rovněž zmírnění příspěvku cen komodit. Ve srovnání

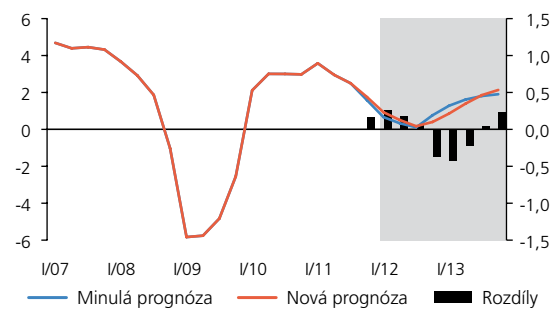
¹ Výhled zahraničních veličin, tj. HDP, PPI, CPI eurozóny a kurzu USD/EUR, vychází z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů (3M EURIBOR, ropa Brent) k 10. dubnu 2012. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.1

EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

V letošním roce se očekává výrazné zpomalení ekonomického růstu v eurozóně

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

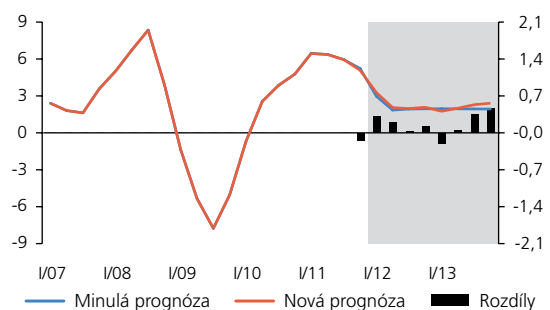


GRAF II.1.2

EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Klesající výhled růstu průmyslových cen zohledňuje předpokládaný útlum průmyslové produkce a odeznívání vlivu vysokých cen komodit

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

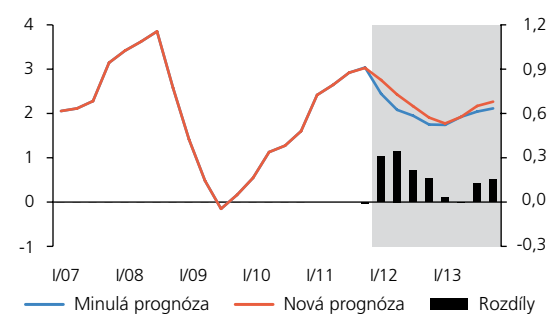


GRAF II.1.3

EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Výhled efektivní inflace se téměř v celém horizontu prognózy pohybuje mírně nad 2 %

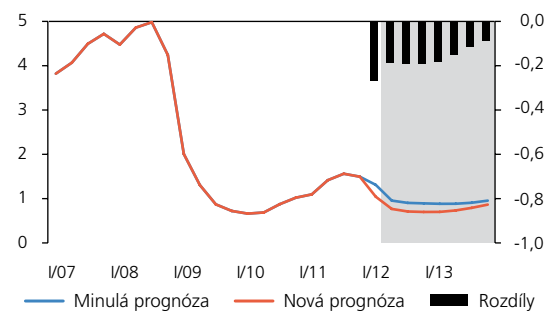
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.4

3M EURIBOR

Uvolněná měnová politika ECB a zpomalování ekonomické aktivity se promítají do nízkého tržního výhledu úrokových sazeb (v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



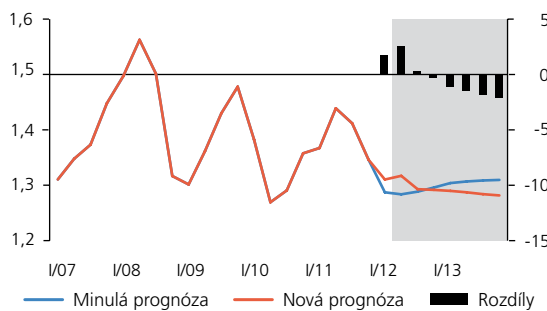
s rokem 2011 se v letošním roce očekává zpomalení růstu spotřebitelských cen o 0,5 procentního bodu na 2,3 %. K inflaci budou přispívat vedle cen pohonných hmot, energií a nájemného také nepřímé daně. V roce 2013 by se měla pohybovat okolo 2% hladiny. Oproti minulé predikci byl výhled inflace přehodnocen směrem nahoru zejména v roce 2012.

Trajektorie očekávaných zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** odráží uvolněnou měnovou politiku ECB, která obnovila program na dodávání dlouhodobé likvidity bankovnímu sektoru v reakci na prohlubování dluhové krize. Oproti roku 2011 se tak pro letošní rok očekává pokles zahraničních sazeb 3M EURIBOR o 0,6 procentního bodu v průměru na 0,8 % (Graf II.1.4). Těsně pod touto hladinou by zahraniční sazby měly stagnovat až do poloviny roku 2013, poté se očekává jejich mírný nárůst. Ve srovnání s minulou prognózou se tak tržní výhled v letošním i příštím roce posouvá dále směrem dolů. Tržní výhled zahraničních sazeb pro letošní rok je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci CF. V ročním horizontu však analytici předpokládají 3M EURIBOR na hladině 1 %, tj. o 0,2 procentního bodu výše oproti tržním výhledům.

GRAF II.1.5

KURZ EURA K DOLARU

Na celém horizontu prognózy se očekává pozvolné oslabování kurzu eura vůči americkému dolaru (USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

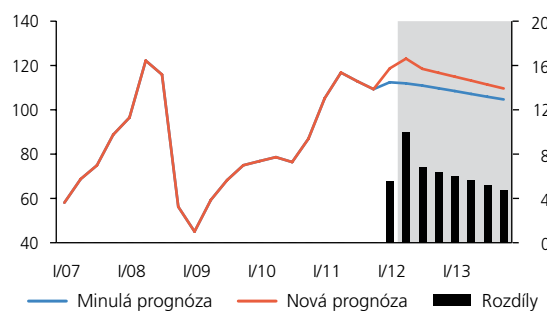


Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá pokračující oslabování evropské měny, započaté již v polovině roku 2011 (Graf II.1.5). V letošním roce se očekává průměrný kurz eura 1,30 USD/EUR, tj. přibližně o 7 % slabší hodnota ve srovnání s minulým rokem. V roce 2013 by kurz eura měl dále nepatrně oslabit v průměru na 1,29 USD/EUR, což je nižší hodnota ve srovnání s minulým výhledem. Rizika budoucího vývoje zůstávají obousměrná. Směrem ke slabšímu kurzu eura může působit prohloubení dluhové krize v eurozóně, naopak dolar by mohl oslabit v případě obnovení programu nákupu vládních dluhopisů americkým Fedem.

GRAF II.1.6

CENA ROPY BRENT

Tržní výhled ceny ropy předpokládá velmi pozvolný pokles z aktuálně zvýšené úrovně (USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



Výhled trajektorie **ceny ropy Brent** dle termínovaných tržních kontraktů předpokládá průměrnou cenu ropy v letošním roce 119 USD/barel (Graf II.1.6). Oproti minulé prognóze tak došlo k přibližně 6% přehodnocení směrem nahoru na celém horizontu výhledu, přičemž pozvolný klesající trend zůstává zachován. Současné hodnoty poblíž 120 USD/barel se přibližují rekordní úrovni z roku 2008; jsou přitom ovlivněny nervozitou spojenou s geopolitickými riziky na Blízkém východě a pozitivním sentimentem v souvislosti s růstem americké ekonomiky. Rizika v opačném směru představují zpomalující globální ekonomický růst a případné prohloubení dluhové krize v eurozóně. Výhled předpokládá, že do konce roku 2013 by cena ropy Brent měla klesnout na 110 USD/barel. Přehodnocení trajektorie ceny ropy Brent dle tržních výhledů na vyšší hladinu odpovídá rovněž očekáváním analytiků oslovených v rámci CF. Ti zvýšili svá očekávání ohledně ceny ropy WTI v ročním horizontu o 6 % na 107 USD/barel.

II.2 PROGNOZA

Celková inflace v prvním čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 3,7 %, měnověpolitická inflace 2,5 %. Zdrojem inflace jsou zvýšení DPH, ceny potravin, regulované ceny a postupné prosakování minulého oslabení měnového kurzu do cen. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot odráží slabou domácí poptávku a nízký růst mezd, a částečně tak kompenzuje vyšší ceny potravin a pohonných hmot. V důsledku daňových změn se celková inflace bude v letošním roce nacházet poblíž současných zvýšených hodnot, měnověpolitická inflace se bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. V roce 2013 celková i měnověpolitická inflace klesnou mírně pod cíl. V nejbližším období bude doznávat proinflační vliv dovozních cen, zatímco nevýrazné cenové tlaky z domácí ekonomiky se obnoví až od druhé poloviny letošního roku. Utlumený vývoj domácí ekonomické aktivity bude v roce 2012 odrážet výrazné zpomalení zahraniční poptávky a pokračující fiskální konsolidaci, HDP proto bude stagnovat. V příštím roce v souvislosti s pozvolným oživením zahraniční poptávky HDP vzroste o 1,9 %. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013.

Meziroční **celková inflace** v prvním čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 3,7 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období 2,5 %, a pohybovala se tak nad cílem. V důsledku daňových změn účinných od ledna 2012 se bude téměř po celý letošní rok celková inflace nacházet poblíž aktuálních zvýšených hodnot (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se bude v letošním roce pohybovat v horní polovině tolerančního pásma cíle ČNB. V roce 2013 celková i měnověpolitická inflace klesnou mírně pod inflační cíl, přičemž celková inflace bude oproti měnověpolitické lehce nižší z důvodu sjednocení sazeb DPH na počátku příštího roku na úrovni 17,5 %, s nímž nadále pracuje základní scénář prognózy, a jež má v souhrnu mírně protiinflační primární vliv.

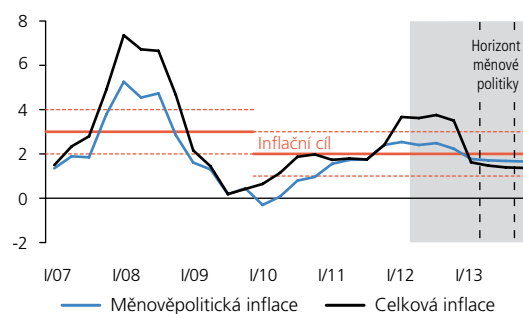
Meziroční růst **regulovaných cen** v prvním čtvrtletí 2012 v průměru zrychlil na 9,7 %. V dalším období prognóza očekává pozvolné oslabování jejich meziroční dynamiky (Graf II.2.2). Na růstu regulovaných cen se budou nejvýznamněji podílet ceny energií pro domácnosti a regulované nájemné. Odeznění efektu letošní změny DPH počátkem roku 2013², slabší růst cen energií pro domácnosti a pomalejší růst regulovaného nájemného vyústí v oslabení růstu regulovaných cen na hodnoty kolem 4 %. Ve druhé polovině roku 2013 bude patrné zpomalování meziročního růstu cen plynu pro domácnosti v návaznosti na předpokládaný obnovený pokles cen této komodity na světových trzích, což povede ke zpomalení tempa růstu regulovaných cen těsně pod 3 % v závěru roku (Tab. II.2.1).

2 Sjednocení sazeb DPH na 17,5 % od ledna 2013 by vedlo ke zvýšení některých regulovaných cen, zároveň by však poklesly regulované ceny zařazené do základní sazby, tj. zejména ceny elektřiny a plynu.

GRAF II.2.1

CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

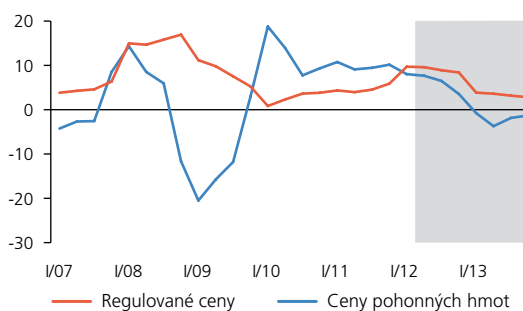
Celková inflace se bude dočasně držet poblíž současných hodnot zvýšených vlivem změn daní, v roce 2013 spolu s měnověpolitickou inflací klesne mírně pod cíl (meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen bude zpomalovat (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)

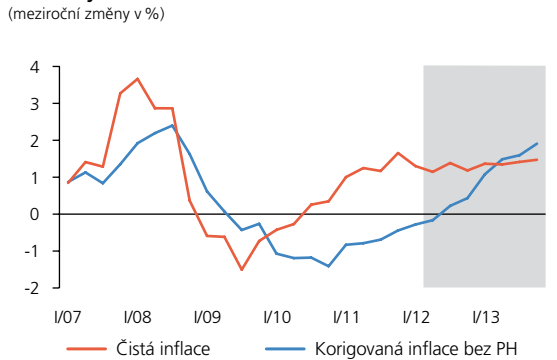
| | 2011 | | 2012 | | 2013 | |
|---|------------|------|--------|------|--------|--------|
| | skutečnost | 1,22 | progn. | 1,40 | progn. | progn. |
| Regulované ceny ^{a)} | 7,0 | 1,22 | 7,5 | 1,40 | 2,7 | 0,51 |
| z toho (hlavní změny): | | | | | | |
| Regulované nájemné | 7,7 | 0,12 | 17,0 | 0,20 | 5,0 | 0,07 |
| Ceny elektřiny | 4,8 | 0,17 | 4,5 | 0,20 | -0,1 | 0,00 |
| Ceny zemního plynu | 22,2 | 0,55 | 9,0 | 0,26 | 0,0 | 0,00 |
| Ceny tepla | 1,9 | 0,05 | 8,0 | 0,17 | 5,1 | 0,12 |
| Regulované ceny ve zdravotnictví | 7,0 | 0,15 | 9,0 | 0,16 | 3,4 | 0,07 |
| Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách | | 0,00 | | 0,99 | | -0,36 |

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 třetím čtvrtletí 2012
(meziroční změny v %)



Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziročnímu růstu spotřebitelských cen během prvního čtvrtletí 2012 činil cca 1,1 procentního bodu, a to v důsledku zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %. V lednu 2012 došlo také k harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace přibližně 0,1 procentního bodu, přičemž toto opatření se do spotřebitelských cen promítne se zpožděním v průběhu druhého čtvrtletí. V lednu 2013 prognóza nadále předpokládá sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 %, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude přibližně -0,3 procentního bodu.³ Dopady všech uvedených změn do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné.

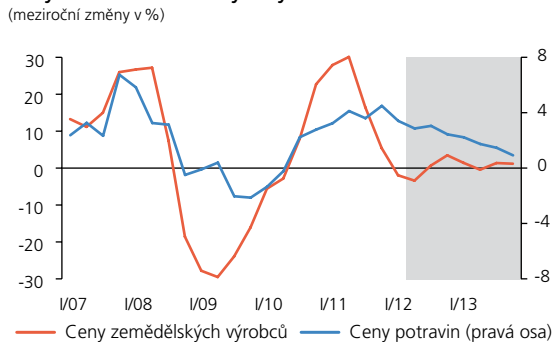
Meziroční **čistá inflace** v prvním čtvrtletí 2012 v průměru zpomalila na 1,3 % (Graf II.2.3), když oslabila dynamika růstu cen potravin a cen pohonných hmot. Naopak korigovaná inflace bez pohonných hmot se posunula do méně záporných hodnot. V následujícím období zůstane čistá inflace v průměru zhruba stabilní, a to v důsledku pokračujícího protisměrného působení zrychlující korigované inflace bez pohonných hmot na straně jedné, a postupného zvolňování doposud vysokého růstu cen potravin a cen pohonných hmot na straně druhé. V roce 2013 již lehce převáží vliv obnoveného růstu domácích inflačních tlaků a čistá inflace dosáhne hodnot kolem 1,6 % v závěru roku.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se v prvním čtvrtletí 2012 posunula do méně záporných hodnot (Graf II.2.3). Nadále bylo patrné působení utlumených domácích inflačních tlaků. Slabá domácí poptávka omezovala růst marží prodejců, a to v podmínkách výrazně rostoucích dovozních cen. Prognóza předpokládá pokračující posun korigované inflace bez pohonných hmot směrem k méně záporným hodnotám a její překmit do kladných hodnot ve třetím čtvrtletí letošního roku. Zpočátku bude tento vývoj ovlivněn zejména pokračujícím, i když zpomalujícím, růstem dovozních cen, ve druhé polovině roku převládne obnovení nevýrazných domácích inflačních tlaků. Oba tyto faktory povedou ke zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot na hodnoty kolem 2 % v závěru roku 2013. K tomu přispěje i neúplné promítnutí poklesu základní sazby DPH na 17,5 % v lednu 2013 do spotřebitelských cen.

GRAF II.2.4

CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

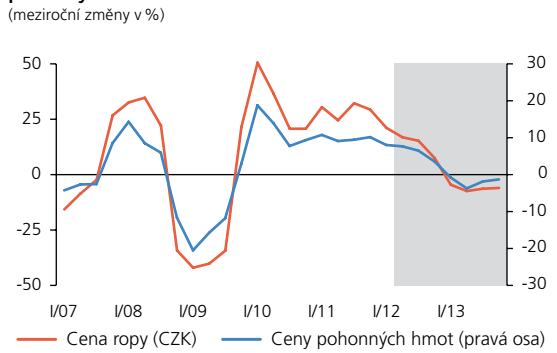
Růst cen potravin zpomalí v návaznosti na pokles nebo slabý růst cen zemědělských výrobců
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Klesající výhled cen ropy vyústí v příštím roce do poklesu cen pohonných hmot
(meziroční změny v %)



Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) v prvním čtvrtletí 2012 zpomalil v průměru na 3,4 %, což bylo ovlivněno částečným promítnutím zvýšení DPH do cen potravin s předstihem již v závěru roku 2011. Naproti tomu se v průběhu prvního čtvrtletí do cen potravin promítl prudký nárůst cen vajec, k němuž došlo v souvislosti se změnou veterinárních pravidel v EU a následnou nižší nabídkou této zemědělské komodity. Podle prognózy by meziroční dynamika cen potravin měla zvolnit, když bude částečně kompenzován jejich předchozí vysoký růst, zároveň se promítne vliv srovnávací základny

3 Vládou navrhované ponechání dvou sazeb DPH a jejich souběžné zvýšení o 1 procentní bod je součástí alternativního scénáře prognózy, viz kapitola II.4. Základní scénář standardně pracuje pouze s těmi opatřeními vyžadujícími změny zákonů, která jsou buď schválena nebo alespoň dostatečně pokročila v legislativním procesu.

i vývoje cen zemědělských komodit. V návaznosti na meziroční pokles či jen slabý růst cen zemědělských výrobců bude tempo růstu cen potravin zpomalovat na 2,4 % v závěru letošního roku a 1 % v závěru roku 2013 (Graf II.2.4).

Meziroční růst cen **pohonných hmot** v prvním čtvrtletí 2012 v průměru zpomalil, převážně však šlo o vliv srovnávací základny. V nejbližším období prognóza očekává další mírné oslabování meziroční dynamiky cen pohonných hmot v návaznosti na zpomalení růstu světových cen ropy, které bude z části kompenzováno oslabením kurzu CZK/USD. V roce 2013 přejdou světové ceny ropy do meziročního poklesu, což při přibližné stagnaci kurzu CZK/USD vyústí do mírného snižování cen pohonných hmot (Graf II.2.5).

Úrokové sazby na českém peněžním trhu se v prvním čtvrtletí 2012 nepatrně zvýšily. Sazby s delší než roční splatností kolísaly a celkově také mírně vzrostly. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013 (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především nízký růst domácí ekonomické aktivity a mezd, který odráží výrazné zpomalení zahraniční poptávky a restriktivní fiskální politiku, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto protiinflační faktory jen částečně kompenzovány aktuálně zvýšenou inflací, tlaky z dovozních cen a výhledem regulovaných cen. Úrokové sazby zároveň nereagují na dočasný nárůst celkové inflace nad cíl v letošním roce z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní, na které je standardně uplatňován institut výjimek. Nárůst úrokových sazeb od druhé poloviny roku 2013 odráží předpokládané pozvolné zvyšování úrokových sazeb v zahraničí a oživení domácí ekonomiky.

Koruna vůči euru v prvním čtvrtletí 2012 posílila, když odezněla zvýšená nejistota vyplývající z prohloubení dluhové krize v eurozóně v závěru minulého roku. Na silnějších hodnotách zůstala i během dubna 2012. Krátkodobá prognóza kurzu pro druhé čtvrtletí 2012 je nastavena na průměrné úrovni 24,7 CZK/EUR (Graf II.2.7), přičemž odráží mimo jiné i příznivý vývoj zahraničního obchodu za první dva měsíce roku 2012 a mírně kladný úrokový diferenciál. V delším horizontu kurz lehce posiluje, k čemuž přispívá opětovné oživení zahraniční poptávky a očekávané obnovování dlouhodobé reálné konvergence. Při výhledu zvolna oslabujícího eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to znamená zhruba stabilní výhled kurzu CZK/USD (Graf II.2.7).

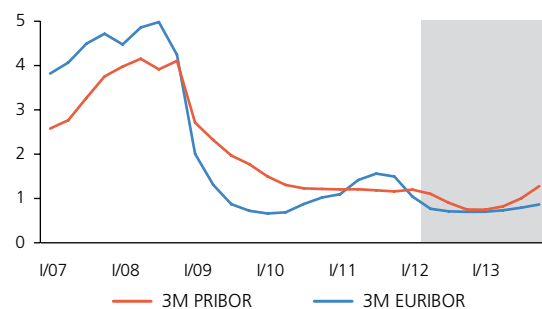
Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se v prvním čtvrtletí 2012 udržel na podobných hodnotách jako v závěru roku 2011, a to v důsledku i nadále silného proinflačního působení dovozních cen, ve kterých se promítlo minulé oslabení měnového kurzu a růst světových cen komodit (Graf II.2.8). Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, jsou naopak protiinflační v důsledku přetrvávající slabé domácí

GRAF II.2.6

PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb ve zbývající části letošního roku a jejich následný nárůst od druhé poloviny roku 2013

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)

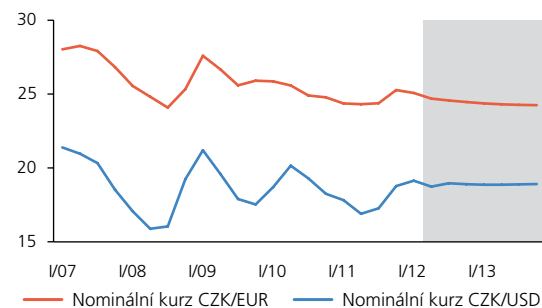


GRAF II.2.7

PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz koruny vůči euru na prognóze velmi pozvolna posiluje

(CZK/EUR a CZK/USD)

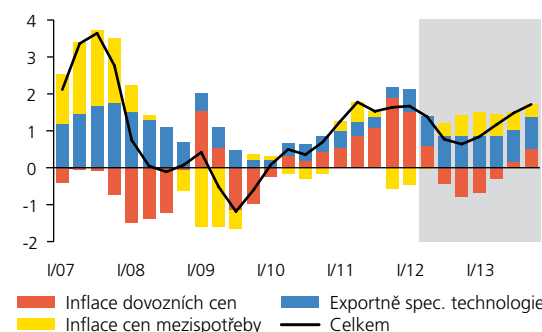


GRAF II.2.8

NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Inflační tlaky se v nejbližším období výrazně zmírní, když odezní proinflační vliv dovozních cen

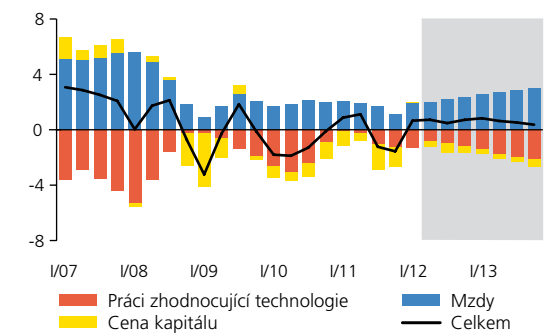
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.9

NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

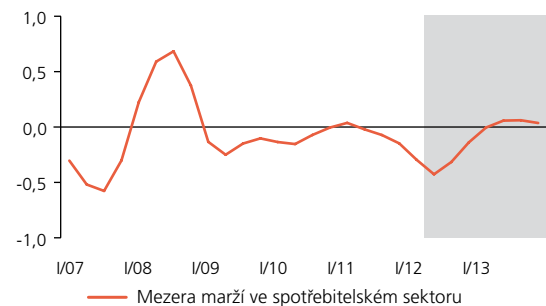
Pozvolna zrychlující mzdy budou z velké části vyvažovány růstem produktivity práce a nízkou cenou kapitálu
(mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.10

MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Mezera marží se v záporných hodnotách bude pohybovat až do konce roku 2012
(v %)



poptávky spolu s utlumeným růstem 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 již delší dobu oproti období před krizí méně výrazný.

Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se v následujících čtvrtletích výrazně zmírní. Ve druhém čtvrtletí 2012 ještě bude přetrvávat proinflační vliv dovozních cen, poté se však překlopí do protinflační polohy, když se projeví se zpožděním dopad posílení kurzu koruny z počátku letošního roku a zmírnění cenového růstu v zahraničí. Naopak od druhé poloviny roku 2012 se spolu s pozvolným oživením ekonomické aktivity obnoví nevýrazné inflační tlaky z domácí ekonomiky. Postupný návrat růstu exportně specifické technologie k dlouhodobým hodnotám odráží předpoklad ohledně dlouhodobého zhodnocování rovnovážného reálného kurzu.

Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby v prvním čtvrtletí 2012 opět mírně rostly. Slabý růst nominálních mezd byl zčásti kompenzován růstem práci zhodnocující technologie (byť nízkým, což je v souladu s pozorovaným vývojem národohospodářské produktivity práce) a nízkou cenou kapitálu (Graf II.2.9). Domácí nákladové tlaky zůstanou na horizontu prognózy utlumené z důvodu nízkého růstu mezd, který sice bude pozvolna zrychlovat, ale bude z velké části podložen růstem práci zhodnocující technologie. Příspěvek ceny kapitálu k růstu nákladů bude na horizontu prognózy slabě záporný, když bude odrážen nízkou zahraniční poptávkou, projevující se poklesem využití výrobních kapacit, a nízké ceny investičních statků.

Mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** se na konci roku 2011 otevřela do záporných hodnot, když nákladové tlaky z dovozních cen převážily nad vlivem vyšších spotřebitelských cen (Graf II.2.10). Prognóza předpokládá, že až do konce roku 2012 bude mezera marží záporná z důvodu mírně vyššího růstu nákladů oproti tržním cenám při celkově utlumené ekonomické aktivitě. K jejímu opětovnému uzavření dojde na počátku roku 2013 spolu s očekávaným pozvolným zrychlením hospodářského růstu.

Meziroční růst **produktivity práce** na úrovni národního hospodářství během prvního čtvrtletí 2012 stagnoval okolo nulových hodnot. Od druhého čtvrtletí pak prognóza očekává postupné zvyšování produktivity, jejíž tempo na konci predikovaného období dosáhne téměř 3 %. Pozvolný nárůst produktivity na začátku prognózy je dán především poklesem zaměstnanosti. Od počátku roku 2013 se projeví rychlejší růst HDP při jen pozvolném oživení na trhu práce. V roce 2012 tak produktivita práce vzroste v průměru o 0,5 %, v následujícím roce pak o 2 %.

Meziroční růst nominálních **mezd v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zpomalil (po sezonním očištění) na 2,9 %. V prvním čtvrtletí 2012 si mzdy v podnikatelské sféře zachovaly obdobné tempo

růstu, když vzrostly o 2,8 %; v této krátkodobé predikci je přitom zohledněn pozorovaný poměrně vysoký růst mezd v průmyslu v lednu a únoru 2012. Ve druhé polovině roku 2012 dynamika mezd začne postupně zrychlovat, a to v souvislosti s ožíváním ekonomické aktivity. Zrychlování růstu mezd bude plynule pokračovat až ke 4% úrovni na konci roku 2013. Za celý rok 2012 tak průměrná mzda v podnikatelské sféře vzroste o 2,9 % a v roce 2013 o 3,8 % (Graf II.2.11).

Pokračující konsolidace veřejných rozpočtů se promítne do vývoje nominální průměrné mzdy v **nepodnikatelské sféře**. Prognóza očekává, že realizace vládních úsporných opatření se odrazí ve stagnaci průměrné mzdy v letošním roce a stagnovat by měla i zaměstnanost v této sféře. V roce 2013 průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře porostou cca 2% tempem při nadále stagnující zaměstnanosti.

Růst reálného HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v meziročním srovnání znatelně zpomalil, a to na hodnotu 0,6 %. Mezičtvrtletně HDP poklesl o 0,1 % (Graf II.2.12). Ke zpomalení meziročního růstu HDP přispěly nejvíce investice, ale také spotřeba vlády i domácností, jejichž příspěvky k růstu ekonomické aktivity byly záporné. Jedinou složkou s kladným příspěvkem byl čistý vývoz.

Prognóza předpokládá, že meziroční **růst ekonomické aktivity v prvním čtvrtletí 2012** dále zpomalil na nulovou hodnotu (Graf II.2.13). Na tom se podílelo především výrazné snížení kladného příspěvku čistého vývozu oproti předchozímu čtvrtletí. Domácí poptávka ve všech složkách kromě investic přispěla k růstu HDP záporně. V souhrnu za celý rok 2012 prognóza předpokládá stagnaci HDP. Kladný příspěvek k vývoji ekonomické aktivity vykáže pouze čistý vývoz, ostatní výdajové složky budou působit na růst negativně nebo neutrálně.

Utlumený vývoj domácí poptávky **v roce 2012** bude pokračovat ve všech výdajových složkách. Mírný pokles reálné soukromé spotřeby bude ovlivněn zvýšením snížené sazby DPH při slabém růstu nominálního disponibilního důchodu odrážejícím utlumený růst objemu mezd a platů. Pokračující úsporná opatření se promítnou do poklesu reálné vládní spotřeby. V důsledku slabé zahraniční poptávky i konečné spotřeby vykážou fixní investice jen zanedbatelný růst, zčásti podpořený obnoveným růstem vládních investic. Zásoby budou k meziročnímu růstu HDP přispívat záporně v souvislosti s nižší dynamikou vývozu. I přes utlumenou zahraniční poptávku bude čistý vývoz po většinu roku 2012 vykazovat kladné příspěvky k růstu HDP, což bude odrazem utlumené domácí poptávky zejména v jejich dovozně náročných složkách (zásoby, fixní investice).

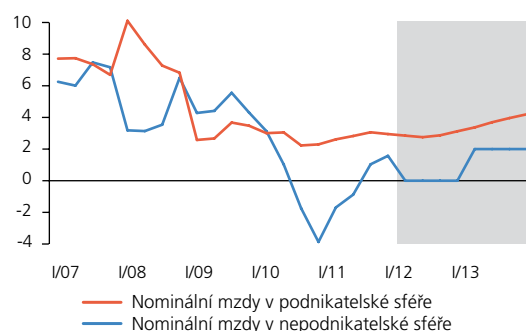
V roce 2013 by mělo vlivem oživení ekonomické aktivity v zahraničí a celkově neutrálního působení fiskální politiky v základním scénáři prognózy dojít ke zvýšení příspěvků téměř všech složek k růstu HDP. Reálná ekonomická aktivita tak za celý rok vzroste o 1,9 %. Vyšší mzdy a platy, sociální dávky a zisky podnikatelů (provozní přebytek a smíšený důchod) se odrazí v rostoucím disponibilním důchodu

GRAF II.2.11

PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelském sektoru začne zvolna zrychlovat na konci roku 2012

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

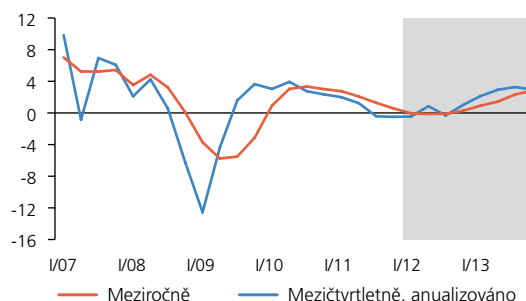


GRAF II.2.12

PROGNOZA RŮSTU HDP

HDP v letošním roce neporoste

(změny v %, sezonně očištěno)

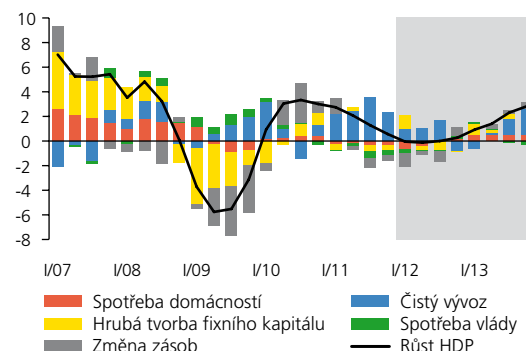


GRAF II.2.13

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladné příspěvky k růstu HDP v roce 2012 vykáže jen čistý vývoz

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

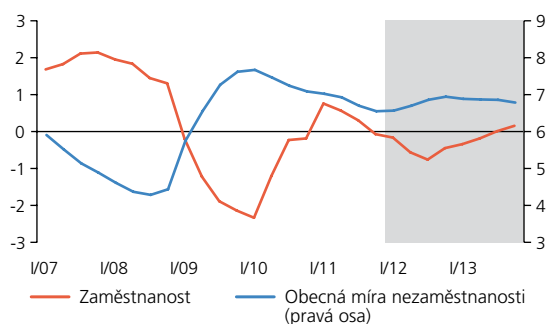


GRAF II.2.14

PROGNOZA TRHU PRÁCE

Celková zaměstnanost bude klesat až do poloviny roku 2013, míra nezaměstnanosti lehce vzroste

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



a soukromá spotřeba postupně oživí.⁴ Hrubá tvorba kapitálu překmitne do kladných hodnot, přičemž se zvýší zejména příspěvek fixních investic včetně jejich pokračujícího růstu ve vládním sektoru. Rychlejší růst efektivní zahraniční poptávky povede k nárůstu vývozu. Dovožné náročné vývozy, investice a soukromá spotřeba přispějí ke zrychlení růstu dovozu. Příspěvek čistého vývozu bude celkově opět kladný a mírně vyšší než v roce 2012. Jedinou složkou, která bude v roce 2013 přispívat k růstu HDP záporně, bude vládní spotřeba v souvislosti s předpokládaným omezováním výdajů vlády nevyžadujícím legislativní změny.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 přešla **celková zaměstnanost** z meziročního růstu do mírného poklesu. Nástup fáze ekonomické stagnace v letošním roce se projeví v celkové zaměstnanosti prohloubením tempa jejího meziročního poklesu, přičemž jeho dna bude dosaženo ve třetím čtvrtletí 2012. Poté se budou tempa meziročního poklesu zmírňovat a od poloviny roku 2013 se celková zaměstnanost vrátí k mírnému meziročnímu růstu (Graf II.2.14). Celkově v letošním roce poklesne zaměstnanost v průměru o 0,5 %, v příštím roce se její pokles zmírní na 0,1 %.

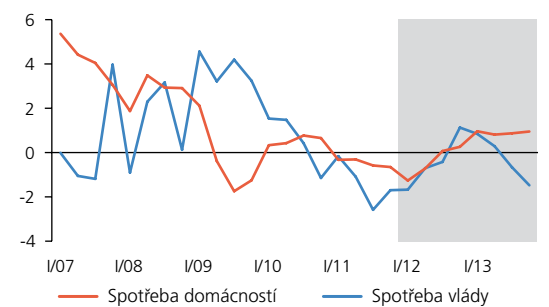
Prognoza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** v prvním čtvrtletí 2012 stagnovala na hodnotě 6,6 %. Během letošního roku však dojde vlivem poklesu celkové zaměstnanosti, který bude jen částečně kompenzován pokračujícím poklesem pracovní síly, k jejímu nárůstu, a to k 7% hladině na konci roku (Graf II.2.14). V průběhu roku 2013 se pak obecná míra nezaměstnanosti sníží jen nepatrně, a to i přes oživení ekonomiky. Trh práce bude totiž reagovat na vývoj ekonomické aktivity s obvyklým zpožděním. V průměru tak dosáhne hodnoty 6,8 % v roce 2012 a 6,9 % v roce 2013. Obdobný vývoj lze očekávat i ve vývoji sezonně očištěné míry registrované nezaměstnanosti celkem, která bude postupně narůstat až k 9 % na konci letošního roku. Z této hodnoty poté v příštím roce poklesne jen nepatrně. V průměru tak dosáhne hodnoty 8,8 % v roce 2012 se zanedbatelným nárůstem na 8,9 % v roce 2013.

GRAF II.2.15

REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Spotřeba domácností bude na prognóze oživovat jen pozvolna

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Reálná **spotřeba domácností** po poklesu v roce 2011 a v první polovině roku 2012 mírně oživí až ve druhé polovině letošního roku. Celkový pokles spotřeby domácností v letošním roce (-0,4 %) bude odrazem poměrně slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů související s vývojem na trhu práce. Reálnou spotřebu bude brzdít také vyšší růst cen, a to zejména v důsledku zvýšení DPH. Utlučenou spotřebitelskou poptávku potvrzují i dostupné předstihové indikátory, např. nízký indikátor spotřebitelské důvěry a jen mírný růst tržeb v maloobchodu (viz kapitola III.3). V roce 2013 se spotřeba zvýší o 0,9 %, a to v důsledku zrychlujícího růstu nominálních mezd při zřetelném zpomalení inflace (Graf II.2.15).

4 Výrazné riziko směrem dolů v této oblasti však ukazuje alternativní scénář v kapitole II.4.

Růst nominální spotřeby domácností na prognóze lze do značné míry spojit s umírněným vývojem **hrubého disponibilního důchodu**. Jeho tempo růstu by mělo postupně zrychlovat v průběhu celé prognózy. Nejvýznamnější složka disponibilního důchodu, tj. objem mezd a platů, bude v nejbližší době utlumená⁵, poté však bude její tempo růstu pozvolna zrychlovat ve vazbě na probíhající ekonomické oživení a výše popsaný vývoj na trhu práce (Graf II.2.16). Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla rovněž vykázat kladné příspěvky. Ostatní složky budou k růstu disponibilního důchodu přispívat jen zanedbatelně.

Prognóza očekává pokles **míry úspor** v prvním pololetí letošního roku a její opětovné pozvolné zvyšování od druhé poloviny 2012. K oživení míry úspor dojde zhruba souběžně se zlepšováním podmínek na trhu práce a s odezněním výrazného vlivu změny DPH z ledna 2012. Míra úspor však do konce roku 2013 nedosáhne předkrizových hodnot a zůstane pod 10% hladinou.

Reálná **spotřeba vlády** klesá od konce roku 2010 v důsledku vládních úsporných opatření. Prognóza očekává, že tento trend bude pokračovat ještě v první polovině letošního roku, poté by vládní spotřeba měla dočasně obnovit meziroční růst. V průměru bude vládní spotřeba vykazovat záporné hodnoty růstu v letech 2012 (-0,4%) i 2013 (-0,3%) v souvislosti s očekávanými výdajovými škrty s cílem omezit vliv výpadku daňových příjmů na bilanci vládního sektoru.

Hrubá tvorba kapitálu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 poklesla o 4% v meziročním vyjádření. Tento výsledek byl ovlivněn zejména změnou stavu zásob. Tento trend by měl pokračovat až do čtvrtého čtvrtletí 2012, kdy příspěvek změny stavu zásob přestane vykazovat záporné hodnoty. Fixní investice lehce porostou v obou letech 2012 i 2013, což naznačují i dostupné údaje z konjunkturního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy a data o nových průmyslových zakázkách (viz kapitola III.3). Přispějí k tomu i vládní investice. Celkově v roce 2012 hrubá tvorba kapitálu poklesne meziročně o 1,6%, v roce 2013 vzroste o 2,9% v návaznosti na oživení ekonomické aktivity (Graf II.2.17).

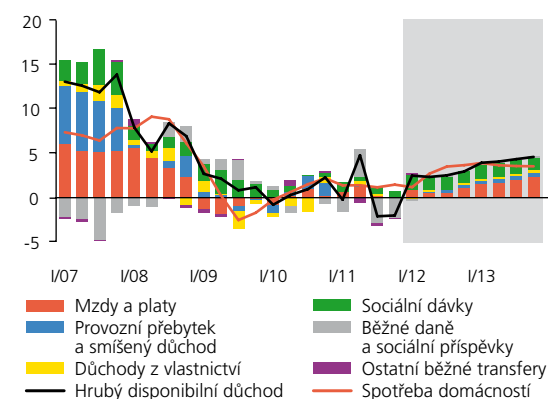
Reálný **vývoz zboží a služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračoval ve zpomalování meziročního růstu na 5%, v mezičtvrtletním vyjádření dokonce poklesl. Tento vývoj odráží zejména zvolnění zahraniční poptávky, projevující se nižší dynamikou obrátu zahraničního obchodu. Podle prognózy vývoz v roce 2012 poroste v průměru o 5%, což zčásti odráží dobré výsledky obchodní bilance na počátku roku 2012 a postupně oživující zahraniční poptávku v dalším období. Meziroční tempa vývozu by pak měla zrychlovat až téměř k 11% ke konci roku 2013 (Graf II.2.18), kdy zahraniční poptávka již opět stabilně poroste.

5 Výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ ukazují, že v následujících 12 měsících domácnosti neočekávají zlepšení své finanční situace, blíže viz kapitola III.3.1.

GRAF II.2.16

NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

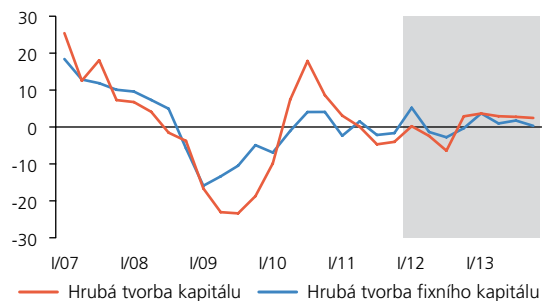
Hrubý disponibilní důchod bude zvolna růst vlivem zvyšujícího se objemu sociálních dávek i mezd a platů
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.17

HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

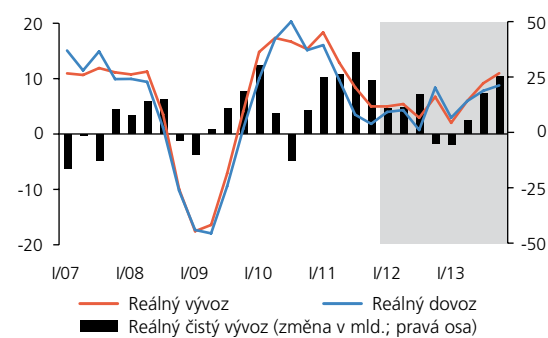
V letošním roce bude hrubá tvorba kapitálu klesat, mírně poroste až v roce 2013
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.18

REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Tempo růstu vývozu i dovozu v roce 2012 zpomalí, příspěvek čistého vývozu k růstu HDP však zůstane kladný
(meziroční změny v %, meziroční změny v mlrd. Kč, sezonně očištěno)



TAB. II.2.2

PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Reálný disponibilní důchod vzroste až v roce 2013

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

Při zpomalení většiny složek domácí poptávky i vývozu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 vykázal snížení tempa růstu i reálný **dovoz zboží a služeb** (na 1,8 %). I přes mírný pokles domácí soukromé i vládní spotřeby a investic do zásob vzroste dovoz zboží a služeb v letošním roce v průměru o 4,3 %, a to především v souvislosti s ožíváním dovozně náročných vývozu.

Při zpomalení růstu vývozu i dovozu vykázal **čistý vývoz** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (2,3 procentního bodu). Prognoza s výjimkou přelomu let 2012 a 2013 očekává kladné příspěvky čistého vývozu k růstu HDP i nadále. Vyšší příspěvky čistého vývozu budou dosahovány ke konci roku 2013 (v průměru za celý rok ve výši 0,8 procentního bodu) v návaznosti na zrychlení zahraniční poptávky a následně i vývozu.

Prognoza platební bilance předpokládá poměrně výrazné snížení deficitu **běžného účtu** v roce 2012 oproti předběžné skutečnosti roku 2011 a jeho další snížení v roce 2013 (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu z cca 2,9 % HDP v roce 2011 na 2,2 % v letošním roce a 1,9 % v příštím roce. Příčinou očekávaného snížení deficitu běžného účtu roce 2012 je předpokládaný vyšší přebytek obchodní bilance; ten je spojen na jedné straně s meziročním poklesem celkové domácí poptávky a na druhé straně s mírným růstem zahraniční poptávky (viz výše). Zároveň se zvyšuje tržní podíl tuzemských subjektů ve vybraných strojírenských oborech na evropském trhu (silniční vozidla, stroje všeobecně užívané v průmyslu a elektrická zařízení, přístroje a spotřebiče). Ve směru nižšího přebytku obchodní bilance bude v roce 2012 nadále působit nepříznivý vývoj směnných relací. Očekávané ochlazení zahraniční poptávky se promítá do zpomalení temp růstu vývozu a dovozu. V návaznosti na očekávaný mírný pokles cen surovin v příštím roce se přebytek obchodní bilance opět zvýší. K tomu přispěje i oživení zahraniční poptávky. Saldo bilance služeb by v letošním roce mělo nepatrně klesnout, zejména vlivem snížení přebytku dopravy. V roce 2013 by se celkové kladné saldo mělo opět nepatrně zvýšit, a to především v důsledku dosaženého přebytku ostatních služeb. Schodek bilance výnosů se v letošním roce lehce prohloubí v důsledku očekávaného udržení vysokých zisků nerezidentů z přímých investic a růstu čistých úrokových nákladů. Oba tyto faktory prohloubí záporné saldo bilance výnosů i v roce 2013. Bilance běžných převodů by měla nadále setrvat v přibližné rovnováze, když předpokládané mírné nižší čisté čerpání zdrojů z EU v roce 2012 se projeví zejména na kapitálovém účtu. Ten bude navíc negativně ovlivňován i poklesem cen emisních povolenek na evropském trhu.

Deficit běžného účtu bude financován mírným přebytkem kapitálového účtu (čerpáním prostředků ze zdrojů EU) a především přebytkem finančního účtu (zejména čistým přílivem přímých a portfoliových investic). Čistý příliv **přímých investic** se v letech 2012 i 2013 oproti roku 2011 sníží a bude koncentrován výhradně do reinvestovaného zisku. Prognoza zahrnuje záporné čisté investice do základního a ostatního kapitálu v obou letech, což znamená velmi mírný reálný odliv kapitálu.

TAB. II.2.3

PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se přebytek obchodní bilance bude snižovat deficit běžného účtu

(v mld. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------|------------|----------|----------|
| | skutečnost | prognóza | prognóza |
| A. BĚŽNÝ ÚČET | -109,1 | -85,0 | -75,0 |
| Obchodní bilance | 94,0 | 135,0 | 160,0 |
| Bilance služeb | 66,3 | 60,0 | 65,0 |
| Bilance výnosů | -271,9 | -280,0 | -300,0 |
| Běžné převody | 2,5 | 0,0 | 0,0 |
| B. KAPITÁLOVÝ ÚČET | 14,7 | 8,0 | 18,0 |
| C. FINANČNÍ ÚČET | 90,8 | 115,0 | 85,0 |
| Přímé investice | 75,2 | 65,0 | 65,0 |
| Portfoliové investice | 5,8 | 60,0 | 20,0 |
| Finanční deriváty | -3,0 | | |
| Ostatní investice ^{a)} | 9,8 | -10,0 | 0,0 |
| D. CHYBY A OPOMENUTÍ | -10,7 | | |
| E. ZMĚNA REZERV (=nárůst) | 17,2 | | |

a) prognoza bez operací bankovního sektoru

V oblasti **portfoliových investic** jsou hlavním faktorem výrazného meziročního zvýšení čistého přílivu kapitálu v letošním roce zahraniční emise vládních dluhopisů. Mírný ekonomický růst v roce 2013 by měl přispět k obnově zájmu rezidentů o portfoliové investice v zahraničí. Celkové saldo portfoliových investic se však meziročně sníží zejména proto, že prognóza na rok 2013 obsahuje zahraniční emise vládních dluhopisů přibližně v poloviční výši ve srovnání s letošním rokem.

Výše popsany budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2012–2013 (Tab. II.2.4). Prognóza fiskálního vývoje (stejně jako minulé prognózy) pracuje se změnami DPH podle platné legislativy: zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od počátku letošního roku a sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013. V prognóze je též začleněn vliv penzijní reformy, jejíž spuštění je zákonem stanoveno na rok 2013. Očekávaný výnos ze zdanění loterií a jiných hazardních her v letošním a příštím roce byl na základě aktuálních informací snížen ze 7,2 mld. Kč na 4,7 mld. Kč. Rozpočtová opatření s dopadem do vývoje veřejných financí počínaje rokem 2013, která byla schválena v dubnu vládou, nejsou součástí základního, nýbrž alternativního scénáře prognózy (viz níže a kapitola II.4)

Podle tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu⁶ dosáhl v roce **2011** deficit vládního sektoru 3,1 % HDP (prognóza z Zol I/2012 činila 3,8 %). Nižší vládní deficit ve srovnání s prognózou je důsledkem zejména pokračujícího výrazného poklesu investic. Tvorba hrubého fixního kapitálu ve vládním sektoru poklesla především ve složce investic financovaných z domácích zdrojů, výše kapitálových transferů souvisejících s čerpáním EU fondů v loňském roce odpovídala předešlým rokem. Celkové restriktivní působení veřejných financí zbrzdilo v roce 2011 růst HDP skrze spotřebu domácností, vlády a investice o cca 1 procentní bod.

Prognóza pro **rok 2012** očekává nepatrný pokles deficitu vládního sektoru na 3 % HDP, a to především v důsledku nárůstu příjmů plynoucích ze zvýšení snížené sazby DPH, které podle odhadu ČNB posílí daňové příjmy o cca 29 mld. Kč. Útlum ekonomické aktivity se bude na druhou stranu projevovat ve výpadku daňových příjmů, a tím v prohloubení cyklické složky vládních deficitů. Vyšší životní náklady spojené s růstem DPH budou domácnostem částečně kompenzovány formou zvýšení slevy na vyživované dítě (odhadovaný dopad 3,4 mld. Kč). Vedle toho prognóza očekává urychlení vládních investic, kde bude docházet k částečné kompenzaci jejich výpadku z předešlých dvou let. Výsledné působení fiskální politiky bude slabě restriktivní s odhadovaným dopadem do dynamiky reálného HDP v letošním roce ve výši zhruba -0,2 procentního bodu.

Tab. II.2.4

FISKÁLNÍ PROGNOZA

Zastavení ekonomického růstu v roce 2012 se spolu s penzijní reformou v roce 2013 promítne do zvýšení podílu vládního deficitu na HDP

(v % nominálního HDP)

| | 2011 skutečnost | 2012 prognóza | 2013 prognóza |
|--|--------------------|------------------|------------------|
| Příjmy vládního sektoru | 40,3 | 40,9 | 40,2 |
| Výdaje vládního sektoru | 43,4 | 43,9 | 44,0 |
| z toho: úrokové platby | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU | -3,1 | -3,0 | -3,8 |
| z toho: | | | |
| primární saldo ^{a)} | -1,7 | -1,5 | -2,2 |
| mimořádné jednorázové operace ^{b)} | -0,2 | 0,0 | -0,4 |
| UPRAVENÉ SALDO ^{c)} | -2,9 | -3,0 | -3,4 |
| Cyklická složka (metoda ESCB) ^{d)} | -0,2 | -0,8 | -0,8 |
| Strukturální saldo (metoda ESCB) ^{d)} | -2,7 | -2,2 | -2,6 |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) ^{e)} | 2,0 | 0,5 | -0,4 |
| Cyklická složka (metoda EK) ^{d)} | -0,2 | -0,5 | -0,2 |
| Strukturální saldo (metoda EK) ^{d)} | -2,7 | -2,5 | -3,2 |
| Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) ^{e)} | 1,5 | 0,2 | -0,7 |
| Dluh vládního sektoru | 41,2 | 43,3 | 45,2 |

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)

6 V rámci tzv. jarních notifikací odeslal 30. 3. 2012 ČSÚ do Eurostatu údaje o hospodaření vládního sektoru za roky 2008–2011. Tyto údaje již byly Eurostatem schváleny.

V roce 2013 by dle přijatého zákona mělo dojít ke spuštění penzijní reformy. Výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení ve výši 15 mld. Kč (blíže viz BOX 1 „Reforma penzijního systému“ v Zol IV/2011) a fiskální dopady předchozího zpomalení ekonomického růstu v souhrnu povedou ke zvýšení vládního deficitu na 3,8 % HDP. Druhý krok změn sazeb DPH podle platné legislativy (sjednocení na 17,5 %) bude rozpočtově zhruba neutrální. V základním scénáři prognózy na rok 2013 je ve stejném rozsahu jako v minulé prognóze zahrnut předpoklad provedení nespécifikovaných dodatečných výdajových škrtů, které jsou plně v kompetenci vlády. Naproti tomu i v příštím roce prognóza očekává pokračování zvýšené dynamiky vládních investic. Celkově bude v základním scénáři prognózy na rok 2013 působení fiskální politiky na ekonomický růst zhruba neutrální.

Strukturální schodek vládního sektoru v roce 2011 klesl pod 3 % HDP. Současná legislativa a vládní opatření povedou v roce 2012 k jeho dalšímu mírnému poklesu. Následně dojde dle základního scénáře prognózy k mírnému autonomnímu růstu strukturálního schodku v poměru k HDP. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 41,2 % HDP v roce 2011 na více než 45 % HDP v roce 2013.

Rizikem fiskální prognózy směrem k nižším schodkům je realizace plánovaných dodatečných konsolidačních opatření, která byla dne 10. dubna 2012 schválena vládou a následně zapracována do letošní aktualizace Konvergenčního programu ČR. Kvantifikací a dopady těchto dodatečných konsolidačních opatření do veřejných rozpočtů i do ekonomického vývoje se zabývá alternativní scénář prognózy (viz kapitola II.4).

Dalším rizikem fiskální prognózy je případné technicky vynucené odložení penzijní reformy, resp. spuštění jejího druhého pilíře⁷, na rok 2014 nebo 2015, které by snížilo podíl vládního deficitu na HDP v roce 2013 téměř o 0,4 procentního bodu. Stejně tak rizikem zůstává případná realizace církevních restitucí.⁸

7 Odložení penzijní reformy může nastat zejména z technických důvodů, neboť tato reforma předpokládá fungování jednotného inkasního místa. K jeho zřízení však dojde až v roce 2015.

8 V souvislosti s vypořádáním majetkových vztahů státu a církví se předpokládá vedle naturálních restitucí také poskytnutí finanční kompenzace církvím a náboženským společnostem v hodnotě 59 mld. Kč. Ve statistice národních účtů bude pravděpodobně tato kompenzace jednorázově započtena do výdajů vládního sektoru v roce, v němž bude schválen zákon o restitucích církevního majetku, což povede k jednorázovému navýšení deficitu veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 v rozsahu cca 1,5 % HDP. Pro účely výpočtu strukturálního schodku bude ale tato kompenzace výjimkována.

II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Predikce celkové i měnověpolitické inflace na rok 2012 se oproti minulé prognóze zvýšila, když výhledy regulovaných cen i čisté inflace byly přehodnoceny směrem nahoru. Pro rok 2013 je predikce inflace prakticky nezměněná. Trajektorie úrokových sazeb se příliš nemění, když proinflační změny počátečních podmínek (vyšší pozorovaná inflace, dovozní ceny a růst mezd počátkem roku 2012) a vyšší výhled regulovaných cen jsou kompenzovány nižším výhledem sazeb v eurozóně a krátkodobou predikcí inflace a měnového kurzu. Také tempo růstu HDP se oproti minulé prognóze nemění. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře je přehodnoceno k mírně vyšším hodnotám, což souvisí zejména s pozorovaným vývojem mezd v průměru na začátku roku 2012.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci pro letošní rok zvýšila, pro příští rok se změnila jen nevýznamně (Graf II.3.1). Předpokládaný růst regulovaných cen je na celé prognóze vyšší, zatímco prognóza čisté inflace je vyšší jen během roku 2012. Předpoklady o změnách nepřímých daní se nezměnily, oproti minulé prognóze se však vlivem revize spotřebního koše jejich očekávané primární dopady zvýšily v roce 2012 o 0,1 procentního bodu, naopak v roce 2013 se v obdobném rozsahu snížily (viz BOX 1). Z tohoto důvodu se v letošním roce prognóza celkové inflace zvyšuje o 0,1 procentního bodu více než u měnověpolitické inflace. V roce 2013 pak působí aktualizace spotřebního koše na srovnání změn prognózy celkové a měnověpolitické inflace v opačném směru.

BOX 1

REVIZE SPOTŘEBNÍHO KOŠE

V lednu 2012 došlo k pravidelné revizi spotřebního koše ČSÚ, zahrnující obměnu vah a některých reprezentantů. Nové váhové schéma vychází ze struktury spotřeby domácností v roce 2010. Ve spotřebním koši se mírně zvyšuje váha regulovaných cen, přičemž nově je z jejich definice vyjmuta deregulované nájemné a jsou naopak zařazeny položky z oblasti závodního a školního stravování (Tab.). V rámci čisté inflace se snižuje váha především potravin. U mírně nižší váhy korigované inflace bez PH převážil pokles váhy zboží (obchodovatelné ostatní) nad růstem váhy služeb (neobchodovatelné ostatní).

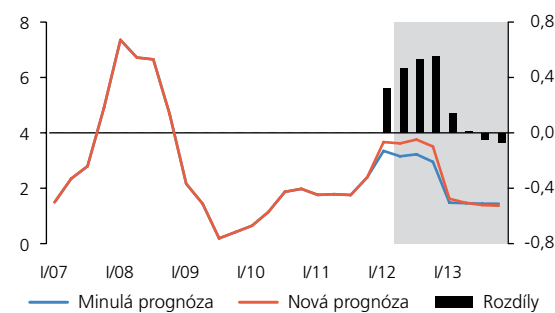
Vzhledem k nárůstu váhy složek s obvykle vyšší inflací (regulované ceny, ceny služeb) představuje změna spotřebního koše posun směrem k nepatrně vyšší vykazované inflaci. Na publikovaných datech za leden až březen 2012 změna koše přispěla k vyšší inflaci zhruba desetinou procentního bodu oproti prognóze z Zol I/2012, která byla založena ještě na původním koši. Změna spotřebního koše současně vedla i k mírnému přehod-

GRAF II.3.1

ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se posouvá v letošním roce směrem nahoru

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

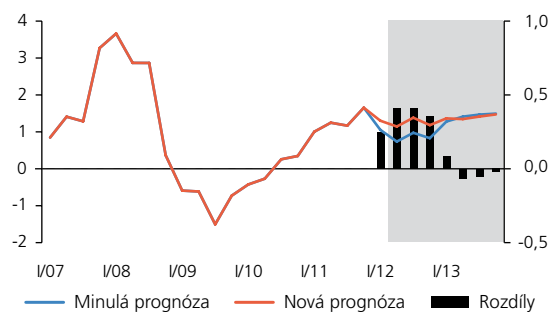


GRAF II.3.2

ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Do zvýšení prognózy čisté inflace v roce 2012 se promítá pozorovaný cenový vývoj na počátku letošního roku

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



Tab. (Box)

VÁHY HLAVNÍCH SKUPIN VE SPOTŘEBNÍM KOŠI ČSÚ

Ve spotřebním koši se zvýšila váha regulovaných cen (v %)

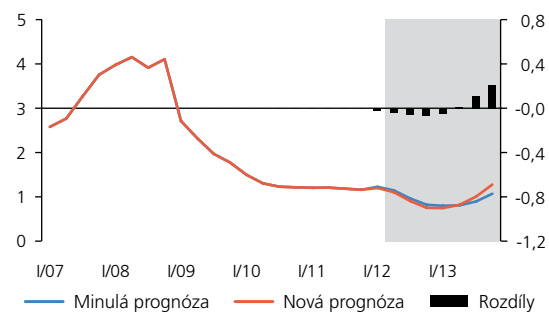
| | Starý koš | Nový koš | Rozdíl |
|-------------------------------|-----------|----------|--------|
| Celkem | 100,0 | 100,0 | 0,0 |
| Regulované ceny | 17,1 | 18,7 | 1,6 |
| Čistá inflace | 82,9 | 81,3 | -1,6 |
| z toho: | | | |
| potraviny | 25,6 | 24,6 | -1,0 |
| pohonné hmoty | 3,7 | 3,4 | -0,3 |
| korigovaná bez PH | 53,5 | 53,3 | -0,2 |
| z toho: | | | |
| neobchodovatelné ostatní | 31,5 | 32,0 | 0,4 |
| obchodovatelné ostatní bez PH | 22,0 | 21,4 | -0,6 |

GRAF II.3.3

ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb je přehodnocena jen nepatrně

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

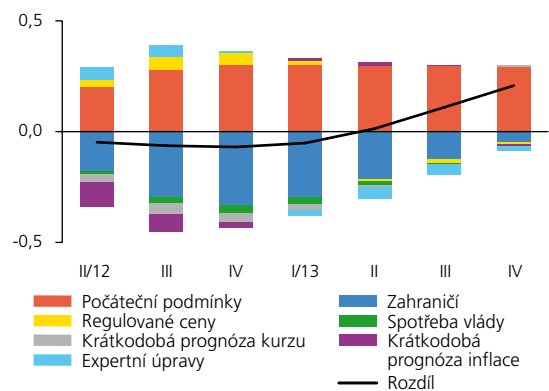


GRAF II.3.4

ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Ve směru vyšších sazeb působí pozorovaná inflace, kterou téměř v celém horizontu kompenzuje nižší výhled zahraničních úrokových sazeb

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

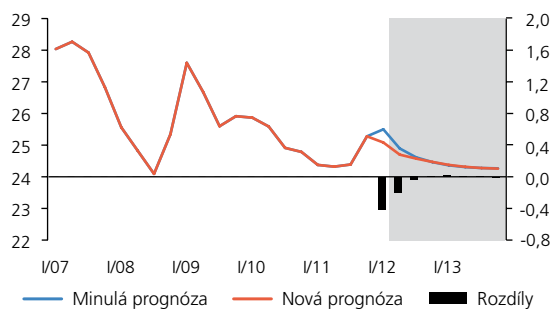


GRAF II.3.5

ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Prognóza kurzu je na začátku prognózy silnější, v delším horizontu se nemění

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



nocení primárních dopadů změn DPH v letošním a příštím roce. V lednu 2012 byl oproti původním předpokladům příspěvek zvýšení snížené sazby DPH z 10 na 14 % k růstu spotřebitelských cen o 0,07 procentního bodu vyšší a činil 1,13 procentního bodu. V lednu 2013 pak nová prognóza předpokládá, že sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % bude mít primární vliv do inflace -0,29 procentního bodu, zatímco dřívější odhad založený na původním koši činil -0,22 procentního bodu.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** v roce 2012 je vyšší než v minulé prognóze, zejména v důsledku výraznějšího předpokládaného růstu cen zemního plynu pro domácnosti, vodného a stočného a cen ve zdravotnictví. Na druhé straně byl snížen výhled růstu regulovaného nájemného. Také v průběhu roku 2013 je dynamika regulovaných cen výraznější v návaznosti na předpokládané vyšší tempo růstu cen zemního plynu pro domácnosti, které se odvíjí od očekávaného výraznějšího růstu světových cen plynu a méně výrazného meziročního posílení kurzu CZK/USD.

Meziroční **čistá inflace** je oproti minulé prognóze pro letošní rok vyšší, prognóza pro rok 2013 je zhruba stejná (Graf II.3.2). Za vyšší inflaci v roce 2012 stojí především cenový nárůst na začátku roku 2012, související zejména s vývojem cen potravin. Vliv v tomto směru mají také dovozní ceny, kde dochází k pozvolnějšímu odeznívání dopadů minulého oslabení měnového kurzu a růstu světových cen komodit.

U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k poklesu trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu prognózy v reakci na pokračující dluhovou krizi v eurozóně (viz kapitola II.1). Předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se v roce 2012 příliš nezměnilo, pro rok 2013 je mírně nižší. Meziroční tempa růstu cen zahraničních výrobců jsou přehodnocena lehce směrem nahoru vlivem vyšších cen ropy.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se do poloviny roku 2013 mění jen nepatrně, poté se nachází na lehce vyšší hladině (Graf II.3.3). Na celém horizontu prognózy ve směru vyšších sazeb působí počáteční podmínky, což vyplývá z vyšší pozorované inflace, dovozních cen a vyššího tempa růstu mezd v prvních měsících roku 2012. Ve směru vyšších sazeb v roce 2012 působí rovněž zvýšený výhled regulovaných cen. Na začátku predikčního horizontu přispívají k vyšším sazbám také expertní úpravy, které odrážejí předpoklad pozvolnějšího odeznívání proinflačního působení dovozních cen a o něco méně restriktivní budoucí působení fiskální politiky. Naopak směrem dolů působí především nižší výhled zahraničních sazeb, dále pak i krátkodobá predikce inflace a měnového kurzu (Graf II.3.4).

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je oproti minulé prognóze přehodnocena na silnější úroveň ve druhém čtvrtletí 2012 (Graf II.3.5). Za touto změnou stojí pozorovaná silnější hodnota kurzu v prvním čtvrtletí a nečekaně příznivý vývoj zahraničního obchodu na začátku roku 2012. Na delším konci se prognóza měnového kurzu nemění.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se od minulé predikce celkově nezměnila (Graf II.3.6). V roce 2013 se přitom vykompenzoval mírně nižší výhled zahraniční poptávky s méně restriktivní fiskální politikou.

Nová prognóza očekává nižší růst **spotřeby domácností**, který odráží především vyšší růst cen; ten přitom není zcela kompenzován rychlejším růstem nominálních mezd. Tempo růstu **hrubé tvorby kapitálu** je oproti minulé predikci v meziroční dynamice nižší do třetího čtvrtletí 2012 a poté naopak vyšší. Uvedené snížení je dáno nově dostupnými daty, přičemž budoucí mezičtvrtletní tempa růstu jsou v letech 2012 i 2013 vyšší. To je spojeno i s očekávaným zvýšením vládních investic na horizontu prognózy po jejich výraznějším než očekávaném útlumu v roce 2011.

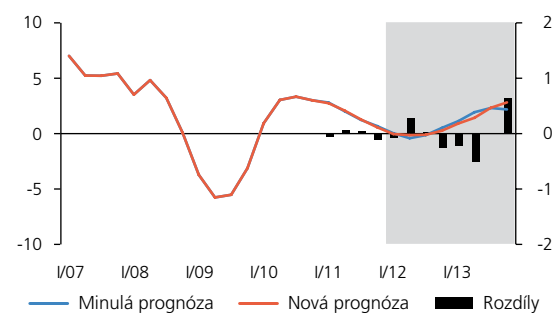
Nová prognóza **vývozu a dovozu** je ovlivněna nečekaně vysokými tempy růstu obrátu zahraničního obchodu na počátku roku 2012, kdy se zároveň zvýšily přebytky obchodní bilance, a spolu s tím i predikce čistého vývozu na rok 2012. V roce 2013 na pomalejší meziroční růst vývozu naopak působí lehce nižší výhled zahraniční poptávky, a kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP je tak oproti minulé predikci mírně nižší.

Prognóza růstu průměrných **nominálních mezd** v podnikatelském sektoru se oproti minulé prognóze mírně zvyšuje, a to v roce 2012 o 0,4 procentního bodu a v roce 2013 o 0,3 procentního bodu (Graf II.3.7). Vyšší tempo růstu mezd souvisí s pozorovaným vývojem mezd v průmyslu v prvních měsících roku 2012 a s předpokládaným výraznějším zrychlením růstu produktivity, které oproti minulé prognóze odráží očekávaný oživující růst vládních investic v letošním i příštím roce.

GRAF II.3.6

ZMĚNA PROGNOZY HDP

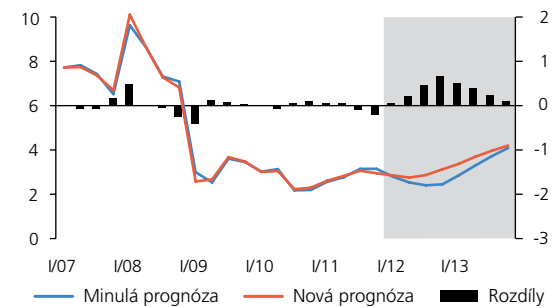
Prognóza meziročního růstu HDP se v letech 2012 i 2013 nemění (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



GRAF II.3.7

ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Prognóza nominálních mezd v podnikatelském sektoru se mírně zvyšuje (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa, sezonně očištěno)



TAB. II.4.1

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ DODATEČNÝCH ROZPOČTOVÝCH OPATŘENÍ – VLÁDOU SCHVÁLENÁ OPATŘENÍ**Připravovaná opatření výrazně ovlivní vývoj veřejných rozpočtů v roce 2013**

(v mld. Kč, pokud není uvedeno jinak)

| | |
|--|-------------|
| 7% solidární přírůžka k dani z příjmu fyzických osob | 1,8 |
| Zrušení základní slevy pro pracující důchodce | 2,0 |
| Omezení výdajových paušálů pro osoby sebezaměstnané | 3,5 |
| Zvýšení srážkové daně vůči daňovým rájům na 35 % | 0,6 |
| Zvýšení DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 % ^{a)} | 19,6 |
| Zrušení „zelené nafty“ | 1,6 |
| Vyšší zdanění řezaného tabáku | 0,1 |
| Zrušení stropů u příspěvků na zdravotní pojištění | 1,8 |
| Zvýšení daně z převodu nemovitostí | 1,8 |
| Odvod z Lesy ČR, s.p. | 4,0 |
| Prodej emisních povolenek | 2,9 |
| PŘÍJMOVÁ OPATŘENÍ CELKEM | 39,8 |
| Nižší valorizace důchodů | 9,5 |
| Zmrazení náhrad zaměstnancům | 5,5 |
| Zrušení doplatku na bydlení | 0,8 |
| Snížení dotace na obnovitelné zdroje energie | 2,0 |
| Nižší dotace Státnímu zemědělskému intervenčnímu fondu | 0,2 |
| VÝDAJOVÁ OPATŘENÍ CELKEM | 18,0 |
| PŘÍJMOVÁ A VÝDAJOVÁ OPATŘENÍ CELKEM | 57,8 |
| v % HDP ^{a)} | 1,4 |
| Fiskální impuls do HDP v procentních bodech ^{a)} | -0,8 |

a) odhad ČNB

TAB. II.4.2

ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ DODATEČNÝCH ROZPOČTOVÝCH OPATŘENÍ – DOPAD DO DOMÁCÍ EKONOMIKY**Rozpočtová opatření působí ve směru vyšší celkové inflace, pomalejšího růstu HDP a nižších úrokových sazeb v roce 2013**
(odchylky od základního scénáře)

| | Inflace CPI (v p.b.) | 3M PRIBOR (v p.b.) | HDP (v p.b.) | Nominální kurz (CZK/EUR) |
|--------|-------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------------------|
| II/12 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| III/12 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| IV/12 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| I/13 | 0,7 | -0,3 | -0,7 | 0,0 |
| II/13 | 0,7 | -0,4 | -1,0 | 0,1 |
| III/13 | 0,6 | -0,4 | -0,8 | 0,1 |
| IV/13 | 0,7 | -0,3 | -0,7 | 0,1 |

II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

Rizika prognózy jsou nadále spojena s vývojem v zahraničí, a to především v souvislosti s dluhovou krizí v eurozóně. Riziko jejího dopadu do zahraniční poptávky je stále hodnoceno jako výrazné, nikoli však vyhraněné jedním či druhým směrem. V průběhu zpracování prognózy získalo konkrétní podobu riziko dodatečných rozpočtových opatření v ČR, které vedlo ke zpracování alternativního scénáře. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu. Celkově jsou rizika základního scénáře hodnocena jako vychýlená směrem k alternativnímu scénáři prognózy, který v roce 2013 vede k nižším úrokovým sazbám a výrazně pomalejšímu růstu ekonomické aktivity při vyšší celkové inflaci ovlivněné zvýšením obou sazeb DPH.

II.4.1 Alternativní scénář – dodatečná rozpočtová opatření

Alternativní scénář odráží **vládní návrhy opatření** směřující k další fiskální konsolidaci, která z větší části vyžadují úpravy platných zákonů. Tato opatření byla součástí materiálu k přípravě státního rozpočtu a návrhu střednědobých výdajových rámců na roky 2013–2015, který vláda schválila v dubnu 2012. Následně byla uvedena opatření zapracována do letošní aktualizace Konvergenčního programu.

Vládou plánovaná opatření by měla v roce 2013 snížit vládní deficit téměř o 58 mld. Kč (tj. 1,4 % HDP). Více než 2/3 objemu těchto opatření leží na příjmové straně, necelá 1/3 spočívá v omezení výdajů (Tab. II.4.1). Z toho vyplývající **restriktivní fiskální dopad** zbrzdí ekonomický růst v příštím roce přibližně o 0,8 procentního bodu. Tento vliv se bude realizovat jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení obou sazeb daně z přidané hodnoty, který bude snižovat reálnou spotřebu domácností, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu domácností a následně jejich spotřeby. Mírně nižší bude i spotřeba vlády.

Dopady uvedených opatření do **domácího ekonomického vývoje** jsou uvedeny v tabulce Tab. II.4.2 (vyjádřené ve formě odchylek od základního scénáře prognózy). Zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod způsobí nárůst celkové inflace (primární dopad činí 0,7 procentního bodu) a spolu s ostatními příjmovými a výdajovými vlivy bude tlačit na snížení reálného disponibilního důchodu domácností. Spotřeba domácností se tak sníží zhruba o 1,6 procentního bodu oproti základnímu scénáři. Primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto nemají v simulaci přímý dopad do úrokových sazeb. Zároveň alternativní scénář – v souladu s minulými zkušenostmi a utlumenou ekonomickou aktivitou – nepředpokládá výrazné druhotné dopady zvýšení obou sazeb DPH do inflace (např. z důvodu nárůstu inflačních očekávání či mzdového růstu). Úrokové sazby tak reagují svou nižší hodnotou od konce roku 2012 pouze na protiinflační tlak vyvolaný pomalejším růstem HDP. Měnový kurz se od hodnot základního scénáře téměř neodlišuje, růst nominálních mezd je mírně nižší.

II.4.2 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. 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 je tak pro druhé čtvrtletí 2012 24,0 CZK/EUR, resp. 25,4 CZK/EUR oproti 24,7 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 vede 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 kurs (CZK/EUR) |
|--------|-------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------------------|
| II/12 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,7 |
| III/12 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,3 |
| IV/12 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 |
| I/13 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,0 |
| II/13 | 0,2 | 0,1 | -0,2 | 0,0 |
| III/13 | 0,1 | 0,0 | -0,3 | 0,1 |
| IV/13 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,1 |

TAB. II.5.1

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání se pohybují mírně nad cílem ČNB

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

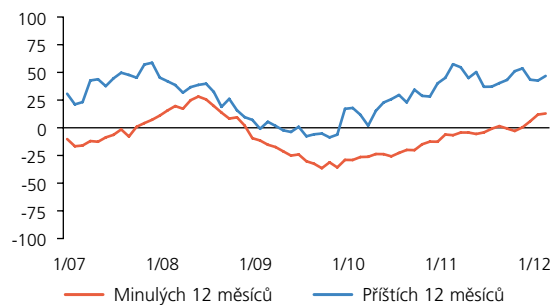
| | 12/11 | 1/12 | 2/12 | 3/12 | 4/12 |
|---------------------------------|-------|------|------|------|------|
| IOFT: | | | | | |
| Index spotř. cen | 2,6 | 2,1 | 1,9 | 2,2 | 2,4 |
| Index spotř. cen v horizontu 3R | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,2 |
| Reálný HDP v roce 2011 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2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

GRAF II.5.1

VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností na počátku roku 2012 mírně klesla, vnímaná inflace se naopak zvýšila

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

Analytici v rámci CF předpokládají, že v letošním roce bude ekonomika téměř stagnovat

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

| | 12/11 | 1/12 | 2/12 | 3/12 | 4/12 |
|----------------------------|-------|------|------|------|------|
| Reálný HDP v roce 2012 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 |
| Reálný HDP v roce 2013 | | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Nominální mzdy v roce 2012 | 2,8 | 3,2 | 3,0 | 2,8 | 2,9 |
| Nominální mzdy v roce 2013 | | 3,8 | 3,4 | 3,4 | 3,5 |
| Kurz CZK/EUR (úroveň) | 24,3 | 24,8 | 24,8 | 24,6 | 24,6 |
| 3M PRIBOR (v %) | 1,3 | 1,3 | 1,1 | 1,2 | 1,3 |

II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu na začátku letošního roku kolísala, ve tříletém horizontu stagnovala. V obou horizontech aktuálně mírně přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají téměř stagnaci HDP v letošním roce a jeho mírný růst v příštím roce. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a stagnaci základních sazeb ČNB. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Stabilitu naznačuje i výhled tržních sazeb. Ten se v celém horizontu pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním i alternativním scénářem nové prognózy.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu v ročním horizontu na počátku roku 2012 klesla až pod 2% hladinu. Analytici tak zohlednili skutečnost, že v prvním čtvrtletí 2013 z inflace spotřebitelských cen odezní vliv letošního nárůstu snížené sazby DPH. Zřejmě v reakci na další uvažované zvýšení obou sazeb DPH od ledna 2013 však v březnu a dubnu opět v souhrnu posunuli svá očekávání výše. Podnikoví manažeři již delší dobu udržují svá očekávání cca 0,5 procentního bodu nad 2%, v březnu 2012 je nepatrně zvýšili. Inflační očekávání v horizontu jednoho roku se tak u obou skupin respondentů nyní opět pohybují nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků stagnovala lehce nad 2% cílem ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se v minulých dvou letech pozvolna zvyšoval ze záporných hodnot a na přelomu let 2011 a 2012 se dostal do mírně kladného salda (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Indikátor **očekávané inflace** se v kladných hodnotách pohybuje již delší dobu. To signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, převyšuje počet těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti (největší skupinu však dlouhodobě představují respondenti s očekáváním mírného cenového nárůstu). Uvedený indikátor očekávané inflace se v prvním čtvrtletí 2012 nicméně mírně snížil.

Analytici v rámci IOFT i CF předpokládají, že v letošním roce bude HDP téměř stagnovat (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla vzrůst přibližně o 2%, zrychlit by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z dubna 2012 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 3,4%, resp. 0,6%. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB všech jedenáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stagnaci na stávající úrovni, přičemž jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,25%. Od začátku letošního roku se prognózy úrokových sazeb včetně tržních posunuly lehce výše.

V **porovnání se základním scénářem nové prognózy ČNB** očekávají analytici podobné tempo růstu reálného HDP pro letošní i příští rok. Inflace očekávaná v ročním horizontu se pohybuje na vyšší hladině než v prognóze ČNB. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu se od ČNB liší jen mírně. Analytici dotázaní v rámci šetření IOFT očekávají silnější kurz o 1,6 %, analytici dotázaní v rámci šetření CF naopak slabší kurz o 1,3 % v porovnání s prognózou ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se pohybují výše, než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní se základním scénářem prognózy ČNB.

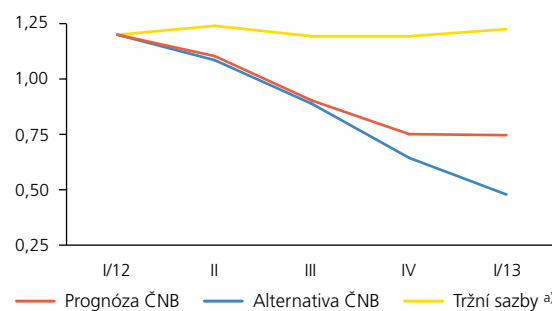
V **porovnání s alternativním scénářem nové prognózy ČNB** očekávají analytici podobné tempo růstu reálného HDP pro letošní rok, pro příští rok předpokládají vyšší růst. Inflace očekávaná v ročním horizontu se pohybuje na lehce vyšší hladině než v prognóze ČNB. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu se od ČNB liší jen mírně, podobně jako je tomu v případě základního scénáře prognózy ČNB. Očekávání analytiků ohledně úrokových sazeb se pohybují výše než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s alternativním scénářem prognózy ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** odvozených z kotací FRA s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB. Aktuální tržní výhled se v celém horizontu pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním i alternativním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

GRAF II.5.2

SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pohybuje nad sazbami prognózovanými v základním i alternativním scénáři ČNB (v %)



a) pro I/12 a II/12 3M PRIBOR, pro III/12 až I/13 průměrné hodnoty sazeb FRA 3*6, 6*9 a 9*12 za 10 posledních obchodních dní k 20. 4. 2012

III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v březnu 2012 meziroční hodnoty 3,8 %, měnověpolitická inflace pak činila 2,7 %. Inflace se tak v obou případech nacházela nad 2% cílem ČNB. Znatelný nárůst celkové inflace v prvním čtvrtletí byl především důsledkem zvýšení snížené sazby DPH od ledna letošního roku, které ovlivnilo zejména ceny potravin a regulované ceny. Na vývoj tržních cen směrem nahoru působilo oslabení kurzu koruny z konce minulého roku, tlumící vliv měly nadále nízký růst mezd a přetrvávající slabá poptávka, ovlivněná fiskální konsolidací.

III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2012 nacházela nad úrovní inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí roku 2012 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od července 2010 do března 2011 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředila na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci IV/2010 s následným vývojem.

Prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2010 očekávala, že se celková inflace bude na celém horizontu prognózy pohybovat v blízkosti 2% inflačního cíle (Graf III.1.1). V první polovině roku 2011 měly postupně odeznít dopady změn nepřímých daní účinných od začátku roku 2010. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nebyly na začátku prognózy patrné. Také dovozní ceny působily slabě protiinflačně, neboť posilující kurz koruny více než kompenzoval rychlejší růst cen zahraničních výrobců. V důsledku postupně zrychlujícího růstu mezd v podnikatelské sféře a mírného oživení ekonomické aktivity (i přes očekávanou fiskální konsolidaci) měly inflační tlaky z domácí ekonomiky pozvolna narůstat. S opětovným oživením zahraniční poptávky měly i dovozní ceny začít působit proinflačně.

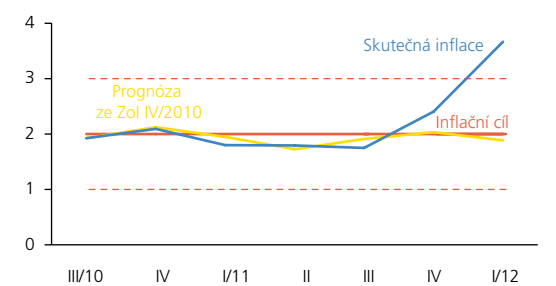
Celková **inflace se ve skutečnosti** po většinu predikčního horizontu pohybovala v těsné blízkosti prognózy, ovšem ve čtvrtém čtvrtletí 2011 a zejména v prvním čtvrtletí 2012 byla oproti předpokladům vyšší. Odchylna v celkové inflaci byla způsobena výrazně vyšším růstem regulovaných cen (včetně vlivu změny DPH), když více rostly ceny energií, regulované nájemné, vodné a stočné. Dalším výrazným faktorem odchylny se stalo zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % z ledna letošního roku, které prognóza ze Zol IV/2010 nepředpokládala.

GRAF III.1.1

SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace v prvním čtvrtletí 2012 výrazně přesáhla prognózu ze Zol IV/2010

(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Regulované ceny a úprava DPH působily výrazně ve směru vyšší inflace, korigovaná inflace bez PH byla naopak nižší ve srovnání s prognózou

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

| | Prognóza Zol IV/2010 | Skutečnost 1. čtvrtletí 2012 | Příspěvek k celkovému rozdílu ^{b)} |
|---|----------------------|------------------------------|---|
| SPOTŘEBITELSKÉ CENY | 1,9 | 3,7 | 1,8 |
| z toho: | | | |
| regulované ceny | 2,9 | 9,7 | 1,1 |
| primární dopady změn nepřímých daní | 0,0 | 0,9 | 0,9 |
| ceny potravin ^{a)} | 1,7 | 3,5 | 0,3 |
| ceny pohonných hmot (PH) ^{a)} | 4,5 | 8,0 | 0,0 |
| korigovaná inflace bez PH ^{a)} | 1,5 | -0,3 | -0,6 |

a) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

b) Součet jednotlivých příspěvků nemusí odpovídat celkovému rozdílu z důvodu zaokrouhlení, příspěvky jsou ovlivněny i změnou vah ve spotřebním koši od ledna 2012.

Oproti předpokladům byl mírně vyšší i růst cen potravin a pohonných hmot. Ve směru nižší inflace naopak působila korigovaná inflace bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách. Projevovaly se u ní nízké domácí inflační tlaky (Tab. III.1.1).

Na vývoji domácí inflace se významně podílely také **vnější ekonomické faktory**. Oproti předpokladům prognózy došlo zejména na přelomu let 2010 a 2011 k výraznějšímu oživení zahraniční – a tím i domácí – ekonomické aktivity. Zároveň světové ceny ropy i výrobní ceny v zahraničí rostly po celou dobu rychleji. Také zahraniční úrokové sazby se po většinu sledovaného období pohybovaly na vyšších úrovních, než předpokládala prognóza (Tab. III.1.2). Vývoj v zahraničí tak v souhrnu působil směrem k vyšší domácí inflaci.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Úrokové sazby zůstaly stabilní v celém sledovaném horizontu, a na jeho konci se tak odchýlily od prognózy, která předpokládala jejich postupný nárůst. Měnový kurz se nejprve pohyboval na hladině odpovídající prognóze či jen nepatrně slabší, v závěru roku 2011 a v prvním čtvrtletí 2012 však koruna výrazně oslabila oproti prognózované úrovni vlivem prohloubení dluhové krize v eurozóně (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 koncem roku 2010 a počátkem roku 2011. V posledních dvou čtvrtletích však došlo k výraznému zpomalení zahraniční poptávky. Vývoj ekonomiky se tak pohyboval po trajektorii nesouměrného „W“ předpovídané prognózou, ovšem s výraznější amplitudou a poněkud jiným načasováním. Složky domácí poptávky rostly oproti předpokladům nižšími tempy. Růst mezd byl oproti prognóze rovněž utlumenější. S klesající dynamikou zahraniční poptávky v závěru roku 2011 se snižovala i dynamika tuzemského vývozu. Srovnání aktuálního růstu HDP a prognózy ze Zol IV/2010 je značně ovlivněno také revizí národních účtů z prosince 2011. Uvedené faktory spolu s vývojem světových cen komodit, výrazným růstem regulovaných cen a změnou DPH od ledna 2012 přispěly k tomu, že se v prvním čtvrtletí 2012 celková inflace nacházela výrazně nad cílem. Nízká hladina domácích úrokových sazeb odrážela vedle utlumených domácích inflačních tlaků rovněž pokračující uvolněnou měnovou politiku ve světě a v posledním období též zhoršené zahraniční výhledy vlivem prohloubení dluhové krize v eurozóně.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi červencem 2010 a březnem 2011 bankovní rada hodnotila rizika prognóz převážně jako vyrovnaná. Tržní úrokové sazby se ve sledovaném období pohybovaly zhruba na hladině, jakou implikovaly prognózy. Celková inflace se téměř v celém horizontu pohybovala lehce pod cílem ČNB, až na konci roku 2011 a především na počátku roku 2012

TAB. III.1.2

NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRA NIČÍ

Vnější nákladové faktory působily směrem k vyšší domácí inflaci
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

| | | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 | I/12 |
|-----------------------------------|---|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| HDP v eurozóně ^{a, b, c} | p | 2,4 | 2,5 | 1,7 | 1,6 | 2,0 | 2,2 |
| | s | 3,0 | 3,6 | 3,0 | 2,5 | 1,8 | - |
| PPI v eurozóně ^{b, c} | p | 3,8 | 3,3 | 2,2 | 2,1 | 2,4 | 2,5 |
| | s | 4,8 | 6,4 | 6,4 | 6,0 | 5,1 | 3,3 |
| 3M EURIBOR (v %) | p | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,3 |
| | s | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | 1,0 |
| Kurz USD/EUR (úroveň) | p | 1,38 | 1,33 | 1,33 | 1,32 | 1,31 | 1,31 |
| | s | 1,36 | 1,37 | 1,44 | 1,41 | 1,35 | 1,31 |
| Cena ropy Brent (USD/barel) | p | 83,6 | 85,0 | 86,0 | 87,0 | 87,7 | 88,4 |
| | s | 86,9 | 105,2 | 116,8 | 112,9 | 109,3 | 118,7 |

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

TAB. III.1.3

NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Domácí ekonomická aktivita rostla po většinu roku 2011 rychleji, než předpokládala prognóza

| | | IV/10 | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 | I/12 |
|--|---|-------|------|-------|--------|-------|------|
| 3M PRIBOR (v %) | p | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,5 |
| | s | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Kurz CZK/EUR (úroveň) | p | 24,5 | 24,4 | 24,3 | 24,2 | 24,1 | 24,0 |
| | s | 24,8 | 24,4 | 24,3 | 24,4 | 25,3 | 25,1 |
| Reálný HDP ^{a)} (mzr. změny v %) | p | 3,0 | 2,0 | 1,2 | 0,9 | 0,6 | 1,8 |
| | s | 3,0 | 2,7 | 2,1 | 1,3 | 0,6 | - |
| Nominální mzdy ^{b)} (mzr. změny v %) | p | 2,7 | 3,3 | 3,7 | 3,9 | 3,6 | 6,4 |
| | s | 1,7 | 3,1 | 3,1 | 2,7 | 2,1 | - |

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

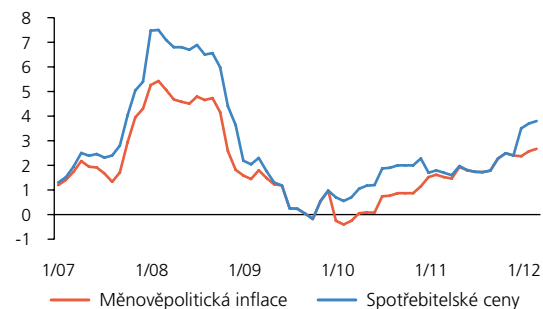
b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

INFLACE

V prvním čtvrtletí 2012 se inflace výrazně zvýšila

(meziroční změny v %)

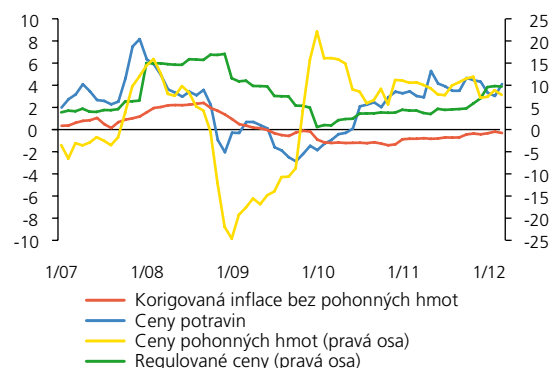


GRAF III.1.3

VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Ke zvýšení inflace přispěla většina jejích složek

(meziroční změny v %, s výjimkou regulovaných cen bez vlivu změn nepřímých daní)

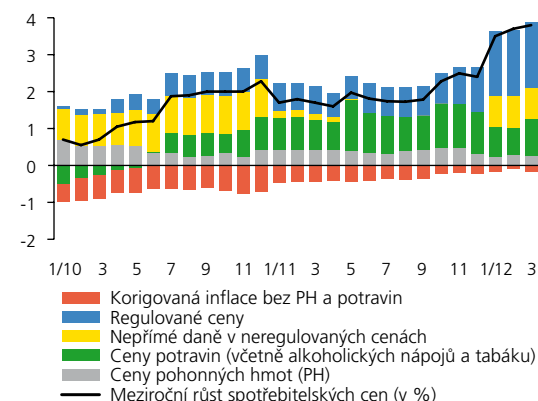


GRAF III.1.4

STRUKTURA INFLACE

Hlavní podíl na inflaci měly regulované ceny, nepřímé daně a ceny potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



se její hodnoty zvýšily výrazně nad cíl zejména z důvodu nárůstu snížené sazby DPH. Měnověpolitická inflace se postupně zezdola navracela k cíli, až na přelomu let 2011 a 2012 překmitla nad něj. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od července 2010 do března 2011 byla zhruba adekvátní.

III.1.2 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace⁹ se v prvním čtvrtletí 2012 výrazně zvýšila (Graf III.1.2). V lednu prudce vzrostla na 3,5 % zejména v důsledku zvýšení snížené sazby DPH a nárůstu regulovaných cen.¹⁰ Její další zvyšování v následujících dvou měsících prvního čtvrtletí (až na 3,8 % v březnu) bylo pak nejvíce ovlivněno zrychlením růstu cen potravin. Rovněž u pohonných hmot bylo patrné zesilování cenového růstu v prvním čtvrtletí. Pouze korigovaná inflace bez pohonných hmot setrvala v záporných hodnotách (Graf III.1.3).

Ve **struktuře meziroční inflace** tak od počátku roku 2012 opět výrazně převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Podíl tržních cen na dosaženém meziročním růstu spotřebitelských cen byl v březnu zhruba třetinový (Graf III.1.4).

V důsledku zvýšení snížené sazby DPH dosáhl příspěvek změny **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen v březnu 0,9 procentního bodu; její celkový primární dopad do inflace včetně regulovaných cen činil zhruba 1,1 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez vlivu změn nepřímých daní, se tak nacházela pod celkovou meziroční inflací a v březnu dosáhla hodnoty 2,7 % (Graf III.1.2). S platností od 1. ledna 2012 bylo také provedeno harmonizační zvýšení spotřebních daní u cigaret. Tato změna s předpokládaným příspěvkem do inflace v rozsahu cca 0,1 procentního bodu se však projeví ve spotřebitelských cenách se zpožděním z důvodu doprodeje zásob s nižší daní.

Nejvíce však přispěly k meziroční inflaci v prvním čtvrtletí 2012 **regulované ceny** (Graf III.1.4). Souběh několika faktorů přitom přispěl k výraznému zrychlení jejich meziročního růstu až na 9,7 % v březnu. Především to bylo zvýšení cen energií pro domácnosti (elektřiny, tepla, zemního plynu), vodného a stočného. Ke zrychlení růstu regulovaných cen také významně přispělo zvýšení cen regulovaných položek v dopravě a ve zdravotnictví a regulovaného nájemného. Tyto cenové úpravy byly provedeny zejména v lednu, kdy se do cen regulovaných položek současně promítal vliv změny DPH. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

9 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

10 Zvýšení sazby DPH se projevilo zejména v oddělech potravin a nealkoholické nápoje, zdraví a částečně bydlení a doprava.

Vývoj **tržních cen**, měřený čistou inflací, byl v průběhu prvního čtvrtletí 2012 kolísavý, avšak v březnu byl jejich meziroční růst jen o 0,1 procentního bodu nižší než v prosinci 2011 a dosáhl 1,4 %. Za tímto vývojem stály především výrazné změny v dynamice růstu cen potravin a pohonných hmot, neboť korigovaná inflace celkově zaznamenala jen velmi pozvolné změny směrem k mírnějším záporným hodnotám (Graf III.1.3). Zatímco vývoj cen potravin a pohonných hmot byl ovlivňován především vnějšími faktory, vývoj korigované inflace nadále indikoval významné působení utlumené poptávky a absenci inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Působení slabé spotřebitelské poptávky nepřevážil ani výrazný růst dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh.

V rámci tržních cen nejvíce ovlivnily meziroční inflaci **ceny potravin** (v březnu příspěvek ve výši 1 procentního bodu bez vlivu změn nepřímých daní). Po výrazném nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí 2011, který byl zejména spojen s částečným promítnutím zvýšené DPH do spotřebitelských cen s předstihem před počátkem platnosti této změny, zvolnil meziroční růst cen potravin (bez vlivu změn daní) na počátku roku 2012 až na 3 % v únoru. Jeho opětovné prudké zrychlení v březnu (na 4,1 %) bylo téměř výhradně spojeno s mimořádným zvýšením cen vajec o 124 %, ke kterému došlo v důsledku výrazného omezení nabídky vajec na domácím trhu. Příčinou byl zákaz vstupu na domácí trh dodavatelům, kteří nedodržují evropské směrnice pro chov drůbeže. V opačném směru na vývoj cen potravin působil obnovený meziroční pokles cen zemědělských výrobců a zpomalující – byť stále poměrně vysoký – cenový růst v potravinářském průmyslu (Graf III.1.5), což indikuje rychlé odeznívání vlivu vysokých cen zemědělských komodit na ceny potravin.¹¹ V souhrnu dosáhl v březnu meziroční růst cen potravin včetně vlivu zvýšené DPH, který se zřejmě do těchto cen promítl v plném rozsahu, hodnoty 6,3 %.

Vývoj **cen pohonných hmot** byl v prvním čtvrtletí 2012 rovněž značně kolísavý, oproti prosinci zrychlily svůj meziroční růst na 7,8 % v březnu (Graf III.1.3). Jejich vývoj ovlivnilo zejména výraznější meziroční oslabení kurzu CZK/USD, které bylo jen zčásti utlumené zmírněním meziroční dynamiky růstu světových cen ropy. Bližší představu o vlivu ceny ropy a dalších faktorů včetně marží rafinérií a prodejců na maloobchodní ceny pohonných hmot poskytuje dále uvedený BOX 2.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot, zahrnující ceny produktů s vyšším stupněm zpracování a služby, setrvala i v prvním čtvrtletí 2012 v záporných hodnotách, ačkoli ty se dále zmírnily (meziročně na -0,3 % v březnu). Rovněž změny ve vývoji cen jejich hlavních složek byly jen nevýrazné (Graf III.1.6). Přetrvávající nízký růst cen neobchodovatelných statků nepřesahující úroveň 1 % a pokles cen obchodovatelných statků kolem 2% hodnoty svědčily zejména o vlivu

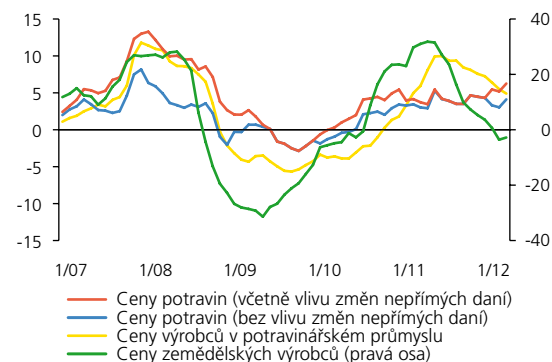
¹¹ To se projevilo v pokračujícím zpomalování meziročního růstu cen pečárenských výrobků. Přesto ceny těchto produktů ještě rostly rychle. Ceny chleba vzrostly v prvním čtvrtletí o 17,5 % a ceny běžného pečiva o 19,1 %.

GRAF III.1.5

CENY POTRAVIN

Vývoj cen potravin byl ovlivňován mimořádnými faktory, působení vysokých cen zemědělských produktů naopak odeznívalo

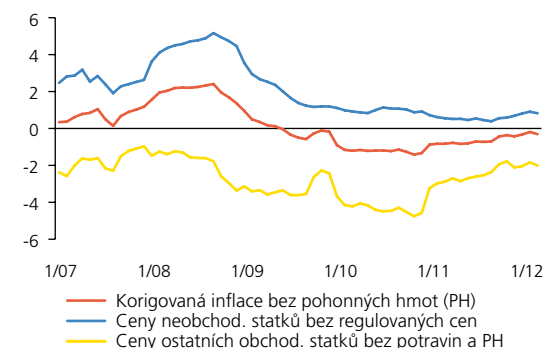
(meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se zmírnil (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)

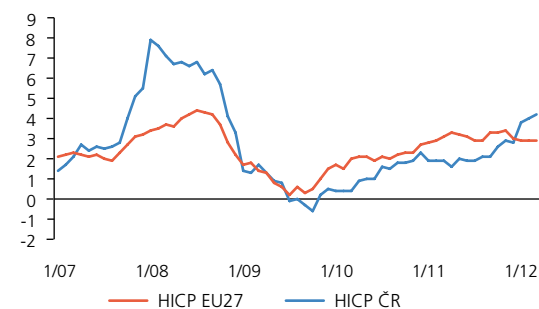


GRAF III.1.7

HICP

Meziroční inflace měřená HICP byla v ČR po dlouhé době vyšší než v průměru zemí EU

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)

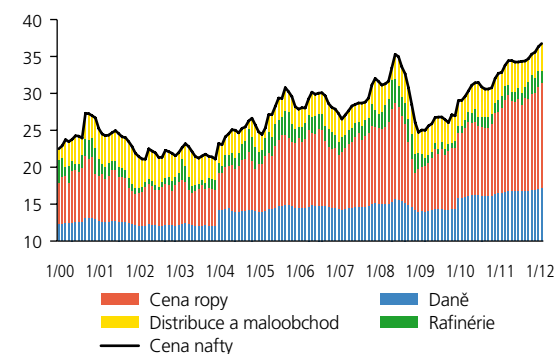


GRAF 1 (Box)

FAKTORY VÝVOJE CEN NAFTY

Hlavním faktorem vývoje maloobchodní ceny nafty je cena ropy

(CZK/litr, zdroj: Bloomberg, ČSU, výpočet ČNB)

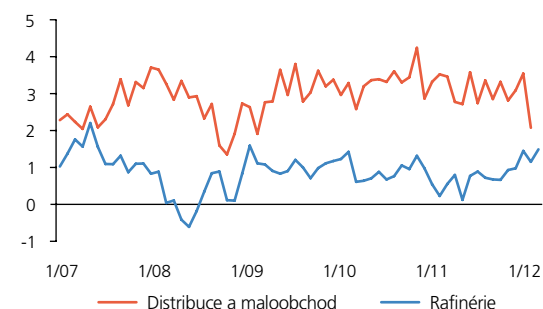


GRAF 2 (Box)

HRUBÉ MARŽE NA BENZÍN NATURAL 95

Hrubé marže rafinérií na počátku roku 2012 vzrostly, maloobchodní marže jsou dlouhodobě poměrně stabilní

(CZK/litr, sezonně očištěno, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



utlumené domácí poptávky, jež vyvažovala vliv meziročního oslabení kurzu CZK/EUR, který se odrazil v obnoveném růstu dovozních cen průmyslového spotřebního zboží.

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR v prvním čtvrtletí 2012 po delší době rychleji než v průměru zemí EU. Podle posledního odhadu Eurostatu činil v březnu meziroční růst HICP v ČR 4,2 %, zatímco v průměru zemí EU byl zřetelně slabší a ve stejném měsíci dosáhl 2,9 %. Meziroční inflace v ČR měřená HICP byla nadále vyšší než inflace měřená CPI. Hlavní příčinu tohoto rozdílu lze vidět v zahrnutí vlivu imputovaného nájemného do CPI, které v HICP obsaženo není.

BOX 2

FAKTORY VÝVOJE MALOOBCHODNÍCH CEN POHONNÝCH HMOT

Konečnou cenu benzínu a nafty (nejen) v ČR ovlivňují jak tržní faktory, tak administrativní vlivy. Mezi **tržní faktory** patří především cena ropy v USD, kurz koruny vůči dolaru, náklady na rafinaci, distribuci a marketing, zisk rafinérií, přepravců a obchodníků. Do **administrativních vlivů** jsou zahrnovány spotřební daň, DPH, která je vyměřována i ze spotřební daně, nepřímo i zpřísňování maximálních limitů na obsah škodlivých látek, zvyšování minimálních požadovaných podílů bio složek nebo cena emisí CO₂ při zpracování ropy. Pro ceny benzínu jsou významné i **sezonní výkyvy** v poptávce/spotřebě. U cen nafty je v ČR sezonní vliv menší, neboť její velká část se spotřebovává v nákladní a hromadné osobní přepravě, kde je spotřeba v průběhu roku rovnoměrnější (na rozdíl od zemí, kde se lehké topné oleje používají ve velké míře i na vytápění). Cena nafty je naopak kvůli nákladní dopravě více spojena s **fází hospodářského cyklu**.

Cenu benzínu a nafty můžeme rozložit z pohledu vertikálního zpracovatelského řetězce na jednotlivé složky, kterými jsou cena ropy, hrubé marže rafinérií a maloobchodu (včetně distribuce) a daně (Graf 1).

Minimální spotřební daň je v EU stanovena na základě směrnice Evropské komise z října 2003 (Dir. 2003/96/EC) a činí 0,359 EUR/litr u bezolovnatého benzínu a 0,330 EUR/litr u nafty. Většina zemí EU má však skutečnou spotřební daň vyšší. V ČR byla poslední úprava výše spotřební daně provedena (zvyšována) s platností od 1. ledna 2010 na 12,84 CZK/litr u benzínu Natural 95 a na 10,95 CZK/litr u motorové nafty. Se zhodnocováním koruny se tak spotřební daň vyjádřená v eurech zvyšuje a naopak. V březnu 2012 činily daně v ceně benzínu Natural 95 celkově 51,5 %, u nafty byl jejich podíl 46,2 %.

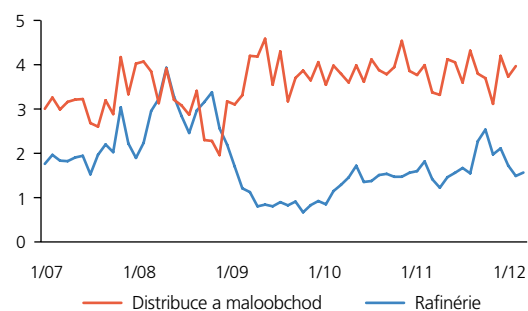
Hrubé marže rafinérií (rozdíl mezi cenou vstupů a výstupů) tvoří nejmenší část konečné ceny. Od roku 2010 se převážně pohybovaly v rozmezí 0,5–3,5 % u benzínu a 3,0–6,5 % u nafty. Cena, za kterou evropské rafinérie prodávají své produkty odběratelům, se jednotně řídí cenou na komoditní burze v Rotterdamu. I když se v poslední době často mluví o uzavírání rafinérií a návazně zvýšeném tlaku na vyšší cenu zejména benzínu, naše výpočty zatím tuto tezi příliš nepodporují. Evropské rafinérie čelí stále tvrdší konkurenci moderních asijských rafinérií a úspěšné jsou pouze ty, které mají dostatečnou zpracovatelskou kapacitu a komplexnější technologii (aby byly schopny zpracovávat i ropu horší kvality). Dochází tak k postupnému uzavírání ztrátových provozů. Marže rafinérií však žádný dramatický růst nevykazují (Graf 2 a 3).

Podíl přepravy a maloobchodu na konečné ceně pohonných hmot v uplynulých dvou letech kolísal mezi 7–12 %. Hrubé marže však prakticky stagnovaly. Nejdůležitějším faktorem výše a volatility cen tuzemských pohonných hmot tak je jednoznačně korunová cena ropy. Její dynamiku ovlivňují jednak světové ceny ropy a jednak kurz CZK/USD. Oba vlivy se většinou navzájem částečně kompenzují, což znamená, že cena ropy v CZK je méně volatilní, než cena ropy v USD. Na počátku roku 2012 však cena ropy rostla za současného posilování dolaru (Graf III.7.7), v důsledku čehož tuzemské ceny pohonných hmot vzrostly na historická maxima.

GRAF 3 (Box)

HRUBÉ MARŽE NA MOTOROVOU NAFTU

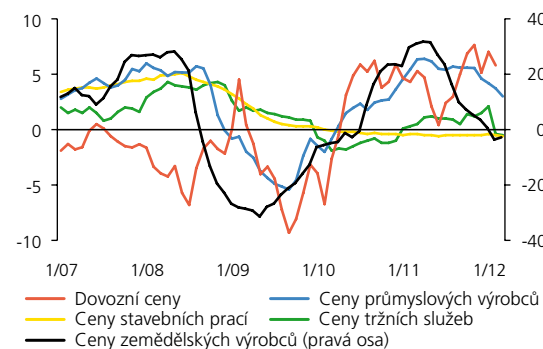
Hrubé marže u motorové nafty jsou vyšší než u benzínu
(CZK/litr, sezonně očištěno, zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB)



GRAF III.2.1

DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

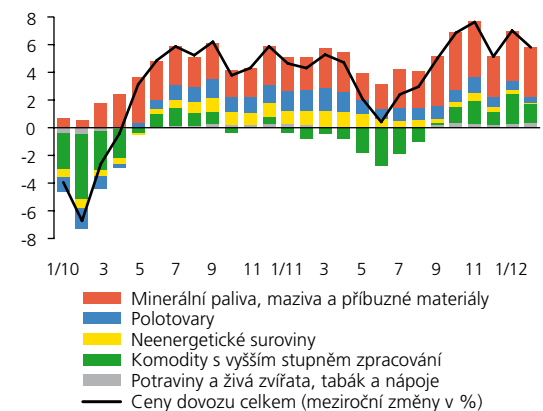
Růst dovozních cen kolísal okolo hodnoty 6 %, růst cen průmyslových výrobců zpomalil a ceny zemědělských výrobců překmitly do poklesu
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

DOVOZNÍ CENY

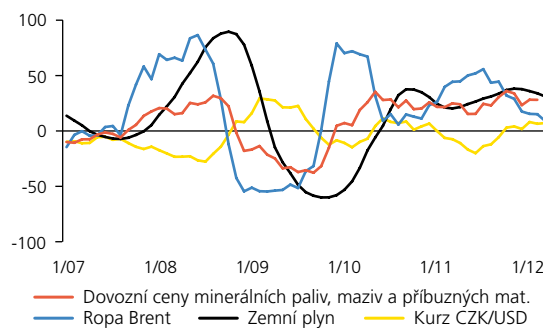
Růst dovozních cen byl nadále z více než poloviny způsoben cenami dovážených energetických surovin
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

MINERÁLNÍ PALIVA

K stále vysokému růstu dovozních cen energetických surovin přispělo vedle vývoje cen ropy a plynu i meziroční oslabení kurzu CZK/USD
(meziroční změny v %)



III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Zpomalující meziroční růst cen klíčových surovin na světových trzích, kompenzovaný částečně oslabením měnového kurzu, přispěl ke zmírnění meziročního tempa růstu dovozních cen surovin a polotovarů. Ten se nadále nejvíce promítal do cen producentů stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Dovozní ceny komodit s vyšším stupněm zpracování pokračovaly v růstu obnoveném ve čtvrtém čtvrtletí 2011, ke kterému přispělo oslabení měnového kurzu. Růst cen průmyslových výrobců se v prvním čtvrtletí 2012 dále zmírnil a ceny zemědělských výrobců přešly do meziročního poklesu. Ceny stavebních prací pokračovaly při trvalé nízké poptávce v mírném poklesu, a také ceny tržních služeb se v prvním čtvrtletí meziročně mírně snížily.

III.2.1 Dovozní ceny

Pokračující růst **dovozních cen** byl i v prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2012 tažen zejména vývojem cen klíčových energetických komodit na světových trzích, avšak i příspěvek cen komodit s vyšším stupněm zpracování byl poměrně významný (Graf III.2.2). Podle posledních údajů ČSÚ se meziroční růst dovozních cen v únoru zmírnil na 5,8 % ze 7 % v lednu.

Podíl rychle rostoucích cen dovážených **minerálních paliv** na dosaženém meziročním růstu dovozních cen byl i v prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2012 nejvyšší (3,6 procentního bodu; Graf III.2.2). I když světové ceny ropy již od poloviny roku 2011 postupně snižují dynamiku svého meziročního růstu z předchozích hodnot přesahujících úroveň 50 %, je tento jejich růst stále vysoký (v únoru 15,1 %). Světové ceny zemního plynu, následující vývoj cen ropy se zpožděním, zrychlovaly svůj meziroční růst až v průběhu druhé poloviny roku 2011. Poté, co v listopadu jejich meziroční růst kulminoval na hodnotě 38 %, začal postupně oslabovat a v únoru se přiblížil k úrovni 30 %. Při souběhu stále rychlého – i když zpomalujícího – růstu světových cen energetických surovin a výrazného meziročního oslabení kurzu CZK/USD byl na počátku roku 2012 meziroční růst dovozních cen minerálních paliv nadále vysoký (v únoru 28,1 %). V lednu a únoru byl však v průměru nižší než v předchozím čtvrtletí.

Meziroční růst dovozních cen **neenergetických surovin** i přes výrazné oslabení kurzu CZK/USD dále rychle zpomaloval (ze 16 % v listopadu na 3,7 % v únoru) a jejich příspěvek k růstu dovozních cen byl již nepatrný. Zvolnil také růst dovozních cen chemikálií a příbuzných výrobků a dovozních cen polotovarů (Tab. III.2.1). Dovozní ceny potravin naopak zrychlily svůj meziroční růst až na 5,1 % v únoru.

Z pohledu domácích výrobců tak rostly ceny dovážených vstupů (suroviny, polotovary) v lednu a únoru v souhrnu pomalejším tempem než v závěru roku 2011. Jejich vývoj odrážel převážně zpomalující meziroční růst světových cen surovin, byl však také ovlivněn vývojem

měnového kurzu. Také ve vývoji dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**¹², které po déletrvajícím poklesu v září 2011 obnovily svůj meziroční růst, byl patrný vliv oslabení měnového kurzu, zejména CZK/EUR.

III.2.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

V prvním čtvrtletí 2012 pokračovalo zpomalování meziročního růstu **cen průmyslových výrobců**, které je pozorováno od konce roku 2011. Oproti prosinci 2011 se v březnu meziroční růst cen průmyslových výrobců zmírnil o 1,6 procentního bodu a dosáhl 3 % (Graf III.2.4).

Pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců se oproti předchozímu čtvrtletí zásadně nemění, jen intenzita působení většiny hlavních faktorů se dále snížila. Dosažený růst byl nadále ovlivňován rostoucími cenami dovážených surovin a polotovarů, jejichž meziroční dynamika se však zejména u neenergetických surovin a polotovarů výrazně snížila. Také vliv dovážených energetických surovin se zmírnil. Tyto nákladové tlaky se tak v menší míře promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce (Graf III.2.4 a Graf III.2.5). Výrazně se také snížily nákladové tlaky plynoucí z vývoje cen výrobců energií. Zároveň pokračovalo zřetelné zpomalování meziročního růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu odrážející s určitým zpožděním oslabování nákladových tlaků plynoucích z vysokých cen agrárních vstupů.

Na celkovém meziročním růstu cen v průmyslu se i v prvním čtvrtletí 2012 nejvíce podílely ceny výrobců **v odvětví koxu a rafinérských ropných produktů**. V návaznosti na rychle zpomalující růst světových cen ropy se jejich příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců oproti předchozímu čtvrtletí v průměru zmírnil. Meziroční růst cen výrobců v tomto odvětví byl však v březnu stále vysoký (15,1 %). Také ceny výrobců v **potravinářském průmyslu** dále zmírnilly svůj meziroční růst (na 4,9 % v březnu) v souvislosti s prudkým oslabováním dynamiky růstu a následným poklesem cen agrárních vstupů domácího původu; jejich příspěvek k růstu cen průmyslových výrobců se tak snížil na 0,7 procentního bodu v březnu. K významnému poklesu příspěvku došlo také v **odvětví základních kovů a kovárenských výrobků**, kde meziroční růst dosáhl v březnu pouze 1,6 % (Graf III.2.6).

Ke zmírnění meziročního růstu cen průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí přispělo také **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v březnu na 1,7 %). V odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami naopak dynamika cen dále vzrostla (z 6,3 % v prosinci 2011 na 8,1 % v březnu). V **odvětví těžby a dobývání** cenový růst zhruba stagnoval na úrovni předchozího čtvrtletí (2,9 % v březnu).

Tab. III.2.1

STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

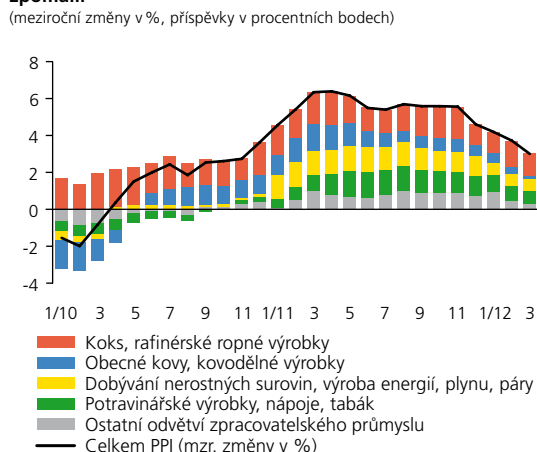
Dovozní ceny rostly ve všech skupinách dovozu, nejvýrazněji u dovážených energetických surovin
(meziroční změny v %)

| | 11/11 | 12/11 | 1/12 | 2/12 |
|--|-------|-------|------|------|
| DOVOZ CELKEM | 7,6 | 5,1 | 7,0 | 5,8 |
| z toho: | | | | |
| potraviny a živá zvířata | 3,6 | 2,2 | 3,9 | 5,1 |
| nápoje a tabák | 11,9 | 12,5 | 13,5 | 10,1 |
| suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv | 16,0 | 11,6 | 7,7 | 3,7 |
| minerální paliva, maziva a příbuzné mat. | 33,9 | 23,3 | 28,2 | 28,1 |
| živočišné a rostlinné oleje | 20,3 | 13,6 | 11,6 | 4,9 |
| chemikálie a příbuzné výrobky | 7,1 | 4,8 | 5,4 | 3,6 |
| tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu | 5,3 | 3,4 | 3,3 | 1,7 |
| stroje a dopravní prostředky | 1,3 | 0,2 | 3,0 | 1,6 |
| průmyslové spotřební zboží | 3,9 | 2,3 | 4,0 | 3,7 |

Graf III.2.4

CENY PRŮMYSLYVÝCH VÝROBCŮ

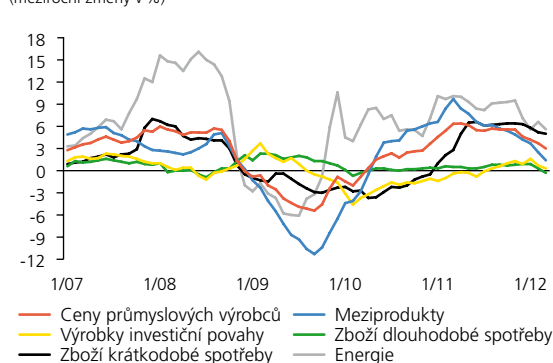
Růst cen průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí 2012 dále zpomalil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Graf III.2.5

CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLYVÝCH SKUPIN

Růst cen ve všech hlavních průmyslových skupinách postupně zpomaluje
(meziroční změny v %)



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

GRAF III.2.6

CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

Ceny výrobců v odvětví koksů a rafinérských ropných produktů reagují s krátkým zpožděním na vývoj dovozních cen energetických surovin

(meziroční změny v %)

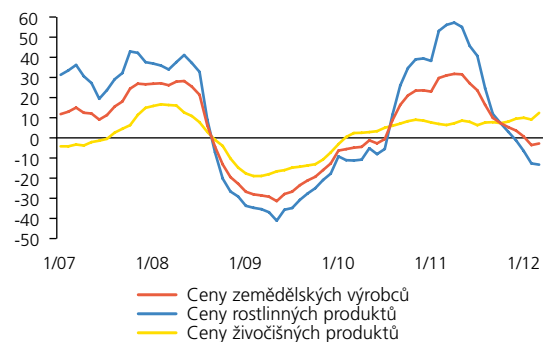


GRAF III.2.7

CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny zemědělských výrobců od února meziročně klesají

(meziroční změny v %)



V souhrnu se příspěvek těchto odvětví k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců snížil v prvním čtvrtletí 2012 zhruba na polovinu ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím 2011.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, rostly ceny výrobců v prvním čtvrtletí 2012 výrazně pomaleji než v předchozím čtvrtletí. Jak je patrné z Grafu III.2.4, jejich příspěvek k celkovému meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců se v březnu oproti prosinci 2011 snížil na méně než polovinu (0,4 procentního bodu). Cenový růst přitom zvolnil v převážné většině odvětví a v některých odvětvích ceny výrobců v březnu i meziročně klesaly.¹³ Tento vývoj byl zejména ovlivněn trvalou nízkou poptávkou a slábnoucími nákladovými tlaky na straně výrobních vstupů.

Ceny zemědělských výrobců

Postupné zpomalování meziročního růstu **cen zemědělských výrobců** ve druhé polovině roku 2011 vyústilo během prvního čtvrtletí 2012 v meziroční pokles, který v únoru dosáhl -3,6 % a v březnu se jen lehce zmírnil na -2,8 %. Na této výrazné změně se nadále výhradně podílely ceny rostlinné výroby, které v závěru roku 2011 přešly do mírného meziročního poklesu. V průběhu prvního čtvrtletí se pak jejich pokles dále prohloubil (na -13,3 % v březnu). Naproti tomu u cen produktů živočišné výroby došlo v prvním čtvrtletí k dalšímu zrychlení meziročního růstu, který dosahoval dvouciferných hodnot (12,4 % v březnu).¹⁴

Zpomalení meziročního růstu cen zemědělských výrobců a jejich přechod do meziročního poklesu na počátku roku 2012 bylo **výsledkem souběhu faktorů**, které působily na vývoj cen komodit rostlinné výroby především v předchozím roce. Byly to lepší klimatické podmínky v roce 2011, 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 v roce 2011 z dlouhodobějšího pohledu výrazně nadprůměrná. Došlo k překmitu některých tradičně kolísavých položek cen zemědělských výrobců (brambory, zelenina) do výrazného meziročního poklesu o zhruba 40–60 %. Naproti tomu působení měnového kurzu bylo v posledním čtvrtletí předchozího roku a v prvním čtvrtletí letošního roku proinflativní. Na ceny živočišné výroby rovněž působilo na počátku roku 2012 skokové zvýšení cen vajec vlivem zpřísnění veterinárních pravidel v EU a s tím související výpadek části produkce.

¹³ Ceny se meziročně snížily ve výrobě elektrických zařízení, počítačů a elektronických a optických přístrojů, dopravních prostředků a výrobě strojů a zařízení.

¹⁴ Zrychlení růstu cen v živočišné výrobě bylo způsobeno zejména vyššími cenami vajec, které se v březnu meziročně zvýšily o téměř 133 %.

Ostatní cenové okruhy produkční sféry

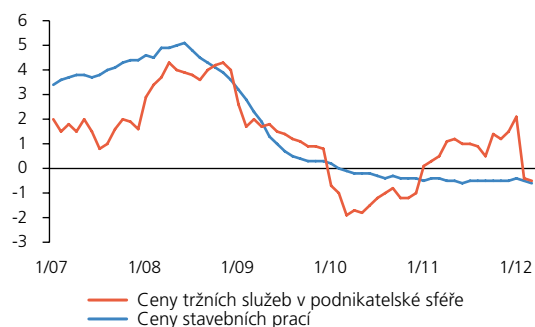
V podmínkách trvající nízké poptávky po stavebních investicích zůstaly **ceny stavebních prací** i v prvním čtvrtletí 2012 v mírném meziročním poklesu (-0,6; Graf III.2.8). Meziroční růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví postupně zpomaloval až na 0,9 % v březnu.

Rovněž ve vývoji **cen tržních služeb** byl pozorován vliv slabé domácí poptávky, který se projevil v jejich mírném poklesu v prvním čtvrtletí 2012 (-0,4 %). Na této změně se podílely zejména klesající ceny za architektonické a inženýrské služby, reklamní služby a průzkum trhu,¹⁵ služby v oblasti nemovitostí a telekomunikační služby. Vyšší byly ceny v nákladní dopravě a v pojišťovnictví.

GRAF III.2.8

OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Ceny stavebních prací i ceny tržních služeb klesají
(meziroční změny v %)

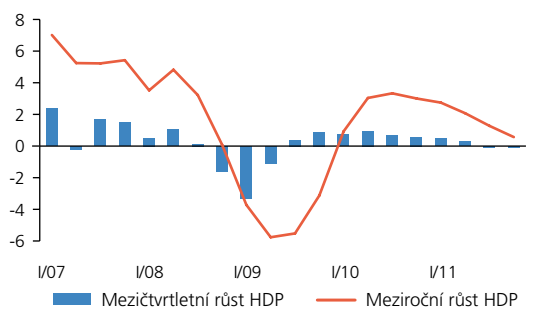


¹⁵ Nejvýraznější změnu zaznamenaly ceny v reklamních službách a průzkumu trhu, které ještě v lednu 2012 meziročně vzrostly o 19 % a následně již klesaly (v březnu o 2,1 %).

GRAF III.3.1

HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

Meziroční růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalil (meziroční a mezičtvrtletní růst v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



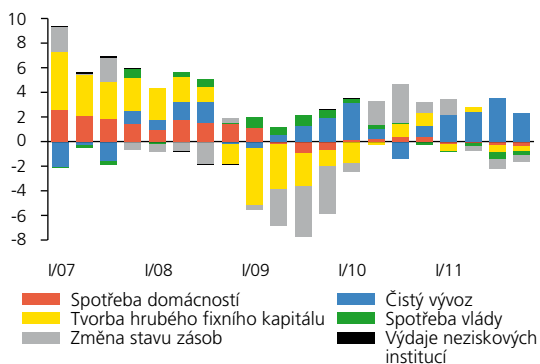
III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu dále zpomalil (na 0,6%).¹⁶ V mezičtvrtletním srovnání se HDP mírně snížil (o 0,1%). Za celý rok 2011 HDP vzrostl o 1,7%. Na dosaženém meziročním růstu ekonomické aktivity ve čtvrtém čtvrtletí se při trvajícím předstihu dynamiky vývozu před dovozem podílel pouze čistý vývoz, jehož příspěvek se však oproti předchozímu čtvrtletí snížil. Ostatní výdajové složky hospodářský růst ve čtvrtém čtvrtletí nepodpořily, neboť výdaje na konečnou spotřebu i tvorba hrubého kapitálu pokračovaly v meziročním poklesu. Na straně nabídky se na hospodářském růstu podílel nejvíce zpracovatelský průmysl, jehož kladný příspěvek byl ale nižší než v předchozím čtvrtletí. V řadě ostatních odvětví (zejména ve stavebnictví) hrubá přidaná hodnota klesala. Odhadovaná mezera výstupu se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 rozevírala hlouběji do záporných hodnot.

GRAF III.3.2

STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

K reálnému růstu HDP přispěl pouze čistý vývoz (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



III.3.1 Domácí poptávka

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovala **domácí poptávka** v meziročním poklesu, který byl však znatelně mírnější než v předchozím čtvrtletí. Na tomto vývoji se podílela většina jejích složek, nejvíce však změna stavu zásob (Graf III.3.2) a v menší míře spotřeba vlády a fixní investice. Pouze pokles spotřeby domácností se ve čtvrtém čtvrtletí dále nepatrně prohloubil.

Konečná spotřeba

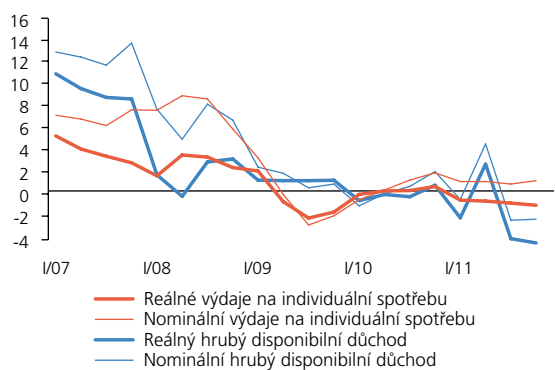
Vývoj **spotřeby domácností** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 potvrdil pokračující trend k prohlubování meziročního poklesu, který je pozorován od počátku 2011 zejména v souvislosti s probíhající fiskální konsolidací a v poslední době i se zastavením oživení na trhu práce. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2011 se však meziroční pokles spotřebních výdajů domácností prohloubil jen mírně (o 0,1 procentního bodu na -0,7%). Snižování spotřeby domácností bylo nadále patrné ve většině sledovaných skupin spotřebních statků, tj. u předmětů krátkodobé, střednědobé i dlouhodobé spotřeby, pouze reálné výdaje na služby se i ve čtvrtém čtvrtletí meziročně zvýšily.

Nominální hrubý disponibilní důchod setrval ve čtvrtém čtvrtletí v meziročním poklesu (-2%). Navíc byla jeho reálná kupní síla výrazněji než v předchozích čtvrtletích snižována meziroční inflací¹⁷, která vzrostla zejména kvůli promítnutí zvýšené DPH do spotřebitelských cen s předstihem před platností této změny.¹⁸ To se odrazilo ve výrazném prohloubení poklesu reálného hrubého disponibilního důchodu (meziročně na -4,1%; Graf III.3.3).

GRAF III.3.3

VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Klesající spotřeba domácností byla ovlivněna vývojem reálného disponibilního důchodu (meziroční změny v %)



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

17 Měřeno deflátořem spotřeby domácností.

18 Blíže viz kapitola II.1.2 Současný vývoj inflace.

Pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu zároveň ukazuje, že kladný příspěvek k jeho meziročnímu vývoji zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí pouze sociální dávky a důchody z vlastnictví; jejich příspěvky však byly nízké (Graf III.3.4). Příspěvek mezd a platů, které tvoří hlavní složku důchodů domácností, byl již neutrální. Ve skupině váhově poměrně významných příjmů podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu) pokračoval mírný meziroční pokles, odrážející zejména nízkou domácí poptávku. Záporný byl i příspěvek důchodů z ostatních transferů a zejména placených daní a sociálních příspěvků.

Míra hrubých úspor se v průběhu roku 2011 postupně snižovala k hodnotám kolem 9 % (Graf III.3.5). Je pravděpodobné, že tento trend byl zejména důsledkem rychle se snižující reálné kupní síly domácností, při které již některé domácnosti nebyly schopny vytvářet úspory na předchozí úrovni, pokud chtěly udržet dosavadní úroveň spotřeby, resp. zabránit jejímu hlubšímu poklesu. Spotřebitelské úvěry přitom od čtvrtého čtvrtletí 2011 mírně meziročně klesaly (viz kapitola III.5.2).

Poslední dostupné **předstihové indikátory** zatím nenaznačují, že by mělo dojít ke zřetelnému oživení spotřeby domácností v následujícím období. Únorové sezonně očištěné údaje o vývoji reálných tržeb v maloobchodu nadále rostly jen mírně. V jejich rámci zvolnil růst tržeb z prodeje motorových vozidel, mírně rostly tržby z prodeje nepotravinářského zboží a tržby z prodeje potravin klesaly. Rovněž poslední březnové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ nesignalizují znatelnou změnu v dosavadním spotřebním chování domácností, neboť pokračuje trend poklesu indikátoru spotřebitelské důvěry. Za tím stojí zejména zhoršující se očekávání domácností o budoucím vývoji celkové hospodářské situace a nezaměstnanosti. Za těchto okolností domácnosti neočekávají zlepšení své finanční situace.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zmírnily svůj meziroční pokles na -1,7 %. To bylo zčásti ovlivněno efektem srovnávací základny, neboť v mezičtvrtletním srovnání zaznamenaly výdaje vlády na spotřebu nejvyšší pokles v rámci roku 2011 (-1,1 %), což nasvědčovalo tomu, že k realizaci úsporných opatření v oblasti vládní spotřeby došlo ve zvýšené míře v závěru roku 2011.

Investice

Pokračující utlumený a z hlediska své struktury nerovnoměrný vývoj **fixních investic** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 indikoval – vedle vlivu srovnávací základny – přetrvávající značné nejistoty o budoucím vývoji poptávky. V samotném čtvrtém čtvrtletí 2011 se fixní investice snížily meziročně o 1,7 % a mezičtvrtletně o 0,2 %.

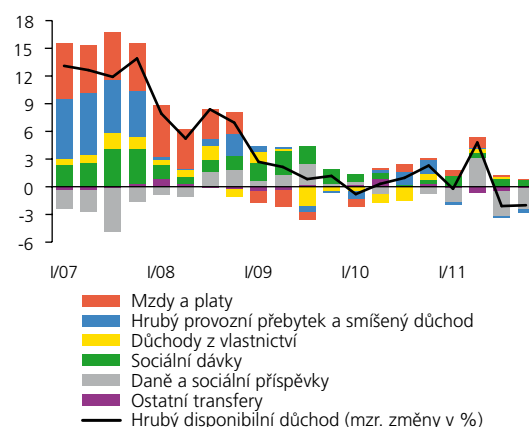
Investice klesaly v převážné většině sektorů (Tab. III.3.1). V sektoru **nefinančních podniků**, který tvoří více než polovinu celkových investic, se však fixní investice ve čtvrtém čtvrtletí meziročně zvýšily o 6 %. Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z března jsou výhledy vývoje investic v sektoru

GRAF III.3.4

DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod domácností setrval v meziročním poklesu

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

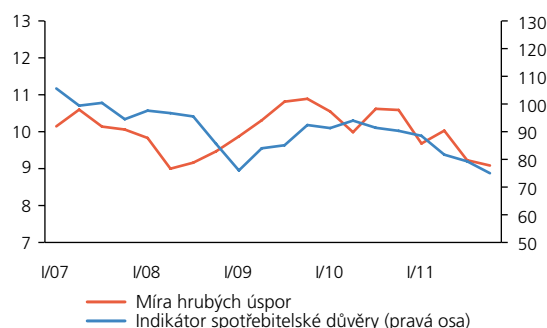


GRAF III.3.5

MÍRA ÚSPOR A INDIKÁTOR SPOTŘEBITELSKÉ DŮVĚRY

Míra hrubých úspor se postupně snižuje

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

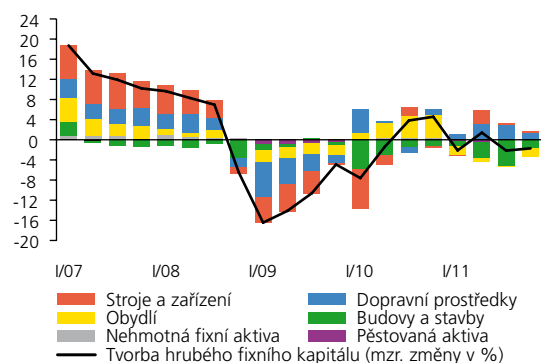


GRAF III.3.6

TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Fixní investice pokračovaly v meziročním poklesu

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



TAB. III.3.1

INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Investice klesaly ve většině sektorů, v sektoru nefinančních podniků ale rostly

(stálé ceny, propočet ČNB)

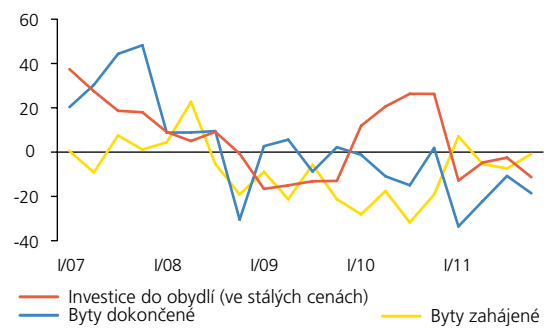
| | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 |
|--|-------|-------|--------|-------|
| Meziroční změny v % | | | | |
| Nefinanční podniky | 5,8 | 10,9 | 4,4 | 6,4 |
| Domácnosti | -10,6 | -3,9 | -4,6 | -11,1 |
| Vládní instituce | -13,5 | -19,1 | -18,0 | -11,4 |
| Finanční instituce | -25,7 | -27,2 | -10,2 | -26,7 |
| Neziskové instituce | 9,8 | 7,0 | 2,4 | 4,1 |
| Podíl na celkových fixních investicích v % | | | | |
| Nefinanční podniky | 61,3 | 62,9 | 59,4 | 60,6 |
| Domácnosti | 20,7 | 21,0 | 22,8 | 21,9 |
| Vládní instituce | 16,0 | 14,1 | 15,4 | 15,4 |
| Finanční instituce | 1,8 | 1,7 | 2,1 | 1,8 |
| Neziskové instituce | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |

GRAF III.3.7

INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí a počty dokončených bytů nadále klesaly

(meziroční změny v %)

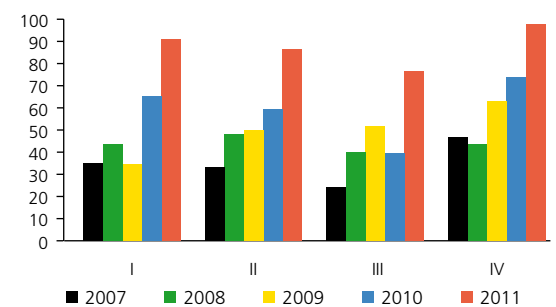


GRAF III.3.8

ČISTÁ ZAHRAŇIČNÍ POPTÁVKA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se čistý vývoz opět meziročně výrazně zvýšil

(v mld. Kč, stálé ceny roku 2005, sezonně očištěné údaje)



nefinančních podniků poněkud optimističtější než v předchozím čtvrtletí. Nasvědčuje tomu výrazné snížení záporného salda očekávaných investičních výdajů v horizontu 6 měsíců a překmit salda do kladných hodnot u výdajů v horizontu 12 měsíců.

Nejvíce ovlivnily celkový meziroční pokles investic ve čtvrtém čtvrtletí 2011 sektor domácností a sektor vlády. V **sektoru domácností** se investice meziročně snížily o 11,1 %. Investice do obydlí, které tvoří významnou složku investic domácností, klesaly v průběhu celého roku 2011 (ve čtvrtém čtvrtletí o 11,3 %; Graf III.3.7). Také předstihové indikátory¹⁹ nenaznačují oživení poptávky po bydlení v následujícím období. Převážně záporné hodnoty meziročních změn těchto indikátorů naopak nadále svědčí o celkově obezřetném přístupu developerů i domácností k investicím do obydlí zejména pod vlivem nejistot o budoucím vývoji ekonomiky a návazné situace na trhu práce. Výrazný pokles investic v **sektoru vlády** (meziročně o 11,4 %) byl i ve čtvrtém čtvrtletí nejvíce ovlivněn útlumem v oblasti inženýrských staveb. Pokles investic v ostatních sektorech byl z pohledu celkových investic méně významný.

Záporný příspěvek změny stavu **zásob** k tvorbě HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zřetelně zmírnil (na -0,6 procentního bodu; Graf III.3.2). Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z března bylo vykázáno kladné saldo odpovědí podniků, které předpokládají meziroční zvýšení zásob surovin, materiálů a polotovarů v prvním čtvrtletí 2012. To naznačuje, že by přinejmenším nemělo dojít k prohloubení poklesu tvorby zásob v tomto čtvrtletí.

III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Při trvajícím poklesu všech hlavních složek domácí poptávky byl **čistý vývoz zboží a služeb**²⁰ jediným zdrojem růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 (Graf III.3.2). Meziročně rostl již páté čtvrtletí v řadě, v samotném čtvrtém čtvrtletí dosáhl jeho přebytek 97,8 mld. Kč, což bylo o 24 mld. Kč více než ve stejném období předchozího roku. Rovněž v mezičtvrtletním srovnání se čistý vývoz výrazně zvýšil (Graf III.3.8). Podobně jako v předchozích čtyřech čtvrtletích byl meziroční růst čistého vývozu především ovlivněn vývojem přebytku obchodní bilance, přebytek bilance služeb se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 naopak mírně snížil.

Meziroční růst celkového obrátu zahraničního obchodu se dále zřetelně snížil (na 3,5 %). Vývoz ale rostl rychleji než dovoz, i když předstih tempa jeho růstu před růstem dovozu se zmírnil na 3,1 procentního bodu (Graf III.3.9). **Celkový vývoz** vzrostl o 5 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se jeho dynamika snížila o výrazných 3,5 procentního bodu. Pokračující oslabování meziročního růstu celkového vývozu bylo spojeno s dalším zmírněním růstu vnější poptávky a trvajících nejistotami ohledně budoucího hospodářského vývoje ve světě.

19 Rozumí se zejména údaje o zahájených a dokončených bytech.

20 V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

Zmírnění meziročního růstu **celkového dovozu** bylo ve srovnání s vývozem méně výrazné (oproti třetímu čtvrtletí 2011 o 1,7 procentního bodu na 1,8 %; Graf III.3.9). Hlavní příčinou pokračujícího zpomalování růstu dovozu byla slabá domácí i zvolňující zahraniční poptávka, jejichž vliv se nejvýrazněji odrazil v meziročním poklesu dovozu pro investice. Vývoj dovozu pro mezispotřebu, který je úzce spojen s výrobou produkce pro vývoz, ve čtvrtém čtvrtletí dále rostl, i když pozvolnějším tempem. Růst dovozu služeb naopak zrychlil.

III.3.3 Nabídka

Postupné zpomalování mezičtvrtletního růstu **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách v průběhu roku 2011 vyústilo ve čtvrtém čtvrtletí v pokles (o 0,8 %). V meziročním srovnání hrubá přidaná hodnota v závěru roku 2011 stagnovala (Graf III.3.10). Za tímto vývojem stál pokračující – avšak zpomalující – meziroční růst hrubé přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu a některých odvětvích služeb, který byl plně kompenzován klesající přidanou hodnotou ve stavebnictví, ostatních odvětvích průmyslu, obchodu a také v některých jiných službách (viz níže).

Kladné příspěvky k vývoji přidané hodnoty v základních cenách tak byly i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 vytvářeny převážně v odvětvích **zpracovatelského průmyslu**, jehož produkce je ve značné míře směřována na zahraniční trhy. V podmínkách slábnoucí domácí i zahraniční poptávky a rychle rostoucích cen některých významných výrobních vstupů se však kladný příspěvek tohoto odvětví k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty snížil na 1,9 procentního bodu ve čtvrtém čtvrtletí 2011.

Vliv nízké poptávky na vývoj **produkce v průmyslu** byl pozorován ve většině odvětví. V hlavních vývozních odvětvích však produkce setrvala v meziročním růstu, i když s nižší dynamikou než v předchozích čtvrtletích. Klíčový vliv zahraniční poptávky na vývoj produkce v průmyslu potvrzovaly statistiky o vývoji tržeb za prodej vlastních výrobků, podle kterých si tržby z přímého vývozu – i po zmírnění dynamiky – udržely ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dvouciferný meziroční růst (o 13,3 % v běžných cenách), zatímco domácí tržby klesaly. S těmito výsledky korespondoval zpomalující, ale stále ještě zřetelný reálný růst vývozu zboží podle národních účtů (meziročně o 5,8 %).²¹

Zpomalování tempa meziročního růstu průmyslové produkce pokračovalo podle sezonně očištěných údajů i v lednu a únoru 2012. V meziměsíčním srovnání průmyslová produkce klesala (Graf III.3.11). Míra **využití výrobních kapacit** v průmyslu v lednu 2012 víceméně setrvala na úrovni předchozího roku.

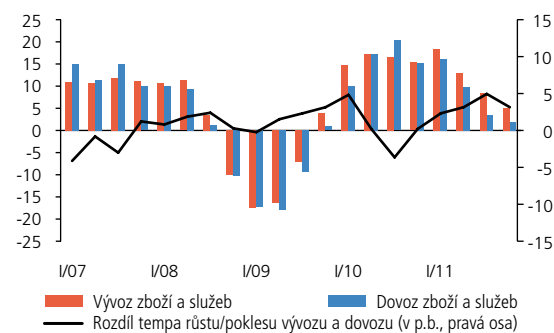
21 Jedná se o sezonně očištěný údaj.

GRAF III.3.9

VÝVOZ A DOVOZ

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

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

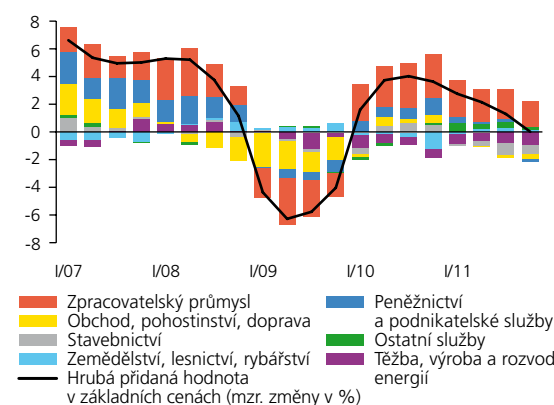


GRAF III.3.10

PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 hrubá přidaná hodnota v meziročním srovnání stagnovala

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

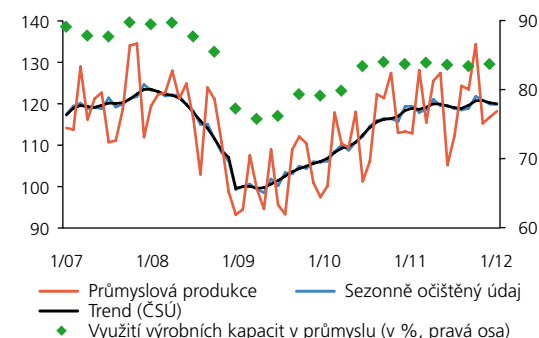


GRAF III.3.11

PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Sezonně očištěný objem průmyslové produkce na přelomu roku 2011 a 2012 mírně klesal

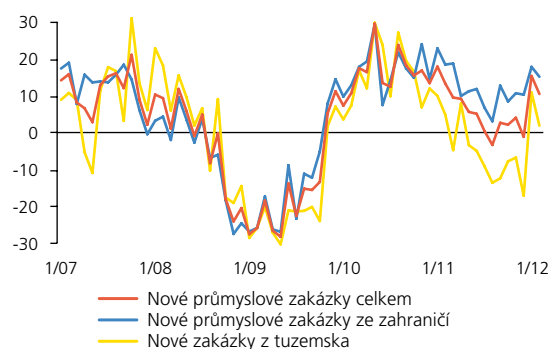
(bazický index, rok 2005 = 100)



GRAF III.3.12

NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

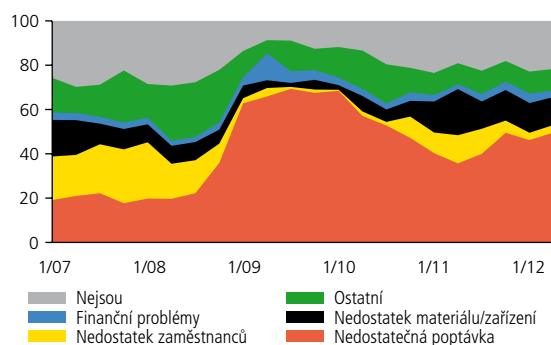
V lednu a únoru došlo k oživení růstu domácích i zahraničních zakázek
(meziroční změny v %)



GRAF III.3.13

BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jakožto bariéry růstu
zůstává dominantní
(v %)

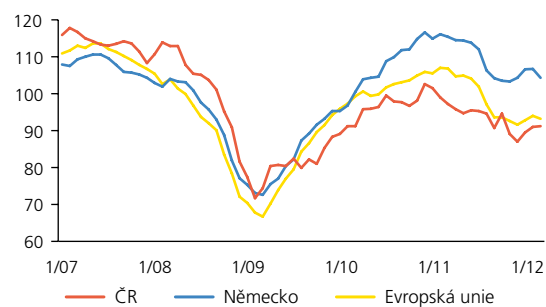


GRAF III.3.14

EKONOMICKÝ SENTIMENT

Po lednovém a únorovém zlepšení se v březnu ekonomický
sentiment v Německu a celé EU mírně zhoršil, v ČR naopak
mírně vzrostl

(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



Poslední dostupné údaje o **nových průmyslových zakázkách** za leden a únor ale naznačují, že lze očekávat v příštích měsících zlepšení vývoje průmyslové produkce. Růst zakázek ze zahraničí v lednu zrychlil a po osmiměsíčním poklesu výrazně vzrostly i tuzemské zakázky (Graf III.3.12).²² V únoru sice růst celkových zakázek – zejména vlivem domácích zakázek – zpomalil, stále však dosahoval dvouciferných hodnot. Přesto poslední výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ o bariérah růstu v průmyslu z dubna 2012 naznačují, že vnímání nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu produkce v průmyslu přetrvává (Graf III.3.13).

V prostředí trvající nízké domácí poptávky překmitl příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k celkovému růstu hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2011 do záporných hodnot (-0,4 procentního bodu). Přispěla k tomu zejména odvětví obchodu, dopravy a ubytování a informačních a komunikačních činností, která jsou bezprostředně vystavena vlivu slábnoucí poptávky. V peněžnictví a pojišťovnictví a některých dalších službách²³ ale růst přidané hodnoty pokračoval, i když mírnějším tempem než v předchozím čtvrtletí. Jen mírný reálný růst tržeb v maloobchodu potvrzoval tlumící vliv slabé spotřebitelské poptávky na prodej většiny sortimentu, pouze tržby z prodeje motorových vozidel si udržely rychlý růst. Ani poslední údaje o tržbách za leden a únor 2012²⁴ nenaznačují, že by odvětví obchodu zřetelně podpořilo vývoj přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2012.

Ve **stavebnictví** se meziroční pokles přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zřetelně zmírnil (na -8,2 %). Dle ČSÚ k tomu přispěl souběh příznivějších klimatických podmínek a zvýšené poptávky po stavebních pracích v souvislosti s očekávaným zvýšením DPH od ledna 2012, který se v prosinci projevil ve fakturaci mimořádného objemu dokončených zakázek. Meziroční pokles stavební produkce pokračoval i v lednu a únoru 2012, v únoru byl navíc výrazně hlubší. Slabé jsou i výhledy na nejbližší období. Klesající počet vydaných stavebních povolení, výrazný propad orientační hodnoty stavebních ohlášení a povolení a trvající pesimistická očekávání podnikatelů v tomto odvětví podle konjunkturálního šetření ČSÚ zatím nenaznačují zlepšení situace ve stavebnictví v příštích měsících.

Celkový indikátor důvěry podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ v prvním čtvrtletí 2012 rostl. V jeho rámci se zlepšoval zejména indikátor důvěry podnikatelů, zatímco nálada spotřebitelů se po lednovém zlepšení v únoru a březnu zhoršovala. Mezi podnikateli nadále převažovaly optimistické vyhlídky v odvětví služeb a obchodu. Mírně kladné zůstalo saldo indikátoru důvěry podnikatelů v průmyslu, naopak ve stavebnictví výrazně převažovaly negativní vyhlídky. Mezinárodní srovnání ukazuje, že po lednovém a únorovém zlepšení se v březnu ekonomický sentiment v Německu a celé EU mírně zhoršil (Graf III.3.14).

22 Nejvíce přispěla ke zvýšení zakázek odvětví výroby motorových vozidel, výroba strojů a zařízení a výroba elektrických zařízení.

23 Bylo to v oblasti nemovitostí, odvětví veřejné správy a obrany, vzdělávání, zdravotní a sociální péče.

24 Blíže viz kapitola III.3.1 Domácí poptávka.

III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pokračovalo zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu a rozevírání mezery výstupu dále do záporných hodnot. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**²⁵ zpomalilo tempo růstu potenciálního produktu na 0,9 % (Graf III.3.15) a mezeru výstupu se rozevřela na -1 % z potenciálního produktu (Graf III.3.16).²⁶ Výpočet naznačuje, že tempo růstu potenciálního produktu bude dále zpomalovat i v průběhu prvního pololetí roku 2012, poté se postupně zvýší mírně nad 1 %. Mezera výstupu by měla dle propočtu produkční funkce pokračovat v rozevírání do záporných hodnot až do konce roku 2012, v roce 2013 se pak bude uzavírat.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že za zpomalováním tempa růstu potenciálního produktu ve druhé polovině roku 2011 stál zejména záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti. Ta bude dle propočtu produkční funkce hlavním faktorem ovlivňujícím trajektorii potenciálního produktu i v roce 2012. Příspěvky kapitálu i souhrnné produktivity se na horizontu prognózy výrazněji nezmění (Graf III.3.17).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**²⁷ nadále indikuje mírně vyšší tempo růstu potenciálního produktu (1,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011) než výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu ve čtvrtém čtvrtletí vychází oběma metodami obdobně, HP filtr však naznačuje mírně větší otevření mezery výstupu do záporných hodnot v roce 2013. **Kalmanův filtr** nadále indikuje o něco vyšší tempo růstu potenciálního produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 (1,7 %) a mnohem výraznější otevření mezery výstupu do záporných hodnot (-4,4 % z potenciálu). Přetrvávající výrazný rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod tak ukazuje velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu. Všechny zmiňované metody však shodně naznačují pokračující zpomalování tempa růstu potenciálního produktu a rozevírání mezery výstupu do záporných hodnot ve čtvrtém čtvrtletí 2011.

25 Produkční funkce je počítána ve třech variantách lišících se použitými vstupními daty. Zatímco první (základní) varianta pracuje s rovnovážnou zaměstnaností, do druhé varianty vstupuje celková zaměstnanost. Třetí varianta se od základní liší použitím mírně odlišných koeficientů α . Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient $\lambda = 10\,000$. Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku. Další informace o výpočtu potenciálního produktu lze nalézt v BOXU Nejistoty ohledně výpočtu potenciálního produktu, publikovaném v ZOI I/2010.

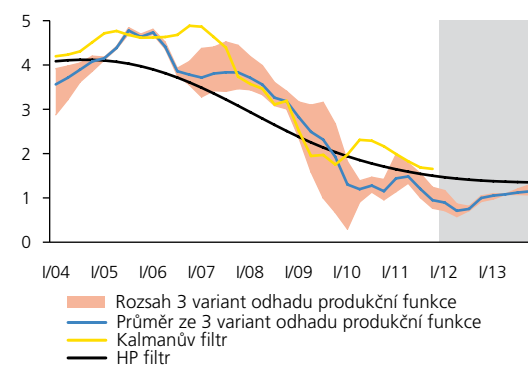
26 U obou uvedených čísel jde o průměry ze tří variant výpočtu.

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

GRAF III.3.15

POTENCIÁLNÍ PRODUKT

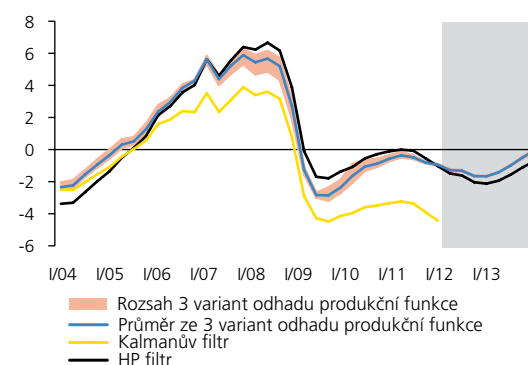
Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalilo (meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

MEZERA VÝSTUPU

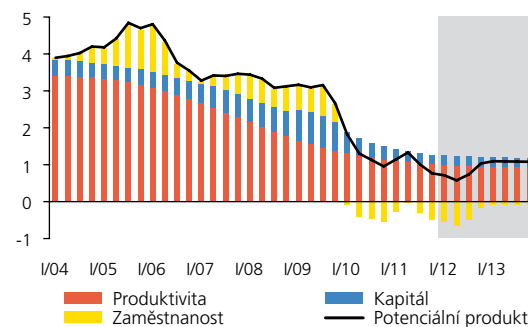
Mezera výstupu se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 rozevřela více do záporných hodnot (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.17

PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

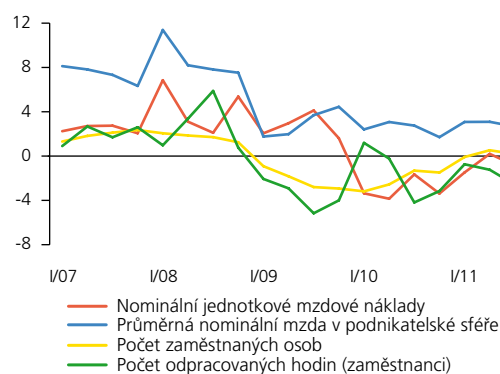
Ke zpomalení tempa růstu potenciálního produktu přispívá především pokles rovnovážné zaměstnanosti (základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



GRAF III.4.1

INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se zaměstnanost mírně snížila a růst průměrné nominální mzdy zpomalil (meziroční změny v %)



III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 ovlivněn zpomalujícím hospodářským růstem. Předchozí mírný meziroční růst zaměstnanosti byl vystřídán slabým poklesem. Obecná míra nezaměstnanosti i míra registrované nezaměstnanosti se meziročně snížily, neboť zrychlil pokles pracovní síly. Mezičtvrtletně však míra registrované nezaměstnanosti (po sezónním očištění) stagnovala a na stejné hodnotě zůstala i v prvním čtvrtletí 2012. Meziroční růst průměrné nominální mzdy vlivem vývoje mezd v podnikatelském sektoru zpomalil a růst národohospodářské produktivity se přiblížil nulovým hodnotám. Meziroční pokles mzdové náročnosti produktu se tak celkově zmírnil a byl již nevýrazný.

III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

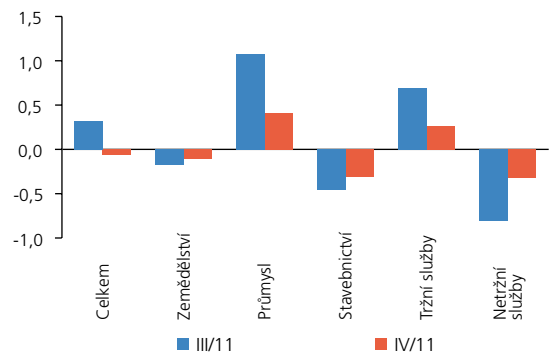
Vývoj celkové zaměstnanosti²⁸ ve čtvrtém čtvrtletí 2011 naznačoval pokračující přizpůsobování vývoje na trhu práce zpomalujícímu růstu ekonomické aktivity. Předchozí již jen mírný růst zaměstnanosti překmitl ve čtvrtém čtvrtletí do slabého meziročního poklesu (-0,1 %; Graf III.4.1). V absolutním vyjádření došlo k meziročnímu snížení počtu zaměstnaných osob o 3,3 tis. V mezičtvrtletním srovnání (po sezónním očištění) se zaměstnanost snížila výrazněji (o 0,4 %). K mírnému meziročnímu poklesu zaměstnanosti přispěl především vývoj počtu zaměstnanců²⁹, jejichž počet se snížil o 0,5 %. Tento pokles byl částečně kompenzován dalším meziročním nárůstem počtu podnikatelů (o 1,9 %). Ten již dosáhl téměř 900 tis. a jejich podíl na celkové zaměstnanosti se zvýšil na novou rekordní hodnotu 18,3 %.³⁰

Vývoj zaměstnanosti byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 v jednotlivých odvětvích rozdílný, zejména v závislosti na vývoji poptávky. V **průmyslu** pokračoval růst zaměstnanosti, avšak zřetelně pomalejším tempem než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 1,4 %, tj. 20,1 tis. osob).³¹ Kladný příspěvek tohoto odvětví k celkovému vývoji zaměstnanosti se tak oproti třetímu čtvrtletí 2011 snížil o více než polovinu (Graf III.4.2). Pro pokračující růst zaměstnanosti v průmyslu byl nadále klíčový vývoj zaměstnanosti v exportně orientovaném **zpracovatelském průmyslu**, avšak i v tomto odvětví se dynamika růstu počtu zaměstnanců vlivem slábnoucí domácí i zahraniční poptávky zřetelně zmírnila (ze 4,3 % ve třetím čtvrtletí 2011 na 2,3 % ve čtvrtém čtvrtletí). V ostatních odvětvích průmyslu pak zaměstnanost buď meziročně klesala či zhruba stagnovala na úrovni stejného období předchozího roku. Poslední údaje z ledna a února o vývoji počtu zaměstnanců naznačují, že lze očekávat další zmírnění růstu zaměstnanosti v celém průmyslu i v prvním čtvrtletí 2012 (v lednu vzrostl meziročně průměrný evidenční počet zaměstnanců o 1,1 %, v únoru pak o 0,4 %).³²

GRAF III.4.2

ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Přírůstek zaměstnanosti v průmyslu i tržních službách se snížil (příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)



28 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

29 Včetně členů produkčních družstev.

30 Blíže viz BOX Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení, Zoi III/2011.

31 Ve třetím čtvrtletí 2011 zaměstnanost meziročně vzrostla o 3,8 %, tj. 52,7 tis. osob.

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

V **sektoru služeb** setrvala zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí 2011 celkově v nepatrném meziročním poklesu (-0,1 %, tj. -2,9 tis. osob). Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl její meziroční pokles ovlivněn realizací úsporných opatření vlády, která se projevila v netržních službách (Graf III.4.2). V tržních službách zaměstnanost ještě rostla, avšak mnohem pomaleji než ve třetím čtvrtletí 2011. Ve **stavebnictví**, které bylo nejvíce ovlivněno poklesem poptávky, přetrvával zřetelný pokles zaměstnanosti, který i po zmírnění dosáhl 3,4 %.

Při souběhu jen mírného poklesu zaměstnanosti a výraznějšího poklesu pracovní síly³³, se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 **obecná míra nezaměstnanosti**³⁴ meziročně snížila o 0,5 procentního bodu. Mezičtvrtletně po sezonním očištění poklesla o 0,1 procentního bodu na hodnotu 6,6 %. Obdobně se vyvíjela i **míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV), která ve stejném období meziročně poklesla o 0,6 procentního bodu a v mezičtvrtletním srovnání stagnovala na hodnotě 8,7 %³⁵. Na stejné hodnotě pak setrvala i v prvním čtvrtletí 2012 (Graf III.4.3).

Vývoj **Beveridgeovy křivky**³⁶ nenaznačoval ve čtvrtém čtvrtletí 2011 znatelné pozitivní změny v poptávce po práci z pohledu volných pracovních míst. Počet nezaměstnaných i počet volných pracovních míst v tomto čtvrtletí víceméně stagnoval a v průběhu prvního čtvrtletí 2012 byl zaznamenán jen mírný pokles počtu nezaměstnaných osob při nárůstu počtu volných pracovních míst (Graf III.4.4).

III.4.2 Mzdy a produktivita

Meziroční růst **průměrné nominální mzdy** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zpomalil na 2 %. Při zvýšení meziroční inflace pak průměrná reálná mzda poklesla o 0,4 % (Tab. III.4.1). Na této změně dosavadního vývoje se podílel podnikatelský sektor, kde růst průměrné nominální mzdy zpomalil ve čtvrtém čtvrtletí o 0,6 procentního bodu na 2,1 %. V **nepodnikatelské sféře** naopak pokračoval již druhé čtvrtletí v řadě obnovený růst průměrné nominální mzdy, následující po delším období meziročního poklesu v důsledku realizace vládních úsporných opatření. Její meziroční růst byl však i po zrychlení ve čtvrtém čtvrtletí poměrně nízký (1,6 %), a tak v reálném vyjádření průměrná mzda v tomto sektoru stále ještě meziročně klesala.

33 S výjimkou druhého čtvrtletí 2011 dochází k poklesu pracovní síly již od druhého čtvrtletí 2010.

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

35 Pro mezičtvrtletní vyjádření používáme sezonně očištěné údaje.

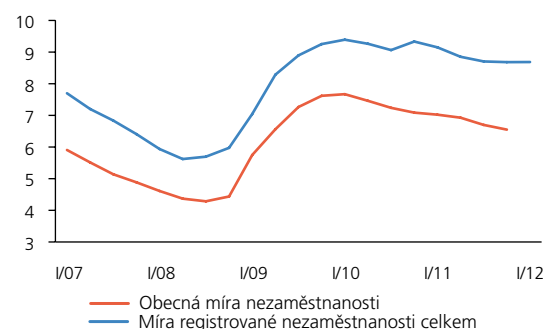
36 Beveridgeova křivka je ovlivněna legislativními změnami, které vstoupily v platnost od 1. 1. 2012. Od tohoto data již podniky nemají povinnost hlásit na úřady práce počet volných pracovních míst.

GRAF III.4.3

MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Míra registrované nezaměstnanosti v mezičtvrtletním srovnání stagnuje

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

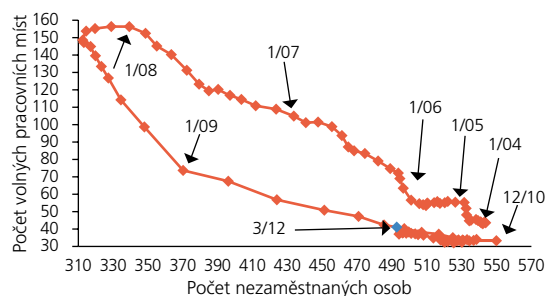


GRAF III.4.4

BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet volných pracovních míst zůstává nízký

(sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zřetelně zpomalil

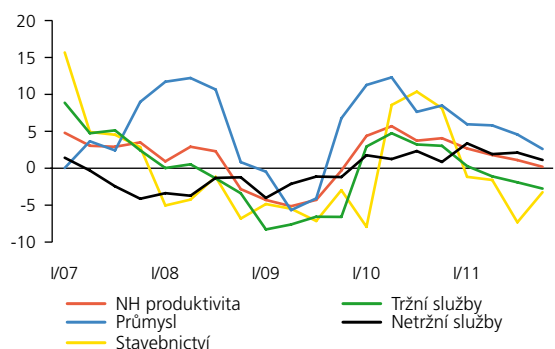
(meziroční změny v %)

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

GRAF III.4.5

VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Růst národohospodářské produktivity se přiblížil k nulové hodnotě (meziroční změny v %)

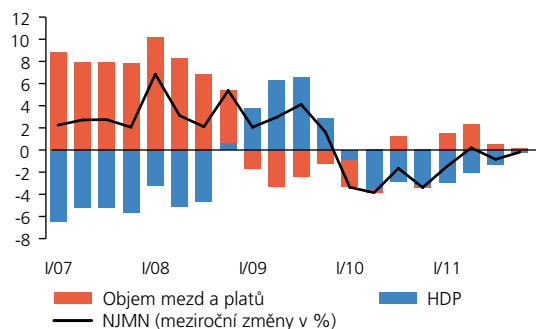


GRAF III.4.6

MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 byl již meziroční pokles NJMN nevýrazný

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Za pokračujícím umírněným a současně zpomalujícím růstem průměrné nominální mzdy v **podnikatelské sféře** stála i ve čtvrtém čtvrtletí 2011 především slábnoucí dynamika produkce v průmyslu, spojená zejména s vývojem zahraniční poptávky. Na tomto vývoji se především podílel zpracovatelský průmysl, kde růst průměrné mzdy zvolnil ve čtvrtém čtvrtletí na 2,2 %. Rozhodování podnikatelů o mzdách bylo také ovlivňováno trvalou převahou nabídky práce nad poptávkou, úspornými motivy (zejména kompenzace zvýšených nákladů v důsledku stále rychle rostoucích cen energetických dovážených vstupů), a také značnými nejistotami o budoucím vývoji poptávky. Ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru růst mezd pokračoval, byl však značně různorodý. Naopak v několika odvětvích průměrná mzda poklesla (kulturní, zábavní a rekreační činnosti či administrativní a podpůrné činnosti).

Meziroční růst **národohospodářské produktivity**³⁷ při souběhu dalšího zřetelného zpomalení růstu HDP a jen nepatrného zmírnění růstu zaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zvolnil a přiblížil se k nulovým hodnotám (0,2 %; Graf III.4.5). V rámci odvětvové struktury byly ale nadále pozorovány výrazné rozdíly ve vývoji produktivity. Nejrychleji rostla ve zpracovatelském průmyslu, kde i po zpomalení dosáhla její dynamika výrazných 7,2 %. Mírný nárůst produktivity byl také zaznamenán v netržních službách, zatímco v tržních službách při pokračujícím růstu zaměstnanosti a meziročním poklesu přidané hodnoty setrvala produktivita v meziročním poklesu (o 2,8 %). Ve stavebnictví se předchozí výrazný pokles produktivity v závěru roku 2011 zmírnil a dosáhl 3,3 %.

Pokles **mzdové náročnosti produktu**³⁸ se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zmírnil a byl již jen nevýrazný (meziročně -0,2 %; Graf III.4.6). Ke zmírnění meziročního poklesu NJMN přispělo především výraznější zpomalení růstu HDP, které bylo částečně kompenzováno mírnějším zpomalením růstu objemu mezd a platů. Nejvíce se NJMN meziročně snížily v průmyslu, zejména pak ve zpracovatelském, kde se rozdíl v tempu růstu produktivity a průměrné mzdy sice dále snížil, stále však dosahoval výrazných 5 procentních bodů. Také v netržních službách a stavebnictví NJMN v závěru roku 2011 poklesly, zatímco v tržních službách došlo k jejich zvýšení.

37 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

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

III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžních agregátů dále zrychlil. Úvěry domácnostem a podnikům meziročně stabilně rostou na úrovních pod 6 %. Klientské úrokové sazby přetrvávaly na nízkých hladinách, pouze u spotřebitelských úvěrů se zvýšily. Sazby peněžního trhu přitom dále stagnovaly při poklesu výnosu dlouhodobých vládních dluhopisů. Rizikové klientské prémie zůstávají i přes sestupnou tendenci na mírně vyšších úrovních než v roce 2007. Finanční indikátory a hlavní ukazatele hospodaření podniků naznačují zlepšení, poměr dluhu domácností k jejich příjmům se dále zvýšil. Nabídkové ceny bytů meziročně zhruba stagnovaly.

III.5.1 Peníze

V průběhu prvního čtvrtletí 2012 pokračovalo znatelné zrychlování meziročního růstu širokých peněžních agregátů započaté v polovině loňského roku. Tempo růstu M2 dosáhlo v únoru 6,8 % (Graf III.5.1). Obdobně se vyvíjel peněžní agregát M3, jehož roční míra růstu se také viditelně zvyšovala a v únoru činila 4,6 %.³⁹ Zrychlování dynamiky M2 v podmínkách zpomalení růstu ekonomické aktivity se projevovalo v dalším snížení rychlosti obratu širokých peněz.

Ke zrychlení růstu M2 nadále nejvíce přispívaly vysoce likvidní **transakční peníze** v důsledku vyšší dynamiky jednodenních vkladů při stagnaci růstu oběživa (Graf III.5.2). Meziroční dynamika peněžního agregátu M1 se zvýšila na 8,3 %. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů vykazuje přes mírné snížení počátkem roku tendenci k pozvolnému zvyšování. Pokles ostatních krátkodobých vkladů pozorovaný v posledních dvou letech se tak zmírnil k téměř nulovým hodnotám. Poptávka ekonomických subjektů po dlouhodobých termínovaných vkladech se naopak dále snížila a odrážela zejména nízkou hladinu úrokových sazeb v daném segmentu.

Z hlediska **faktorů nabídky peněz** se zvýšil přírůstek úvěrů soukromému sektoru v roce 2011 oproti předchozímu roku při přetrvávajícím výrazném růstu financování vlády (Graf III.5.3). Na začátku roku 2012 se však dynamika úvěrů soukromému sektoru zmírňovala a růst čistého úvěru vládě poklesl v důsledku zvýšení vládních finančních zdrojů vlivem emise dluhopisů v zahraničí. Na druhou stranu meziroční pokles čistých zahraničních aktiv zaznamenaný v roce 2011 zejména v souvislosti s odlivem portfoliových investic rezidentů se zastavil a čistá zahraniční aktiva aktuálně překmitla do mírného růstu. V tom se odrážel růst zdrojů vlády ze zahraničí a příznivý vývoj obchodní bilance.

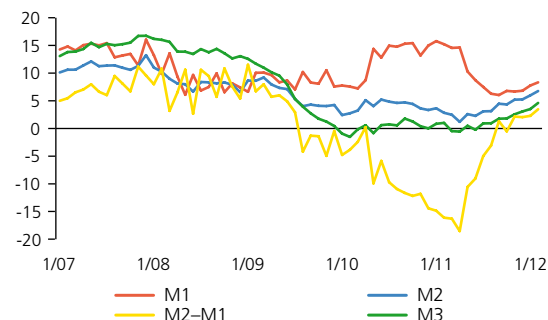
Růst klientských **vkladů** se v posledních měsících meziročně dále zvyšoval a v únoru dosáhl 6,9 %. Tempo růstu vkladů domácností se nadále pohybuje okolo 5% hladiny. Zrychlování růstu vkladů

GRAF III.5.1

PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Růst peněžních agregátů dále zrychlil

(meziroční změny v %)

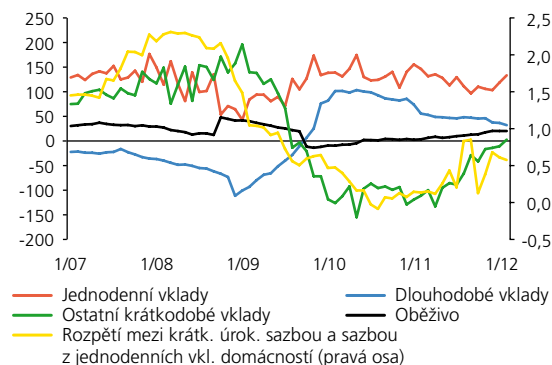


GRAF III.5.2

HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Zvýšily se přírůstky peněžní likvidity ve formě jednodenních vkladů

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

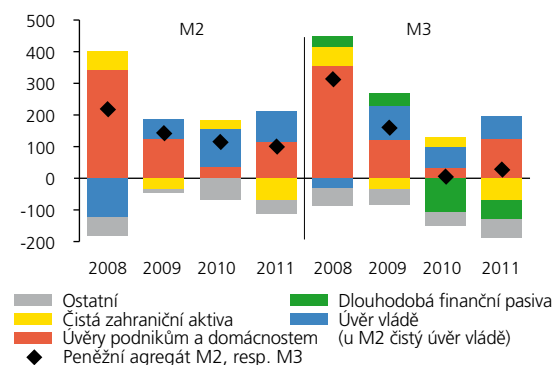


GRAF III.5.3

FAKTORY NABÍDKY PENĚŽ

V růstu peněz se v roce 2011 promítalo zvýšení úvěrů poskytnutých do ekonomiky

(průměrné roční toky v mld. Kč)



³⁹ V eurozóně zůstává růst M3 umírněný, i když se na počátku letošního roku zvýšil a v únoru 2012 dosáhl 2,8 %.

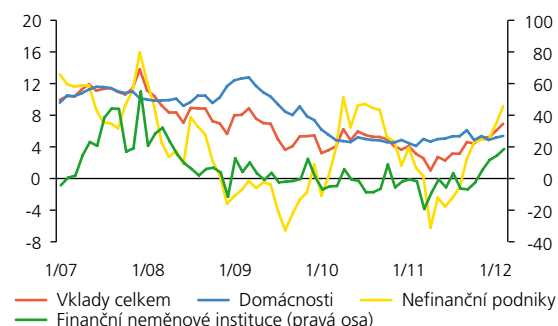
Poznámka: Dlouhodobá finanční pasiva MFI zahrnují termínované vklady s dohodnutou splatností nad dva roky a s výpovědní lhůtou nad tři měsíce a emitované dluhové cenné papíry se splatností nad dva roky.

GRAF III.5.4

STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Dynamika vkladů nefinančních podniků a finančních neměnových institucí se zvyšovala a přispívala ke zrychlení růstu peněžní likvidity

(meziroční změny v %)

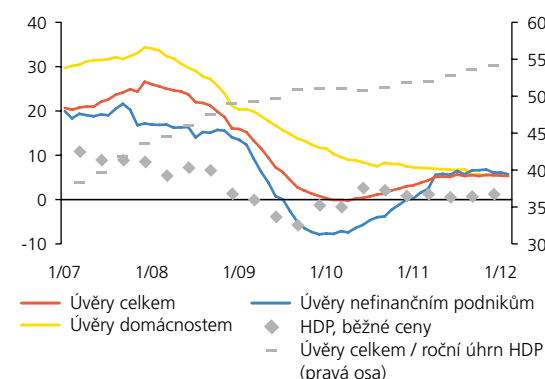


GRAF III.5.5

ÚVĚRY PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů soukromému sektoru se nepatrně snižoval

(meziroční změny v %, poměry v %)

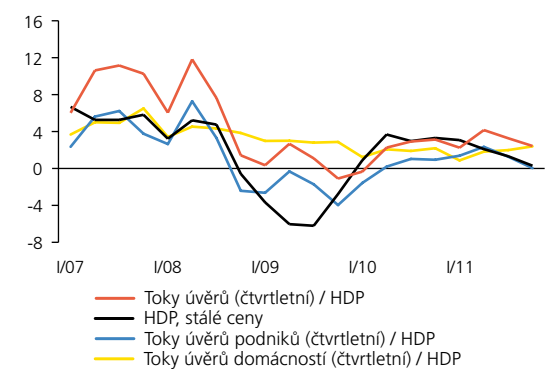


GRAF III.5.6

ÚVĚRY A HDP

Poměr toků úvěrů podnikům k HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 poklesl

(poměry v %, meziroční změny v %)



nefinančních podniků zaznamenané od poloviny loňského roku pokračovalo a společně s vyšší dynamikou vkladů finančních neměnových institucí přispívalo k dalšímu urychlení dynamiky širokých peněžních agregátů (Graf III.5.4). Vyšší tvorba podnikových vkladů se nadále odrážela v růstu jejich pohotové likvidity, a to ve fázi útlumu ekonomického růstu (viz část III.5.6).

III.5.2 Úvěry

Meziroční růst **úvěrů soukromému sektoru** se v průběhu prvního čtvrtletí 2012 dále nepatrně snižoval a v únoru dosáhl 5,3 % (Graf III.5.5). Ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku pokračoval i pokles poměru toků úvěrů k HDP, a to vlivem poklesu toků podnikových úvěrů při vyšších tocích úvěrů domácnostem (Graf III.5.6). Na druhou stranu poměr stavu úvěrů k HDP dále vzrostl na cca 54 %.

V **eurozóně** růst úvěrů soukromému sektoru zůstal na počátku letošního roku umírněný a pod úrovní růstu v ČR (cca 1 %). Dle šetření „Bank Lending Survey“ napětí na straně zdrojů a kapitálových pozic bank a jejich vnímání ohledně zvýšeného rizika ekonomického výhledu přispělo ve druhém pololetí loňského roku ke zpřísnění úvěrových standardů a ke snížení poptávky po úvěrech. Nestandardní měnověpolitická opatření ECB přijatá v prosinci 2011 následně zmírnila uvedené napětí s tím, že ve vývoji úvěrů se tato opatření projeví s jistým zpožděním (viz *Monthly Bulletin ECB, March 2012*).

Tempo růstu **úvěrů nefinančním podnikům** se v ČR dále snížilo a v únoru dosáhlo 5,7 %. Zpomalovala dynamika dlouhodobých i střednědobých úvěrů určených k financování investic při zrychlení růstu krátkodobých úvěrů. K nižšímu růstu úvěrů přispívala většina klíčových odvětví s výjimkou zpracovatelského průmyslu. Dynamika nových podnikových úvěrů na přelomu loňského a letošního roku překmitla do kladných hodnot, hlavní příspěvek k jejich růstu přitom mají velké úvěry (s objemem nad 30 mil. Kč) poskytované obvykle velkým podnikům.

Z hlediska **poptávkových faktorů** se ve vývoji podnikových úvěrů odrážela očekávaná pokračující stagnace ekonomické aktivity. Podniky méně poptávaly úvěry k financování investic. Na druhou stranu se mírně zlepšil indikátor důvěry podnikatelů a zakázky v průmyslu rostly (viz kapitola III.3).

Na **nabídkové straně** byla dostupnost úvěrů podle konjunkturálních šetření ČNB (prováděných ve spolupráci se Svazem průmyslu a dopravy) nadále relativně dobrá, což uvedlo téměř 85 % dotázaných podniků. V následujících dvanácti měsících přitom zhoršení dostupnosti úvěrů předpokládá méně podniků než v předchozím šetření při téměř neměnném počtu podniků očekávajících její zlepšení (Graf III.5.7). Z hlediska nabídky úvěrů tuzemské banky nadále disponovaly dostatkem primárních zdrojů, poměr klientských vkladů k úvěrům se v prvních dvou měsících 2012 vlivem rychlejšího růstu vkladů zvýšil na cca 130 %.

Meziroční dynamika stavu **úvěrů domácnostem** se v průběhu prvního čtvrtletí 2012 téměř nezměnila a v únoru dosáhla 5,7 % (Graf III.5.8). V jejich struktuře se lehce snížil růst úvěrů na bydlení, a to u stavu hypoték (cca o 1 procentní bod na 8,5 %) při souběžném zmírnění poklesu úvěrů ze stavebního spoření. Spotřebitelské úvěry rovněž klesaly, zatímco dynamika ostatních úvěrů vzrostla. Tempo růstu **nových hypoték** však zůstalo relativně vysoké a oproti prosinci loňského roku dále zrychlilo (Graf III.5.9). Zvýšila se zejména poptávka po nových úvěrech na bydlení s krátkodobou fixací sazby (34 %), i když hlavní podíl měly nadále úvěry s fixací sazby od jednoho roku do pěti let (48 %). Na hypotečním trhu pozitivně působila nízká hladina úrokových sazeb, nepatrně meziročně klesající či stagnující ceny nemovitostí a možnosti výhodného refinancování starých hypoték. Poměr stavu hypotečních úvěrů k hrubému disponibilnímu důchodu se dále zvýšil na 33 %. Podle aktuálních údajů Hypoindexu se objem i počet nových hypoték v březnu 2012 meziměsíčně zvýšil, v meziročním srovnání však byl poprvé od poloviny roku 2010 zaznamenán pokles.

Ve **struktuře nových hypoték** představují dle údajů Hypoindexu hypotéky na koupi nemovitostí 62 %, zatímco úvěry na výstavbu nemovitostí 19 % a ostatní hypotéky, zahrnující mimo jiné i refinancování stávajících úvěrů, rovněž 19 % (Graf III.5.10). Zatímco podíly prvních dvou uvedených kategorií v dlouhodobějším horizontu spíše mírně klesaly, podíl počtu ostatních hypoték se za posledních pět let téměř ztrojnásobil, zřejmě zejména v důsledku zvyšujícího se refinancování hypoték. V letošním roce lze očekávat další růst refinancování odrážející končící fixace hypoték poskytnutých v letech 2007 a 2008.

Dluhové zatížení domácností splátkami úvěrů (jistiny a úroků) ve vztahu k čistému peněžnímu příjmu (měsíční průměr na osobu) se po zvýšení zaznamenaném do roku 2009 v roce 2010 snížilo a následně se v roce 2011 výrazněji neměnilo (když činilo necelých 6 %). Ve srovnání s obdobím před krizí je tak dluhové zatížení vyšší zhruba o 1 procentní bod. Poměr čistých úrokových plateb z bankovních úvěrů a vkladů je rovněž vyšší a v roce 2011 dosáhl cca 2 %.

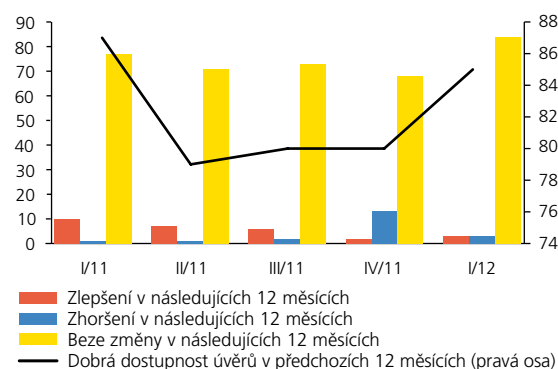
Spotřebitelské úvěry od bank i nebankovních subjektů lehce klesaly (Graf III.5.8), což odráželo umírněné spotřební chování domácností v podmínkách dalšího snížení indikátoru důvěry spotřebitelů v průběhu prvního čtvrtletí 2012 (viz část III.3). Spotřebitelské úvěry od bank se meziročně snížily o 0,8 % a od nebankovních subjektů (tj. leasingových a splátkových společností) o 0,2 %. Naopak nové spotřebitelské úvěry vzrostly o 7,7 %, což při stále nízkých měsíčních tocích úvěrů naznačuje, že nové spotřebitelské úvěry byly poskytovány na splacení, resp. konsolidaci stávajících úvěrů (spotřebitelských i jiných úvěrů, např. z kreditních karet).

Podíl **úvěrů v selhání** na celkových úvěrech zůstal ve srovnání s předkrizovým obdobím zvýšený ve všech segmentech úvěrového trhu, když na počátku letošního roku stagnoval u nebankovních podniků na úrovni 8,1 % a u obyvatelstva ve výši 5 %.

GRAF III.5.7

DOSTUPNOST ÚVĚRŮ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

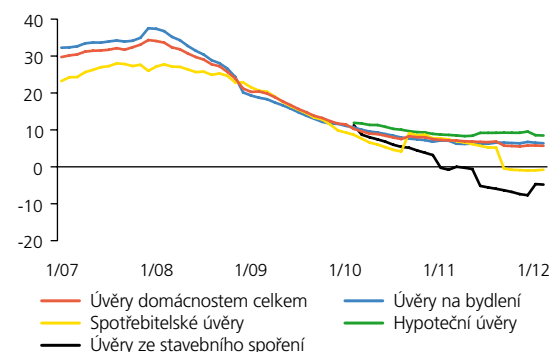
Zhoršení dostupnosti úvěrů v následujících dvanácti měsících očekává méně podniků než v předchozím šetření
(procento podniků na celkovém počtu dotázaných podniků)



GRAF III.5.8

ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

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

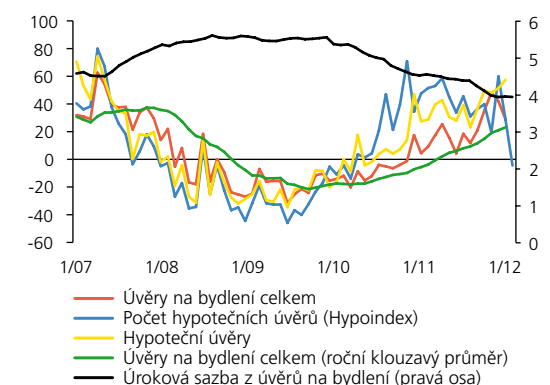


Poznámka: Spotřebitelské úvěry jsou od září 2010 ovlivněny fúzí jedné banky s nebankovním subjektem (spadajícím původně do kategorie zprostředkovatelů financování aktiv).

GRAF III.5.9

NOVÉ ÚVĚRY NA BYDLENÍ

Dynamika nových hypoték v únoru rostla, v březnu dle Hypoindexu se počet hypoték meziročně snížil
(nové obchody, meziroční změny v %, úroková sazba v %)

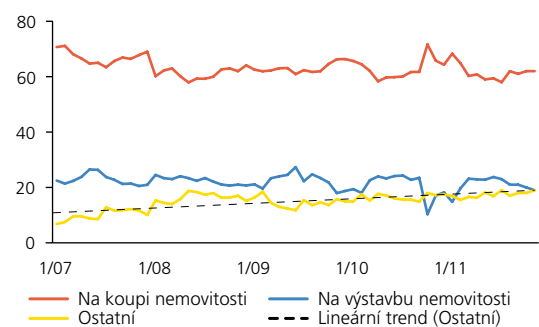


GRAF III.5.10

STRUKTURA POČTU NOVÝCH HYPOTÉK

Podíl počtu ostatních hypoték zahraničních refinancování se dlouhodobě zvyšuje

(podíly v %, zdroj: Fincentrum Hypoindex)

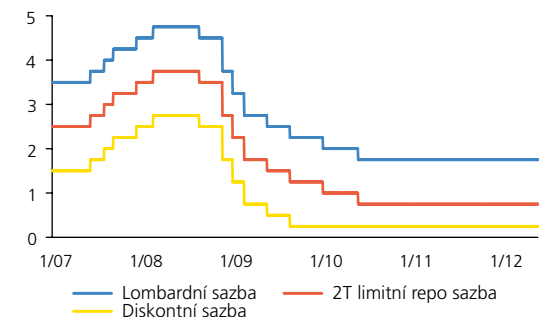


GRAF III.5.11

ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB od května 2010 základní sazby nezměnila

(v %)

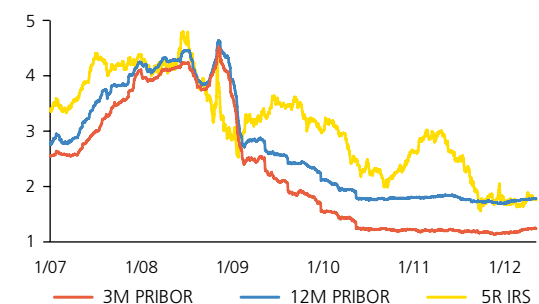


GRAF III.5.12

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby na peněžním trhu se nepatrně zvýšily, IRS sazby kolísaly

(v %)



III.5.3 Úrokové sazby

Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB v prvním čtvrtletí 2012 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byla konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich následný mírný pokles. Rizika minulé prognózy byla na únorovém i březnovém zasedání bankovní rady vyhodnocena jako vyrovnaná. V souladu s tímto hodnocením bankovní rada na obou zasedáních rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. Od května 2010 tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace zůstává nastavena na úrovni 0,75 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.11).

Na svém měnověpolitickém zasedání 3. května 2012 bankovní rada většinou hlasů rozhodla **ponechat úrokové sazby beze změny**. Bilance rizik nové prognózy byla vyhodnocena jako proinflační. Protiinflačním rizikem jsou poptávkové dopady dodatečných fiskálních opatření v duchu alternativního scénáře. Naopak k proinflačním rizikům patří případné zvýšení inflačních očekávání, mírně slabší kurz koruny vůči euru a riziko vyšších cen komodit, zejména ropy. Obousměrné riziko představuje zahraniční ekonomický vývoj.

Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se v prvním čtvrtletí 2012 příliš nezměnily, pohyb směrem nahoru v některých splatnostech nepřesáhl 0,1 procentního bodu (Graf III.5.12). Derivátové sazby FRA se mírně zvýšily ve všech splatnostech (o 0,1 až 0,2 procentního bodu). Na trhu v současnosti převládá očekávání dlouhodobé stability úrokových sazeb ČNB. Do toho se promítá absence domácích inflačních tlaků, zpomalující růst ekonomiky a snižující se výhled úrokových sazeb v eurozóně na jedné straně a vyšší pozorovaná inflace počátkem letošního roku spolu s komunikací bankovní rady ČNB na straně druhé. Aktuální tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA implikuje očekávanou stabilitu sazeb. V celém svém horizontu se pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz kapitola I a II).

Úrokové sazby s delší splatností se pohybovaly bez jednoznačného trendu a nadále reagovaly především na vývoj v zahraničí. Celkově se sazby IRS od začátku roku mírně zvýšily v kratších splatnostech (do 5R), v delších splatnostech převážně stagnovaly. Výnosy státních dluhopisů naopak mírně klesly, když korigovaly vyšší nárůst oproti sazbám IRS z konce roku 2011.

Průměrná hodnota sazeb 3M PRIBOR za první čtvrtletí 2012 dosáhla 1,2 %, tj. výše, kterou předpokládala minulé prognóza. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR-2T repo sazba se lehce zvýšilo, v průměru za první čtvrtletí 2012 činilo 0,45 procentního bodu. V blízkosti této hodnoty se uvedené rozpětí pohybuje již od května 2010.

Výnosová křivka PRIBOR se od začátku roku téměř nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v březnu 2012 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během dubna výnosová křivka na peněžním trhu nadále stagnovala. **Výnosová křivka IRS** se v průběhu prvního čtvrtletí 2012 posunovala oběma směry, změny však nebyly významné a kladný sklon křivky se jen nepatrně zmírnil. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v březnu 0,6 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,0 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK-EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely – při přibližné stagnaci sazeb na tuzemském peněžním trhu – vývoj na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči dolarovým sazbám se příliš nezměnily, zatímco vůči eurovým sazbám překmitly zpět do kladných hodnot (Graf III.5.13). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2012 činil průměrně 0,2 procentního bodu, k 20. 4. dosahoval 0,5 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku roku 2012 uskutečnilo devět aukcí dluhopisů s pevným kuponem a šest aukcí dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 75 mld. Kč. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, v některých aukcích výrazně. To znamená, že ani v podmínkách zvýšené averze k riziku ministerstvo financí nemělo výraznější problémy upsat na primárním trhu státní dluhopisy. Nižší zájem institucionálních investorů byl pouze o dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti. Ministerstvo financí vedle korunových dluhopisů emitovalo na konci února i eurobonds za 2 mld. EUR se splatností 10R. Výnosová křivka státních dluhopisů se během prvního čtvrtletí 2012 posunula na nižší hladinu jako důsledek vývoje na zahraničních dluhopisových trzích, přičemž její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.14).

Klientské úrokové sazby

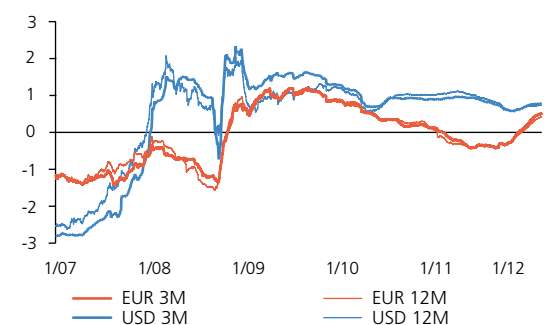
Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům bez kontokorentních úvěrů po lednovém poklesu v únoru 2012 stagnovala na úrovni 2,6 % (Graf III.5.15). S výjimkou rostoucí sazby u nejmenších úvěrů se neměnily krátkodobé sazby s fixací do jednoho roku u malých a velkých úvěrů. Sazby s delší fixací se většinou snižovaly, čímž korigovaly nárůst z konce loňského roku. Ve vývoji úrokových sazeb z podnikových úvěrů se projevovala stagnace sazeb peněžního trhu a pokles rizikových prémie. Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se oproti závěru loňského roku dále mírně snížila (Graf III.5.17). U velkých úvěrů poskytovaných obvykle velkým podnikům se toto rozpětí přiblížilo předkrizové úrovni roku 2007. V eurozóně úrokové sazby klesaly či stagnovaly na úrovni 3–5 %. Diferenciál podnikových úvěrových sazeb v ČR a eurozóně tak zůstal záporný a podporoval tuzemské financování podniků.

U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** po předchozích poklesech v průběhu prvního čtvrtletí 2012 výrazněji neměnila a v únoru dosáhla 3,9 %. Obdobný vývoj byl zaznamenán u sazeb

GRAF III.5.13

ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

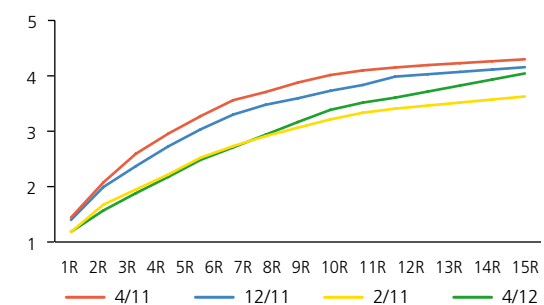
Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se pohybovaly v kladných hodnotách
(v procentních bodech)



GRAF III.5.14

VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

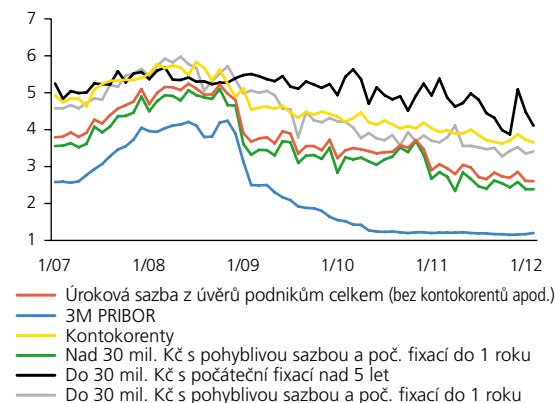
Výnosová křivka se od konce roku 2011 posunula na nižší hladinu
(v %)



GRAF III.5.15

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

Úrokové sazby z podnikových úvěrů přetrvávaly na nízkých úrovních
(nové obchody, v %)

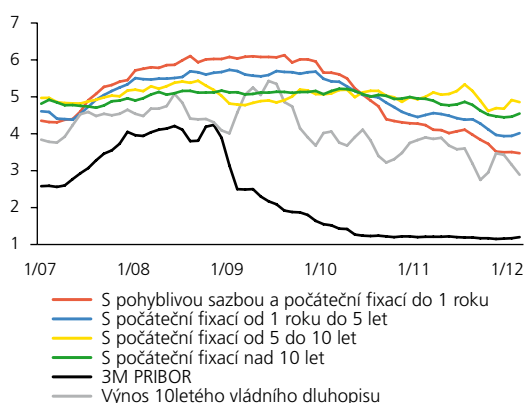


GRAF III.5.16

ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Sazby z úvěrů na bydlení se výrazněji neměnily

(nové obchody, v %)

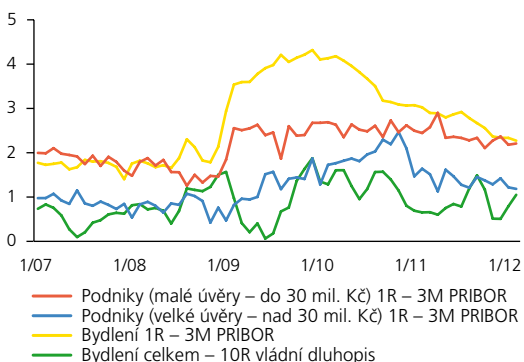


GRAF III.5.17

ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Banky pokračovaly ve snižování rozpětí mezi krátkodobými
klientskými a tržními sazbami zejména u úvěrů na bydlení
a u velkých podnikových úvěrů

(v procentních bodech)

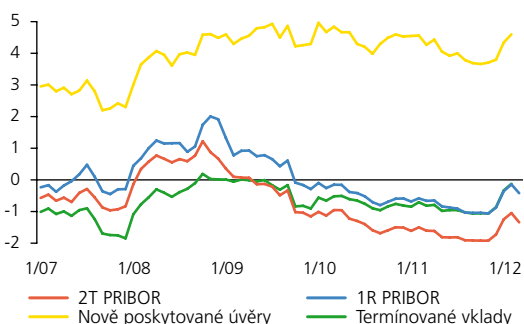


GRAF III.5.18

EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů na počátku
roku 2012 vzrostly

(v %)



s kratší i delší fixací (Graf III.5.16). Rozpětí mezi krátkodobými klientskými a tržními sazbami se při stagnaci sazby 3M PRIBOR rovněž výrazněji neměnilo, ve srovnání s rokem 2007 zůstalo na mírně vyšší úrovni. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu vzrostlo v důsledku poklesu uvedeného výnosu (Graf III.5.17). Podle Hypoindexu se úroková sazba z nových hypoték v březnu 2012 slabě zvýšila. V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení po zvýšení v roce 2011 aktuálně většinou klesaly a v průměru se pohybovaly na úrovni 3–4 %.

Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů se po snížení v závěru loňského roku v průběhu prvního čtvrtletí 2012 opět zvýšila na 14,2 %. Obdobně se vyvíjela sazba z kreditních karet (20,8 %) při téměř neměnné sazbě z kontokorentních a revolvingových úvěrů (14,4 %). Rozpětí mezi sazbou ze spotřebitelských úvěrů a tržní sazbou 3M PRIBOR se po snížení v první polovině a v závěru roku 2011 aktuálně opět zvýšilo. Uvedené sazby odrážejí zvýšené riziko z možného nesplacení při stále slabém trhu práce a dále zřejmě také nízkou finanční gramotnost českých domácností, které tyto úvěry čerpají.⁴⁰ Sazby jsou tak nadále výrazně vyšší oproti eurozóně, kde dosahují 6–8 % (u kreditních karet cca 17 %).

Úrokové sazby z vkladů se v průběhu prvního čtvrtletí nadále výrazně neměnily. Pouze sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností nad dva roky se snížila na 1,4 % (obdobná sazba činí u celkových termínovaných vkladů 1,3 %). Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností přetrvávala na úrovni 0,7 % a z vkladů s výpovědní lhůtou ve výši 2 %. Sazby z podnikových vkladů (0,4 %) setrvaly na nižší úrovni.

Reálné klientské úrokové sazby⁴¹ v průběhu prvního čtvrtletí 2012 vzrostly, resp. snížily své záporné hodnoty v souvislosti s poklesem očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v únoru dosáhly 4,6 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,1 % (Graf III.5.18).

⁴⁰ Tyto úvěry čerpají v poměrně značném rozsahu domácnosti s nižšími příjmy (ve dvou nejnižších příjmových skupinách využívá spotřebitelský úvěr téměř třetina domácností ve srovnání se zhruba pětinou u vyšších příjmových skupin).

⁴¹ Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl v prvním čtvrtletí 2012 hodnoty 25,1 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční oslabení o 2,9 % a mezičtvrtletní posílení o 0,8 %. V průběhu prvního čtvrtletí koruna nejprve krátkodobě oslabila z hodnoty 25,5 CZK/EUR na 25,8 CZK/EUR, poté však začala posilovat až do druhé březnové dekády. V tomto období posílila o více než 5 %. Následně byla patrná mírná korekce na 24,8 CZK. V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí činila průměrná hodnota koruny vůči euru 24,7 CZK/EUR (Graf III.5.19).

Vývoj kurzu koruny byl nadále ovlivňován především průběhem dluhové krize v Evropě a jeho dopady do sentimentu finančních trhů. Posilování evropských měn v prvním čtvrtletí bylo důsledkem pozitivního vnímání politiky ECB (masivního dodávání likvidity), v menší míře pak přijatými opatřeními k řešení problémů Řecka. Mírná korekce v závěru března a na počátku dubna byla způsobena nárůstem obav finančních trhů z vývoje ve Španělsku, především jeho bankovního sektoru. Vliv domácích faktorů na vývoj koruny nebyl bezprostředně patrný. Dominantní vliv vnějších faktorů na vývoj kurzu koruny je patrný od vypuknutí finanční krize na podzim roku 2008. Koruna se vůči euru v současnosti nachází na stejné úrovni jako před krizí, je však mírně slabší vůči dolaru. Oproti zbývajícím střeoevropským měnám je výrazně silnější a poněkud silnější je i vůči britské libře.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** v prvním čtvrtletí 2012 činil 19,1 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 7,4 % a mezičtvrtletní oslabení o 1,9 %. V průběhu prvního čtvrtletí koruna posilovala z hodnot cca 20 CZK/USD na 18,6 CZK/USD ke konci čtvrtletí, a to vlivem již zmíněných opatření ke zmírnění dluhové krize v Evropě. V polovině dubna byla opět mírně slabší a pohybovala se kolem 18,8 CZK/USD.

III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

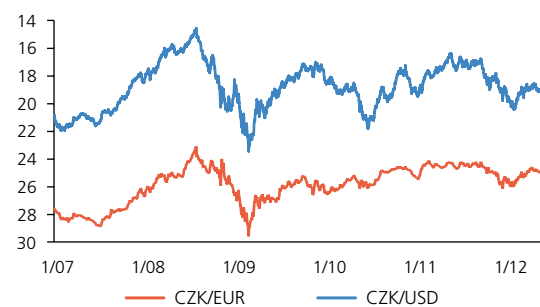
Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 došlo ve sledovaném segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**⁴² k mírnému zlepšení hlavních sledovaných ukazatelů. Zrychlení meziroční dynamiky tržeb a výkonů přispělo k obnovení meziročního růstu účetní přidané hodnoty (Tab. III.5.1). Při pokračujícím zpomalování růstu osobních nákladů se podle propočtu ČNB hrubý provozní přebytek vrátil po poklesu ve třetím čtvrtletí 2011 ke slabému meziročnímu růstu ve čtvrtém čtvrtletí (Graf III.5.20).

⁴² Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2011 přes 9,3 tisíce nefinančních podniků.

GRAF III.5.19

MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

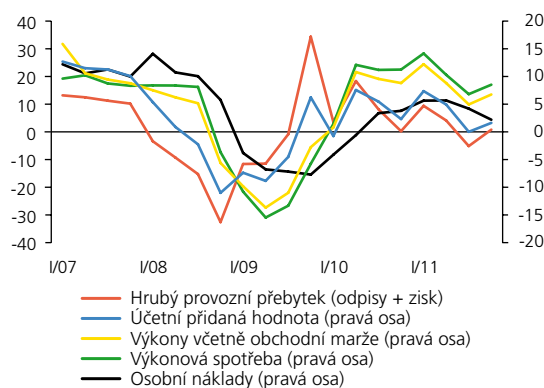
V prvním čtvrtletí 2012 koruna vůči euru i dolaru posilovala



GRAF III.5.20

ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 došlo ke zlepšení hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Pokračoval růst materiálové náročnosti výkonů, mzdová náročnost výkonů se snížila

(meziroční změny v %)

| | 4. čtvrtletí 2010 | 4. čtvrtletí 2011 | Meziroční změny v % |
|---|-------------------|-------------------|-------------------------------|
| Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)} | 1 389,6 | 1 483,3 | 6,7 |
| Osobní náklady (mld. Kč) | 209,9 | 214,5 | 2,2 |
| Výkonová spotřeba (mld. Kč) | 1 033,4 | 1 121,4 | 8,5 |
| Účetní přidaná hodnota (mld. Kč) | 356,2 | 362,0 | 1,6 |
| Tržby (mld. Kč) | 1 817,1 | 1 949,0 | 7,3 |
| | v % | v % | Meziroční změny v p.b. |
| Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ^{a)} | 58,9 | 59,3 | 0,3 |
| Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)} | 74,4 | 75,6 | 1,2 |
| Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)} | 15,1 | 14,5 | -0,6 |
| Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)} | 25,6 | 24,4 | -1,2 |

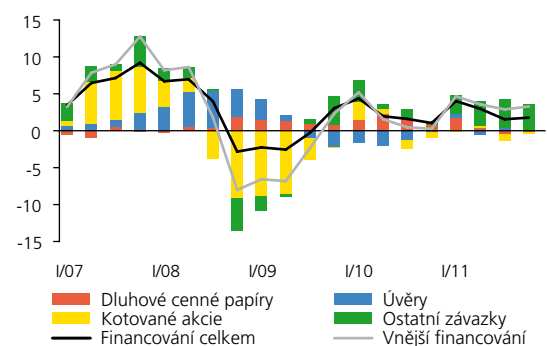
a) propočten ČNB

GRAF III.5.21

FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Růst celkových finančních závazků podniků zůstává umírněný

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

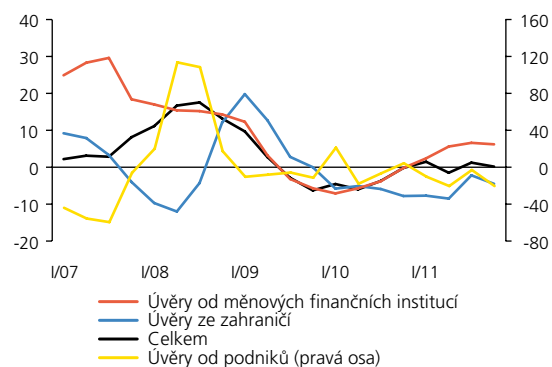


GRAF III.5.22

DOMÁCÍ A ZAHRAŇNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

Podnikové úvěry se meziročně nezměnily

(meziroční změny v %)



Poznámka: Časová řada úvěrů od ostatních finančních institucí není z důvodu změny metodiky v roce 2011 v grafu uvedena.

Stejně jako v předchozích čtvrtletích byl nárůst výkonů ve čtvrtém čtvrtletí doprovázen rychlejším růstem výkonové spotřeby, což se projevilo v meziročním zvýšení **materiálové náročnosti výkonů** (o 1,2 procentního bodu; Tab. III.5.1). To bylo způsobeno především pokračujícím silným růstem dovozních cen energetických a neenergetických surovin, a také růstem cen energií domácího původu.

Mzdová náročnost výkonů se ale dále meziročně snížila (o 0,6 procentního bodu), neboť při zrychlení dynamiky výkonů ve čtvrtém čtvrtletí růst osobních nákladů naopak dále zpomalil. K tomu přispělo jak oslabení vývoje počtu zaměstnanců, tak i zvolnění růstu jejich průměrné mzdy.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci⁴³) ukazují obdobný vývoj ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. Obnovení růstu jejich účetní přidané hodnoty a hrubého provozního přebytku bylo však o něco výraznější než v širším segmentu podniků.

III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Většina finančních indikátorů naznačovala ve čtvrtém čtvrtletí 2011 pozvolné zlepšení ziskovosti podniků při umírněném růstu **vnějšího financování**. Meziroční tempo růstu vnějšího financování podniků se jen nepatrně zvýšilo na 3,3 % (Graf III.5.21).⁴⁴ K jeho růstu přispívaly tzv. ostatní závazky při zmírnění poklesu cenových papírů a téměř nulovém růstu úvěrů. Dynamika celkového financování podniků, zahrnujícího navíc vlastní jmění v podobě nekotovaných akcií a jiných účastí, se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 rovněž nepatrně zvýšila na 1,8 %. Vyšší růst finančních závazků podniků byl ovlivňován zejména přeceněním hodnoty cenových papírů a kurzovými vlivy, zatímco vliv transakcí byl nižší. Podíl tržního financování podniků realizovaného prostřednictvím cenových papírů na vnějším financování přetrvával na relativně nízké úrovni (cca 18 %). Poměr dluhového financování podniků ve formě úvěrů, emitovaných dluhových cenných papírů a ostatních závazků k vlastnímu jmění zůstal na úrovni 103 % v důsledku snížení růstu dluhu a naopak zmírnění předchozího propadu vlastního jmění.

Dynamika **celkových úvěrů** poskytovaných nefinančním podnikům se v meziročním srovnání snížila k téměř nulovým hodnotám. V tom se odrazil zejména nižší růst úvěrů od domácích bankovních institucí při poklesu úvěrů ze zahraničí a úvěrů od ostatních tuzemských podniků (Graf III.5.22).

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

44 S publikováním údajů o finančních účtech za čtvrté čtvrtletí 2011 byla provedena revize údajů za třetí čtvrtletí 2011. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

Meziroční růst **finančních investic podniků** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zpomalil na 0,5 %. Dynamika likvidních finančních aktiv ve formě oběživa a vkladů se po předchozím značném zvýšení následně ve čtvrtém čtvrtletí snížila při zmírnění poklesu investic do dluhových cenných papírů a propadu účastí. Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se výrazněji neměnil. Podniky nadále držely cca 7 % finančních investic ve vztahu k zahraničí ve srovnání se 6 % v roce 2008 a 4 % v roce 2007.

Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry) k HDP se v posledních čtvrtletích pohyboval okolo 46 %. Zůstává tak na nižší úrovni než v eurozóně, kde se tento poměr od roku 2010 snížil lehce pod 79 %. Úrokové zatížení čistými úrokovými platbami z bankovních úvěrů k hrubému provoznímu přebytku podniků v ČR mírně pokleslo na 3,1 % zejména v důsledku zvýšení hrubého provozního přebytku (Graf III.5.23). Čisté úrokové platby se okolo této úrovně pohybují od roku 2009, kdy došlo k jejich snížení, přesto zůstávají mírně nad předkrizovou úrovní v důsledku vyšších placených a naopak nižších přijatých úroků.

Finanční indikátory nefinančních podniků nadále ukazují růst pohotové likvidity, i když na nižší úrovni než v předchozím období vlivem nižšího růstu krátkodobých finančních aktiv. Solventnost podniků se přitom dále zhoršila při snížení finanční páky (Tab. III.5.2).

Rozdíl mezi **vnitřními zdroji** podniků (hrubými úsporami, tj. zisky a odpisy) a jejich výdaji na investice (tj. tvorbou hrubého kapitálu) byl ve čtvrtém čtvrtletí kladný a na roční bázi ve vztahu k hrubé přidané hodnotě dosáhl 0,6 %. Tento rozdíl je ve srovnání s předkrizovým obdobím, kdy dosahoval poměrně výrazných záporných hodnot, ovlivňován zejména poměrně nízkými výdaji na investice.

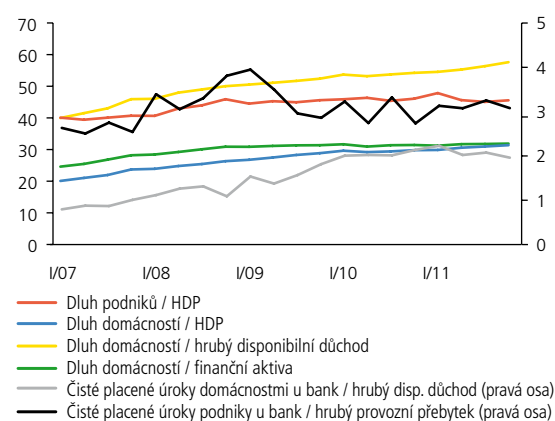
Meziroční růst celkového **financování domácností** od bank a nebankovních institucí se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 nadále pohyboval mírně pod 6 % (Graf III.5.24). V poměru k hrubému disponibilnímu důchodu se však zadluženost domácností při nulovém růstu disponibilního důchodu dále zvýšila na cca 58 %, v souladu s trendem zaznamenávaným i v dlouhodobém horizontu. V eurozóně uvedený poměr naopak přetrvává od poloviny roku 2010 na úrovni 99 %. Poměr dluhu domácností k HDP a k finančním aktivům se v ČR výrazněji nezměnil, v obou případech se pohyboval mírně nad 30 % (v eurozóně činí tento poměr ve vztahu k HDP cca 65 %). Úrokové zatížení domácností, které se zvyšovalo do roku 2009, následně stagnovalo a ve čtvrtém čtvrtletí nepatrně pokleslo na 2 % (Graf III.5.23). Solventnost (vyjádřená poměrem finančních aktiv k závazkům) i pohotová likvidita domácností (měřená poměrem vybraných krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým úvěrům) se meziročně oproti předchozímu čtvrtletí snížily.

Dynamika růstu **finančních investic domácností** přetrvávala ve čtvrtém čtvrtletí na úrovni 4,8 % (Graf III.5.25). Hlavní příspěvek k růstu finančních investic měly nadále investice do oběživa a vkladů. Jejich tempo růstu se však pohybuje na výrazně nižších hodnotách než

GRAF III.5.23

DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

Poměry dluhu podniků a domácností k HDP stagnovaly při zvýšení poměru dluhu domácností k příjům
(v %)



TAB. III.5.2

FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

Pohotová likvidita podniků rostla při dalším snížení solventnosti

| | I/11 | II/11 | III/11 | IV/11 | IV/11 |
|----------------------------------|------------------------|-------|--------|-------|------------------------|
| Podniky celkem ^{a)} | Meziroční změny v % | | | | Stav v mlrd. Kč |
| Vlastní jmění (emitované účasti) | 2,5 | 2,1 | -1,4 | -0,5 | 4 055,0 |
| Úvěry | 1,5 | -1,5 | 1,2 | 0,2 | 1 468,2 |
| Dluhové cenné papíry | 34,4 | 4,9 | -6,4 | -2,3 | 267,2 |
| Kotované akcie | -0,7 | 2,1 | -7,2 | -1,7 | 625,3 |
| Ostatní závazky | 5,3 | 7,1 | 7,9 | 7,3 | 2 493,9 |
| Financování celkem ¹⁾ | 4,0 | 3,0 | 1,6 | 1,8 | 8 284,3 |
| Finanční aktiva | 5,8 | 2,7 | 2,5 | 0,5 | 4 640,3 |
| Podniky celkem ^{a)} | Meziroční změny v p.b. | | | | Hodnota indikátorů v % |
| Pohotová likvidita ²⁾ | 8,7 | 6,0 | 15,4 | 11,2 | 181,1 |
| Solventnost ³⁾ | 0,2 | -1,2 | -2,2 | -4,0 | 109,7 |
| Finanční páka ⁴⁾ | 3,6 | 0,7 | 4,3 | 1,1 | 114,4 |

a) propočten ČNB

1) Finanční závazky celkem

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

3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účastí

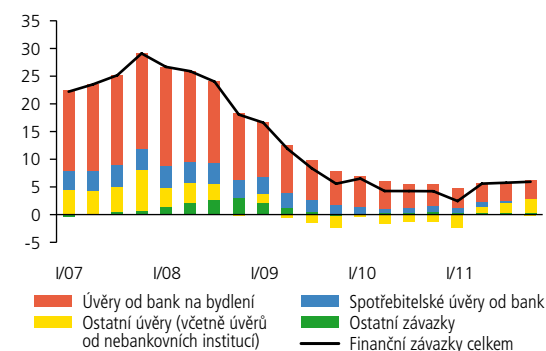
4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.24

FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

K růstu celkové zadluženosti domácností přispívaly nejvíce úvěry na bydlení

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

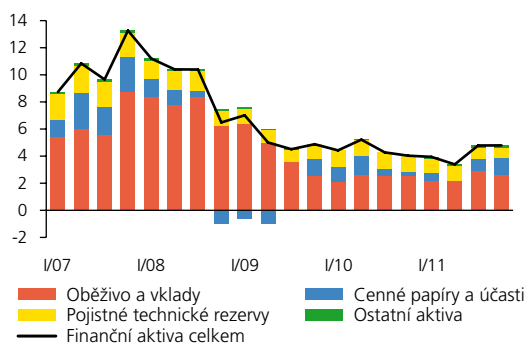


GRAF III.5.25

FINANČNÍ INVESTICE DOMÁCNOSTÍ

Růst finančních aktiv domácností zůstává ve srovnání s předkrizovým obdobím umírněný

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

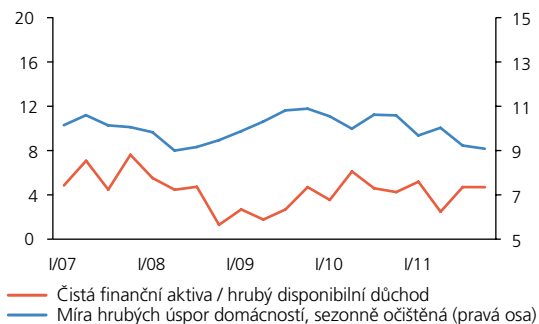


GRAF III.5.26

ČISTÁ FINANČNÍ AKTIVA A MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Růst čistých finančních aktiv domácností v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zhruba stagnoval

(meziroční změny z ročních toků, poměry v %)

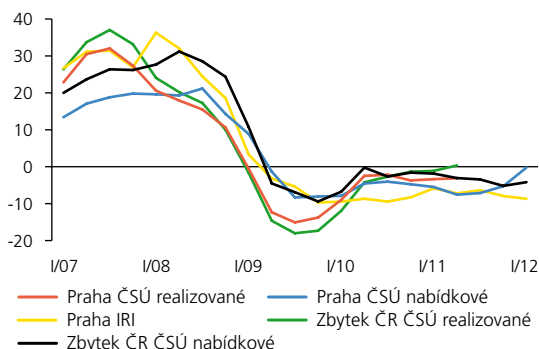


GRAF III.5.27

REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

V prvním čtvrtletí 2012 se meziroční pokles nabídkových cen bytů v Praze dle údajů ČSÚ zastavil

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



v předkrizovém období. Domácnosti nepatrně více investovaly do cenných papírů v důsledku nákupu státních spořicíh (retailových) dluhopisů při zhruba neměnných investicích do pojistných rezerv.⁴⁵

Poměr přírůstku **čistých finančních aktiv domácností** vůči hrubému disponibilnímu důchodu dlouhodobě zhruba odpovídal vývoji míry hrubých úspor (Graf III.5.26). Uvedený poměr se v roce 2008 snižoval a následně v roce 2009 vzrostl. V poklesu čistých finančních aktiv se nejprve odrážel nižší růst finančních aktiv domácností, který byl však v roce 2009 převážen výraznějším propadem finančních závazků s opačným vlivem na čistá aktiva. Od roku 2010 uvedený poměr opět pozvolna klesal v důsledku nižšího přírůstku finančních aktiv při téměř stagnaci růstu finančních pasiv domácností. Mírně klesala i míra hrubých úspor v podmínkách zhoršeného sentimentu spotřebitelů.

III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Na počátku roku 2012 poprvé po 3,5 letech poklesů mezičtvrtletně vzrostly **nabídkové ceny bytů** v Praze dle údajů ČSÚ o poměrně výrazných 3,8 %. Tím se jejich dřívější meziroční pokles víceméně změnil na stagnaci (resp. mírný pokles o 0,2 %; Graf III.5.27). Tento růst nabídkových cen v Praze je však nejen poněkud překvapivý, ale také dosti nejistý, neboť alternativní zdroje o nabídkových cenách bytů (např. údaje Institutu regionálních informací) pro Prahu pro stejné období indikují další absolutní poklesy cen i jejich prohlubování v meziročním srovnání. Rovněž nabídkové ceny ve zbytku ČR dále klesaly (mezičtvrtletně o 1 % a meziročně o 4,2 %).

U **realizovaných cen starších bytů** nebyl dostupný žádný jejich nový odhad na základě údajů z daňových přiznání. Nejnovější dostupná data jsou tak stále za první pololetí 2011. ČSÚ nicméně publikoval nový odhad realizovaných cen založený na šetřeních ČSÚ v realitních kancelářích⁴⁶ pro čtvrté čtvrtletí 2011. Ten ukazuje na pokračující pokles realizovaných cen v Praze (starší byty meziroční pokles o 3,2 %, nové byty o 2,9 %) i v ČR mimo Prahu (meziroční pokles cen starších bytů o 4,6 %). To potvrzuje i alternativní odhad těchto cen dle tzv. HB indexu, dle kterého meziroční pokles cen bytů dosáhl 3,0 % s tím, že k většímu poklesu docházelo v ČR mimo Prahu než v Praze.

⁴⁵ Ve struktuře finančních aktiv domácností tvoří oběživo a vklady 57 %, cenné papíry 2 %, účasti (jiné než účasti v investičních fondech) 21 %, účasti v investičních fondech 4 %, rezervy v penzijních fondech 6 %, rezervy v pojišťovnách 8 % a ostatní aktiva 2 %. V Grafu III.5.25 jsou rezervy v penzijních fondech a pojišťovnách zahrnuty v rámci pojistných technických rezerv. Vklady domácností ve formě stavebního spoření tvoří zhruba 25 % celkových vkladů domácností u bank a od roku 2007 vykazují pozvolna sestupný trend.

⁴⁶ Tento index se odlišuje od indexu realizačních cen založeném na cenách z daňových přiznání k dani z převodu nemovitostí, který je zdrojem dat pro Graf III.5.27. Výhoda tohoto nového indexu je v menším zpoždění jeho publikace a také v zachycení cen nových bytů, které nejsou předmětem daně z převodu nemovitostí. Na druhou stranu však tento index nepokrývá transakce s nemovitostmi mimo realitní kanceláře, není dostupný v tak podrobné struktuře a v delší časové řadě (nejstarší údaje jsou z roku 2008).

Dílčí stabilizaci na trhu nemovitostí v prvním čtvrtletí 2012 potvrzuje i nárůst **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí za toto období meziročně vzrostl o 7,8 % (k růstu došlo již druhé čtvrtletí v řadě), počet transakcí vyjádřený jako klouzavý součet za poslední rok mezičtvrtletně narostl o 2,0 % (Graf III.5.28). Na druhou stranu však dále klesá počet vkladů vlastnických práv za domy a byty (meziročně o 7,9 %, mezičtvrtletní pokles klouzavého součtu o 2,3 %). Dále pokračoval růst počtu nově poskytnutých hypoték na koupi nemovitosti (mezičtvrtletní růst klouzavého součtu o 3,1 %, údaje Fincentrum Hypoindex, viz Graf III.5.28). Tento vývoj odráží vedle substituce hypotečních úvěrů a úvěrů ze stavebního spoření a zvýšení podílu refinancovaných starších hypoték (viz kapitola III.5.2) také oživení poptávky po nových bytech, které je dáváno do souvislosti s efektem předzásobením v souvislosti s nárůstem DPH na nové byty z 10 na 14 % od 1. 1. 2012.⁴⁷ Očekávaný pokles počtu transakcí v roce 2012, který by s tímto předzásobením měl souviset, se v prvním čtvrtletí 2012 potvrzuje zatím pouze částečně (meziroční pokles počtu prodaných bytů o 3,6 %). Vysoký a rostoucí počet neprodaných již dokončených bytů zřejmě povede k tomu, že developeři budou nuceni nést část zvýšení DPH sami, a růst cen nových bytů tak bude o něco menší než nárůst DPH.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se v prvním čtvrtletí 2012 vyvíjely nadále příznivě. **Poměr ceny bytu a mezd** (price-to-income) se mírně mezičtvrtletně zvýšil o 0,4 %, je však po čtvrtém čtvrtletí 2011 nejnižší za posledních 6 let. Již třetí čtvrtletí v řadě poklesl **poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent; v prvním čtvrtletí o 2,1 %). Oba indexy ukazují na mírné podhodnocení cen bytů (do 5 %), což potvrdily i aktualizované odhady rovnovážnosti cen s použitím ekonometrických modelů. Obdobně jako v předchozím období však nadále předpokládáme pro rok 2012 spíše stagnaci cen starších bytů, a to především v návaznosti na vývoj na trhu práce (viz kapitola II.2) a na demografický vývoj (pokles přírůstu obyvatelstva).⁴⁸

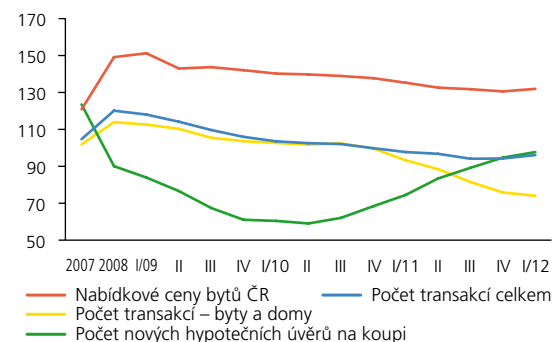
V **sektoru komerčních nemovitostí** pokračovalo oživení celkové poptávky. Dále rostl objem investičních transakcí, který za celý rok 2011 činil 2,1 mld. EUR, a meziročně tak vzrostl o výrazných 165 % (údaje Jones Lang La Salle). Přitom více než polovina tohoto objemu byla realizována ve třetím čtvrtletí 2011 především v segmentu maloobchodních investic. Rostla rovněž hrubá poptávka, objem pronájmů na kancelářském trhu za celý rok 2011 meziročně vzrostl o výrazných 52 %, především díky růstu ve čtvrtém čtvrtletí. Zároveň klesal podíl renegeciací na hrubé poptávce ze 42 % v roce 2010 na 28 % ve čtvrtém čtvrtletí 2011, takže se zvýšila i čistá poptávka na 121 tis. m² oproti

GRAF III.5.28

POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Stabilizaci na trhu nemovitostí naznačuje vývoj počtu transakcí a počtu hypoték

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

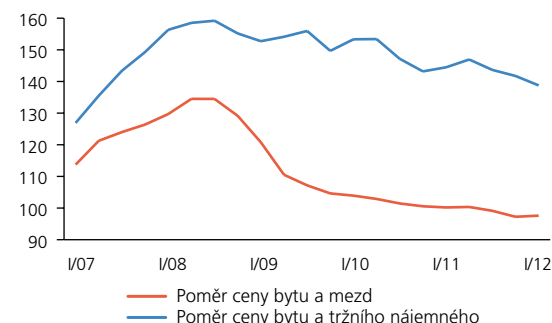


GRAF III.5.29

UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Dále se snižoval poměr ceny bytu a nájemného

(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



⁴⁷ Podle údajů společnosti Ekospol se zvýšil v Praze v roce 2011 počet prodaných bytů meziročně o 28,4 %, přičemž tento růst akceleroval ve druhé polovině roku.

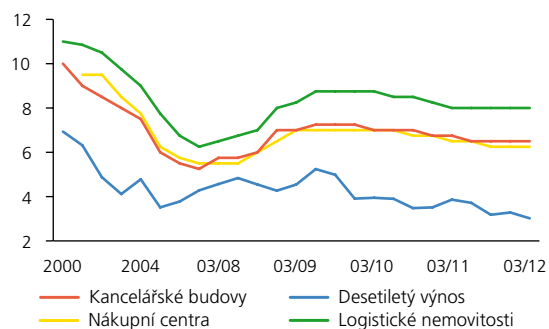
⁴⁸ Rizikem ve směru nižšího růstu cen nemovitostí zůstává případný zhoršený výhled domácího hospodářského růstu v souvislosti s vývojem v zahraničí a dopady úsporných fiskálních opatření do příjmové situace domácností. Rizikem jsou nadále také nucené prodeje bytů či bytových domů, které jsou zástavou hypotečních úvěrů developerských společností, u nichž roste podíl nesplácených úvěrů.

GRAF III.5.30

VÝNOSY KOMERČNÍCH NEMOVITOSTÍ

Výnosy komerčních nemovitostí meziročně klesaly

(v %, 2000–2007 roční data, dále čtvrtletní, zdroj: Jones Lang LaSalle, Prague Research Forum)



negativní hodnotě z roku 2010. Pokračovalo obnovení nové nabídky kancelářských ploch, když jejich celková plocha narostla v prvním čtvrtletí 2012 meziročně o 3,8 %, přitom míra neobsazenosti narostla mezičtvrtletně pouze o 0,3 procentního bodu na 12,3 % a meziročně poklesla o 0,7 procentního bodu. Obdobně klesala míra neobsazenosti i u ostatních typů komerčních nemovitostí, u průmyslových a logistických prostor na 6,7 %.⁴⁹ Oživení poptávky se projevilo také v nárůstu cen a v souvisejícím mírném meziročním poklesu výnosů komerčních nemovitostí (Graf III.5.30). V posledním období však výnosy spíše stagnovaly, narozdíl od pokračujícího poklesu výnosů dlouhodobých státních dluhopisů.

⁴⁹ Ve srovnání s rekordně vysokým druhým čtvrtletím 2009 to znamenalo pokles o 12 procentních bodů. V maloobchodu se snížila na 5,0 % ze 6,4 % v roce 2009.

III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v roce 2011 byl nadále charakteristický vysoký schodek bilance výnosů související zejména s hodnotou dividend z přímých investic vyplacených nerezidentům, který se ale mírně snížil. Jeho dopad do běžného účtu byl z větší části kompenzován přebytkem výkonové bilance v důsledku rostoucího přebytku obchodní bilance. V rámci finančního účtu byl celkový přebytek nejvýrazněji ovlivněn čistým přílivem přímých investic v důsledku zisku reinvestovaného v ČR. Nejvýznamnější změnu přitom zaznamenaly portfoliové investice, které skončily ve srovnání s předchozím rokem jen mírným přebytkem především vlivem absence emisí vládních dluhopisů v zahraničí.

III.6.1 Běžný účet

V roce 2011 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 109,1 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zmírnění o téměř 38 mld. Kč. Pokles celkového schodku byl spojen především s vývojem obchodní bilance (Graf III.6.1). Roční klouzávy schodek běžného účtu v poměru k HDP se ve druhém pololetí snižoval a ke konci roku dosáhl 2,9 %.

Přebytek **obchodní bilance** se v roce 2011 meziročně zvýšil o více než 40 mld. Kč na 94 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval vývoj v reálném vyjádření, který byl částečně korigován cenovým vlivem v důsledku záporné meziroční změny směnných relací. Postupné zmírňování růstu vnější poptávky v průběhu roku se odrazilo ve zpomalování růstu vývozu od druhého čtvrtletí. Jeho nominální meziroční tempo nicméně za celý rok 2011 dosáhlo i přes meziroční posílení kurzu koruny téměř 13 %. V důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu sledovalo obdobný trend zpomalování rovněž nominální tempo růstu dovozu. Důvodem byl současně tlumen poklesem celkové domácí poptávky, ve druhé polovině roku významně ovlivněným i vysokou srovnávací základnou související s kulminací investičních dovozů pro fotovoltaické elektrárny v roce 2010. Ve směru nominálního růstu dovozu naopak působily vysoké ceny energií. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku obchodní bilance nejvýrazněji přispěl růst přebytku ve skupině strojů a dopravních prostředků. Proti růstu celkového přebytku naopak nejvýznamněji působilo zvýšení schodku minerálních paliv (Graf III.6.2). V průběhu prvního čtvrtletí 2012 pokračoval rychlý meziroční růst přebytku, který se za leden až únor v metodice platební bilance meziročně zvýšil téměř o 17 mld. Kč.

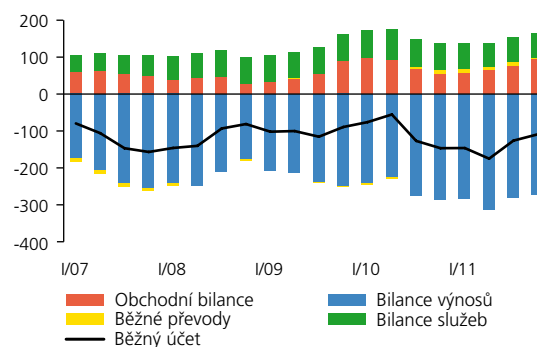
V roce 2011 skončila **bilance služeb** přebytkem 66,3 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zmírnění o 9 mld. Kč (Graf III.6.3). Celkový přebytek byl spojen především s přebytkem cestovního ruchu, který se však zejména vlivem růstu výdajů rezidentů na pracovní cesty mírně snížil. K meziroční změně celkového přebytku nejvýznamněji přispěl pokles přebytku bilance dopravy, a to hlavně v souvislosti s růstem výdajů na silniční dopravu. Ostatní služby naopak zaznamenaly při různorodém vývoji jejich jednotlivých složek nepatrný schodek, který se ale mírně snížil.

GRAF III.6.1

BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se v roce 2011 snížil zejména vlivem rostoucího přebytku obchodní bilance

(roční klouzávy úhrny v mld. Kč)

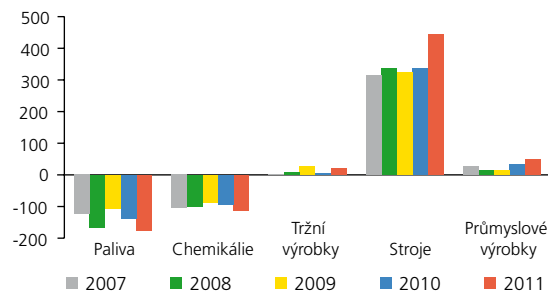


GRAF III.6.2

OBCHODNÍ BILANCE

Meziroční změna obchodní bilance byla v roce 2011 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku skupiny strojů

(roční kumulace v mld. Kč)

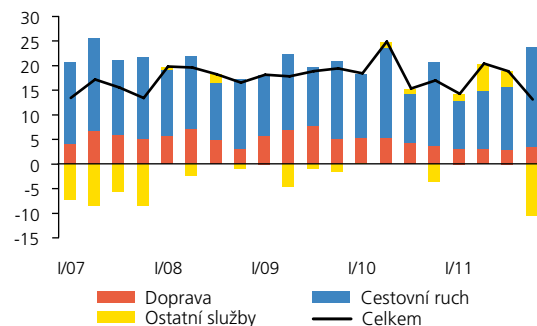


GRAF III.6.3

BILANCE SLUŽEB

K přebytku bilance služeb v roce 2011 přispěly opět bilance cestovního ruchu a dopravy

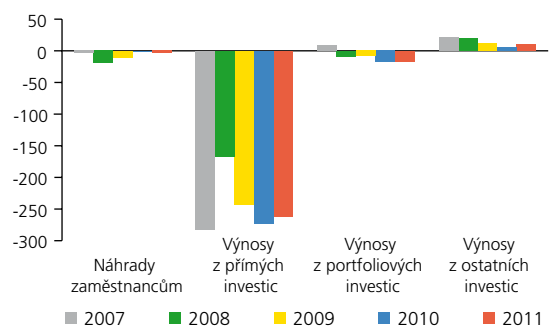
(v mld. Kč)



GRAF III.6.4

BILANCE VÝNOSŮ

V rámci bilance výnosů došlo v roce 2011 zejména ke zmírnění schodku výnosů z přímých investic (roční kumulace v mld. Kč)



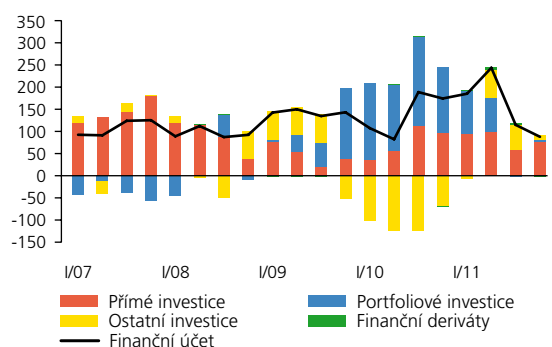
Na rozdíl od přebytkové výkonové bilance dosáhla **bilance výnosů** za rok 2011 schodku 271,9 mld. Kč, ačkoli ten se meziročně snížil o 13 mld. Kč. Rozhodující složkou celkové bilance představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-262,1 mld. Kč), související zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a dále s odhadnutou výší zisku reinvestovaného v ČR (Graf III.6.4). Mírnými schodky skončily rovněž výnosy z portfoliových investic a náhrady zaměstnancům. Přebytek byl zaznamenán pouze u výnosů z ostatních investic, zahrnujících výnosy z devizových rezerv ČNB a úroky z bankovních depozit. Meziroční pokles celkového deficitu bilance výnosů souvisel se snížením schodku výnosů z přímých investic v důsledku nižších odhadovaných výplat dividend.

Běžné převody vykázaly v roce 2011 jen mírný přebytek 2,5 mld. Kč, který se meziročně o necelých 7 mld. Kč snížil. Přebytek vládních převodů dosáhl 18,3 mld. Kč a téměř zcela vyplýval z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Ve velkém rozsahu byl však kompenzován schodkem převodů ostatních sektorů. Meziroční pokles celkového přebytku souvisel především s vyššími vládními odvody do rozpočtu EU v závěru roku.

GRAF III.6.5

FINANČNÍ ÚČET

Přebytek finančního účtu se v roce 2011 snížil především vlivem výrazného poklesu čistého přílivu portfoliových investic (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



III.6.2 Kapitálový účet

Přebytkem 14,7 mld. Kč skončil rovněž **kapitálový účet**. Jeho meziroční pokles o téměř 18 mld. Kč byl důsledkem výrazně nižších příjmů. Na uvedeném vývoji se podílely zejména nižší čisté příjmy z kapitálových převodů, zahrnujících hlavně převody z fondů EU, které dosáhly 12,1 mld. Kč. Pokles celkového přebytku byl dále ovlivněn i poklesem čistých příjmů z obchodování s emisními povolenkami.

III.6.3 Finanční účet

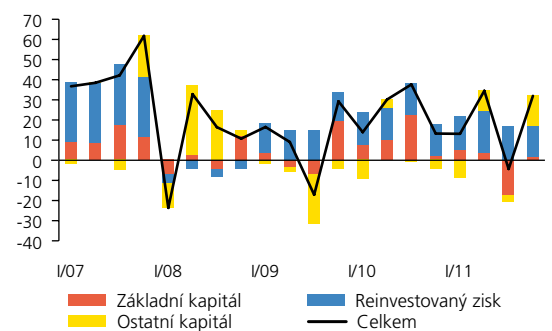
V roce 2011 skončil **finanční účet** platební bilance přebytkem 87,9 mld. Kč (Graf III.6.5). Přispěl k němu hlavně čistý příliv přímých investic. V porovnání s ním byla výše sald ostatních bilancí výrazně nižší.

Přímé investice dosáhly v roce 2011 přebytku 75,3 mld. Kč, který se v meziročním srovnání snížil o necelých 20 mld. Kč (Graf III.6.6), a to v důsledku zmírnění přílivu přímých zahraničních investic do ČR. Celkový hrubý příliv dosáhl 95,6 mld. Kč a byl především spojen s hodnotou reinvestovaného zisku. Meziroční snížení tohoto přílivu souviselo s poklesem základního kapitálu v některých společnostech v ČR, který však byl částečně vyvážen růstem přílivu ostatního kapitálu a reinvestovaného zisku. Reinvestovaný zisk představoval také nejvýznamnější složku přímých investic tuzemských podniků v zahraničí. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (bez reinvestic) především do výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do výroby motorových vozidel.

GRAF III.6.6

PŘÍMÉ INVESTICE

Přebytek přímých investic byl v roce 2011 zejména důsledkem zisku reinvestovaného v ČR (v mld. Kč)



Naproti tomu **portfoliové investice** skončily jen mírným čistým přílivem v rozsahu 5,8 mld. Kč (Graf III.6.7). Meziroční pokles celkového přebytku o téměř 145 mld. Kč byl především ovlivněn absencí zahraničních emisí vládních dluhopisů a částečně též obnovením zájmu tuzemských investorů o zahraniční cenné papíry. Nejvýznamnější operace představovaly nákupy tuzemských cenných papírů zahraničními investory, které v saldu přesáhly 20 mld. Kč. Téměř zcela souvisely s navýšením držby dluhových cenných papírů. Celkové nákupy převážily i v obchodování se zahraničními cennými papíry rezidenty, přičemž byly spojeny pouze s navýšením držby dluhopisů, zatímco v případě akcií mírně převážil jejich odprodej.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** vedlo k čistému odlivu ve výši 3 mld. Kč a meziročně se nezměnilo.

U **ostatních investic** byl za rok 2011 zaznamenán čistý příliv zdrojů 9,8 mld. Kč. K celkovému přebytku nejvýrazněji přispěl čistý příliv v sektoru finančních měnových institucí v rozsahu necelých 24 mld. Kč, spojený především s poklesem krátkodobých vkladů v zahraničí a splátkami krátkodobých půjček rezidentům. Mírným přebytkem souvisejícím s čerpáním úvěrů od EIB skončily i investice v sektoru vlády. Celkový přebytek byl však částečně korigován čistým odlivem kapitálu podnikového sektoru v důsledku rychlého růstu poskytnutých úvěrů a vkladů v zahraničí. Meziročně se však čistý odliv v sektoru podniků výrazně zmírnil vlivem navýšení pasiv.

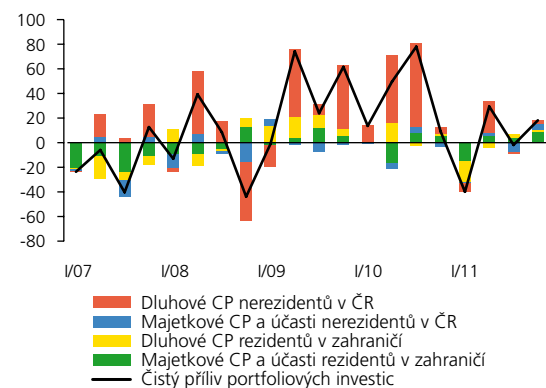
Ke konci prvního čtvrtletí 2012 dosáhly **devizové rezervy** ČNB 797,3 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní pokles o více než 6 mld. Kč, který byl ovlivněn zejména kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se naopak ve stejném období zvýšily o 2,8 mld. USD na 43 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly téměř 43 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci čtvrtého čtvrtletí 2011.

GRAF III.6.7

PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Za rok 2011 dosáhly portfoliové investice mírného čistého přílivu hlavně vlivem nákupu tuzemských cenných papírů nerezidenty

(v mld. Kč)

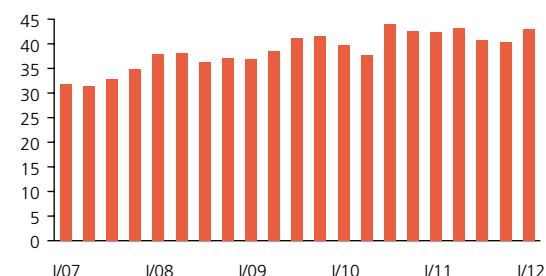


GRAF III.6.8

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se v prvním čtvrtletí 2012 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření zvýšily

(v mld. USD)



III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Na rozdíl od Spojených států, kde pokračovalo ekonomické oživení, růst v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zpomalil, čemuž odpovídají i rozdílná očekávání pro rok 2012: mírný hospodářský pokles v eurozóně při relativně plynulém růstu ve Spojených státech. Inflace spotřebitelských cen se od začátku roku 2012 pohybuje na obou stranách Atlantiku na podobných hodnotách pod úrovní 3 %. Největším nebezpečím pro potenciální zvýšení inflace jsou ceny energií a v eurozóně také změny nepřímých daní, zatímco poptávkové inflační tlaky zůstávají utlumené. ECB v únoru uskutečnila již druhou tříletou refinanční operaci, zatímco Fed s dalším uvolněním měnové politiky prozatím vyčkává. Po oslabení eura ze začátku roku 2012 se kurz USD/EUR vrátil k hodnotě 1,32, okolo které osciloval až do dubna. Cena ropy Brent v únoru 2012 prudce vzrostla zejména vlivem uvalení embarga na dodávky ropy z Iránu.

III.7.1 Eurozóna

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se **HDP eurozóny** mezičtvrtletně snížil o 0,3 % po růstu o 0,1 % v předchozím čtvrtletí. Investice, spotřeba domácností a výdaje vlády se snížily, v opačném směru působilo zvýšení kladného salda čistého vývozu. Stejně faktory ovlivnily zpomalení meziročního tempa hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí z 1,3 % na 0,7 %. Růst HDP za celý rok 2011 dosáhl 1,5 %. V prvním čtvrtletí 2012 dubnový CF očekává zmírnění mezičtvrtletního poklesu na -0,2 %. Průmyslová výroba a maloobchodní obrát však v lednu a únoru meziměsíčně mírně rostly (v průměru o 0,2 %, resp. o 0,5 %) a ukazují spíše na slabý mezičtvrtletní růst. Pro druhé čtvrtletí některé předstihové ukazatele naznačují další pokles HDP. V březnu se PMI (Index nákupních manažerů) v průmyslu i indikátor důvěry v průmyslu v eurozóně snížily. Pro celý letošní rok se v eurozóně prognózy hospodářského růstu dle CF, MMF, EK a ECB vesměs pohybují v mírně negativním pásmu od -0,5 % (MMF) do -0,1 % (ECB). Výhledy pro příští rok očekávají obnovení růstu na úrovni 0,8–1,3 %.

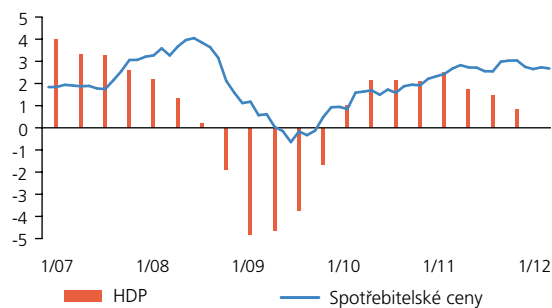
Inflace se v eurozóně v březnu udržela již čtvrtý měsíc na úrovni 2,7 %. Hlavní příčinou přetrvávajícího rychlého cenového růstu jsou vysoká dynamika cen energií a změny nepřímých daní. Podle dubnového CF se bude inflace v průběhu letošního roku postupně snižovat, ale nad 2% hranicí zůstane až do třetího čtvrtletí. Dubnový CF očekává průměrnou inflaci za celý rok 2012 na úrovni 2,3 % (oproti 1,9 %, které udával lednový CF) a její pokles na 1,7 % v příštím roce. Obdobně odhaduje vývoj inflace i ECB, která však předpokládá její snížení pod 2% hladinu až na počátku příštího roku. Růst peněžní zásoby zůstává pomalý (M3 meziročně v únoru o 2,8 %), totéž platí i pro růst úvěrů soukromému sektoru (o 0,7 %) v únoru. Podle ECB by k vyšší inflaci mohlo dojít pouze v případě rychlejšího nárůstu cen energií nebo nepřímých daní. V dubnu Rada guvernérů ECB ponechala základní úrokovou sazbu ECB beze změny na 1% úrovni. Rada očekává ve střednědobém horizontu stabilní inflaci a útlum hospodářské aktivity s převažujícím rizikem hlubšího ekonomického poklesu.

GRAF III.7.1

HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalil, inflace od konce roku 2011 stagnovala

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Na konci února **ECB uskutečnila druhou tříletou refinanční operaci**. Tendru se zúčastnilo více obchodních bank (800 proti 520 v prosinci), které obdržely více likvidity (530 mld. EUR proti 490 mld. EUR) než při první operaci v prosinci. Bilance Euro systému (tedy ECB a centrálních bank eurozóny) tak překročila 3 bil. EUR a za posledních 12 měsíců se více než zdvojnásobila. Zvýšený počet zúčastněných obchodních bank byl také důsledkem zmírnění podmínek na přijímaný kolaterál. To umožnilo účast řady zejména menších a středních bank. Objem čistého navýšení likvidity je však nižší než součet dodané likvidity při dvou uvedených operacích, protože část nových dlouhodobých zdrojů byla použita ke splacení krátkodobých úvěrů od ECB. Čistý přírůstek likvidity se tak odhaduje na zhruba 470 mld. EUR (200 mld. EUR z prosincové operace a 270 mld. EUR z únorové). V souhrnu tyto operace vedly k poklesu krátkodobých tržních sazeb pod hlavní refinanční sazbu ECB.

V polovině března **země eurozóny schválily druhý záchranný úvěr pro Řecko** ve výši 130 mld. EUR, který by této zemi měl zajistit financování jejích potřeb do roku 2014. Podmínkou byla restrukturalizace většiny úvěrů v držení soukromých institucí. Řecku se podařilo restrukturalizovat 96 % svých dluhopisů patřících soukromým institucím a vydaných podle řeckého práva (dobrovolně souhlasilo 86 % soukromých věřitelů). Odhadovaná ztráta věřitelů je 74 %. Řecký státní dluh by měl do roku 2020 klesnout na 117 % HDP. Vlády zemí eurozóny také schválily první splátku z fondu EFSF ve výši 39 mld. EUR. Na pomoci Řecku se bude podílet též MMF, jehož příspěvek bude pravděpodobně 28 mld. EUR. EK však na Řecku požaduje další fiskální úspory v letech 2013 a 2014 v rozsahu 5,5 % HDP.

Na konci března **ministři financí eurozóny (Eurogroup) zvýšili kapacitu** obou evropských **záchranných fondů** (EFSF – Evropský fond finanční stability a ESM – Evropský stabilizační mechanismus) na souhrnnou úroveň 800 mld. EUR. Tato částka bude k dispozici od poloviny letošního roku.

Po poskytnutí druhé tříleté refinanční operace (LTRO) se sice **výnosy španělských státních dluhopisů** výrazně snížily, ale od března se začaly opět postupně zvyšovat a v polovině dubna dosáhly 6 %. Souviselo to pravděpodobně s vysokým rozpočtovým deficitem za rok 2011 i očekávaným deficitem v letošním roce, vynucenými velmi razantními škrty vládních výdajů, oslabenou pozicí španělských bank a dalšími problémy. Výnosy italských vládních dluhopisů se v tomto období také zvyšovaly obdobným způsobem jako španělské, avšak na zhruba o 0,5 procentního bodu nižší úrovni.

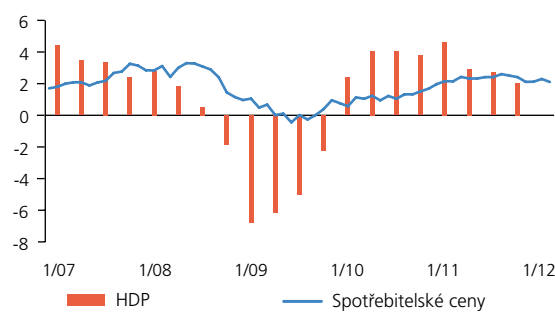
Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 se **německá hospodářská aktivita** mezičtvrtletně snížila o 0,2 % po růstu o 0,6 % ve třetím čtvrtletí, a to v důsledku oslabení všech složek domácí poptávky. Meziročně došlo ve čtvrtém čtvrtletí k dalšímu zpomalení růstu HDP z 2,7 % na 2 %. Také zde hrálo hlavní roli snížení dynamiky domácí poptávky. Pro první čtvrtletí letošního roku dubnový CF očekává mezičtvrtletně stagnaci ekonomické aktivity při dalším zvolnění meziroční ekonomické

GRAF III.7.2

HDP A INFLACE V NĚMECKU

Ekonomický růst zpomaluje, inflace se od konce roku 2011 pohybuje mírně nad 2 %

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



dynamiky na 0,7 %. Za první dva měsíce roku 2012 se snížilo průměrné tempo meziročního růstu průmyslové výroby proti čtvrtému čtvrtletí 2011 z 2,6 % na 0,5 % a maloobchodní obrat přešel z růstu o 1,3 % do 2% poklesu. Také nové průmyslové objednávky se průměrně snížily o 5 %. Naproti tomu nezaměstnanost se v březnu snížila na 7,2 %, což je nejnižší úroveň od sjednocení Německa, a většina předstihových ukazatelů (kromě PMI v průmyslu, který se v posledních dvou měsících dostal pod 50% hranici) v březnu a dubnu vzrostla. Pro celý rok 2012 zvýšil dubnový CF svůj odhad růstu HDP proti lednovému CF na 0,7 %, ale pro příští rok jej snížil na 1,5 %. Pro letošní rok zvýšil zejména odhad růstu investic. Měla by také dále klesat nezaměstnanost.

Inflace se v únoru v Německu snížila o 0,2 procentního bodu na 2,3 %, ale stále zůstává tlačena nárůstem cen energií. Dubnový CF očekává postupné zpomalování inflace v průběhu letošního roku až na 1,8 % (zvýšení proti lednovému CF o 0,2 procentního bodu) a za celý rok by měla v průměru dosáhnout 2 % (stejně zvýšení odhadu proti lednu). V příštím roce by se měla její průměrná hodnota snížit na 1,8 %.

Na **Slovensku** ve čtvrtém čtvrtletí 2011 mezičtvrtletní tempo růstu HDP zrychlilo o 0,1 procentního bodu na 0,9 % a meziroční růst se zvýšil ze 3,2 % na 3,4 %. Slovensko zůstává v eurozóně po Estonsku nejrychleji rostoucí ekonomikou. Pokračovalo meziroční zvyšování zaměstnanosti. V souladu s odhadem hospodářského růstu pro celý letošní rok lze pro první pololetí očekávat značné oslabení tempa růstu ekonomické aktivity. Údaje za leden a únor však ukazují na pokračování silného růstu. Meziměsíční i meziroční přírůstky průmyslové výroby i maloobchodního obratu se v těchto měsících proti čtvrtému čtvrtletí minulého roku výrazně zvýšily. Nezaměstnanost se v lednu a únoru proti prosinci mírně snížila na 14 %. Pro celý letošní rok březnový CF očekává zvolnění meziročního tempa růstu slovenské ekonomiky z 3,3 % na 1 % (zejména by měla zpomalit dynamika fixních investic a průmyslové výroby) a obnovení silnějšího růstu na úrovni 2,6 % v příštím roce. Obdobnou predikci představily také MF SR a EK.

Slovenská meziroční inflace v březnu dále oslabil na 3,9 % díky odeznění vlivu zvýšení nepřímých daní a zpomalení růstu cen energií a potravin. Pro celý letošní rok březnový CF očekává snížení inflace na průměrnou hodnotu 2,8 % z 3,9 % za rok 2011 a udržení této úrovně i v příštím roce.

III.7.2 Spojené státy

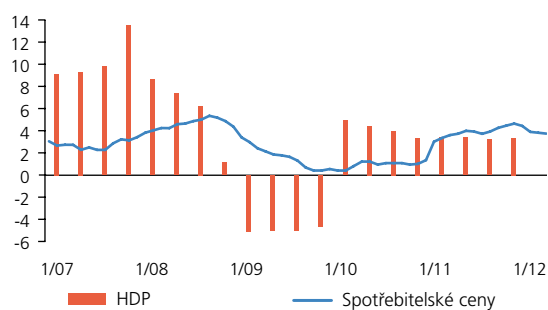
Ekonomický vývoj ve Spojených státech v roce 2011 byl charakteristický zrychlováním mezičtvrtletního **tempa růstu HDP**, které ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dosáhlo anualizované hodnoty 2,9 %. Meziročně HDP ve čtvrtém čtvrtletí vzrostl o 1,6 % a za celý rok 2011 dosáhl ekonomický růst 1,7 % (Graf III.7.4). Investiční aktivita meziročně vzrostla ve čtvrtém čtvrtletí o 7,3 %, což představuje zrychlení oproti předchozímu období. Meziroční růst průmyslové produkce zaznamenal sice

GRAF III.7.3

HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

HDP si ve čtvrtém čtvrtletí 2011 udržel stabilní tempo růstu, inflace od začátku roku 2012 poklesla

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



v březnu 2012 mírné zpomalení na 3,8 %, zatímco od června 2011 se nacházel na vzestupné trajektorii. Tomu odpovídá i zvyšující se využití výrobních kapacit, které dosáhlo v březnu 79 %, což představuje téměř předkrizovou úroveň.

Spotřeba domácností meziročně vzrostla o 1,7 % a v mezičtvrtletním anualizovaném vyjádření dosáhl její růst dokonce 2,1 %. Na růst spotřeby měla pravděpodobně pozitivní vliv uvolněná měnová politika Fedu, která se promítá přes růst akciového trhu (efekt bohatství) a pokles nákladů na financování hypoték. Od konce roku 2011 pokračoval akciový trh v rychlém růstu a návazně rostla také spotřebitelská důvěra. Index spotřebitelského sentimentu (University of Michigan) po svém propadu v létě 2011, kdy se prudce zhoršil výhled ekonomiky, opět vzrostl na hodnoty ze začátku roku 2011. Meziroční růst maloobchodních tržeb od září zpomalil, ale přesto dosáhl v prvním čtvrtletí 2012 relativně vysoké hodnoty 6,4 %. Pozitivní zprávou je také růst indexu trhu nemovitostí, který vyjadřuje poptávku po nových domech a který do dubna 2012 vzrostl na své bezmála čtyřleté maximum. **Míra nezaměstnanosti** pokračovala v postupném poklesu a v březnu 2012 dosáhla 8,2 %. Při klesajícím tempu vývozu i dovozu mírně přispěl k meziročnímu růstu HDP také čistý vývoz. Jedinou složkou, která působila na růst celkového HDP směrem dolů, byla vládní spotřeba, která se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziročně snížila o 2,8 %.

Dubnový CF ponechal odhad růstu americké ekonomiky v roce 2012 na úrovni 2,3 %.

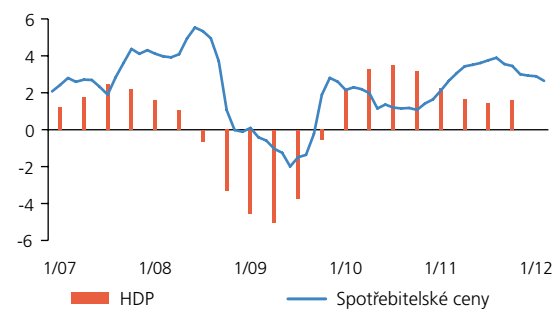
Meziroční tempo růstu **spotřebitelských cen** stejně jako cen průmyslových výrobců začalo od října 2011 zpomalovat a v březnu 2012 dosáhlo 2,6 %, resp. 2,8 %. Naproti tomu inflace bez cen energií a potravin zrychlovala až do ledna 2012 a od té doby stagnuje na 2,3 %. Desetileté výnosy vládních dluhopisů, na které Fed cílí svojí uvolněnou měnovou politikou, se až do března 2012 pohybovaly mírně pod 2 % úrovní. V polovině března sice vzrostly na 2,4 %, ale v průběhu dubna se opět snížily pod 2 % úroveň. V současnosti probíhající operace twist, kterou se Fed snaží zploštit výnosovou křivku a podpořit tak ekonomiku nízkými dlouhodobými úrokovými sazbami, bude probíhat až do června 2012. To je také podle analytiků nejzazší termín pro případné rozhodnutí o již v pořadí třetím kole kvantitativního uvolňování (QE3). Pravděpodobnost jeho zavedení by přitom snižoval pokračující stabilní hospodářský růst na jedné straně nebo hrozící inflační tlaky na straně druhé. Přitom dubnový CF očekává průměrnou inflaci spotřebitelských cen ve Spojených státech v roce 2012 na úrovni 2,3 %, což je o něco více oproti očekávání Fedu.

GRAF III.7.4

HDP A INFLACE V USA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 meziroční růst HDP zrychlil při klesající inflaci

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

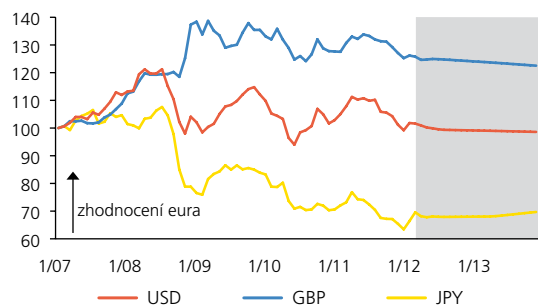


GRAF III.7.5

KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro v prvním čtvrtletí 2012 posílilo výrazněji jen vůči japonskému jenu

(leden 2007 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

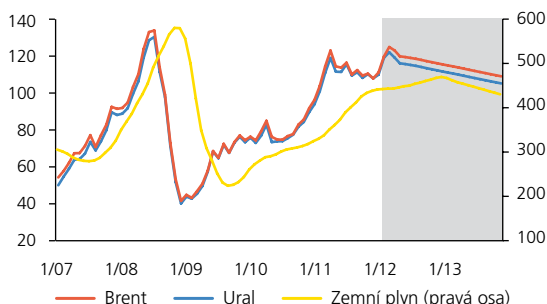


GRAF III.7.6

DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Dle tržních výhledů by cena ropy Brent měla na celém horizontu předpovědi klesat

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

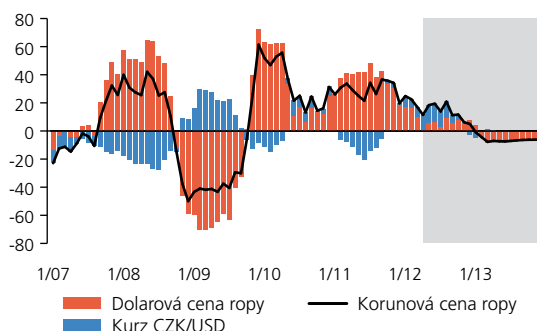


GRAF III.7.7

ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Od čtvrtého čtvrtletí 2011 meziroční dynamika korunové ceny ropy Brent odráží souběžný růst světové ceny a posilování kurzu USD

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



III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám

V prvním čtvrtletí 2012 kurz eura vůči dolaru celkově stagnoval (Graf III.7.5). Na začátku roku sice euro vůči americkému dolaru oslabilo, ale snížení averze k riziku spojené s operacemi ECB vrátilo kurz nad hodnotu 1,3 USD/EUR. Do poloviny dubna se pak kurz pohyboval v pásmu 1,3 až 1,34 USD/EUR. Ke stabilitě kurzu přispělo únorové dodání likvidity ze strany ECB a březnové dosažení dohody o restrukturalizaci dluhu Řecka, které bylo na druhou stranu doprovázeno zprávami o oživení americké ekonomiky. Od února 2012 euro posilovalo vůči japonskému jenu (meziročně o 8 %) v reakci na oznámení japonské centrální banky, že rozšíří nákupy domácích dluhopisů. Vývoj jednotné evropské měny vůči britské libře byl bez výrazného trendu. Náznaky mírného oživení britské ekonomiky vyvažovaly stále vysoká nezaměstnanost a inflace.

V první polovině dubna 2012 euro oslabilo vůči americkému dolaru z 1,33 na 1,30 USD/EUR, když se v souvislosti s dluhovou krizí v eurozóně a situací zejména Španělska opět zvýšila averze k riziku.

Dubnový Consensus Forecasts očekává v horizontu dvou let jen mírné oslabení eura na 1,28 USD/EUR. Podobně by mělo euro oslabit vůči britské libře, zatímco posílení se očekává vůči japonskému jenu.

III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

Cena ropy Brent v prvním čtvrtletí 2012 přerušila mírně klesající trend z konce minulého roku a především v únoru prudce vzrostla (Graf III.7.6). Maxima (126,7 USD/barel) bylo dosaženo na konci února a v průběhu března se cena držela v pásmu 122–126 USD/barel. Za tímto nárůstem stojí na straně poptávky relativní optimismus ohledně budoucího globálního vývoje podpořený politikou ECB. Na straně nabídky převažují obavy o dostatečné dodávky ropy po zavedení sankcí na Írán Spojenými státy a embarga Evropské unie na íránskou ropu a možnost odvety Íránu v podobě uzavření Hormuzského průlivu. Přestože embargo bude efektivní až od července, rafinerie využívající íránskou ropu již importy z Íránu snižují, což podporuje napětí na trhu s ropou. Země OPEC se zavázaly, že nahradí dodávky z Íránu, což vyvolává otázky ohledně budoucí volné kapacity. Další výpadky na straně nabídky jsou způsobeny snížením dodávek z Jemenu, Jižního Súdánu a Sýrie kvůli vnitřním nepokojům a ze Severního moře kvůli technologickým problémům.

V dubnu 2012 došlo ke snížení ceny ropy a prolomení hranice 119 USD/barel. Za snížením stojí podle IEA vyšší dodávky ze Saúdské Arábie a dalších zemí OPEC, zhoršení ekonomického výhledu Číny, napětí kolem situace v eurozóně a možnost uvolnění strategických ropných rezerv v USA, Velké Británii a Francii. I přes tento pokles se **cena ropy v korunovém vyjádření** pohybuje na historickém maximu, což je částečně způsobeno oslabením koruny vůči dolaru (Graf III.7.8).

Tržní výhledy na základě futures kontraktů na ropu Brent se spolu s cenou ropy posunuly výše, ale v horizontu dvou let předpovídají pokles ceny zhruba na 107 USD/barel. Na konci tohoto roku by cena ropy měla klesnout zhruba o 3 USD/barel na 116 USD/barel, a to i přes rostoucí poptávku po ropě predikovanou IEA (89,9 mil. barelů za den v roce 2012). Také v korunovém vyjádření by cena ropy měla klesat (do konce letošního roku o cca 5 %).

Index cen **neenergetických komodit** v prvním čtvrtletí 2012 mírně vzrostl, a přerušil tak klesající trend od začátku minulého roku (Graf III.7.8), nicméně jeho hodnota zůstává hluboko pod maximy z loňského února. Za nárůstem stojí především potravinářské komodity zdražující kvůli obavám ze špatné úrody v Jižní Americe z důvodu sucha v posledních měsících. Také druhá komponenta indexu – ceny průmyslových kovů – v prvních měsících vzrostla vlivem rostoucí poptávky z rozvíjejících se trhů. Ta nicméně v březnu a dubnu zpomalila kvůli zhoršení očekávání globálního vývoje, především v Číně. Předpověď na základě futures kontraktů očekává mírný pokles cen potravinářských komodit a naopak mírný růst průmyslových kovů v horizontu dvou let.

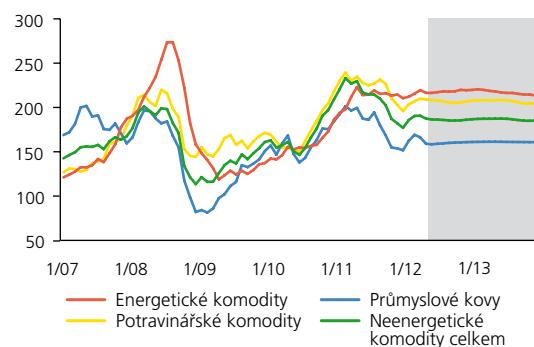
Ceny **energetických surovin** se od loňského dubna drží v úzkém pásmu a v horizontu dvou let se na základě futures kontraktů očekává jejich mírný pokles. Výjimkou je uhlí, jehož cena v dubnu poprvé od září vzrostla a rostoucí tendence se očekává i nadále.

GRAF III.7.8

CENY KOMODIT

Na začátku tohoto roku vzrostly ceny potravinářských komodit a průmyslových kovů, výhled cen všech skupin komodit je zhruba stabilní

(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).

| | | |
|--------------|---|----|
| 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 | Celková inflace – 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 | 12 |
| Graf II.2.6 | Prognóza úrokových sazeb | 13 |
| Graf II.2.7 | Prognóza měnového kurzu | 13 |
| Graf II.2.8 | Náklady spotřebitelského sektoru | 13 |
| 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 | 21 |
| Graf II.3.2 | Změna prognózy čisté inflace | 21 |
| Graf II.3.3 | Změna trajektorie úrokových sazeb | 22 |
| Graf II.3.4 | Rozklad změn prognózy úrokových sazeb | 22 |
| Graf II.3.5 | Změna prognózy kurzu | 22 |
| Graf II.3.6 | Změna prognózy HDP | 23 |
| Graf II.3.7 | Změna prognózy nominálních mezd | 23 |
| Graf II.5.1 | Vnímaná a očekávaná inflace | 26 |
| Graf II.5.2 | Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB | 27 |
| | | |
| Graf III.1.1 | Srovnání prognózy inflace se skutečností | 28 |
| Graf III.1.2 | Inflace | 30 |
| Graf III.1.3 | Vývoj složek inflace | 30 |
| Graf III.1.4 | Struktura inflace | 30 |
| Graf III.1.5 | Ceny potravin | 31 |
| Graf III.1.6 | Korigovaná inflace bez pohonných hmot | 31 |
| Graf III.1.7 | HICP | 32 |
| Graf III.2.1 | Dovozní ceny a ceny výrobců | 34 |

| | | |
|---------------|---|----|
| Graf III.2.2 | Dovozní ceny | 34 |
| Graf III.2.3 | Minerální paliva | 34 |
| Graf III.2.4 | Ceny průmyslových výrobců | 35 |
| Graf III.2.5 | Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin | 35 |
| Graf III.2.6 | Ceny kovů a rafinérských výrobků | 36 |
| Graf III.2.7 | Ceny zemědělských výrobců | 36 |
| Graf III.2.8 | Ostatní cenové okruhy | 37 |
| Graf III.3.1 | Hrubý domácí produkt | 38 |
| Graf III.3.2 | Struktura meziročního růstu HDP | 38 |
| Graf III.3.3 | Výdaje domácností na spotřebu | 38 |
| Graf III.3.4 | Disponibilní důchod | 39 |
| Graf III.3.5 | Míra úspor a indikátor spotřebitelské důvěry | 39 |
| Graf III.3.6 | Tvorba fixního kapitálu | 39 |
| Graf III.3.7 | Investice do obydlí | 40 |
| Graf III.3.8 | Čistá zahraniční poptávka | 40 |
| Graf III.3.9 | Vývoz a dovoz | 31 |
| Graf III.3.10 | Podíly odvětví na růstu HPH | 31 |
| Graf III.3.11 | Průmyslová produkce | 31 |
| Graf III.3.12 | Nové průmyslové zakázky | 32 |
| Graf III.3.13 | Bariéry růstu v průmyslu | 32 |
| Graf III.3.14 | Ekonomický sentiment | 42 |
| Graf III.3.15 | Potenciální produkt | 43 |
| Graf III.3.16 | Mezera výstupu | 43 |
| Graf III.3.17 | Příspěvky k růstu potenciálu | 43 |
| Graf III.4.1 | Indikátory trhu práce | 44 |
| Graf III.4.2 | Zaměstnanost podle odvětví | 44 |
| Graf III.4.3 | Míra nezaměstnanosti | 45 |
| Graf III.4.4 | Beveridgeova křivka | 45 |
| Graf III.4.5 | Vývoj produktivity v NH | 46 |
| Graf III.4.6 | Mzdová náročnost produktu | 46 |
| Graf III.5.1 | Peněžní agregáty | 47 |
| Graf III.5.2 | Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb | 47 |
| Graf III.5.3 | Faktory nabídky peněz | 47 |
| Graf III.5.4 | Struktura vkladů peněžního agregátu M2 | 48 |
| Graf III.5.5 | Úvěry podnikům a domácnostem | 48 |
| Graf III.5.6 | Úvěry a HDP | 48 |
| Graf III.5.7 | Dostupnost úvěrů nefinančních podniků | 49 |
| Graf III.5.8 | Úvěry domácnostem | 49 |
| Graf III.5.9 | Nové úvěry na bydlení | 49 |
| Graf III.5.10 | Struktura počtu nových hypoték | 50 |
| Graf III.5.11 | Základní sazby ČNB | 50 |
| Graf III.5.12 | Tržní úrokové sazby | 50 |
| Graf III.5.13 | Úrokové diferenciály | 51 |
| Graf III.5.14 | Výnosová křivka státních dluhopisů | 51 |
| Graf III.5.15 | Úrokové sazby z úvěrů podnikům | 51 |
| Graf III.5.16 | Úrokové sazby z úvěrů na bydlení | 52 |
| Graf III.5.17 | Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb | 52 |
| Graf III.5.18 | Ex ante reálné sazby | 52 |
| Graf III.5.19 | Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD | 53 |
| Graf III.5.20 | Základní ukazatele hospodaření | 53 |
| Graf III.5.21 | Financování nefinančních podniků | 54 |
| Graf III.5.22 | Domácí a zahraniční podnikové úvěry | 54 |

| | | |
|---------------|---|----|
| Graf III.5.23 | Dluh a čisté úrokové platby | 55 |
| Graf III.5.24 | Financování domácností | 55 |
| Graf III.5.25 | Finanční investice domácností | 56 |
| Graf III.5.26 | Čistá finanční aktiva a míra hrubých úspor domácností | 56 |
| Graf III.5.27 | Realizované a nabídkové ceny bytů | 56 |
| Graf III.5.28 | Počty transakcí na trhu nemovitostí | 57 |
| Graf III.5.29 | Ukazatele udržitelnosti cen bytů | 57 |
| Graf III.5.30 | 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 | 64 |
| 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 | 66 |
| Graf III.7.7 | Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy | 66 |
| Graf III.7.8 | Ceny komodit | 67 |

| | | | |
|------|---------|---|----|
| 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 dodatečných rozpočtových opatření – vládou schválená opatření | 24 |
| Tab. | II.4.2 | Alternativní scénář dodatečných rozpočtových opatření – dopad do domácí ekonomiky | 24 |
| Tab. | II.4.3 | Citlivostní scénář kurzu | 25 |
| Tab. | II.5.1 | Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků | 26 |
| Tab. | II.5.2 | Očekávané ukazatele dle CF | 26 |
| | | | |
| Tab. | III.1.1 | Naplnění prognózy inflace | 28 |
| Tab. | III.1.2 | Naplnění předpokladů o zahraničí | 29 |
| Tab. | III.1.3 | Naplnění prognózy klíčových veličin | 29 |
| Tab. | III.2.1 | Struktura vývoje dovozních cen | 35 |
| Tab. | III.3.1 | Investice podle sektorů | 40 |
| Tab. | III.4.1 | Mzdy, produktivita, NJMN | 45 |
| Tab. | III.5.1 | Ukazatele hospodaření podniků | 54 |
| Tab. | III.5.2 | Finanční indikátory podniků | 55 |

| | | | |
|----------|--|--------------|--|
| CF | Consensus Forecasts | IEA | Mezinárodní agentura pro energii |
| CP | cenné papíry | ILO | International Labour Organization |
| CPI | consumer price index (index spotřebitelských cen) | IOFT | Inflační očekávání finančního trhu |
| CZK, Kč | česká koruna | IRI | Institut regionálních informací |
| ČNB | Česká národní banka | IRS | interest rate swap (úrokový swap) |
| ČR | Česká republika | JPY | japonský jen |
| ČSÚ | Český statistický úřad | LIBOR | londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba |
| ČÚZK | Český úřad zeměměřičský a katastrální | LTRO | Long Term Refinancing Operatins (dlouhodobé refinanční operace) |
| DPH | daň z přidané hodnoty | M1, M2, M3 | peněžní agregát |
| ECB | Evropská centrální banka | MF | Ministerstvo financí |
| EIB | Evropská investiční banka | MMF | Mezinárodní měnový fond |
| EK | Evropská komise | MPSV | Ministerstvo práce a sociálních věcí |
| ERM II | Mechanismus měnových kurzů | NH | národní hospodářství |
| ESA 95 | Evropský systém národních účtů | NHPP | národohospodářská produktivita |
| ESCB | Evropský systém centrálních bank | NJMN | nominální jednotkové mzdové náklady |
| ESM | Evropský stabilizační mechanismus | OPEC | Organizace zemí vyvážejících ropu |
| EFSF | Evropský fond finanční stability | PAYG | pay-as-you-go |
| EU | Evropská unie | PH | pohonné hmoty |
| EUR | euro | PMI | Purchasing Managers Index |
| EURIBOR | úroková sazba evropského mezibankovního trhu | PPI | ceny průmyslových výrobců |
| Fed | centrální banka USA | PRIBOR | mezibankovní zápůjční úroková sazba |
| FRA | forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách) | (1T, 1M, 1R) | (jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční) |
| GBP | britská libra | repo sazba | sazba dohod o zpětném odkupu |
| HDP | hrubý domácí produkt | USA | Spojené státy americké |
| HICP | harmonizovaný cenový index | USD | americký dolar |
| HP filtr | Hodrick-Prescottův filtr | VŠPS | výběrové šetření pracovních sil |
| HPH | hrubá přidaná hodnota | | |

| | | |
|---|-----------|---------------|
| 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 jejich složek v letech 2012 a 2013 | (box) | III/2011 |
| Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení | (box) | III/2011 |
| Dluhová situace Itálie | (box) | III/2011 |
| Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu) | (příloha) | III/2011 |
| Reforma penzijního systému | (box) | IV/2011 |
| Ratingové hodnocení České republiky | (box) | IV/2011 |
| Německo – hlavní obchodní partner ČR | (box) | IV/2011 |
| Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011 | (box) | I/2012 |
| Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů | (box) | I/2012 |
| Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011 | (box) | I/2012 |
| Revize spotřebního koše | (box) | II/2012 |
| Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot | (box) | II/2012 |

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 diskrece: vládou záměrně prováděné změny veřejných příjmů a výdajů, které by se jinak vyvíjely po trajektorii dané ekonomickým vývojem mimo vládní sektor (tj. endogenně).

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 diferencí produktivity mezi obchodovatelným a neobchodovatelným sektorem a jeho cenový efekt, známý jako obdoba Balassova-Samuelsonova efektu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Výkonová bilance: představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

| | roky | | | | | | | | | | | |
|---|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| | 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 | 2787,1 | 2915,1 | 3114,1 | 3339,3 | 3530,3 | 3632,5 | 3467,6 | 3557,0 | 3616,0 | 3615,9 | 3683,6 |
| HDP | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | 3,8 | 4,6 | 6,8 | 7,2 | 5,7 | 2,9 | -4,5 | 2,6 | 1,7 | 0,0 | 1,9 |
| Výdaje na konečnou spotřebu domácností | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | 5,3 | 3,1 | 3,0 | 4,4 | 4,1 | 3,0 | -0,4 | 0,5 | -0,5 | -0,4 | 0,9 |
| Výdaje na konečnou spotřebu vlády | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | 6,0 | -3,3 | 1,6 | -0,6 | 0,4 | 1,2 | 3,8 | 0,6 | -1,4 | -0,4 | -0,3 |
| Tvorba hrubého kapitálu | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | -0,9 | 6,4 | 4,4 | 10,9 | 15,4 | 1,3 | -20,5 | 5,6 | -1,6 | -1,6 | 2,9 |
| Vývoz zboží a služeb | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | 7,6 | 13,2 | 11,8 | 14,2 | 11,2 | 3,6 | -9,7 | 16,0 | 11,0 | 5,0 | 7,0 |
| Dovoz zboží a služeb | % , meziročně, reálné, sez. očištěno | 7,4 | 9,6 | 6,0 | 11,1 | 12,8 | 2,4 | -11,4 | 15,7 | 7,5 | 4,3 | 6,4 |
| Čistý vývoz | mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno | -66,9 | -17,7 | 85,2 | 156,4 | 139,3 | 175,1 | 198,7 | 237,8 | 351,3 | 388,1 | 433,7 |
| <i>Koincidenční ukazatele</i> | | | | | | | | | | | | |
| Průmyslová produkce | % , meziročně, reálné | 1,6 | 10,4 | 3,9 | 8,3 | 10,6 | -1,8 | -13,6 | 10,3 | 6,9 | - | - |
| Stavební produkce | % , meziročně, reálné | 9,3 | 8,8 | 5,2 | 6,0 | 7,1 | 0,0 | -0,9 | -7,1 | -3,5 | - | - |
| Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu | % , meziročně, reálné | 7,2 | 3,8 | 8,1 | 10,8 | 10,0 | 2,7 | -4,7 | 1,3 | 1,9 | - | - |
| 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 | 1,9 | - | - |
| Spotřebitelské ceny | % , meziročně, průměr | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,8 | 6,4 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 3,6 | 1,5 |
| Regulované ceny (17,15 %)* | % , meziročně, průměr | 0,6 | 3,5 | 5,7 | 9,3 | 4,8 | 15,6 | 8,4 | 2,6 | 4,7 | 9,2 | 3,4 |
| Čistá inflace (82,85 %)* | % , meziročně, průměr | 0,0 | 1,8 | 0,7 | 0,4 | 1,7 | 2,4 | -0,9 | 0,0 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |
| 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 | 3,9 | 2,9 | 1,6 |
| 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 | 0,1 | 1,5 |
| Ceny pohonných hmot (3,70 %)* | % , meziročně, průměr | 1,5 | 4,5 | 7,8 | 3,7 | -0,3 | 4,3 | -11,1 | 11,8 | 9,9 | 6,4 | -1,9 |
| Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní) | % , meziročně, průměr | 0,1 | 2,0 | 1,8 | 2,3 | 2,2 | 4,4 | 0,9 | 0,4 | 1,9 | 2,4 | 1,7 |
| Deflátor HDP | % , meziročně, sez. očištěno | 0,9 | 4,0 | -0,3 | 0,5 | 3,3 | 1,9 | 2,0 | -1,7 | -0,7 | 1,4 | 2,7 |
| <i>Díličí cenové ukazatele</i> | | | | | | | | | | | | |
| Ceny průmyslových výrobců | % , meziročně, průměr | -0,3 | 5,6 | 3,1 | 1,4 | 4,1 | 4,5 | -3,1 | 1,2 | 5,6 | 2,9 | 1,8 |
| Ceny zemědělských výrobců | % , meziročně, průměr | -4,5 | 9,6 | -9,8 | 1,3 | 16,4 | 10,8 | -24,3 | 5,6 | 20,0 | -0,3 | 0,9 |
| Ceny stavebních prací | % , meziročně, průměr | 2,2 | 3,7 | 3,0 | 2,9 | 3,9 | 4,5 | 1,3 | -0,2 | -0,5 | - | - |
| Cena ropy Brent | % , meziročně, průměr | 15,5 | 32,7 | 42,3 | 20,0 | 11,1 | 34,5 | -36,7 | 28,7 | 39,5 | 6,8 | -5,4 |
| TRH PRÁCE | | | | | | | | | | | | |
| Průměrná měsíční mzda | % , meziročně, nominální | 5,8 | 6,3 | 5,0 | 6,6 | 7,2 | 7,8 | 3,3 | 1,9 | 2,2 | 2,4 | 3,5 |
| Průměrná měsíční mzda | % , meziročně, reálné | 5,7 | 3,4 | 3,0 | 4,0 | 4,3 | 1,4 | 2,3 | 0,4 | 0,3 | -1,2 | 2,0 |
| Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev | % , meziročně | -2,0 | -0,2 | 2,2 | 1,2 | 1,9 | 1,7 | -2,1 | -2,1 | 0,0 | -1,2 | -0,2 |
| Nominální jednotkové mzdové náklady | % , meziročně | 1,5 | 3,7 | 0,6 | 0,2 | 2,4 | 4,3 | 2,7 | -3,1 | -0,6 | 0,4 | 1,4 |
| Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu | % , meziročně | -1,2 | 1,2 | -7,2 | -7,2 | 2,4 | -3,3 | 0,1 | -7,9 | -1,3 | - | - |
| Souhrnná produktivita práce | % , meziročně | 4,6 | 5,1 | 4,6 | 5,6 | 3,5 | 0,8 | -3,5 | 4,5 | 1,4 | 0,5 | 2,0 |
| Obecná míra nezaměstnanosti (ILO) | % , průměr, věk 15–64 | 7,8 | 8,4 | 8,0 | 7,2 | 5,4 | 4,4 | 6,7 | 7,4 | 6,8 | 6,8 | 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 | 8,9 |
| 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 | -117,5 | -115,9 | -153,2 |
| Deficit veřejných financí / HDP** | % , nominální | -6,7 | -2,8 | -3,2 | -2,4 | -0,7 | -2,2 | -5,8 | -4,8 | -3,1 | -3,0 | -3,8 |
| Veřejný dluh (ESA95) | mld. Kč, běžné ceny | 768,2 | 847,8 | 885,4 | 948,1 | 1023,4 | 1104,3 | 1285,6 | 1436,6 | 1567,8 | 1674,8 | 1828,1 |
| Veřejný dluh / HDP** | % , nominální | 28,6 | 28,9 | 28,4 | 28,3 | 27,9 | 28,7 | 34,4 | 38,1 | 41,2 | 43,3 | 45,2 |
| 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 | 94,0 | 135,0 | 160,0 |
| Obchodní bilance / HDP | % , nominální | -2,6 | -0,5 | 1,6 | 1,8 | 1,3 | 0,7 | 2,3 | 1,4 | 2,5 | 3,5 | 4,0 |
| Bilance služeb | mld. Kč, běžné ceny | 13,2 | 16,6 | 37,9 | 49,0 | 59,2 | 73,9 | 73,9 | 75,3 | 66,3 | 60,0 | 65,0 |
| Běžný účet platební bilance | mld. Kč, běžné ceny | -160,6 | -147,5 | -30,9 | -67,1 | -156,9 | -81,3 | -89,3 | -146,6 | -109,1 | -85,0 | -75,0 |
| Běžný účet platební bilance / HDP | % , nominální | -6,0 | -5,0 | -1,0 | -2,0 | -4,3 | -2,1 | -2,4 | -3,9 | -2,9 | -2,2 | -1,9 |
| <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 | 95,0 | 75,2 | 65,0 | 65,0 |
| <i>Směnné kurzy</i> | | | | | | | | | | | | |
| Kč/USD | průměr | 28,2 | 25,7 | 24,0 | 22,6 | 20,3 | 17,1 | 19,1 | 19,1 | 17,7 | 19,0 | 18,9 |
| Kč/EUR | průměr | 31,8 | 31,9 | 29,8 | 28,3 | 27,8 | 25,0 | 26,5 | 25,3 | 24,6 | 24,7 | 24,3 |
| Kč/EUR | % , meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr | - | 0,0 | -6,3 | -5,1 | -2,2 | -12,5 | 5,4 | -4,5 | -1,9 | -0,8 | -1,1 |
| Kč/EUR | % , meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr | - | -3,1 | -5,5 | -1,3 | -3,9 | -8,8 | 4,3 | -3,1 | -2,3 | 0,1 | -1,5 |
| <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 | 1,7 | 1,8 | 0,2 |
| Dovozní ceny | % , meziročně, průměr | -0,3 | 1,6 | -0,5 | 0,3 | -1,0 | -3,3 | -3,5 | 2,0 | 4,3 | 3,2 | -0,9 |
| PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY | | | | | | | | | | | | |
| M2 | % , meziročně, průměr | 4,1 | 7,7 | 5,3 | 8,9 | 11,2 | 8,4 | 6,3 | 4,0 | 3,4 | 6,8 | 6,9 |
| 2 T repo sazba | % , konec období | 2,00 | 2,50 | 2,00 | 2,50 | 3,50 | 2,25 | 1,00 | 0,75 | 0,75 | - | - |
| 3 M PRIBOR | % , průměr | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 3,1 | 4,0 | 2,2 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 1,0 |

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

| čtvrtletí roku 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. |
| 870,5 | 860,9 | 864,3 | 872,0 | 878,6 | 887,1 | 893,1 | 898,3 | 902,7 | 905,5 | 904,5 | 903,4 | 902,3 | 904,3 | 903,5 | 905,8 | 910,6 | 917,2 | 924,6 | 931,3 |
| -3,7 | -5,8 | -5,5 | -3,1 | 0,9 | 3,0 | 3,3 | 3,0 | 2,7 | 2,1 | 1,3 | 0,6 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,3 | 0,9 | 1,4 | 2,3 | 2,8 |
| 2,2 | -0,4 | -1,8 | -1,4 | 0,3 | 0,4 | 0,7 | 0,7 | -0,4 | -0,3 | -0,6 | -0,7 | -1,3 | -0,7 | 0,1 | 0,3 | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| 4,6 | 3,2 | 4,2 | 3,2 | 1,5 | 1,5 | 0,4 | -1,1 | -0,2 | -1,1 | -2,6 | -1,7 | -1,7 | -0,7 | -0,4 | 1,1 | 0,8 | 0,3 | -0,7 | -1,5 |
| -16,6 | -23,1 | -23,4 | -18,7 | -9,9 | 7,4 | 17,9 | 8,6 | 3,1 | 0,1 | -4,7 | -4,0 | 0,2 | -2,4 | -6,4 | 2,9 | 3,6 | 2,9 | 2,7 | 2,4 |
| -17,5 | -16,4 | -7,1 | 4,0 | 14,8 | 17,3 | 16,7 | 15,3 | 18,4 | 12,9 | 8,4 | 5,0 | 5,0 | 5,4 | 2,9 | 6,7 | 2,0 | 6,0 | 9,2 | 11,0 |
| -17,3 | -17,9 | -9,4 | 0,9 | 10,0 | 17,2 | 20,3 | 15,1 | 16,0 | 9,8 | 3,5 | 1,8 | 4,0 | 4,3 | 0,7 | 8,4 | 3,0 | 5,9 | 7,8 | 8,8 |
| 34,4 | 49,8 | 51,5 | 63,0 | 65,2 | 59,2 | 39,6 | 73,8 | 90,8 | 86,2 | 76,5 | 97,8 | 102,1 | 98,3 | 94,2 | 93,5 | 97,6 | 104,2 | 112,5 | 119,5 |
| -19,0 | -19,0 | -13,2 | -2,1 | 6,9 | 11,5 | 10,7 | 11,8 | 12,3 | 9,0 | 3,7 | 3,1 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -10,8 | 1,2 | 0,3 | 2,0 | -22,7 | -8,3 | -2,8 | -2,1 | 5,9 | -5,2 | -9,0 | -0,8 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -4,3 | -5,1 | -5,4 | -4,0 | -0,2 | 2,1 | 1,6 | 1,5 | 4,8 | 1,2 | 0,5 | 1,2 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 5,0 | 3,7 | 2,1 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 1,1 | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 2,4 | - | - | - | - | - | - | - |
| 2,2 | 1,4 | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 1,1 | 1,9 | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 2,4 | 3,7 | 3,6 | 3,8 | 3,5 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |
| 11,2 | 9,8 | 7,5 | 5,2 | 0,8 | 2,3 | 3,6 | 3,8 | 4,4 | 4,0 | 4,5 | 5,9 | 9,7 | 9,6 | 8,9 | 8,4 | 3,9 | 3,6 | 3,2 | 2,8 |
| -0,6 | -0,6 | -1,5 | -0,7 | -0,5 | -0,3 | 0,3 | 0,4 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,7 | 1,3 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
| 0,0 | 0,4 | -2,0 | -2,2 | -1,4 | -0,2 | 2,3 | 2,8 | 3,2 | 4,1 | 3,6 | 4,5 | 3,4 | 2,9 | 3,0 | 2,4 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 0,9 |
| 0,6 | 0,1 | -0,5 | -0,2 | -1,1 | -1,2 | -1,2 | -1,3 | -0,8 | -0,8 | -0,7 | -0,4 | -0,3 | -0,2 | 0,2 | 0,4 | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 1,9 |
| -20,5 | -15,7 | -11,8 | 3,7 | 18,1 | 13,3 | 7,0 | 8,7 | 10,8 | 9,1 | 9,5 | 10,2 | 8,0 | 7,7 | 6,5 | 3,6 | -0,8 | -3,7 | -1,9 | -1,3 |
| 1,6 | 1,3 | 0,2 | 0,4 | -0,3 | 0,1 | 0,8 | 1,0 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 2,4 | 2,5 | 2,4 | 2,5 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| 3,7 | 2,2 | 0,3 | 1,6 | -2,6 | -1,0 | -0,8 | -2,4 | -1,8 | -1,5 | -0,6 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 2,5 | 3,2 | 2,7 | 2,2 |
| -1,1 | -3,6 | -5,2 | -2,6 | -1,4 | 1,3 | 2,2 | 3,0 | 5,4 | 6,0 | 5,6 | 5,2 | 3,6 | 2,5 | 2,9 | 2,7 | 2,1 | 1,8 | 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 | 5,4 | -1,9 | -3,4 | 0,7 | 3,5 | 1,4 | -0,4 | 1,4 | 1,2 |
| 2,8 | 1,4 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,4 | -0,3 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | - | - | - | - | - | - | - |
| -53,3 | -51,5 | -41,1 | 33,3 | 70,5 | 33,1 | 11,8 | 15,8 | 36,7 | 49,0 | 48,0 | 26,2 | 13,2 | 3,3 | 4,9 | 6,8 | -2,8 | -6,3 | -6,0 | -6,1 |
| 2,2 | 2,5 | 4,1 | 4,6 | 2,6 | 2,7 | 1,9 | 0,6 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | 2,3 | 2,2 | 2,3 | 2,5 | 3,1 | 3,4 | 3,6 | 3,8 |
| 0,1 | 1,1 | 4,0 | 4,2 | 1,9 | 1,5 | 0,0 | -1,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | -0,4 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -0,9 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 2,4 |
| -0,9 | -1,8 | -2,8 | -2,9 | -3,2 | -2,6 | -1,3 | -1,5 | -0,1 | 0,5 | 0,2 | -0,5 | -0,9 | -1,5 | -1,5 | -0,8 | -0,6 | -0,3 | 0,0 | 0,2 |
| 2,1 | 3,0 | 4,1 | 1,6 | -3,4 | -3,9 | -1,7 | -3,4 | -1,5 | 0,2 | -0,8 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 1,2 | 1,2 |
| -2,7 | 1,8 | 4,1 | -2,8 | -11,0 | -10,4 | -5,4 | -5,2 | -2,0 | -0,1 | -1,6 | -1,4 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| -4,3 | -5,1 | -4,3 | -0,3 | 4,4 | 5,7 | 3,7 | 4,1 | 2,7 | 1,8 | 1,1 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,7 | 1,3 | 1,6 | 2,3 | 2,7 | 2,7 |
| 5,8 | 6,4 | 7,4 | 7,3 | 8,2 | 7,2 | 7,1 | 7,0 | 7,3 | 6,8 | 6,6 | 6,5 | 6,8 | 6,6 | 6,8 | 6,8 | 7,1 | 6,8 | 6,8 | 6,7 |
| 7,5 | 8,1 | 8,7 | 9,0 | 10,1 | 9,1 | 8,8 | 9,1 | 9,8 | 8,7 | 8,4 | 8,5 | 9,4 | 8,6 | 8,6 | 8,8 | 9,7 | 8,8 | 8,6 | 8,6 |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 21,6 | 27,9 | 19,6 | 18,3 | 31,0 | 22,9 | -4,5 | 4,4 | 33,7 | 29,3 | 7,9 | 23,2 | 58,0 | 36,0 | 21,0 | 20,0 | 56,0 | 43,0 | 32,0 | 29,0 |
| 2,4 | 3,0 | 2,1 | 1,9 | 3,6 | 2,4 | -0,5 | 0,4 | 3,8 | 3,0 | 0,8 | 2,3 | 6,5 | 3,7 | 2,1 | 2,0 | 6,0 | 4,2 | 3,1 | 2,7 |
| 18,1 | 17,7 | 18,8 | 19,3 | 18,3 | 24,8 | 15,3 | 16,9 | 14,2 | 20,3 | 18,8 | 13,0 | 12,0 | 19,0 | 17,0 | 12,0 | 13,0 | 19,0 | 19,0 | 14,0 |
| 9,1 | -48,7 | -34,8 | -14,8 | 22,3 | -28,1 | -106,4 | -34,5 | 22,7 | -56,8 | -57,6 | -17,4 | 42,0 | -51,0 | -55,0 | -21,0 | 39,0 | -52,0 | -50,0 | -12,0 |
| 1,0 | -5,2 | -3,7 | -1,5 | 2,6 | -2,9 | -11,1 | -3,5 | 2,6 | -5,9 | -6,0 | -1,7 | 4,7 | -5,2 | -5,6 | -2,1 | 4,2 | -5,1 | -4,9 | -1,1 |
| 16,5 | 9,0 | -17,1 | 29,3 | 13,9 | 30,2 | 37,6 | 13,3 | 13,1 | 34,5 | -4,3 | 32,0 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 21,2 | 19,6 | 17,9 | 17,5 | 18,7 | 20,1 | 19,3 | 18,2 | 17,8 | 16,9 | 17,3 | 18,8 | 19,1 | 18,9 | 19,0 | 18,9 | 18,9 | 18,9 | 18,9 | 18,9 |
| 27,6 | 26,7 | 25,6 | 25,9 | 25,6 | 24,9 | 24,8 | 24,4 | 24,3 | 24,4 | 25,3 | 25,1 | 24,7 | 24,6 | 24,5 | 24,4 | 24,3 | 24,3 | 24,3 | 24,3 |
| 7,4 | 6,7 | 6,1 | 2,1 | -6,1 | -4,0 | -3,1 | -4,7 | -5,2 | -4,1 | -1,0 | 2,6 | 2,0 | 0,4 | -0,8 | -4,7 | -2,7 | -1,1 | -0,5 | 0,0 |
| 8,5 | 6,1 | 3,4 | -0,6 | -6,1 | -3,3 | -1,1 | -2,8 | -4,9 | -4,6 | -1,8 | 2,0 | 2,6 | 1,5 | 0,1 | -3,8 | -3,2 | -1,7 | -0,8 | -0,2 |
| 5,2 | 1,3 | -2,2 | -3,5 | -6,6 | -0,3 | 2,2 | 1,0 | 0,8 | -0,1 | 1,6 | 4,6 | 4,1 | 2,2 | 1,8 | -0,9 | -1,0 | 0,2 | 0,6 | 0,9 |
| 1,6 | -2,9 | -7,0 | -5,7 | -4,5 | 2,5 | 5,8 | 4,7 | 4,7 | 2,4 | 3,4 | 6,5 | 5,6 | 4,0 | 3,2 | -0,1 | -1,5 | -0,8 | -0,6 | -0,5 |
| 8,8 | 7,5 | 4,6 | 4,1 | 2,8 | 4,8 | 4,7 | 3,8 | 3,0 | 2,0 | 3,6 | 4,9 | 6,8 | 6,5 | 6,7 | 7,0 | 6,6 | 7,7 | 7,1 | 6,4 |
| 1,75 | 1,50 | 1,25 | 1,00 | 1,00 | 0,75 | 0,75 | 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 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,3 |

Vydává:

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

Kontakt:

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

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)

ISSN 1804-2457 (Online)

