



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Zpráva o inflaci / I, 2013**

Česká národní banka  
2013

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-152785>

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

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

Datum stažení: 09.06.2024

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

ZPRÁVA O INFLACI / I

2013



# ZPRÁVA O INFLACI / I

---



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 14. února 2013 a obsahuje informace dostupné k 25. lednu 2013. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.



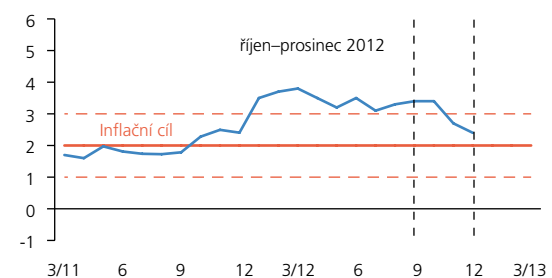
<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>3</b>
<b>OBSAH</b>	<b>5</b>
<b>I SHRnutí</b>	<b>6</b>
<b>II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>8</b>
<b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>	<b>8</b>
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>10</b>
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>20</b>
BOX Revize čtvrtletních národních účtů	21
<b>II.4 Alternativy a citlivostní analýzy</b>	<b>23</b>
II.4.1 Citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností	23
II.4.2 Citlivostní scénář dlouhodobějšího odkladu spotřeby	23
II.4.3 Citlivostní scénář kurzu	24
<b>II.5 Prognózy ostatních subjektů</b>	<b>25</b>
<b>III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>27</b>
<b>III.1 Inlace</b>	<b>27</b>
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	27
III.1.2 Současný vývoj inflace	29
<b>III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců</b>	<b>31</b>
III.2.1 Dovozní ceny	31
III.2.2 Ceny výrobců	32
<b>III.3 Poptávka a nabídka</b>	<b>35</b>
III.3.1 Domácí poptávka	35
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	38
III.3.3 Nabídka	38
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	40
<b>III.4 Trh práce</b>	<b>42</b>
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	42
III.4.2 Mzdy a produktivita	43
<b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>45</b>
III.5.1 Peníze	45
III.5.2 Úvěry	46
III.5.3 Úrokové sazby	47
III.5.4 Měnový kurz	51
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	51
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	52
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	53
<b>III.6 Platební bilance</b>	<b>55</b>
III.6.1 Běžný účet	55
III.6.2 Kapitálový účet	56
III.6.3 Finanční účet	56
<b>III.7 Vnější prostředí</b>	<b>58</b>
III.7.1 Eurozóna	58
III.7.2 Spojené státy	60
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	61
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	62
<b>SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>64</b>
<b>SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU</b>	<b>67</b>
<b>POUŽITÉ ZKRATKY</b>	<b>68</b>
<b>SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI</b>	<b>69</b>
<b>GLOSÁŘ POJMŮ</b>	<b>70</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>74</b>



GRAF I.1

## PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

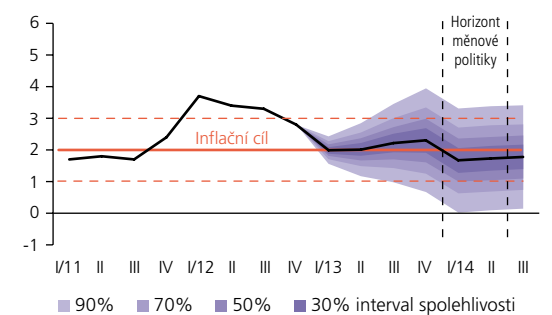
**Celková inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012 klesla do horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

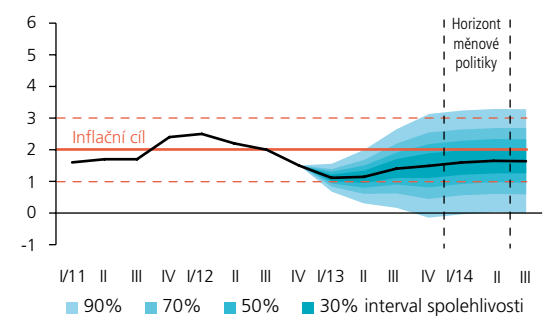
**Celková inflace se v letošním roce navzdory daňovým změnám bude pohybovat v blízkosti cíle ČNB, na začátku příštího roku klesne pod cíl**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

**Měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu, tj. i na horizontu měnové politiky, nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle**  
(meziroční změny v %)



## I. SHRUTÍ

Meziroční pokles české ekonomiky se ve třetím čtvrtletí 2012 dále prohloubil, přičemž záporný příspěvek k jejímu vývoji měly investice a spotřeba domácností. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí pohybovala v horní polovině tolerančního pásma, měnověpolitická inflace pod cílem ČNB. Zdrojem inflace jsou daňové změny, růst cen potravin a postupně se zmiřující růst dovozních cen. Vývoj domácí ekonomiky má naopak na cenový růst tlumící vliv. Reálná ekonomická aktivita se v letošním roce celkově mírně snížila v důsledku utlumené domácí poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. Ve druhé polovině roku však bude docházet k postupnému ožívání díky lepšímu se vývoji zahraniční poptávky. V příštím roce bude zrychlování růstu pokračovat a za celý rok HDP vzroste přibližně o 2 %. Celková inflace se i přes významné dopady daňových změn bude v letošním roce pohybovat poblíž 2% cíle ČNB, po jejich odeznění klesne mírně pod cíl. Měnověpolitická inflace se až do konce roku 2014 bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Kurz koruny vůči euru bude na horizontu prognózy velmi pozvolna posilovat z úrovně 25,5 CZK/EUR předpokládané pro první čtvrtletí 2013. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014.

**Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2012** meziročně klesla o 1,3 %, zejména vlivem snížení investic do zásob a spotřeby domácností. Čistý vývoz naopak přispíval k dynamice ekonomické aktivity kladně. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 prognóza předpokládá meziroční pokles HDP v podobném rozsahu.

**Celková inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012** klesla do horní poloviny tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se pohybovala pod cílem. Zdrojem inflace jsou daňové změny, růst cen potravin a postupně se zmiřující růst dovozních cen. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot nadále odráží protiinflační působení domácí ekonomiky.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně**<sup>1</sup> se ve třetím čtvrtletí 2012 snížilo na 0,4 %, jeho dynamika bude klesat až do začátku letošního roku. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl růst v efektivním vyjádření dosáhnout 0,6 %, avšak eurozóna jako celek – stejně jako v minulém roce – zaznamená mírnou recesi. Tržní výhled nízkých zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB při jen postupném ožívání ekonomické aktivity v eurozóně. To se odráží i ve výhledu pozvolna oslabujícího kurzu eura vůči dolaru. U cen ropy se předpokládá mírně klesající trajektorie.

1 Efektivní ukazatele eurozóny aproximují její vliv na českou ekonomiku, podrobněji viz Glosář pojmů.

**Dle prognózy se celková inflace** bude v letošním roce i přes zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod nacházet v blízkosti 2% cíle. Po odeznění vlivu této daňové změny na počátku roku 2014 se inflace sníží mírně pod cíl (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude až do konce roku 2014, tedy včetně horizontu měnové politiky, pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma cíle ČNB (Graf I.3). Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru zůstanou v nejbližších čtvrtletích mírné. Působení domácí ekonomiky zůstane lehce protiinflační až do poloviny roku 2014. Proinflační působení dovozních cen slábne, bude však přetrvávat na celém horizontu prognózy v návaznosti na stabilní růst cen zahraničních výrobců při jen pozvolném posilování měnového kurzu z aktuálně oslabené hodnoty. Prognóza předpokládá plně promítnutí uvedených daňových změn do cen, naopak druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do mírně kladných hodnot ve druhé polovině letošního roku a dále se bude plynule zvyšovat. Růst regulovaných cen a cen potravin naopak zpomalí, ceny pohonných hmot budou přechodně klesat.

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních **úrokových sazeb** a jejich následný růst až od poloviny roku 2014 (Graf I.4). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především utlumený vývoj domácí ekonomiky vlivem jen pozvolného ožívování zahraniční poptávky a restriktivní domácí fiskální politiky, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto faktory kompenzovány aktuálním oslabením kurzu a růstem regulovaných cen. Prognóza očekává, že **kurz koruny** vůči euru bude velmi pozvolna posilovat ze stávající úrovně kolem 25,5 CZK/EUR (Graf I.5). Vliv nízkého výhledu zahraničních úrokových sazeb a klesajícího schodku běžného účtu na kurz bude přítom do značné míry vyvažován utlumenou zahraniční poptávkou.

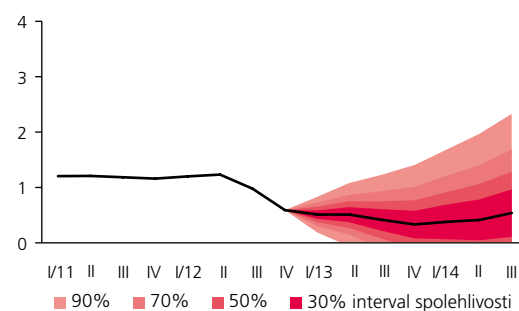
Celkově slabá domácí poptávka v podmínkách pokračující fiskální konsolidace při jen pozvolna oživující zahraniční poptávce vyústí v letošním roce v pokles **české ekonomiky** o 0,3 % (Graf I.6). Jedinou složkou s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity bude i nadále čistý vývoz, ostatní složky poptávky ji budou brzdit. Ve druhé polovině roku 2013 však bude docházet k postupnému oživování. V příštím roce do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let a ekonomika vzroste o cca 2 %. Uvedený vývoj ekonomiky se na **trhu práce** projeví mírným poklesem celkové zaměstnanosti a nárůstem míry nezaměstnanosti. Nízký růst mezd v podnikatelské sféře bude v letošním roce odrážet útlum české ekonomiky, mírně zrychlí až v roce 2014 s výraznějším oživením ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře porostou vlivem fiskální konsolidace pomalým tempem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 6. února 2013 bankovní rada jednomyslně rozhodla **ponechat základní úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná; nejistota panuje okolo rozsahu a dopadů fiskální konsolidace a okolo chování domácností v oblasti spotřeby a úspor.

GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

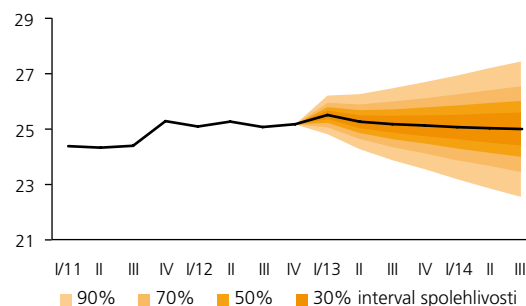
S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014  
(3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

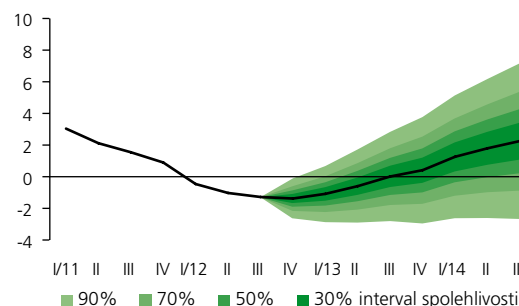
Nominální měnový kurz bude velmi pozvolna posilovat z úrovně 25,5 CZK/EUR předpokládané pro první čtvrtletí 2013  
(CZK/EUR)



GRAF I.6

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

HDP v letošním roce celkově klesne, postupně však bude docházet k oživování  
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

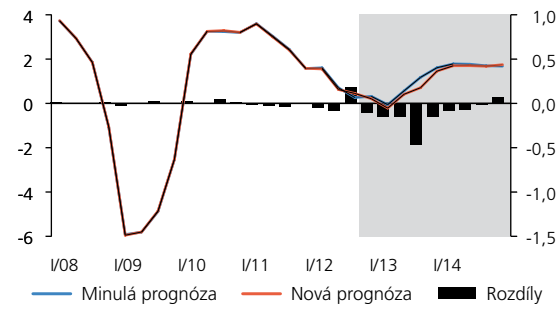


GRAF II.1.1

## EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

V nejbližším období se očekává další zpomalení ekonomického růstu v eurozóně, jeho postupné oživení se předpokládá od druhého čtvrtletí 2013

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



## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

## II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

Počátkem letošního roku se předpokládá další zpomalení ekonomického růstu v efektivní eurozóně, poté by mělo nastat pozvolné oživení. Odezdnívání vlivu vyšších cen komodit a utlumená ekonomická aktivita se projeví ve zpomalení růstu cen výrobců i spotřebitelských cen. Přetrvávající nízký výhled trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB a utlumenou ekonomickou aktivitu v eurozóně. Výhled kurzu USD/EUR v následujících dvou letech předpokládá pozvolné oslabování evropské měny na hodnoty okolo 1,25 USD/EUR. Na celém horizontu prognózy se očekává mírně klesající trend ceny ropy Brent.

Výhled **efektivního ukazatele HDP eurozóny** pro letošní rok předpokládá meziroční růst na úrovni 0,6 % (eurozóna jako celek v letošním roce zaznamená pokračující recesi), což je o 0,1 procentního bodu méně než v roce 2012 (Graf II.1.1).<sup>2</sup> Proces fiskální konsolidace ve většině členských zemí eurozóny, zesílený v minulém roce, tak bude nadále působit na utlumení ekonomické aktivity. Nejnížší, lehce záporné meziroční hodnoty by zahraniční poptávka měla dosáhnout v prvním čtvrtletí letošního roku. Opětovný růst ekonomické aktivity se očekává od druhého čtvrtletí 2013, přičemž výraznější oživení z celoročního pohledu nastane až v roce 2014, kdy prognóza předpokládá růst ekonomické aktivity v efektivním vyjádření tempem 1,7 %. Ve srovnání s minulou prognózou se tak jedná o mírný posun směrem k nižšímu růstu téměř v celém horizontu. Navíc přetrvávají nejistoty ohledně vývoje globální ekonomiky, a to navzdory zklidnění situace na finančních trzích v poslední době.

Výhled **efektivního ukazatele cen výrobců v eurozóně** odráží odezdnění vlivu vysokých cen komodit a utlumenou průmyslovou produkci (Graf II.1.2). Ve srovnání s minulým rokem tak v roce 2013 leží o 0,7 procentního bodu níže, tj. v průměru na 1,8 %. Opětovné lehké zrychlení růstu výrobních cen na 2,2 % se očekává spolu s nástupem silnějšího ekonomického oživení až v roce 2014.

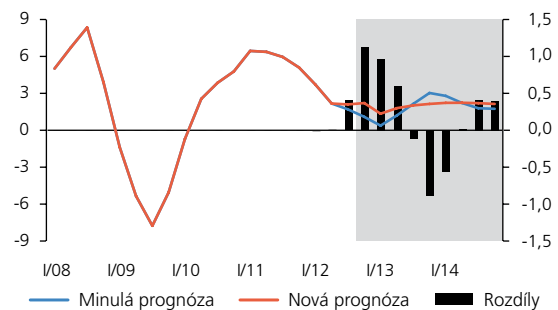
Utlumená ekonomická aktivita by měla brzdit růst **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3). K jeho zpomalení bude dále přispívat nižší výhled cen potravin, pohonných hmot a dalších energií. Směrem k vyšší inflaci bude naopak působit především růst nepřímých daní, nákladů na bydlení a také slabší kurz eura. Ve srovnání s rokem 2012 se v letošním a příštím roce očekává zpomalení inflace spotřebitelských cen ze 2,6 % v průměru na 2,1 %.

GRAF II.1.2

## EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

Ceny výrobců porostou mírným a stabilním tempem

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

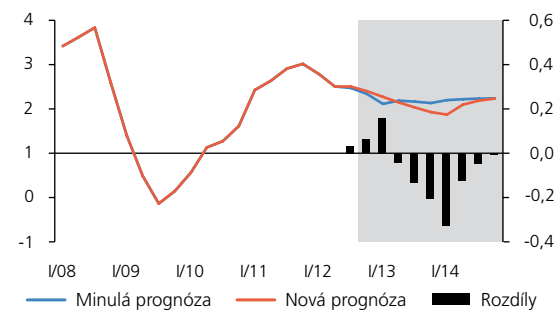


GRAF II.1.3

## EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

Efektivní inflace by se v letošním a příštím roce měla pohybovat okolo 2% hladiny

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



2 Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z lednového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů ke 14. lednu 2013. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

Tržní výhled zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** pro letošní i příští rok nadále zůstává na velmi nízkých hodnotách, zejména vlivem utlumeného ekonomického růstu a očekávání pokračování uvolněné měnové politiky ECB (Graf II.1.4). Oproti roku 2012 se tak v letošním roce očekává nižší průměrná úroveň sazby 3M EURIBOR o 0,3 procentního bodu na hodnotě 0,3 %. Aktuální hodnotu 0,2 % přitom považují analytici oslovení v rámci lednového CF za dno současného cyklu. V horizontu 3 měsíců předpokládají sazbu 3M EURIBOR na stejné úrovni, poté je již očekáván její mírný nárůst, který by měl pokračovat i v roce 2014, kdy by sazba 3M EURIBOR měla v průměru dosáhnout 0,5 %. Ve srovnání s minulou prognózou leží tržní výhled úrokových sazeb na celém horizontu o cca 0,1 procentního bodu výše. Jedná se o odraz změny komunikace ECB po posledním měnovém zasedání z 10. ledna, dřívějšího splácení úvěrů z programu LTRO bankami a rostoucích objemů obchodů na mezibankovním trhu.

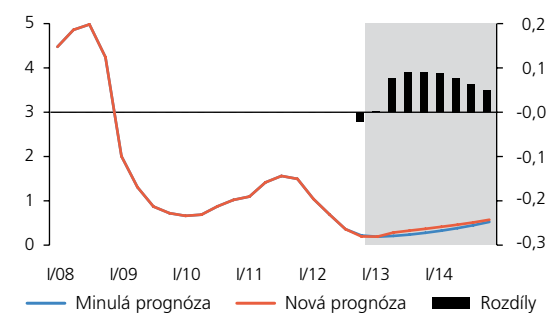
Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** nadále předpokládá pozvolné oslabování evropské měny odrážející odlišné makroekonomické prostředí v USA a eurozóně. Aktuální data z americké ekonomiky naznačují mírné oživení, zatímco eurozóna jako celek se nachází v recesi. To ve srovnání s rokem 2012 vede ve výhledu na letošní rok k přibližně 2% oslabení kurzu eura vůči dolaru na hodnoty kolem 1,26 USD/EUR (Graf II.1.5). Pozvolné oslabování kurzu eura by mělo pokračovat i v roce 2014, a to v průměru na 1,24 USD/EUR.

Trajektorie **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů je pro letošní a příští rok nadále klesající (Graf II.1.6). V roce 2013 by tak proti minulému roku měla cena ropy Brent klesnout v průměru o 3 USD na 109 USD/barel. To odpovídá rovněž očekáváním analytiků oslovených v rámci lednového CF, kteří předpokládají průměrnou cenu ropy Brent v horizontu 12 měsíců na úrovni 110 USD/barel. V roce 2014 by pak průměrná cena ropy Brent měla dále klesnout na 103 USD/barel. Ve srovnání s minulou prognózou se celý výhled posunul cca o 2 % výše zejména vlivem příznivějších dat z americké ekonomiky a také oddálení „fiskálního útesu“ v USA, jehož důsledkem byl pokles averze k riziku na finančních trzích a nárůst poptávky po rizikových aktivech včetně komodit.

GRAF II.1.4

**3M EURIBOR**

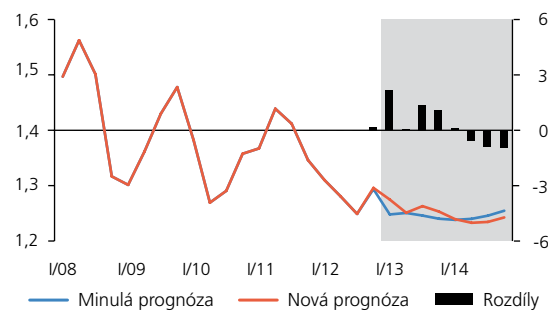
**Uvolněná měnová politika ECB a utlumená ekonomická aktivita se nadále promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb**  
(v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.5

**KURZ EURA K DOLARU**

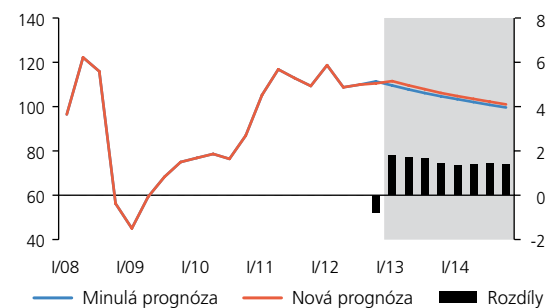
**Kurz eura vůči americkému dolaru by měl zvolna oslabovat**  
(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



GRAF II.1.6

**CENA ROPY BRENT**

**Tržní výhled ceny ropy má mírně klesající trend**  
(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



## II.2 PROGNOZA

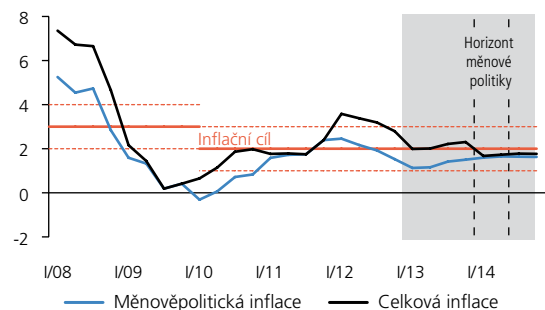
Zdrojem inflace jsou aktuálně daňové změny, růst cen potravin a postupně se zmiřující růst dovozních cen. Korigovaná inflace bez cen pohonných hmot zůstává záporná a odráží protiinflační působení domácí ekonomiky. V letošním roce se i přes významné dopady daňových změn bude celková inflace pohybovat poblíž 2% cíle ČNB, měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu včetně horizontu měnové politiky nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Příspěvek dovozních cen bude nadále mírně proinflační, a to při stabilním růstu zahraničních cen výrobců a jen pozvolném posilování kurzu koruny z aktuální oslabené úrovně. Současné mírně protiinflační působení nákladových tlaků z domácí ekonomiky bude přetrvávat až do poloviny roku 2014, neboť jen velmi pozvolna zrychlující růst mezd bude podložen obnoveným růstem produktivity a ekonomická aktivita zůstane v nejbližších čtvrtletích utlumená. V letošním roce HDP klesne o 0,3 %, když budou protisměrně působit restriktivní dopady rozpočtových konsolidačních opatření a jen postupné ožívování zahraniční poptávky. V roce 2014 do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let a ekonomika vzroste přibližně o 2 %. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014.

GRAF II.2.1

## CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková inflace se bude pohybovat poblíž 2% úrovně, měnověpolitická inflace se bude nacházet v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle

(meziroční změny v %)



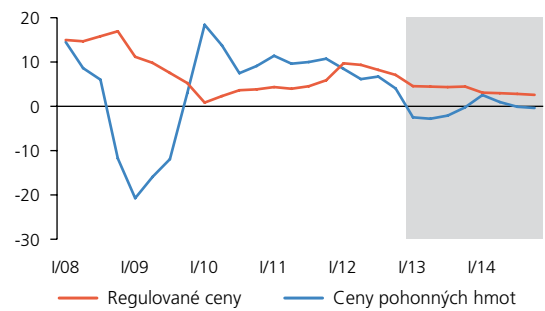
Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dosáhla v průměru 2,8 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období 1,5 %. Celková inflace se v letošním roce bude nacházet v blízkosti 2% úrovně. Na začátku příštího roku – po odeznění primárního vlivu zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod – celková inflace klesne mírně pod cíl ČNB (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se bude počátkem roku 2013 nacházet jen lehce nad spodní hranicí tolerančního pásma cíle, odkud se bude pozvolna zvyšovat v souvislosti se slábnutím protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky při nepatrně se zvyšujícím příspěvku dovozních cen.

GRAF II.2.2

## REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen zpomalí, ceny pohonných hmot budou v letošním roce klesat

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



Meziroční růst **regulovaných cen** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pokračoval v postupném zpomalování, když v průměru dosáhl 7,1 %. V nejbližším období se dynamika regulovaných cen dále ztlačí, což bude dáno zejména snížením vlivu změn DPH a zmírněním dynamiky deregulovaného nájemného<sup>3</sup> (Graf II.2.2). Na růstu regulovaných cen se bude v roce 2013 nejvýznamněji podílet očekávané zvýšení cen tepla v souvislosti se zavedením prodeje emisních povolenek pro teplárny. Výrazný bude rovněž vliv cen elektřiny, v nichž převáží skokový nárůst příspěvku spotřebitelů na obnovitelné zdroje nad poklesem ceny silové elektřiny. Zřetelně poroste i deregulované nájemné, vodné a stočné a ceny plynu v návaznosti na zvýšení poplatků za distribuci

<sup>3</sup> Od počátku roku 2013 proběhla poslední etapa deregulace regulovaného nájemného, což bude reflektovat i nové váhové schéma spotřebního koše ČSÚ pro rok 2013, kde již regulované ceny nebudou obsahovat žádnou položku nájemního bydlení. Stávající prognóza je však zpracována ještě na váhovém schématu spotřebního koše z roku 2012, neboť nové váhové schéma bude publikováno až po jejím zveřejnění.

při současném poklesu cen na světových trzích. K růstu regulovaných cen přispěje také vliv zvýšení obou sazeb DPH, jeho příspěvek se však oproti minulému roku sníží. Celkově se meziroční dynamika regulovaných cen v roce 2013 bude nacházet mírně nad 4 % (Tab. II.2.1). V roce 2014 jejich růst klesne pod 3 % v důsledku odeznění jednorázového vlivu zvýšení DPH a očekávaného poklesu cen zemního plynu pro domácnosti.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziroční inflaci během čtvrtého čtvrtletí 2012 dosáhl v průměru cca 1,3 procentního bodu. Prognóza zahrnuje zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož primární dopad do celkové inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně dojde také k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do růstu spotřebitelských cen cca 0,1 procentního bodu. Stejná úprava spotřební daně z cigaret je očekávána rovněž v lednu 2014. Prognóza předpokládá plně promítnutí výše uvedených změn do příslušných cen, druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nadále jako nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 snížila na 0,6 % (Graf II.2.3). Za tímto vývojem stálo snížení inflace ve všech složkách tržních cen. V nejbližším období prognóza očekává již jen nepatrný pokles čisté inflace, když slabý nárůst dynamiky cen potravin bude mírně převážen přechodem cen pohonných hmot do meziročního poklesu. Očekávaný překmit korigované inflace bez pohonných hmot do kladných hodnot ve druhé polovině letošního roku a její další pozvolný růst následně přispěje k postupnému zvýšení čisté inflace k hodnotám okolo 1 %; vlivy vývoje cen pohonných hmot a potravin se přitom budou kompenzovat. Na začátku roku 2014 pak v podmínkách mírného poklesu cen zemědělských výrobců zvolní růst cen potravin, vyšší korigovaná inflace bez pohonných hmot a zastavení poklesu cen pohonných hmot však vyústí v další nárůst čisté inflace zhruba na 1,3 %. Na této úrovni pak čistá inflace setrvá i ve zbývajících částech roku 2014.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 posunula ještě více do záporných hodnot (Graf II.2.3), když při pokračující slabé domácí poptávce zpomaloval růst dovozních cen. Prognóza očekává v první polovině roku 2013 jen pomalé zmírňování záporné korigované inflace bez pohonných hmot, k jejímu přechodu do kladných hodnot dojde ve druhém pololetí. Bude k tomu přispívat pokračující růst dovozních cen, odrážející mírný růst cen v zahraničí při jen velmi pozvolna posilujícím kurzu koruny vůči euru z aktuální oslabené úrovně, a rovněž zmírnění protiinflačního působení domácí ekonomiky. Korigovaná inflace bez pohonných hmot se tak zvýší na hodnoty kolem 0,6 % v závěru letošního roku. Při postupném ožívování domácí poptávky v průběhu roku 2014 pak korigovaná inflace bez pohonných hmot dále vzroste na 1,3 %.

TAB. II.2.1

## PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLVŮ

**Za růstem regulovaných cen bude stát zejména zvýšení cen tepla a elektřiny, mimo jiné i vlivem zvýšení DPH**

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

	2012		2013		2014	
	skutečnost		progn.		progn.	
Regulované ceny <sup>a)</sup>	6,2	1,16	4,3	0,81	2,6	0,48
z toho (hlavní změny):						
Regulované nájemné <sup>b)</sup>	11,6	0,14	4,0	0,05	3,5	0,04
Ceny elektřiny	4,2	0,18	4,1	0,18	3,0	0,13
Ceny zemního plynu	4,3	0,12	3,7	0,10	-1,1	-0,03
Ceny tepla	8,4	0,17	10,0	0,21	5,0	0,10
Regulované ceny ve zdravotnictví	8,3	0,15	2,6	0,05	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		0,99		0,69		0,14

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

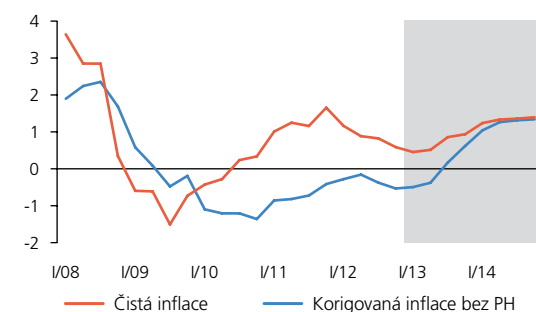
b) od roku 2013 deregulované nájemné, tato položka již nebude součástí regulovaných cen

GRAF II.2.3

## ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

**Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot ve druhé polovině roku 2013**

(meziroční změny v %)

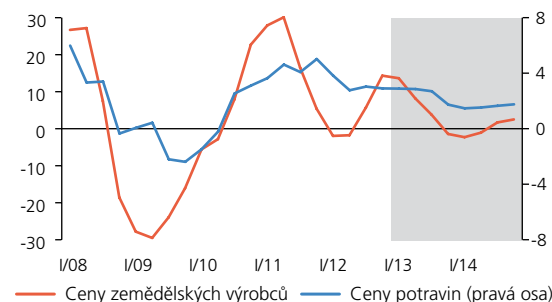


GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

**Růst cen potravin na přelomu let 2013 a 2014 zpomalí v návaznosti na pokles cen zemědělských výrobců**

(meziroční změny v %)

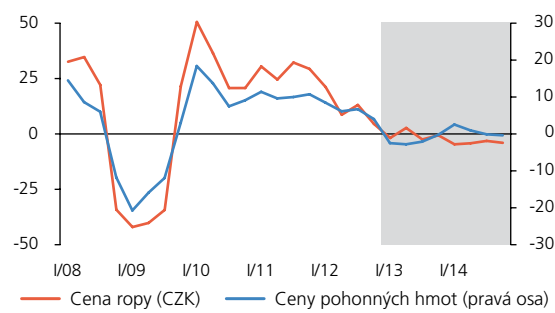




GRAF II.2.5

## CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Mírně klesající výhled ceny ropy vyústí v pokles cen pohonných hmot  
(meziroční změny v %)



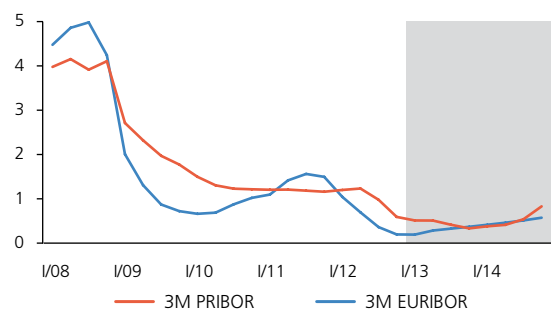
Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) ve čtvrtém čtvrtletí 2012 lehce zpomalil na 2,7 %. V nejbližším období meziroční dynamika cen potravin opětovně zrychlí, a to zejména vlivem rostoucích cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin, zatímco opačným směrem bude působit dlouhodobě utlumená domácí poptávka. Ke zřetelnému zvolnění meziročního růstu cen potravin dojde až na přelomu let 2013 a 2014, kdy ceny zemědělských výrobců i dovozní ceny potravin přejdou do meziročního poklesu (Graf II.2.4).

Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně zpomalil v důsledku vývoje světových cen benzínu a ropy při zmírňujícím se meziročním oslabením kurzu koruny vůči USD. Na začátku roku 2013 prognóza předpokládá přechod cen pohonných hmot do meziročního poklesu (Graf II.2.5). V roce 2014 pak bude dynamika těchto cen kolísat kolem nuly.

GRAF II.2.6

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014  
(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



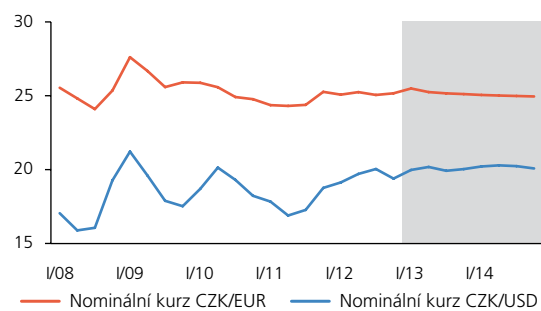
**Úrokové sazby** na domácím peněžním trhu i sazby s delší než roční splatností v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 dále klesly. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014 (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb na prognóze působí především utlumený vývoj domácí ekonomiky vlivem jen pozvolného oživování zahraniční poptávky a restriktivní domácí fiskální politiky, a také nízká hladina zahraničních úrokových sazeb. Na začátku prognózy jsou tyto faktory kompenzovány aktuálním oslabením kurzu koruny a růstem regulovaných cen.

**Koruna vůči euru** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 lehce oslabila na průměrnou úroveň 25,2 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro první čtvrtletí 2013 předpokládá další mírné oslabení na průměrnou úroveň 25,5 CZK/EUR (Graf II.2.7). Tato predikce zohledňuje aktuální hladinu kurzu, která odráží mimo jiné i komunikaci ČNB ohledně možných intervencí na devizovém trhu. Utlumená zahraniční poptávka je dalším faktorem posouvajícím trajektorii kurzu v první polovině roku 2013 ke slabším hodnotám. V opačném směru bude působit nízký výhled zahraničních úrokových sazeb a zlepšení salda nominálního čistého vývozu. Kurz tak bude velmi zvolna posilovat k hladině 25 CZK/EUR ke konci roku 2014. Při výhledu postupně oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to znamená lehké oslabování kurzu CZK/USD do začátku roku 2014.

GRAF II.2.7

## PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Kurz koruny vůči euru bude velmi pozvolna posilovat z úrovně 25,5 CZK/EUR předpokládané pro první čtvrtletí 2013  
(CZK/EUR a CZK/USD)



Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 stagnoval na poměrně nízké úrovni. Proinflační tlaky z dovozních cen slábnou (Graf II.2.8), když postupně odeznívá vliv růstu světových cen komodit, což převažuje nad dopady slabšího kurzu koruny. Působení domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, je protiinflační vlivem utlumené hospodářské aktivity doprovázené nízkou dynamikou mezd. Odhadovaný vliv exportně specifické technologie souvisí s rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt), jehož příspěvek k vývoji inflace je již delší dobu méně výrazný ve srovnání s obdobím před nástupem krize.

Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru budou v následujících čtvrtletích mírné, zřetelněji se zvýší až během roku 2014. Lehce proinflační působení dovozních cen bude přetrvávat na celém horizontu prognózy v souvislosti se stabilním růstem cen zahraničních výrobců a jen pozvolným posilováním měnového kurzu z aktuálně oslabené hodnoty. Lehce protiinflační působení domácí ekonomiky bude přetrvávat až do poloviny roku 2014. Příspěvek exportně specifické technologie se bude s pozvolným oživením ekonomické aktivity postupně zvyšovat.

**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nadále mírně klesaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal zřejmě i nadále velmi nízký, a byl tak převážen odhadovanou klesající cenou kapitálu, v níž se odráží utlumená ekonomická aktivita a slabá investiční činnost. Příspěvky práci zhodnocující technologie jsou z důvodu dočasného zastavení růstu produktivity zhruba neutrální (Graf II.2.9). Domácí náklady budou až do poloviny roku 2014 pokračovat v mírném poklesu. Příspěvek ceny kapitálu totiž zůstane v nejbližších čtvrtletích záporný, což se změní až ke konci horizontu prognózy spolu s postupujícím oživením ekonomické aktivity. Růst mezd navíc zůstane nízký a bude kompenzován pozvolna oživujícím růstem práci zhodnocující technologie.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** byla ve čtvrtém čtvrtletí 2012 i nadále záporná (Graf II.2.10), a odrážela tak utlumené promítání předchozích nákladových tlaků do konečných cen v podmínkách slabé ekonomické aktivity. V prvním čtvrtletí 2013 dojde k dalšímu rozevření mezery marží do více záporných hodnot z důvodu nízkého růstu cen spotřebních statků a oslabeného kurzu. K uzavření záporné mezery dojde na počátku příštího roku, když mírný růst cen bude doprovázen ještě pozvolnějším růstem nákladů. V roce 2014 se mezera marží bude pohybovat poblíž nulové úrovně, přičemž nadále relativně nízký cenový růst bude vyvažován zhruba stejně rychlým růstem nákladů při pozvolna oživující ekonomické aktivitě.

**Produktivita práce** na úrovni národního hospodářství ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále klesala přibližně 2% tempem. Od prvního čtvrtletí 2013 se bude její pokles postupně zmírňovat, k růstu přejde ve druhé polovině letošního roku. Při souběhu postupného oživování ekonomické aktivity a poklesu zaměstnanosti pak bude dynamika produktivity práce zrychlovat až mírně nad 3% hranici ve čtvrtém čtvrtletí 2014.

Meziroční růst průměrné nominální **mzdy v podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2012 dosáhl (po sezonním očištění) hodnoty 2%<sup>4</sup>. Krátkodobá predikce pro čtvrté čtvrtletí 2012 předpokládá její mírné zrychlení na 2,3%, což bude ovlivněno předpokládaným časovým přesunem mezd na přelomu roku vlivem daňové optimalizace související se zrušením stropu pro zdravotní pojištění a dodatečným zdaněním

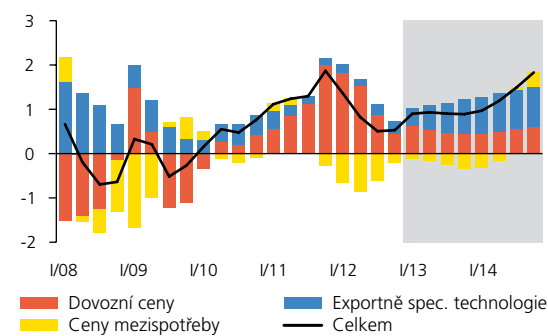
4 Bez sezonního očištění průměrná mzda vzrostla o 1,3%.

GRAF II.2.8

### NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

**Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru budou v následujících čtvrtletích mírné**

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

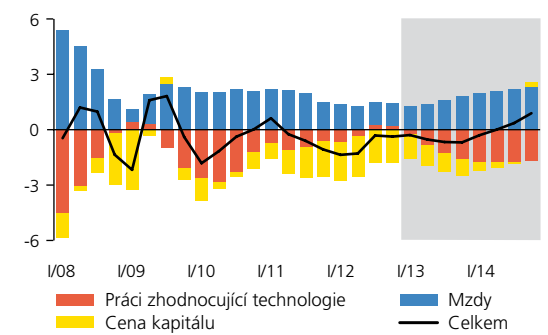


GRAF II.2.9

### NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

**Domácí náklady budou na horizontu prognózy pokračovat v mírném poklesu v důsledku nízkého růstu mezd a utlumené ekonomické aktivity**

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

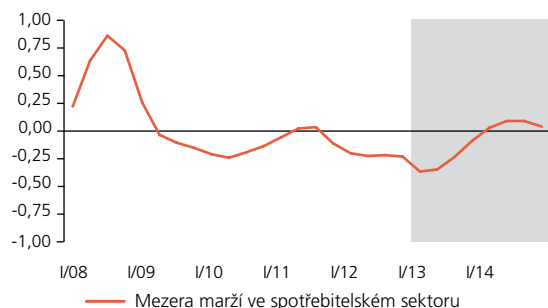


GRAF II.2.10

### MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

**Mezera marží se uzavře počátkem roku 2014**

(v %)



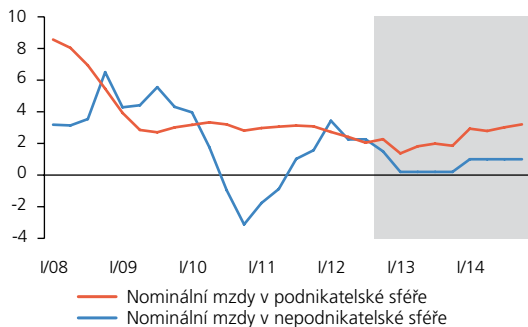


GRAF II.2.11

## PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

V letošním roce zůstane růst mezd nízký a bude odrážet především utlumenou ekonomickou aktivitu

(meziroční změny v %, podnikatelská sféra – sezonně očištěno, nepodnikatelská sféra – sezonně neočištěno)



vyšších příjmů od roku 2013. V celém letošním roce zůstane růst mezd nízký a bude odrážet především utlumenou ekonomickou aktivitu. Za rok 2013 vzroste mzda v podnikatelské sféře o 1,8 %, v roce 2014 zrychlí na 3 % (Graf II.2.11).

Pokračující konsolidace veřejných rozpočtů se promítne do vývoje nominální průměrné **mzdy v nepodnikatelské sféře**. Prognóza očekává, že ve čtvrtém čtvrtletí 2012 růst průměrné mzdy v této sféře zpomalil na 1,5 %. V roce 2013 vzroste průměrná mzda v nepodnikatelské sféře jen nepatrně (o 0,2 %), přičemž ke zvyšování mezd bude docházet pouze u vybraných profesí (představitelé státní moci a soudci) a mimo centrální úroveň. V roce 2014 dojde k mírnému zrychlení průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře na 1 %.

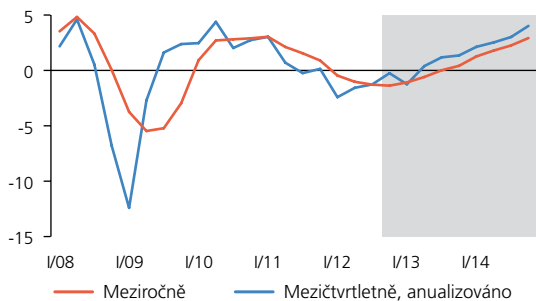
**Reálný HDP** ve třetím čtvrtletí 2012 v meziročním srovnání klesl o 1,3 %, v mezičtvrtletním vyjádření se snížil o 0,3 % (Graf II.2.12). K meziročnímu poklesu přispěla většina složek domácí poptávky, nejvíce spotřeba domácností a změna stavu zásob, v menší míře i fixní investice. Vládní spotřeba meziročně stagnovala, a tak jedinou složkou s významně kladným příspěvkem k meziročnímu vývoji HDP byl čistý vývoz.

GRAF II.2.12

## PROGNOZA RŮSTU HDP

V letošním roce HDP mírně klesne, ekonomická aktivita oživi v roce 2014

(změny v %, sezonně očištěno)



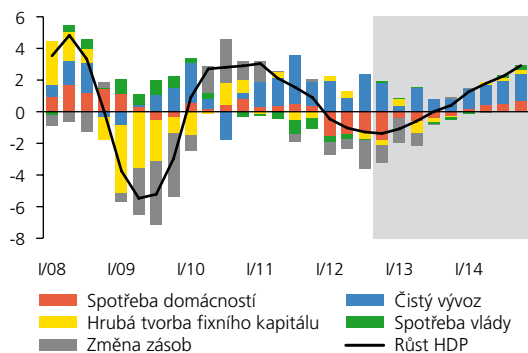
Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita ve čtvrtém čtvrtletí 2012** meziročně poklesla o 1,4 %, v mezičtvrtletním vyjádření o 0,1 % (Graf II.2.13). U spotřeby domácností se očekává meziroční pokles o 3,5 %. Také fixní investice a změna stavu zásob zřejmě přispěly k růstu HDP záporně. Kladný, avšak snižující se příspěvek k vývoji ekonomické aktivity v meziročním vyjádření vykáže čistý vývoz. Za celý **rok 2012** se reálný HDP celkově snížil o 1 %, když s výjimkou čistého vývozu došlo k poklesu u všech výdajových složek. Propad reálné spotřeby domácností byl ovlivňován zvýšením snížené sazby DPH od ledna 2012, zpomalujícím mzdovým růstem a nepříznivým spotřebitelským sentimentem. Reálná spotřeba vlády poklesla z důvodu úsporných opatření. Pokles investic odrážel slabou zahraniční poptávku a celkově nízkou domácí ekonomickou aktivitu. I přes nízký růst zahraniční poptávky přispěl čistý vývoz k růstu kladně, mimo jiné kvůli utlumené domácí poptávce v jejich dovozně náročných složkách.

GRAF II.2.13

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladný příspěvek k růstu HDP v letošním roce vykáže jen čistý vývoz, domácí poptávka se sníží

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



V **roce 2013** reálná ekonomická aktivita poklesne o 0,3 % při protisměrném působení výrazně restriktivní domácí fiskální politiky a jen pozvolného ožívování zahraniční poptávky. Spotřeba domácností bude tlumena vývojem disponibilního důchodu, ovlivněným především nízkým růstem nominálních mezd a působením fiskální konsolidace. Pomalé ožívování zahraniční poptávky a utlumená domácí poptávka neumožní výraznější růst celkových investic; výjimkou budou investice ve vládním sektoru, kde se očekává růst investiční aktivity financované z domácích zdrojů i čerpáním evropských fondů. K růstu HDP bude záporně přispívat i vládní spotřeba. Příspěvek čistého vývozu v reálném vyjádření bude nadále kladný, avšak celkově mírně nižší než v roce 2012, a to v souvislosti s jen pozvolným růstem zahraniční poptávky při zmírňujícím se poklesu domácí poptávky. V nominálním vyjádření bude na vyšší objem čistého vývozu působit též pozitivní vývoj směnných relací.

V roce 2014 vzroste HDP o 2,1 %, když do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let. Prognóza předpokládá již robustnější růst zahraniční poptávky a znatelně méně restriktivní působení fiskální politiky. Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP bude mírně kladný a očekává se i pokračování růstu vládních investic započatého v letošním roce. V návaznosti na zrychlující dynamiku mezd se obnoví růst spotřeby domácností a v důsledku oživení zahraniční poptávky slabě porostou i investice.

S pokračujícím poklesem ekonomické aktivity prognóza ve čtvrtém čtvrtletí 2012 očekává mírný mezičtvrtletní pokles **celkové zaměstnanosti**, který se v následujících čtvrtletích prohloubí. Od druhé poloviny roku 2013 se bude mezičtvrtletní snižování zaměstnanosti postupně zmírňovat a na konci příštího roku přejde ke stagnaci. V meziročním vyjádření však bude v nejbližších dvou čtvrtletích pokračovat růst celkové zaměstnanosti, a to vlivem historických dat. Teprve následně přejde zaměstnanost do poklesu, který se do konce letošního roku prohloubí; během roku 2014 pak bude jeho tempo postupně slábnout (Graf II.2.14). Při přepočtu na plné úvazky bude až do poloviny roku 2014 pokračovat aktuálně pozorovaný meziroční pokles počtu zaměstnanců (Graf II.2.15).

Prognóza předpokládá, že sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během čtvrtého čtvrtletí 2012 mírně vzrostla na 7,1 %. Vzhledem k vývoji ekonomické aktivity a pokračujícímu růstu pracovní síly bude obecná míra nezaměstnanosti postupně narůstat až k 8 % hranici v polovině roku 2014 (Graf II.2.14), poté se v návaznosti na oživení HDP mírně sníží. Nárůst míry nezaměstnanosti bude i důsledkem omezené možnosti dále snižovat průměrný úvazek na zaměstnance (Graf II.2.15). Jeho pokles v posledních čtvrtletích tlumil zvyšování nezaměstnanosti, v prvním čtvrtletí 2013 ale zřejmě dosáhne svého historického dna a tento přizpůsobovací mechanismus se pravděpodobně vyčerpá. Obdobný vývoj jako u obecné míry nezaměstnanosti lze očekávat i u sezonně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV<sup>5</sup>**, který bude zvolna narůstat k 8 %, a to v důsledku pokračujícího poklesu populace ve věku 15–64 let při cyklickém nárůstu počtu nezaměstnaných osob registrovaných na úřadech práce. Na této úrovni setrvá takřka po celý rok 2014.

Reálná **spotřeba domácností** za celý rok 2012 zřejmě poklesla o 2,9 % (Graf II.2.16). V letošním roce bude její pokles zřetelně mírnější (-0,8 %). Vývoj spotřeby bude odrazem slabé dynamiky nominálních disponibilních příjmů související především s vývojem na trhu práce a fiskální konsolidací. Utlumenou spotřebitelskou poptávku v nejbližším období potvrzují i dostupné předstihové indikátory jako velmi nízký indikátor spotřebitelské důvěry a pokles tržeb v maloobchodu

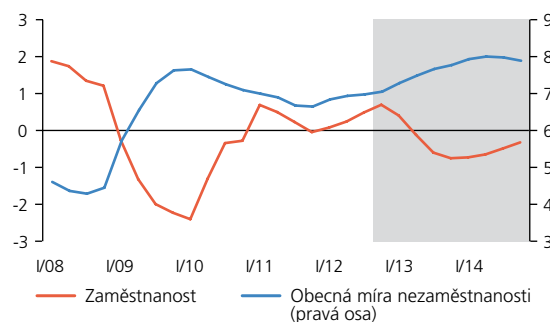
5 Podíl nezaměstnaných osob ve věku 15–64 let srovnává počet dosažitelných uchazečů o zaměstnání s obyvatelstvem stejného věku. Jedná se o nový ukazatel publikovaný MPSV, který od 1. 1. 2013 nahradil dříve publikovanou míru registrované nezaměstnanosti.

GRAF II.2.14

## PROGNOZA TRHU PRÁCE

**Celková zaměstnanost bude převážně klesat, míra nezaměstnanosti se zvýší**

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

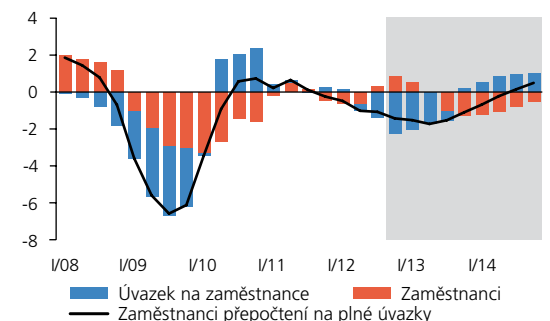


GRAF II.2.15

## PŘEPOČTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

**Od druhé poloviny roku 2013 se bude pokles přepočteného počtu zaměstnanců zmírňovat**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

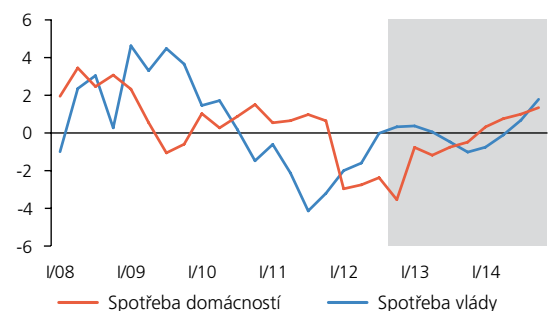


GRAF II.2.16

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

**Spotřeba domácností i vlády poroste až v roce 2014**

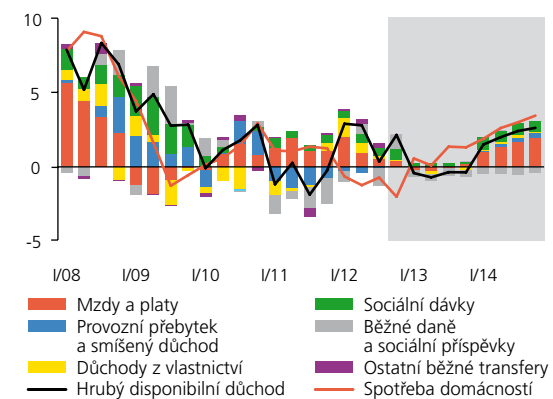
(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF II.2.17

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Disponibilní důchod se v roce 2013 mírně sníží, v roce 2014 se jeho růst obnoví zejména vlivem vývoje mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



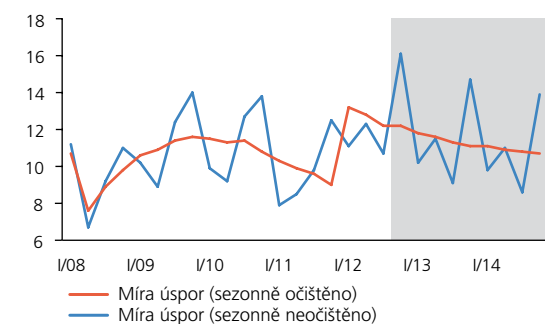
ve čtvrtém čtvrtletí 2012<sup>6</sup> (viz kapitola III.3). Proti tomu bude působit zpomalení inflace, a to navzdory dalšímu nárůstu nepřímých daní, spolu s předpokládaným poklesem míry úspor z aktuálně zvýšené úrovně. V roce 2014 bude zrychlování dynamiky spotřeby domácností pokračovat v důsledku oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího postupného zrychlení růstu objemu mezd a platů spolu s dalším poklesem inflace.

**Hrubý nominální disponibilní důchod** se v letošním roce sníží o 0,5 % (Graf II.2.17). Jeho nejvýznamnější složka, tj. objem mezd a platů, bude v nejbližší době přispívat neutrálně. V příštím roce však tempo růstu této složky začne pozvolna zrychlovat ve vazbě na postupné ekonomické oživení a výše popsaný vývoj na trhu práce. Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla vykazovat kladné příspěvky na celém horizontu prognózy, a to i přes pomalejší valorizaci penzí. Příspěvek provozního přebytku a smíšeného důchodu začne narůstat až v roce 2014 v souvislosti s již zřetelným hospodářským oživením. Celkově hrubý disponibilní důchod v příštím roce vzroste o 2,2 %.

GRAF II.2.18

## MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Míra úspor domácností se bude po výrazném zvýšení v loňském roce postupně snižovat (v %)



Prognóza předpokládá pozvolný pokles **míry úspor domácností** z aktuální hodnoty přesahující 12 % k 10,5 % na konci roku 2014 (Graf II.2.18).<sup>7</sup> Její profil bude odrážet především umírněný vývoj disponibilního důchodu a pozvolna se zlepšující vyhlídky ekonomiky.

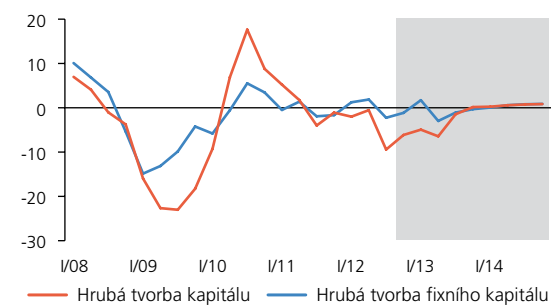
Reálná **spotřeba vlády** (Graf II.2.16) klesá v důsledku vládních úsporných opatření, která budou ještě pokračovat v letošním roce v souvislosti s výdajovými škrty. Za celý rok 2013 reálná spotřeba vlády klesne o 0,3 %, v roce 2014 vzroste o 0,4 %.

**Hrubá tvorba kapitálu** ve třetím čtvrtletí 2012 klesla meziročně o 9,4 %. Tento výsledek byl ovlivněn zejména změnou stavu zásob při současném mírném poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu. Záporné meziroční růsty u hrubé tvorby kapitálu by měly pokračovat až do konce letošního roku, a to navzdory oživení investic ve vládním sektoru v návaznosti na obnovenou realizaci projektů spolufinancovaných z EU fondů.<sup>8</sup> Celkově v roce 2013 hrubá tvorba kapitálu klesne o 3,2 %. Mírný růst fixních investic se díky oživení růstu zahraniční poptávky a pokračujícímu zvyšování vládních investic očekává od začátku roku 2014 (Graf II.2.19).

GRAF II.2.19

## HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu bude klesat až do konce letošního roku (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



6 V reálném vyjádření však meziroční dynamika maloobchodních tržeb nadále zřetelně převyšuje dynamiku spotřeby domácností.

7 Revize čtvrtletních národních účtů z prosince 2012 vedla ke skokovému nárůstu míry úspor na počátku roku 2012, bližší viz BOX v kapitole II.3. Nejistotu prognózy související s vývojem míry úspor a spotřeby domácností popisují dva citlivostní scénáře v kapitole II.4.

8 Poslední výsledky společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR nicméně ukazují na růst kladného salda odpovědí ohledně investiční aktivity v horizontu 6 měsíců i v horizontu jednoho roku.

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve třetím čtvrtletí 2012 zpomalil. Očekávané zpomalení zahraniční poptávky na přelomu minulého a letošního roku se odrazí v nižší prognózané dynamice růstu vývozu. Od druhého čtvrtletí 2013 začne růst vývozu v souladu s vývojem zahraniční poptávky opět zrychlovat a za celý rok 2013 dosáhne 4,5 %, v roce 2014 pak 8 % (Graf II.2.20).

Při nižším růstu vývozu zboží a služeb se ve třetím čtvrtletí 2012 snížila i dynamika růstu reálného **dovozu zboží a služeb** (na 1,6 %). V letošním roce se s odezníváním poklesu domácí poptávky dovoz zvýší o 3,7 %. V souvislosti s ožiováním dovozně náročného vývozu a nepatrně i investic v roce 2014 růst dovozu zboží a služeb dále zrychlí na 6,8 %.

**Čistý vývoz** ve stálých cenách ve třetím čtvrtletí 2012 vykázal kladný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (2,3 procentního bodu). Prognóza očekává, že kladný příspěvek se v prvním čtvrtletí 2013 dočasně sníží v souvislosti s nízkým růstem zahraniční poptávky. I v letošním roce ale bude čistý vývoz jedinou složkou přispívající kladně k růstu HDP. S obnovující se zahraniční poptávkou v roce 2014 se bude příspěvek čistého vývozu navíc opět mírně zvyšovat.

Prognóza platební bilance předpokládá, že snižování deficitu **běžného účtu** z let 2011 a 2012 bude pokračovat i v letošním a příštím roce (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu ze 2 % HDP v roce 2012 na 1,3 % v letošním roce a 0,9 % v příštím roce. Příčinou očekávaného snížení deficitu běžného účtu v obou nadcházejících letech je poměrně výrazné zvýšení přebytku obchodní bilance a v menší míře i zlepšení bilance služeb (mírně se zvýší přebytky dílčích bilancí dopravy a turistiky). Rostoucí přebytek obchodní bilance v roce 2013 je spojen na jedné straně s předpokládaným meziročním poklesem celkové domácí poptávky a mírným poklesem cen surovin na světových trzích, což bude zpomalovat tempo dovozu, a na druhé straně s mírným růstem zahraniční poptávky, která bude podporovat růst vývozu. V roce 2014 se vedle předpokladu rychlejšího růstu zahraniční než domácí poptávky projeví také očekávané zlepšení směnných relací. Proti výraznějšímu snižování deficitu běžného účtu bude v obou letech působit očekávané prohlubování záporného salda bilance výnosů spojené s mírným nárůstem zisků z přímých investic v ČR. V oblasti běžných převodů prognóza očekává stagnaci na úrovni roku 2012.

Meziroční zlepšení salda **kapitálového účtu** v letošním roce je spojeno především s očekávaným vyšším čerpáním prostředků z fondů EU a v menší míře též s předpokládaným jednorázovým prodejem kmitočtů pro telekomunikace. V roce 2014 prognóza předpokládá čerpání prostředků z fondů EU přibližně na úrovni letošního roku.

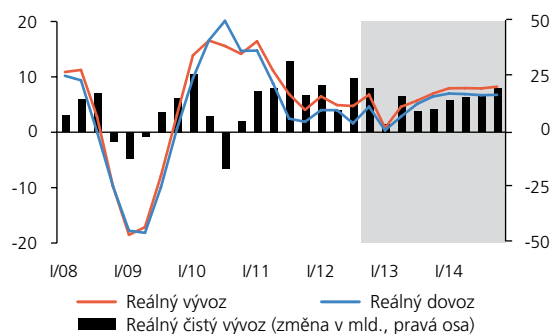
Přebytek **finančního účtu** se oproti předcházejícím rokům na prognóze výrazně snižuje. Vzhledem ke slabé poptávce v Evropě a omezené potřebě nových investic v důsledku přebytku výrobních kapacit prognóza přímých investic neočekává kromě kladného salda reinvestovaných zisků v obou letech žádný čistý příliv kapitálu. Navíc vlivem

GRAF II.2.20

## REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Tempo růstu vývozu i dovozu zrychlí ve druhé polovině roku 2013, následně se znovu zvýší příspěvky čistého vývozu k růstu HDP

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



TAB. II.2.2

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČÍN

Reálný disponibilní důchod mírně vzroste až v roce 2014, růst produktivity práce se obnoví

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2011 skut.	2012 oček. skut.	2013 progn.	2014 progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-1,3	0,2	-2,1	0,3
Zaměstnanost celkem	0,3	0,4	-0,3	-0,5
Míra nezaměstnanosti (v %) <sup>a)</sup>	6,8	6,9	7,5	7,9
Produktivita práce	1,6	-1,6	0,0	2,6
Průměrná nominální mzda	2,4	2,3	1,5	2,6
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,9	2,3	1,8	3,0
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-2,8	-2,0	-1,3	-0,9
M2	3,7	5,7	5,2	4,1

a) dle metodiky ILO, 15–64 let

TAB. II.2.3

## PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvyšující se přebytek obchodní bilance bude snižovat deficit běžného účtu

(v mld. Kč)

	2011 skut.	2012 oček. skut.	2013 progn.	2014 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-109,1	-75,0	-50,0	-35,0
Obchodní bilance	94,0	155,0	195,0	225,0
Bilance služeb	66,3	50,0	55,0	60,0
Bilance výnosů	-271,9	-270,0	-290,0	-310,0
Běžné převody	2,5	-10,0	-10,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	14,7	56,0	80,0	78,0
C. FINANČNÍ ÚČET	87,8	145,0	40,0	75,0
Přímé investice	75,2	120,0	25,0	100,0
Portfoliové investice	5,8	70,0	25,0	10,0
Finanční deriváty	-3,0	10,0		
Ostatní investice <sup>a)</sup>	9,8	-55,0	-10,0	-35,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-10,7			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-17,2	-80,0		

a) očekávaná skutečnost a prognóza bez operací bankovního sektoru

TAB. II.2.4

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

S pokračující fiskální konsolidací podíl vládního deficitu na HDP od roku 2013 výrazně klesne

(v % nominálního HDP)

	2011 skut.	2012 oček. skut.	2013 progn.	2014 progn.
Příjmy vládního sektoru	39,8	40,1	41,5	41,9
Výdaje vládního sektoru	43,0	44,9	44,2	44,4
z toho: úrokové platby	1,4	1,5	1,6	1,7
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-3,2	-4,9	-2,7	-2,5
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	-1,9	-3,4	-1,1	-0,8
mimořádné jednorázové operace <sup>b)</sup>	-0,2	-1,5	-0,2	-0,2
UPRAVENÉ SALDO <sup>c)</sup>	-3,0	-3,3	-2,5	-2,3
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	0,4	-0,4	-0,9	-0,9
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	-3,4	-2,9	-1,6	-1,4
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>e)</sup>	1,3	0,5	1,4	0,2
Cyklická složka (metoda EK) <sup>d)</sup>	0,2	-0,4	-0,8	-0,3
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>d)</sup>	-3,2	-2,9	-1,8	-2,0
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>e)</sup>	1,2	0,3	1,2	-0,2
Dluh vládního sektoru	40,8	45,9 <sup>f)</sup>	48,2	49,6

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) V letech 2013 a 2014 je do této položky z ekonomických důvodů 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).

f) Odhad výše dluhu od roku 2012 obsahuje emisí dluhopisů nad rámec výpůjční potřeby ve výši 1,8 % HDP v roce 2012.

jedné významné akvizice rezidenta v zahraničí bude v roce 2013 celkové saldo přímých investic jen lehce kladné (výrazně pod hodnotou salda reinvestovaných zisků). Nižší očekávaný přebytek portfoliových investic v roce 2013 je ovlivněn zejména předpokladem o nižším čerpání zdrojů v zahraničí ze strany vlády a vládou kontrolovaných firem, v roce 2014 navíc ještě růstem zájmu rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení.

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** (Tab. II.2.4). Fiskální prognóza zohledňuje letošní zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 %, další rozpočtová konsolidační opatření a vliv zavedení druhého pilíře penzijního systému.

Prognóza očekává, že v **roce 2012** deficit vládního sektoru vzroste na 4,9 % HDP. Za meziročním nárůstem schodku veřejných financí stál především účetní vliv přijetí zákona o majetkovém vyrovnání státu s církvemi (ve výši 1,5 % HDP). Nicméně schodek by se mírně zvýšil i po očištění o tento vliv, a to v důsledku slabého výběru nepřímých daní v podmínkách utlumené domácí poptávky. Působení fiskální politiky na dynamiku reálného HDP však bylo vlivem působení rozpočtových konsolidačních opatření (zejména zvýšení snížené sazby DPH o 4 procentní body) restriktivní. Meziroční nárůst vládního dluhu na 45,9 % HDP byl způsoben potřebou profinancovat vládní deficit (bez vlivu majetkového vyrovnání s církvemi) a emisí dluhopisů nad rámec výpůjční potřeby ve výši 1,8 % HDP.

V **roce 2013** by měl vládní deficit poklesnout na 2,7 % HDP v důsledku přijatých konsolidačních opatření v rozsahu téměř 1,3 % HDP. Tento balík konsolidačních opatření zbrzdí ekonomický růst v letošním roce přibližně o 0,8 procentního bodu. Vliv na ekonomiku se bude realizovat jak skrze cenový dopad plynoucí ze zvýšení DPH, tak prostřednictvím nižšího nominálního disponibilního důchodu, přičemž oba tyto faktory budou snižovat reálnou spotřebu domácností. Podle prognózy poklesne v tomto roce i reálná spotřeba vlády, zatímco vládní investice porostou mj. v souvislosti se zrychlením čerpání prostředků z EU fondů. V souvislosti se spuštěním druhého pilíře penzijního systému prognóza předpokládá pro rok 2013 postupně nabíhající výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení ve výši cca 6 mld. Kč.<sup>9</sup>

V **roce 2014** je očekáván další, byť již jen mírný, pokles vládního deficitu na 2,5 % HDP. K tomu povede pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (především nižší valorizace důchodů), očekávaná stagnace platů státních zaměstnanců i oživení ekonomické aktivity. Prognóza předpokládá pro rok 2014 dopad vyvedení části

<sup>9</sup> Tento odhad byl v důsledku přehodnocení očekávaného zájmu o účast ve druhém pilíři snížen zhruba na jednu polovinu ve srovnání s minulou prognózou. Uvedený odhad odpovídá zhruba účasti osob z 10. decilu mzdového rozdělení, kterým je méně než 45 let. MF ČR v současné době odhaduje v souvislosti se spuštěním penzijní reformy přibližně stejný výpadek příjmů ze sociálního zabezpečení.

příspěvků na penzijní spoření do druhého pilíře důchodového systému ve výši 8,5 mld. Kč. V roce 2014 bude působení fiskální politiky na růst HDP již jen nepatrně restriktivní ve výši přibližně 0,1 procentního bodu.

**Strukturální schodek** vládního sektoru v roce 2012 dosáhl zhruba 3 % HDP. V souvislosti s konsolidačními opatřeními se očekává (po očištění o vliv penzijní reformy) jeho pokles pod 2 % HDP v roce 2013 a zhruba jeho stagnace na dosažené úrovni v roce 2014. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu **vládního zadlužení** na téměř 50 % HDP v roce 2014. V predikci tohoto poměru se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí negativně projevuje i utlumený vývoj nominálního HDP a současně i předpoklad o zachování výše vytvořené dluhové rezervy.

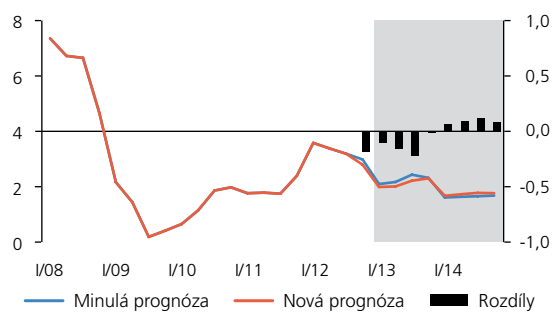
**Rizikem fiskální prognózy** směrem k nižšímu schodku a restriktivnějšímu působení fiskální politiky v roce 2014 je případná realizace dodatečných úsporných opatření. Další nejistota panuje ohledně výše tzv. fiskálního multiplikátoru. Ten může dosahovat v období déletrvající domácí fiskální restrikce, dosažení dolní meze úrokových sazeb, slabé zahraniční poptávky a přetrvávajících nejistot o vývoji v eurozóně vyšších hodnot než obvykle (viz citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru v Zoi IV/2012).



GRAF II.3.1

## ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

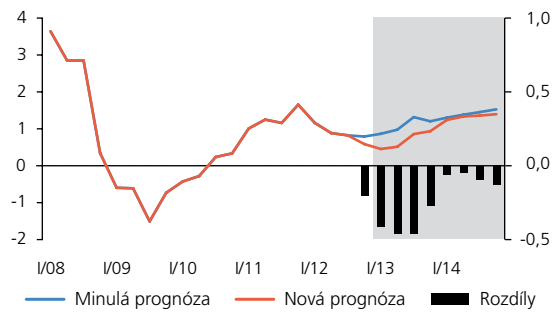
V letošním roce je prognóza celkové inflace přehodnocena lehce směrem dolů, v příštím roce naopak směrem nahoru (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

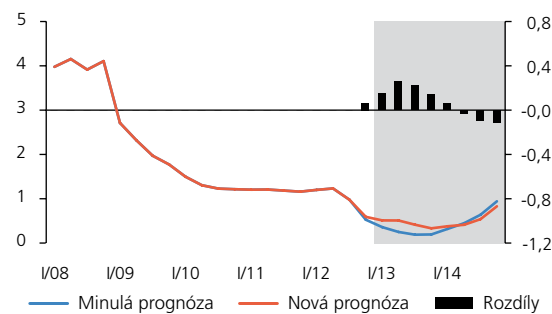
Prognóza čisté inflace se posouvá výrazně směrem dolů (meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.3

## ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb leží v letošním roce mírně výše, v delším horizontu je naopak nepatrně nižší (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace se oproti minulé predikci významně nezměnila, když proti sobě působí nižší čistá inflace a vyšší růst regulovaných cen. Trajektorii úrokových sazeb v nejbližším období posunula na mírně vyšší hladinu zejména krátkodobá prognóza kurzu, v roce 2014 je trajektorie sazeb naopak nepatrně nižší. Aktuálně slabší kurz se v delším horizontu pozvolna posouvá k mírně silnější hodnotě oproti minulé prognóze. Prognóza HDP se na letošní rok snižuje v souvislosti se slabším růstem domácí i zahraniční poptávky. V roce 2014 je prognóza růstu HDP přehodnocena lehce nahoru. Očekávané tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře je na celém horizontu prognózy nižší.

Prognóza meziroční **celkové inflace** oproti minulé predikci nezaznamenala významné změny (Graf II.3.1). V roce 2013 vliv nižší čisté inflace převládá nad vyšším růstem regulovaných cen a celková inflace se proto posouvá lehce směrem dolů. V roce 2014 již více působí vliv vyšších regulovaných cen a celková inflace je tak přehodnocena nepatrně směrem nahoru. Předpoklady ohledně změn nepřímých daní zůstávají shodné s minulou prognózou, a proto se i výhled **měnověpolitické inflace** mění obdobně jako u celkové inflace.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je oproti minulé prognóze vyšší na celém horizontu zejména v důsledku zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti.<sup>10</sup> Došlo také ke zvýšení výhledu růstu cen elektrické energie a cen vodného a stočného. Uvedené faktory jsou jen částečně kompenzovány nižším výhledem růstu regulovaného nájemného.

Prognóza meziroční **čisté inflace** se oproti minulé prognóze posouvá výrazně níže (Graf II.3.2). Důvodem jsou nižší hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot, do jejíž predikce se promítá vývoj pozorovaný ve čtvrtém čtvrtletí 2012 a v letošním roce též utlumenější ekonomická aktivita. Stejným směrem působí také nižší výhled cen pohonných hmot. Tyto vlivy jsou jen částečně vyváženy vyšším růstem cen potravin.

U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k mírnému nárůstu trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu. Předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se pro rok 2013 mírně snížilo, v roce 2014 zůstalo shodné. Výhled cen zahraničních výrobců se v obou letech posouvá lehce výše.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** je oproti minulé predikci mírně vyšší v letošním roce, v příštím roce se naopak nachází nepatrně níže (Graf II.3.3). Směrem k nižším sazbám působí na začátku predikčního horizontu krátkodobá predikce čisté inflace, v delším období pak počáteční podmínky (Graf II.3.4), což je dáno zejména

<sup>10</sup> Energetický regulační úřad zcela upustil od avizovaného snížení cen za distribuci.

zpožděným působením nižšího pozorovaného růstu mezd v podnikatelské sféře, slabší ekonomickou aktivitou a nižší pozorovanou inflací. Celkové protiinflační působení výše zmíněných faktorů je v nejbližších čtvrtletích více než kompenzováno krátkodobou predikcí měnového kurzu a v menší míře také zvýšením výhledu regulovaných cen. Změnu v nastavení počátečních podmínek ovlivnily také revize dat národních účtů; zejména výrazné přehodnocení reálné spotřeby domácností směrem nahoru působí směrem k vyšším sazbám (viz BOX níže). Ve směru nepatrně vyšších sazeb působí také expertní úpravy spojené s mírným navýšením prognózy investic. Změny ve výhledu zahraničí působí celkově neutrálně, když se mírně vyšší zahraniční sazby a ceny zahraničních výrobců vzájemně kompenzují s nižší zahraniční poptávkou.

## BOX

### Revize čtvrtletních národních účtů

Spolu s daty za třetí čtvrtletí 2012 ČSÚ provedl revizi čtvrtletních národních účtů. Sezonně neočištěné historické řady HDP a jeho složek byly revidovány od roku 2009; sezonně očištěné řady se změnilly v celé dostupné časové řadě od roku 1995. V rámci struktury růstu HDP se zvýšila spotřeba domácností, fixní investice a v roce 2012 i zásoby, což bylo kompenzováno nižším příspěvkem čistého vývozu. Tento box se blíže zaměřuje na popis revize spotřeby domácností a investic.

Významně byl revidován deflátor spotřeby domácností (Graf 1). Jeho meziroční dynamika se u posledních šesti čtvrtletí posunula v průměru o 1,3 procentního bodu níže. Tím se deflátor spotřeby odchýlil směrem dolů od indexu spotřebitelských cen, zatímco před revizí obě veličiny vykazovaly podobnou dynamiku. Z rozdílu 1,3 procentního bodu mezi oběma ukazateli v roce 2011 jde dle vyjádření ČSÚ 1 procentní bod na vrub přehodnocení nájmu, a z toho 0,8 procentního bodu představuje imputované nájemné. Imputované nájemné je totiž pro účely indexu spotřebitelských cen odvozeno z cen stavebních prací a stavebních materiálových vstupů, zatímco deflátor spotřeby v ročních národních účtech je odvozován z externího zjišťování cen nabídkového nájemného ve 140 městech a 114 místech v Praze, Brně a Ostravě; to je pak korigováno údaji o realizačních cenách z realitních kanceláří.

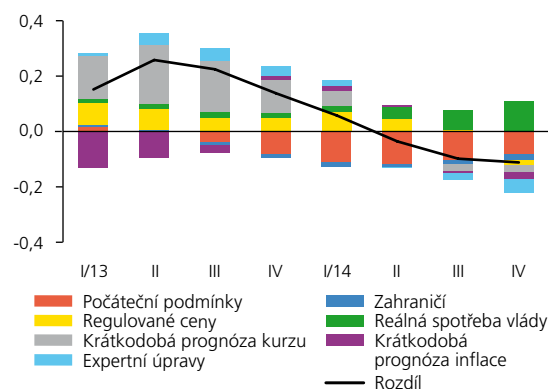
Reálná spotřeba domácností byla v letech 2009 až 2011 přehodnocena výše v průměru o 0,8 procentního bodu, což bylo kompenzováno především snížením příspěvku čistého vývozu. Revize nominální spotřeby se spolu s revizí nominálního disponibilního důchodu (ten byl nejvíce ovlivněn změnami v běžných daních a sociálních příspěvcích) konzistentně promítla do revize míry úspor domácností. Počátkem roku 2012 sezonně očištěná míra úspor byla skokově přehodnocena cca o 3 procentní body výše (Graf 2). Nejistotu související s vývojem spotřeby a míry úspor domácností popisují dva citlivostní scénáře v kapitole II.4.

GRAF II.3.4

### ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Ve směru vyšších sazeb v roce 2013 působí zejména aktuální výše kurzu a regulované ceny

(3M PRIBOR, v procentních bodech)

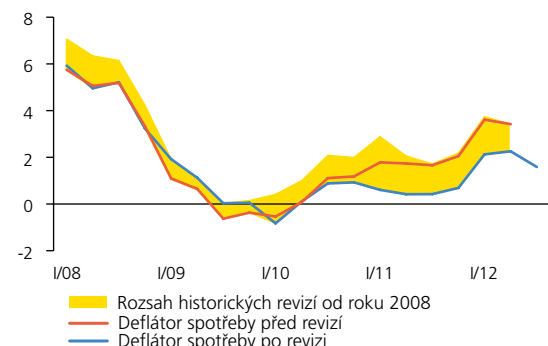


GRAF 1 (Box)

### REVIZE DEFLÁTORU SPOTŘEBY

Dynamika deflátoru spotřeby domácností je po revizi významně nižší

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

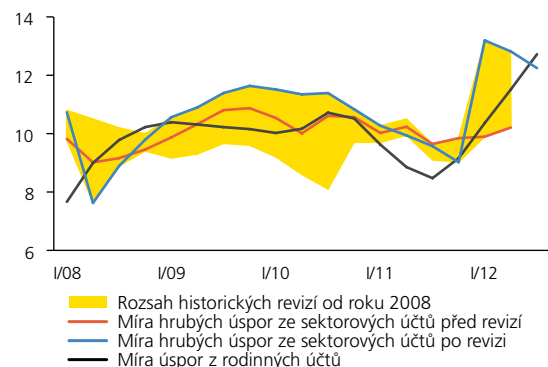


GRAF 2 (Box)

### REVIZE MÍRY ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

Revize míry úspor na počátku roku 2012 dosáhla cca 3 procentní body

(v % hrubého disponibilního důchodu, sezonně očištěno)



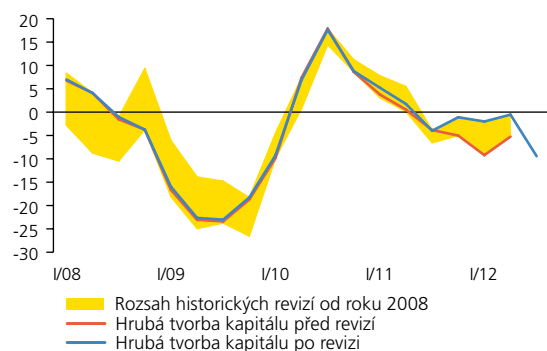


GRAF 3 (Box)

## REVIZE HRUBÉ TVORBY KAPITÁLU

Investiční aktivita po revizi klesá mírnějším tempem

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



Hrubá tvorba kapitálu byla revidována v obou složkách (změna stavu zásob i fixní investice). Revize zvýšila meziroční dynamiku fixních investic v letech 2009 až 2011 v průměru o 0,5 procentního bodu; meziroční dynamika celkových investic vzrostla v průměru o 0,7 procentního bodu (Graf 3). Na navýšení fixních investic z hlediska věcného členění se v roce 2010 významně podílely ostatní stroje a zařízení, v roce 2011 ostatní budovy a stavby. Ze sektorového hlediska v roce 2009 nejvíce přispěly domácnosti (přitom v dalších dvou letech jsou jejich příspěvky záporné), v roce 2010 nefinanční instituce a v roce 2011 především finanční instituce.

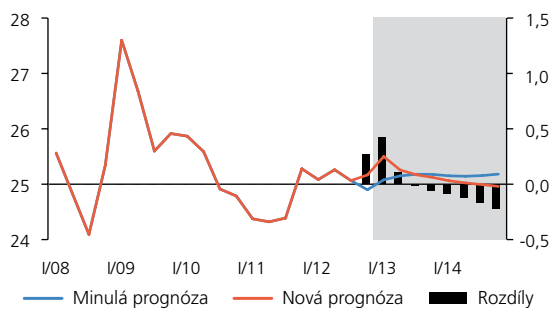
Tato revize čtvrtletních národních účtů v souhrnu vedla při nastavení počátečních podmínek prognózy ke snížení odhadovaného růstu nominálních mezních nákladů v sektoru mezispotřebních statků a přehodnocení trajektorie mezery marží do méně záporných hodnot.

GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Aktuálně slabší kurz se v delším horizontu posouvá k mírně silnějším hodnotám

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je na začátku prognózy přehodnocena na slabší úroveň. Krátkodobá prognóza pro první čtvrtletí 2013 je ovlivněna aktuálním vývojem kurzu, který zřejmě odráží nepříznivý vývoj české ekonomiky i komunikaci ČNB ohledně možných intervencí na devizovém trhu (Graf II.3.5). Od konce letošního roku se kurz naopak posouvá směrem k lehce silnějším hodnotám oproti minulé prognóze.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se pro letošní rok snížila o 0,5 procentního bodu (Graf II.3.6). Důvodem je mírně nižší výhled zahraniční poptávky a utlumenější spotřeba domácností odrážející pozorovaný vývoj v loňském roce a pomalejší růst mezd. V roce 2014 je prognóza HDP naopak lehce výše.

Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP bude v letošním roce oproti minulé predikci vyšší, když na nižší dynamiku dovozu působí výraznější pokles dovozně náročných investic a spotřeby domácností. Také v roce 2014 bude příspěvek čistého vývozu k růstu HDP mírně vyšší než v minulé prognóze.

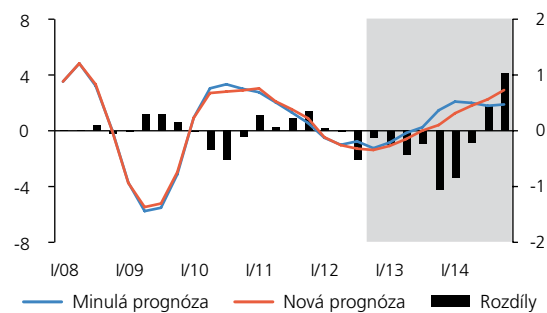
Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé predikci pro roky 2013 i 2014 snižuje. Za nižším predikovaným růstem mezd stojí jejich nižší dynamika ve třetím čtvrtletí 2012 a snížený výhled domácí ekonomické aktivity, daný pozvolnějším ožíváním zahraniční poptávky. Na přelomu let 2012 a 2013 je zároveň prognóza nově ovlivněna předpokládaným časovým přesunem části objemu mezd a platů z důvodu daňové optimalizace.

GRAF II.3.6

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

V roce 2013 je prognóza vývoje HDP přehodnocena směrem dolů

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



## II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

Při zpracování prognózy bylo identifikováno několik nejistot. Přetrvávají nejistoty ohledně vývoje globální ekonomiky, a to navzdory zklidnění situace na finančních trzích v poslední době. Dalším zdrojem nejistoty je vývoj spotřeby a míry úspor domácností. Tato nejistota vedla ke zpracování dvou citlivostních scénářů. Standardně byl zpracován také citlivostní scénář kurzu.

### II.4.1 Citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností

Současně se zveřejněním posledních dat o národních účtech proběhla i významná revize dat na minulosti (viz BOX v kapitole II.3). Ta sblížila vývoj spotřeby domácností s vývojem maloobchodních tržeb, v posledním období však spotřeba nadále klesá oproti tržbám výrazněji. Tento pokles spotřeby domácností se na počátku roku 2012 promítá do skokového nárůstu míry úspor domácností na historicky nejvyšší hodnotu, přitom však tento ukazatel rovněž podléhá výrazným revizím dat. **Datové riziko u spotřeby domácností a míry úspor** v roce 2012 kvantifikuje citlivostní scénář s takovou trajektorií reálné spotřeby domácností, která kopíruje vývoj reálných maloobchodních tržeb.

V citlivostním scénáři je spotřeba domácností v roce 2012 zvýšena o 2,5 procentního bodu, což implikuje nižší míru úspor téměř o 2 procentní body. Vyšší spotřeba je přitom kompenzována sníženou trajektorií hrubé tvorby kapitálu v položce zásob tak, aby byla zachována publikovaná trajektorie vývoje HDP. Změna skladby HDP mění strukturu počátečních podmínek prognózy, kde se méně protiinflační působení spotřeby domácností téměř kompenzuje s více protiinflačním působením hrubé tvorby kapitálu. V souhrnu tak počáteční podmínky působí stejně jako v základním scénáři protiinflačně.

Celkově vede tento citlivostní scénář k lehce slabším hodnotám kurzu a mírně vyššímu růstu HDP. To je konzistentní s **nepatrně vyšší trajektorií úrokových sazeb**. Dopady do výhledu inflace jsou zanedbatelné. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce ve formě odchylek od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.1).

### II.4.2 Citlivostní scénář dlouhodobějšího odkladu spotřeby

Vedle datové nejistoty lze pozorovanou nízkou spotřebu domácností a vysokou míru úspor v roce 2012 vysvětlit i změnou chování domácností v reakci na nejistotu ekonomického prostředí. Motivací pro zpracování tohoto citlivostního scénáře je **riziko, že domácnosti se rozhodnou nadále odkládat svou spotřebu** a ve zvýšené míře vytvářet úspory.

**Míra úspor domácností** se v citlivostním scénáři na celém horizontu navrácí ke svým dlouhodobým hodnotám pomaleji oproti základnímu scénáři. S tím související odložení spotřeby domácností v čase

Tab. II.4.1

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ DATOVÉ NEJISTOTY O SPOTŘEBĚ DOMÁCNOSTÍ

Citlivostní scénář implikuje výrazně nižší míru úspor a lehce vyšší úrokové sazby oproti základnímu scénáři

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Spotřeba domácností (v p.b.)	Míra úspor (v p.b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)
I/13	0,0	0,0	-1,1	-1,9	0,0
II/13	0,0	0,1	1,1	-2,0	0,1
III/13	0,0	0,1	0,3	-1,9	0,2
IV/13	0,0	0,1	0,4	-1,9	0,2
I/14	0,0	0,1	0,0	-1,8	0,2
II/14	0,0	0,1	0,0	-2,0	0,2
III/14	0,0	0,1	0,0	-1,9	0,2
IV/14	0,0	0,1	0,1	-1,9	0,2

TAB. II.4.2

## CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ DLOUHODOBĚJŠÍHO ODKLADU SPOTŘEBY

Dlouhodobě nízká spotřeba by vedla k nižším úrokovým sazbám a slabšímu kurzu koruny

(odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (v p.b.)	3M PRIBOR (v p.b.)	Spotřeba domácností (v p.b.)	Míra úspor (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
I/13	0,0	-0,2	-0,6	0,4	0,0
II/13	0,0	-0,3	-0,9	0,6	0,3
III/13	0,0	-0,4	-1,1	0,7	0,4
IV/13	-0,1	-0,4	-1,1	0,8	0,4
I/14	-0,1	-0,5	-0,4	0,7	0,4
II/14	-0,1	-0,5	0,0	0,6	0,4
III/14	-0,1	-0,5	0,3	0,5	0,3
IV/14	-0,1	-0,5	0,4	0,4	0,2

se projevuje výraznějším útlumem ekonomické aktivity, resp. obecněji více protiinflačním působením domácí ekonomiky. Opačným směrem působí oslabený kurz promítající se do vývoje dovozních cen. S citlivostním scénářem je konzistentní výraznější **snížení tržních úrokových sazeb** než v základním scénáři. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce ve formě odchylek od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.2).

## II.4.3 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy odchylku nominálního kurzu o  $\pm 3$  % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v základním scénáři. Hodnota kurzu pro první čtvrtletí 2013 tak činí 24,7 CZK/EUR, resp. 26,3 CZK/EUR oproti 25,5 CZK/EUR v základním scénáři.

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

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

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.)	Růst HDP (v p.b.)	Nominální kurz (CZK/EUR)
I/13	0,0	0,0	0,2	0,8
II/13	0,0	0,3	0,3	0,3
III/13	0,1	0,3	0,3	0,1
IV/13	0,2	0,3	0,0	0,0
I/14	0,2	0,1	-0,2	0,0
II/14	0,1	0,0	-0,3	0,1
III/14	0,1	0,0	-0,2	0,1
IV/14	0,0	0,0	-0,1	0,1

## II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu snížila k 2% cíli ČNB, resp. mírně pod něj. Analytici očekávají v letošním roce stagnaci nebo jen slabý růst HDP. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb. Současně většina z nich očekává během následujících dvanácti měsíců mírné posílení kurzu koruny a stagnaci dvoutýdenní repo sazby ČNB, resp. tržních úrokových sazeb. Výhled tržních sazeb na rok dopředu je lehce klesající, přičemž v celém horizontu se pohybuje zhruba v souladu s trajektorií sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu v ročním horizontu se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně snížila, výrazněji pak klesla na počátku roku 2013, kdy se dostala mírně pod cíl ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů v závěru loňského roku nadále stagnovala cca 0,5 procentního bodu nad 2% cílem ČNB (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků klesla na úroveň cíle ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se od počátku roku 2012 posunul do mírně kladného salda (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Na konci minulého roku se tento indikátor mírně zvyšoval. 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. Také indikátor očekávané inflace se za celé čtvrté čtvrtletí 2012 v průměru mírně zvýšil.

**Analytici v rámci IOFT i CF** předpokládají, že po poklesu v minulém roce bude letos HDP stagnovat nebo jen slabě poroste (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). V příštím roce by ekonomika měla vzrůst o necelá 2 %, mírně zrychlit by měl také růst mezd. V porovnání s dosavadní průměrnou hodnotou měnového kurzu koruny z ledna 2013 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 2 %, resp. 1,3 %. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění. Také v ročním horizontu většina analytiků předpokládá stabilitu sazeb na stávající úrovni, přičemž jejich odhady 2T repo sazby se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,50 %.

Analytici **na rozdíl od nové prognózy ČNB** neočekávají v letošním roce pokles reálného HDP, zatímco v příštím roce by podle nich měla ekonomika naopak růst mírně nižším tempem, než předpovídá ČNB. Inflace očekávaná v ročním horizontu leží nepatrně výše než v prognóze ČNB. Měnový kurz se v ročním výhledu oproti prognóze ČNB příliš neliší. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se pohybují jen nepatrně výše, než implikuje trajektorie tržních sazeb 3M PRIBOR konzistentní s novou prognózou ČNB.

Tab. II.5.1

### OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE IOFT A PODNIKŮ

**Inflační očekávání analytiků v ročním horizontu klesla mírně pod cíl ČNB**

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

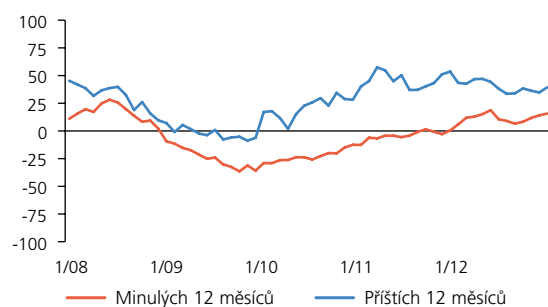
	9/12	10/12	11/12	12/12	1/13
IOFT:					
Index spotř. cen	2,5	2,4	2,5	2,3	1,8
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Reálný HDP v roce 2012	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	
Reálný HDP v roce 2013	1,1	0,6	0,7	0,1	0,0
Nominální mzdy v roce 2012	2,6	2,5	2,6	2,3	
Nominální mzdy v roce 2013	3,0	2,8	2,7	2,3	2,0
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,4	24,5	24,9	24,9	25,0
2T repo (v %)	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	1,3	1,2	1,0	0,9	1,0
Podniky:					
Index spotř. cen				2,5	

Graf II.5.1

### VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

**Inflační očekávání domácností se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 v průměru mírně zvýšila**

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

### OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

**Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika po poklesu v minulém roce v letošním roce slabě poroste**

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

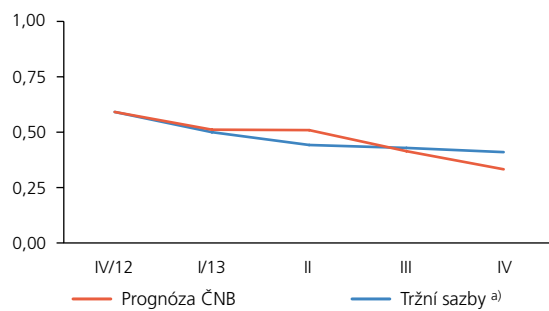
	9/12	10/12	11/12	12/12	1/13
Reálný HDP v roce 2012	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	
Reálný HDP v roce 2013	1,0	0,9	0,6	0,3	0,3
Nominální mzdy v roce 2012	2,6	2,6	2,5	2,4	
Nominální mzdy v roce 2013	2,8	2,8	2,5	2,4	2,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	24,7	25,0	25,1	25,2
3M PRIBOR (v %)	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5

GRAF II.5.2

## SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb FRA se pohybuje zhruba v souladu se sazbami konzistentními s prognózou ČNB

(v %)



a) pro IV/12 a I/13 3M PRIBOR, pro II/13 až IV/13 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 25. 1. 2013

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 je lehce klesající, v celém horizontu se pohybuje zhruba v souladu s trajektorií úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou.

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v prosinci 2012 meziroční hodnoty 2,4 %, a nacházela se tak nad cílem ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 1,1 % pak byla poblíž dolní hranice tolerančního pásma cíle ČNB. Na výrazném snížení meziroční inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se podílely všechny její složky. Na vývoj tržních cen mělo významný vliv protiinflační působení domácí ekonomiky, a to v podmínkách poklesu ekonomické aktivity v důsledku slabé domácí poptávky. Rovněž zmírnění proinflačního vlivu dovozních cen spotřebního zboží a cen ropy přispělo ke snížení inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012.

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

**Celková inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nacházela nad úrovní cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace byla naopak pod ním. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

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

**Prognóza ze Zprávy o inflaci III/2011** očekávala, že celková inflace v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 stoupne mírně nad 3 % (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se na celém horizontu prognózy měla pohybovat poblíž 2 % inflačního cíle. K tomu měly přispívat vedle regulovaných cen postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu. Jejich vliv však mělo z velké části vyvažovat postupné posilování měnového kurzu a odeznění inflačního vlivu cen komodit. Prognóza předpokládala postupné zvolnění růstu cen potravin a v delším horizontu i cen pohonných hmot.

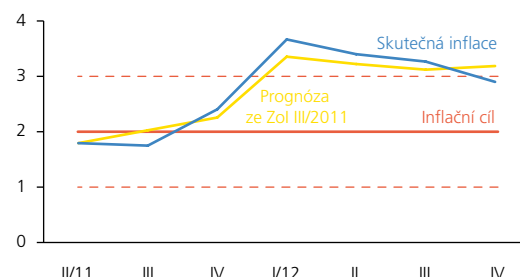
Celková **inflace ve skutečnosti** téměř v celém predikčním horizontu přibližně odpovídala prognóze. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se od ní odchytila jen mírně směrem dolů, a to o 0,3 procentního bodu. Tato odchylka byla způsobena výrazně nižší korigovanou inflací bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách zejména vlivem domácích protiinflačních tlaků. Naopak regulované ceny působily ve směru vyšší inflace, když více rostly ceny zemního plynu a regulované nájemné. Oproti očekávání byl mírně vyšší i růst cen potravin a pohonných hmot (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

**Inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012 byla mírně pod prognózou ze Zol III/2011**

(meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

#### NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

**Korigovaná inflace bez PH působila výrazně ve směru nižší inflace, ostatní složky byly naopak vyšší ve srovnání s prognózou**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2011	Skutečnost 4. čtvrtletí 2012	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	3,2	2,9	-0,3
z toho:			
regulované ceny	5,3	7,1	0,4
primární dopady změn nepřímých daní <sup>a)</sup>	0,9	1,0	0,1
ceny potravin <sup>b)</sup>	1,6	2,7	0,2
ceny pohonných hmot (PH) <sup>b)</sup>	2,9	3,8	0,0
korigovaná inflace bez PH <sup>b)</sup>	1,5	-0,5	-1,0

a) Jedná se o dopad v neregulovaných cenách do celkové inflace.

b) Rozumí se bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraníční veličiny působily na domácí inflaci zhruba neutrálně (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
HDP v eurozóně <sup>al, bl, c)</sup>	p	2,4	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2
	s	2,4	1,6	1,6	0,6	0,4	-
PPI v eurozóně <sup>bl, c)</sup>	p	4,8	3,8	1,9	1,7	2,8	3,4
	s	6,0	5,1	3,7	2,2	2,1	2,2
3M EURIBOR (v %)	p	1,6	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
	s	1,6	1,5	1,0	0,7	0,4	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,43	1,43	1,42	1,42	1,40	1,39
	s	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,30
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	114,7	116,5	116,5	116,2	115,9	115,4
	s	112,9	109,3	118,7	108,7	109,9	110,5

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze Zol III/2011

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Pozorovaný růst HDP se v celém období pohyboval výrazně pod prognózou

		III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
3M PRIBOR (v %)	p	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,9
	s	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	0,6
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	24,2	23,7	23,4	23,1	23,0	22,8
	s	24,4	25,3	25,1	25,3	25,1	25,2
Reálný HDP <sup>a)</sup> (mzr. změny v %)	p	1,7	1,5	1,1	1,6	2,6	3,3
	s	1,5	0,9	-0,5	-1,0	-1,3	-
Nominální mzdy <sup>b)</sup> (mzr. změny v %)	p	3,2	3,8	4,3	4,9	5,2	5,3
	s	2,7	2,6	3,4	2,3	1,3	-

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Oproti prognóze došlo k výraznému neočekávanému útlumu zahraniční ekonomické aktivity (Tab. III.1.2). Výrobní ceny v zahraničí po většinu období rostly vůči předpokladům rychleji, jejich dynamika se však snižovala a ve druhé polovině roku 2012 se jejich růst již nacházel pod prognózou. Zahraniční úrokové sazby reagovaly na zhoršený výhled ekonomické aktivity a nacházely se hluboko pod předpokládanou trajektorií. Vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci v souhrnu zhruba neutrálně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté klesaly. Odchylovaly se tak směrem dolů od prognózy, která předpokládala jejich postupný růst na přelomu let 2011 a 2012. Měnový kurz v závěru roku 2011 výrazně oslabil především v důsledku nižšího růstu zahraniční poptávky i prohloubení dluhové krize v eurozóně. Na slabších hodnotách koruna zůstala i v průběhu roku 2012 (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. Růst domácího HDP se stále více vzdaloval od prognózy, a to z důvodu výraznějšího než očekávaného snížení dynamiky zahraniční poptávky a utlumené domácí poptávky; ta byla ovlivněna nejistotou související s pokračující domácí fiskální konsolidací a s dluhovou krizí v eurozóně. Tyto vlivy se projeví – i přes více uvolněnou domácí měnovou politiku a slabší kurz koruny – především v prognóze neočekávaném propadu spotřeby a investic, podstatně nižší byly i objemy reálného vývozu a dovozu. Také růst mezd byl oproti prognóze zřetelně utlumenější, a to v důsledku nižší ekonomické aktivity. Srovnání aktuálních dat o struktuře růstu HDP a tehdejší prognózy je rovněž ovlivněno výraznými revizemi národních účtů.<sup>11</sup>

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních ve druhém čtvrtletí 2011 bankovní rada hodnotila rizika prognózy měnověpolitické inflace jako vyrovnaná, u celkové inflace vlivem vládou ohlášené a v prognóze ještě nezpracované změny DPH jako proinflační. Ve třetím čtvrtletí 2011 byla rizika prognózy označena jako vyrovnaná, resp. mírně protiinflační a u úrokových sazeb mířila k výrazně nižším sazbám. Ve čtvrtém čtvrtletí 2011 byla podle bankovní rady rizika prognózy vychýlená směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře (oproti poklesu sazeb v základním scénáři), resp. mírně proinflační. Úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté klesaly. Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pohybovala nad cílem zejména z důvodu nárůstu snížené sazby DPH, měnověpolitická inflace se pohybovala lehce pod cílem. V rozhodném období se přitom naplnila téměř všechna identifikovaná rizika. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna 2011 do prosince 2011 byla zhruba adekvátní.

11 Viz BOX: Revize čtvrtletních národních účtů v kapitole II.3.



### III.1.2 Současný vývoj inflace

**Meziroční inflace**<sup>12</sup> se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zřetelně snížila, když v prosinci byla o 1 procentní bod nižší než v září a dosáhla 2,4 % (Graf III.1.2). Na této změně se podílely všechny složky inflace (Graf III.1.3), což odráželo zmírňování vlivu vnějších nákladových tlaků a protiinflační působení domácí ekonomiky.

Ve **struktuře meziroční inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nadále převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen. Po oslabení vlivu růstu cen potravin a prohloubení poklesu korigované inflace bez pohonných hmot přesáhl v prosinci jejich podíl na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen 90 % (Graf III.1.4).

V důsledku zvýšení snížené sazby DPH a harmonizačního zvýšení spotřební daně u cigaret z počátku loňského roku činil příspěvek změny **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen ve čtvrtém čtvrtletí 2012 cca 1 procentní bod. Celkový primární dopad do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl zhruba 1,3 procentního bodu. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez vlivu změn nepřímých daní, se tak nadále nacházela pod celkovou inflací, přičemž v prosinci dosáhla 1,1 % (Graf III.1.2).

Podíl **regulovaných cen** na meziroční inflaci byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nejvyšší, a to vlivem změn, k nimž došlo na počátku loňského roku. Jejich meziroční růst během čtvrtého čtvrtletí ale postupně zpomaloval (z 8,1 % v září na 6,2 % v prosinci), zejména v důsledku zmírnění meziročního růstu cen zemního plynu pro domácnosti vlivem srovnávací základny. Naproti tomu zrychloval růst regulovaného nájemného, které v prosinci meziročně vzrostlo o 11,6 %. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

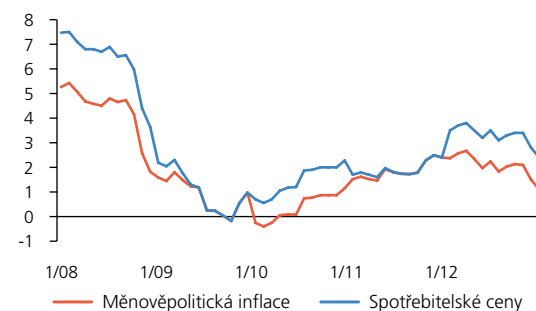
Meziroční růst **tržních cen**, měřený čistou inflací, se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 také výrazně zmírnil (z 1,1 % v září na 0,2 % v prosinci). K tomu přispělo zejména výrazné snížení tempa růstu cen pohonných hmot společně s mírnějším oslabením růstu cen potravin. Stejným směrem působil i posun korigované inflace bez pohonných hmot do více záporných hodnot (Graf III.1.6). Celkově již nevýrazný meziroční růst tržních cen a zejména prohlubující se pokles cen v rámci korigované inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2012 svědčily o trvajícím vlivu utlumené spotřebitelské poptávky a celkově protiinflačním působení domácí ekonomiky. K nízké inflaci přispěly též již jen mírně rostoucí, resp. klesající dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh. Rovněž výrazné snížení dynamiky cen ropy na světových trzích a jejich dovozních cen se podílelo na nízké inflaci ve sledovaném období.

12 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

GRAF III.1.2

#### INFLACE

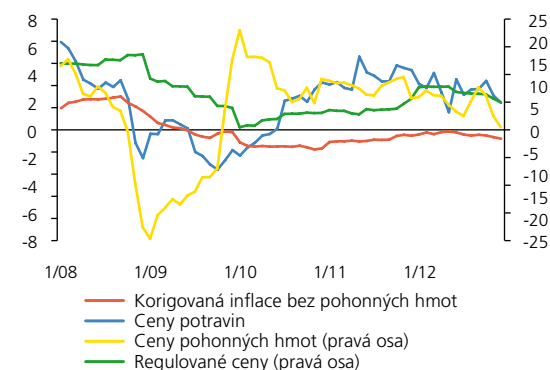
Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se inflace výrazně snížila (meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

#### VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

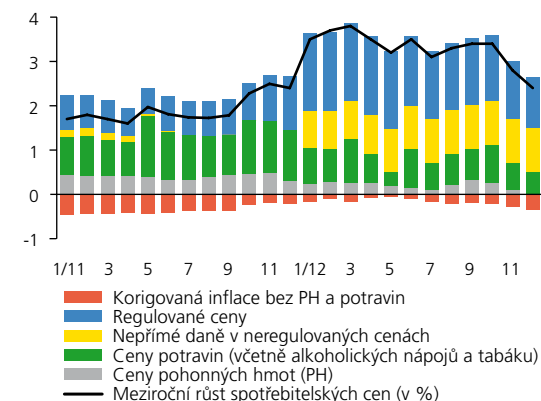
Ke snížení inflace přispěly všechny její složky (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



GRAF III.1.4

#### STRUKTURA INFLACE

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



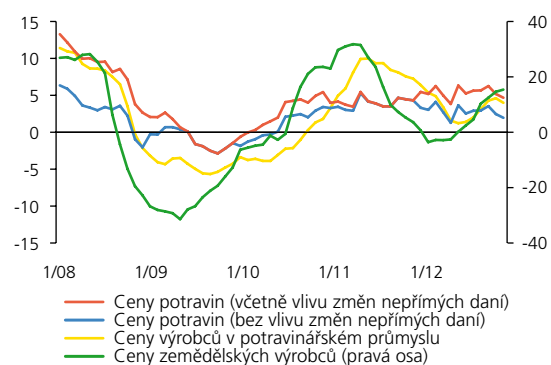


GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

## Růst cen potravin zpomalil

(meziroční změny v %)



Zpomalení meziročního růstu **cen potravin** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 (z 3 % v září na 2 % v prosinci; Graf III.1.5) bylo výsledkem souběhu více faktorů. Významný byl vliv srovnávací základny z konce roku 2011, kdy prodejci v maloobchodu s předstihem promítli do cen potravin zvýšení snížené sazby DPH, jejíž platnost byla stanovena na 1. leden 2012. Na pokles dynamiky cen potravin působila též slabá spotřebitelská poptávka. Tyto faktory převážily vliv pokračujícího zrychlování růstu cen zemědělských výrobců a stále rychle rostoucích dovozních cen potravin.

Vliv nízké spotřebitelské poptávky byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nejvíce patrný ve vývoji meziroční **korigované inflace bez pohonných hmot**, která se od poloviny roku 2009 pohybuje v záporných hodnotách. Její další posun směrem k více záporným hodnotám ve čtvrtém čtvrtletí (z -0,4 % v září na -0,6 % v prosinci; Graf III.1.6) odrážel především zřetelné oslabení meziročního růstu cen neobchodovatelných statků, které zahrnují zejména služby. Ceny ostatních obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot setrvaly v meziročním poklesu, který se jen nepatrně prohloubil. Nadále tak klesaly spotřebitelské ceny oděvů a obuvi, spotřebičů pro domácnost a některých dalších spotřebních statků.

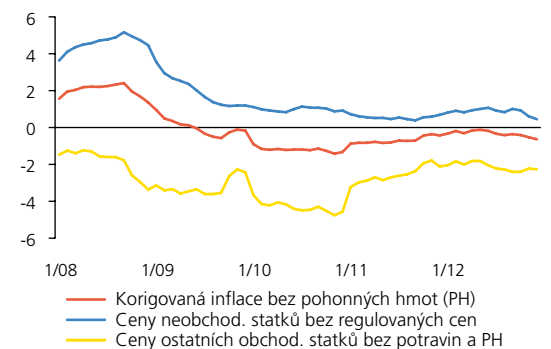
Nejvýrazněji zpomalil ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziroční růst **cen pohonných hmot** (Graf III.1.3). Ještě v září rostly pohonné hmoty téměř 10% tempem, zatímco v prosinci se jejich meziroční růst přiblížil k nulové hodnotě (0,6 %). Jejich vývoj ovlivnilo především odeznívání vlivu meziročně slabšího kurzu CZK/USD při meziročně nevýrazné změně světových cen ropy.

GRAF III.1.6

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

## Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posunula do více záporných hodnot

(meziroční změny v %)



### III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Tempo růstu dovozních cen v průběhu prvních dvou měsíců čtvrtého čtvrtletí 2012 zvolnilo. Meziroční růst se zmírnil zejména u dovozních cen energetických surovin a komodit s vyšším stupněm zpracování. Ceny dovážených neenergetických surovin pokračovaly v meziročním poklesu. Růst cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně zpomalil, převážně vlivem odeznění vysokého růstu cen ropy na světových trzích. Růst cen zemědělských výrobců naopak zrychlil v důsledku zvýšení světových agrárních cen. Ceny stavebních prací setrvaly při trávající nízké poptávce v poklesu, pokles cen tržních služeb se v závěru roku 2012 zřetelně prohloubil.

#### III.2.1 Dovozní ceny

Po výrazném zpomalení růstu **dovozních cen** v září došlo v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2012 k dalšímu zvolnění jeho dynamiky (Graf III.2.1). Oproti září se meziroční růst dovozních cen zmírnil o 1,5 procentního bodu na 1,3 % v listopadu. Nejvíce se na tomto vývoji podílely dovozní ceny energetických surovin a komodit s vyšším stupněm zpracování (Graf III.2.2).

Výrazné zpomalení tempa růstu dovozních **cen minerálních paliv** (z 20,5 % v srpnu na 6 % v listopadu) tak bylo jednou z hlavních příčin dalšího zmírnění meziročního růstu dovozních cen. Došlo k tomu především vlivem odeznění růstu dolarových cen ropy při současně klesajících cenách zemního plynu na světových trzích. Také vývoj kurzu CZK/USD (Graf III.2.3) působil v závěru roku 2012 na snížení dynamiky růstu cen v této skupině dovozu. Kurz CZK/USD již nebyl tak výrazně meziročně oslabený jako v předchozích čtvrtletích<sup>13</sup> a jeho vliv na růst dovozních cen se tak postupně zmírňoval. Příspěvek dovozních cen minerálních paliv k celkovému meziročnímu růstu dovozních cen se v listopadu oproti září snížil zhruba na polovinu (na 0,9 procentního bodu).

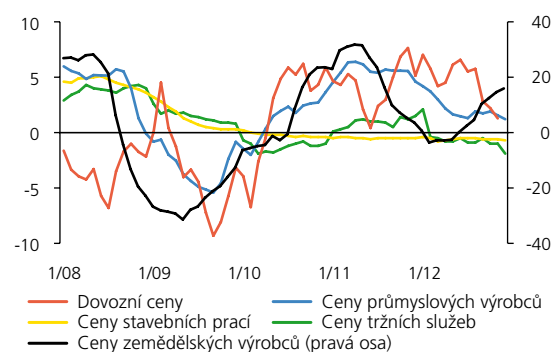
Od září postupně zpomaloval i meziroční růst dovozních cen **potravin**. I když v listopadu opět mírně zrychlil (na 8 %), nepřesáhl hodnotu dosaženou v září. Ačkoli ceny zemědělských komodit na světových trzích postupně zrychlují svůj růst, vývoj měnového kurzu tento vliv tlumil. Naopak u živočišných a rostlinných olejů a u chemikálií a příbuzných výrobků došlo v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2012 k mírnému zrychlení růstu dovozních cen. Ceny **neenergetických surovin**, které od května meziročně klesají, v říjnu a listopadu prohloubily svůj pokles pravděpodobně opět vlivem odeznění vlivu meziročně oslabeného kurzu z prvních tří čtvrtletí roku 2012. Dovozní ceny **polotovarů** v posledních měsících kolísají kolem nulové dynamiky (Tab. III.2.1).

<sup>13</sup> Meziroční oslabení měnového kurzu CZK/USD se ve čtvrtém čtvrtletí zmírnilo na 3,7 %.

GRAF III.2.1

#### DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

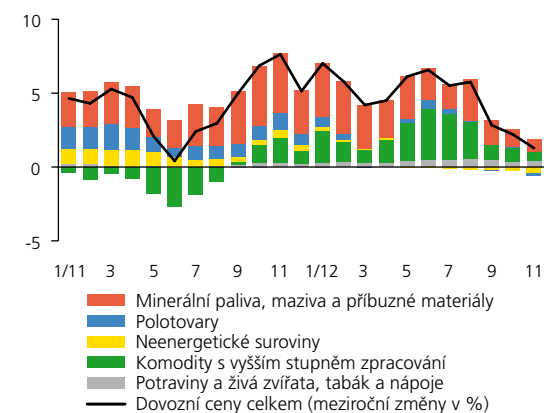
Růst dovozních cen a průmyslových výrobců se zmírnil, růst cen zemědělských výrobců zrychlil  
(meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

#### DOVOZNÍ CENY

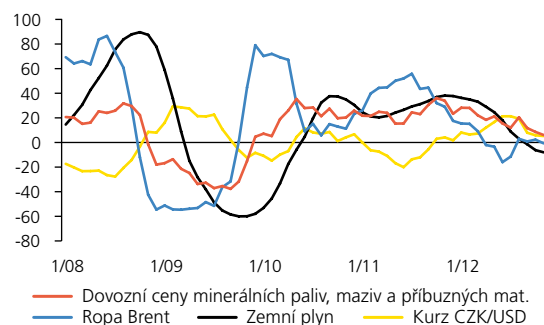
Růst dovozních cen zpomalil ve všech hlavních skupinách, ceny dovážených neenergetických surovin a polotovarů klesaly  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

#### MINERÁLNÍ PALIVA

Dolarové ceny ropy i zemního plynu klesají, oslabení měnového kurzu CZK/USD se zmírnilo  
(meziroční změny v %)



TAB. III.2.1

## STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Dovozní ceny rostly ve většině skupin dovozu, nejvýrazněji u potravin, nápojů a tabáku

(meziroční změny v %)

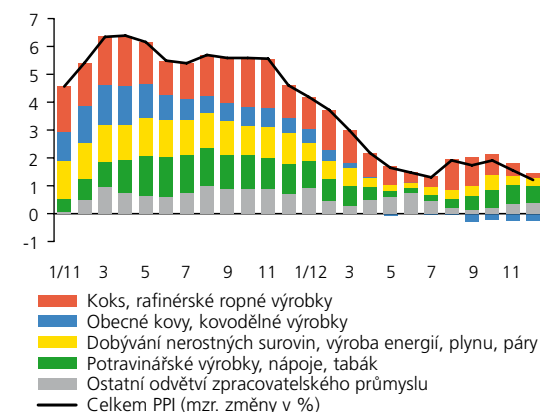
	8/12	9/12	10/12	11/12
DOVOZ CELKEM	5,8	2,8	2,2	1,3
z toho:				
potraviny a živá zvířata	10,5	8,6	6,6	8,0
nápoje a tabák	12,1	8,1	6,7	8,5
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-4,6	-4,6	-6,6	-10,7
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	20,5	11,7	8,6	6,0
živočišné a rostlinné oleje	4,0	2,6	5,2	4,2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

GRAF III.2.4

## CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně zpomalil

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

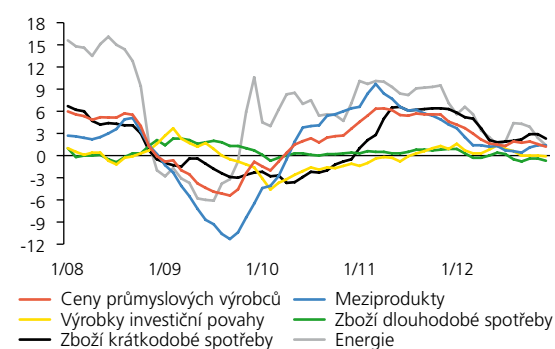


GRAF III.2.5

## CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Ve většině průmyslových skupin dynamika cen oslabila, pouze růst cen meziproductů a předmětů krátkodobé spotřeby zrychlil

(meziroční změny v %)



Také dynamika růstu dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**<sup>14</sup> se od září postupně snižovala. Zatímco v srpnu rostly dovozní ceny některých komodit ještě téměř 5% tempem, v listopadu již meziroční růst dovozních cen strojů a dopravních prostředků nepřesáhl úroveň 1% a dovozní ceny průmyslového spotřebního zboží klesaly (Tab. III.2.1). Jejich vývoj ovlivnilo již zmíněné odeznění působení meziročně oslabeného kurzu CZK/EUR a současně i pokles inflace v zahraničí.

## III.2.2 Ceny výrobců

## Ceny průmyslových výrobců

V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 **ceny průmyslových výrobců** pozvolna zpomalovaly svůj meziroční růst (na 1,2% v prosinci). Na tomto vývoji se podílely především ceny výrobců v odvětví koku a rafinérských ropných produktů a v menší míře také ceny výrobců v odvětví dobývání nerostných surovin, výroby energií, plynu, páry (Graf III.2.4).

Podrobnější pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců ukazuje, že postupné zpomalování jejich růstu v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 bylo ovlivněno především odezněním vysokého meziročního růstu světových cen ropy. To se při souběhu se zřetelným zmírněním meziročního oslabení kurzu CZK/USD promítlo do cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy (Graf III.2.5). Směrem ke snížení nákladů výrobců působily také meziročně klesající ceny dovážených neenergetických vstupů a ceny v odvětví dobývání nerostných surovin. Opačným směrem působilo zvyšování cen domácích agrárních vstupů, které přispělo ke zrychlení růstu cen výrobců v potravinářském průmyslu. Zesílil také meziroční růst cen v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, týkal se však jen malého počtu odvětví.

Stagnace či mírný pokles cen ropy společně se zmírňováním meziročního oslabení měnového kurzu koruny vůči USD se projevil ve výrazném zpomalení meziročního růstu cen výrobců v **odvětví koku a rafinérských ropných produktů** (ze 13,3% v září na 2,4% v prosinci). V důsledku toho se příspěvek tohoto odvětví k celkovému meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců v prosinci snížil oproti září na jednu pětinu (Graf III.2.4). V **odvětví základních kovů a kovodělných výrobků** ceny výrobců již od května 2012 klesají. Naopak v **potravinářském průmyslu** ceny výrobců zrychlily svůj růst (na 4,1%), zejména vlivem rychle rostoucích cen vstupů rostlinného původu.

V **odvětví elektřiny, plynu a páry** cenový růst ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně zvolnil (na 1,4% v prosinci) a v odvětví těžby a dobývání ceny již od dubna trvale klesají, zejména v důsledku výrazného poklesu

14 Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží. Jejich ceny ovlivňuje zejména kurz CZK/EUR, který v listopadu meziročně slabě posílil o 0,3%.

cen uhlí v roce 2012. Vysoký cenový růst kolem 8 % se však nadále udržel v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami.

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, meziroční růst cen výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně zrychlil (Graf III.2.4). Na této změně se ale podílel jen malý počet odvětví, zejména výroba chemických látek a výrobků, elektrických zařízení a strojů a zařízení. Ve struktuře převažovala v této skupině odvětví s rostoucími cenami, avšak vyšší cenový růst zaznamenala pouze dvě odvětví.<sup>15</sup> Převážně jen mírně rostoucí nebo klesající ceny výrobců tak svědčily o vlivu nízké poptávky na vývoj cen ve většině ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu.

### Ceny zemědělských výrobců

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pokračovalo zrychlování růstu cen zemědělských výrobců, patrné od června 2012 (Graf III.2.7). V prosinci tyto ceny meziročně vzrostly o 15,9 %, zatímco v květnu ještě klesaly. Na tomto vývoji se podílelo jak zřetelné zrychlování růstu cen rostlinné výroby, jež v prosinci rostly již téměř 30% tempem, tak oživení růstu cen živočišných produktů.

Zesílení dynamiky růstu cen zemědělských výrobců ve druhé polovině roku 2012 bylo ve značné míře ovlivněno nepříznivým vývojem počasí a z toho plynoucí slabou úrodou u hlavních světových producentů – zejména v USA, Austrálii i v Evropě. Rovněž v ČR byla domácí sklizeň v roce 2012 jednou z nejnižších v historii a ve srovnání s předchozím rokem 2011 poklesla zhruba o pětinu. Na růst domácích cen působil také po převážnou část roku 2012 slabší měnový kurz koruny jak vůči euru, tak vůči USD. Kromě toho ovlivnil vývoj cen živočišné výroby v roce 2012 jednorázový dopad skokového zvýšení cen vajec v návaznosti na nová veterinární pravidla v EU.

### Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách přetrvávající nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 v meziročním poklesu (-0,7 % v prosinci; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví ve čtvrtém čtvrtletí naopak velmi mírně rostly.

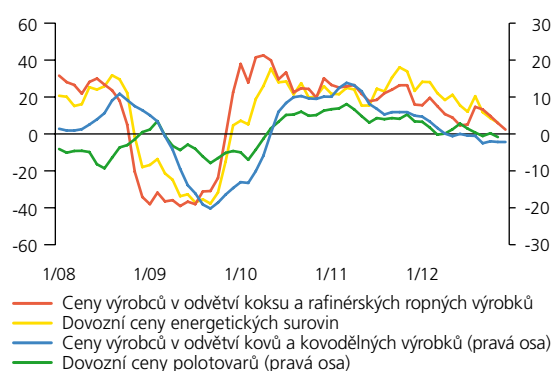
Vývoj **cen tržních služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 rovněž potvrzoval trvalý vliv slabé domácí poptávky. Výrazné prohloubení jejich meziročního poklesu v prosinci (na -1,9 %) bylo především důsledkem propadu cen reklamních služeb a průzkumu trhu (o 13,2 % v prosinci). Po vyloučení tohoto vlivu by pokles cen tržních služeb dosáhl pouze 0,4 %. Výrazný meziroční pokles cen pokračoval také

15 Nejvyšší meziroční růst zaznamenala odvětví chemických látek a výrobků (v prosinci o 11,3 %) a odvětví základních farmaceutických výrobků (v prosinci o 3,9 %).

GRAF III.2.6

### CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

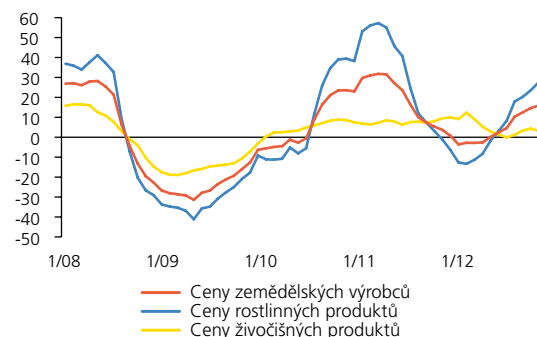
Výrazné zpomalení růstu cen ropy se promítlo do cen výrobců v odvětví koku a rafinérských ropných produktů (meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

### CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

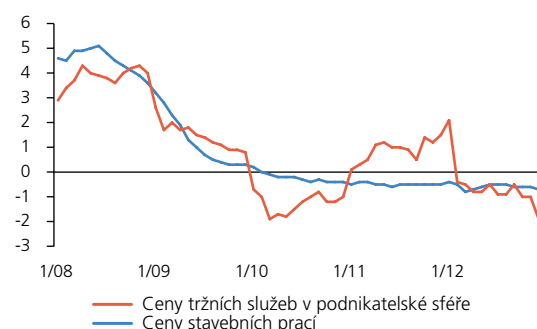
Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 růst cen zemědělských výrobců dále zrychlil (meziroční změny v %)



GRAF III.2.8

### OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Pokles cen tržních služeb se v prosinci zřetelně prohloubil, ceny stavebních prací setrvaly v poklesu (meziroční změny v %)



u architektonických a inženýrských služeb, kde byl ovlivněn zejména trvalou nízkou poptávkou po investicích do budov a staveb. Celkově ceny klesaly ve čtvrtém čtvrtletí u zhruba poloviny skupin tržních služeb. V ostatních sledovaných odvětvích pokračoval jen mírný cenový růst, výrazněji vzrostly pouze ceny v odvětví finančních služeb kromě pojišťovnictví a penzijního financování (ve čtvrtém čtvrtletí 2012 v průměru o 3,7 %).

### III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve třetím čtvrtletí 2012 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu dále prohloubil na -1,3 %.<sup>16</sup> V mezičtvrtletním srovnání se HDP snížil o 0,3 %. Nejvíce k dosaženému meziročnímu poklesu přispěly spotřeba domácností a změna stavu zásob. Spotřeba vlády ve třetím čtvrtletí stagnovala. Prorůstově působil při trvajícím předstihu růstu vývozu před dovozem pouze čistý vývoz. Na straně nabídky podpořily tvorbu produktu kladným růstovým příspěvkem pouze některá odvětví služeb, naproti tomu ve zpracovatelském průmyslu již druhé čtvrtletí v řadě přidaná hodnota meziročně klesala. Pokračovalo rozevírání odhadované mezery výstupu do záporných hodnot.

#### III.3.1 Domácí poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2012 se meziroční pokles **domácí poptávky** dále prohloubil. Přispěly k tomu především zásoby, jejichž záporný příspěvek se zřetelně zvýšil (Graf III.3.2). Také obnovený pokles fixních investic se podílel na snížení celkové domácí poptávky. Pokles spotřeby domácností, která představuje největší výdajovou složku HDP<sup>17</sup>, se naopak poněkud zmírnil. Vliv spotřeby vlády byl po předchozím poklesu ve třetím čtvrtletí neutrální.

#### Konečná spotřeba

Ve třetím čtvrtletí 2012 pokračovala **spotřeba domácností** v meziročním poklesu, který se však dále zmírnil (na -2,4 %; Graf III.3.3). Její pokles souvisel zejména s probíhající fiskální konsolidací, stagnací na trhu práce a značnými nejistotami o budoucím ekonomickém vývoji. Působení těchto faktorů se ve třetím čtvrtletí 2012 projevilo ve zřetelném snížení dynamiky růstu nominálních i reálných příjmů domácností a v udržení jejich od počátku roku výrazně zvýšeného sklonu k úsporám.

Meziroční růst **nominálního hrubého disponibilního důchodu** byl ve třetím čtvrtletí 2012 již jen velmi mírný a dosáhl 0,3 %. Oproti předchozímu čtvrtletí se jeho dynamika snížila o výrazných 2,5 procentního bodu. Kromě toho byla **reálná kupní síla** hrubého disponibilního důchodu nadále snižována meziroční inflací<sup>18</sup>, i když v menší míře než ve druhém čtvrtletí 2012. Vliv inflace se projevil v opětovném poklesu reálného hrubého disponibilního důchodu, který dosáhl -1,4 % (Graf III.3.3). Pokles reálných spotřebních výdajů byl však ještě výraznější.

Pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu zároveň ukazuje, že ke zřetelnému zmírnění tempa jeho růstu došlo zejména v důsledku pomaleji rostoucích mezd a platů a důchodů z vlastnictví ve srovnání s předchozím čtvrtletím (Graf III.3.4).

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

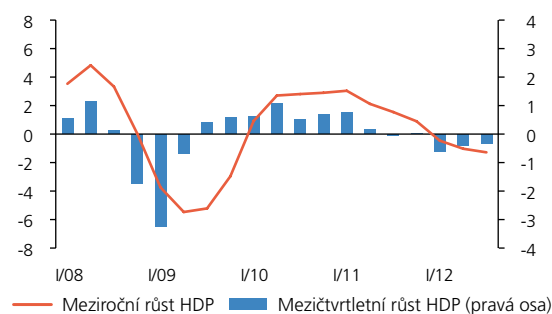
17 Podíl spotřeby domácností na HDP v běžných cenách činil ve třetím čtvrtletí 2012 zhruba 50 %.

18 Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

GRAF III.3.1

#### HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

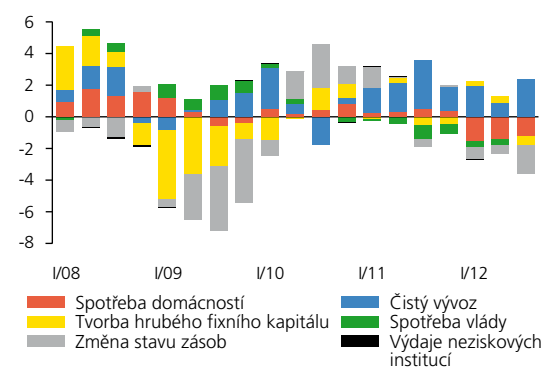
Meziroční pokles HDP se ve třetím čtvrtletí 2012 prohloubil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

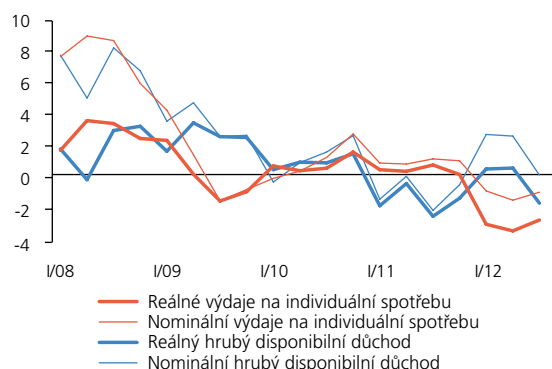
Reálný HDP byl ve třetím čtvrtletí 2012 tažen čistým vývozem, domácí poptávka klesala (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

#### VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálné výdaje domácností nadále klesaly (meziroční změny v %)

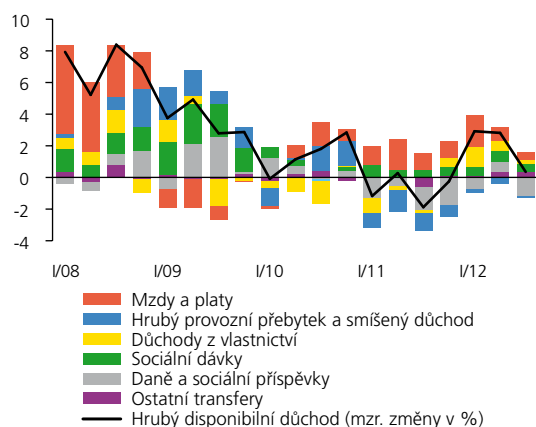


GRAF III.3.4

## DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Nominální hrubý disponibilní důchod se zvýšil jen nepatrně

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

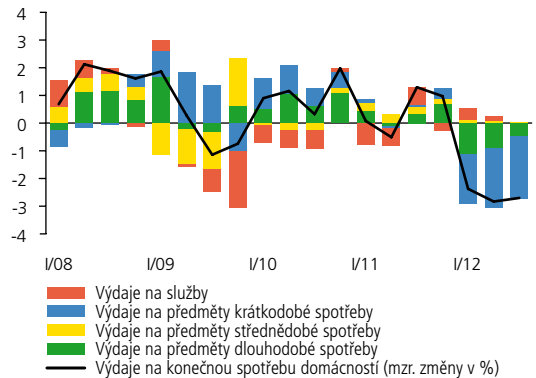


GRAF III.3.5

## STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

Domácnosti nejvíce omezují výdaje na krátkodobou spotřebu

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

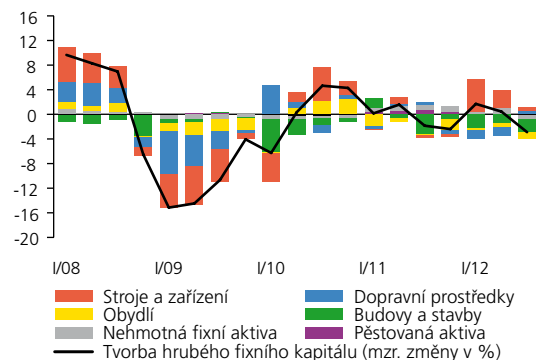


GRAF III.3.6

## TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

K poklesu fixních investic nejvíce přispěly investice do staveb

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



Také meziročně vyšší placené daně a sociální příspěvky oslabily růst disponibilního důchodu domácností. Váhově poměrně významné příjmy podnikatelů (důchody z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu) pokračovaly již sedmé čtvrtletí v řadě v meziročním poklesu, který byl ale zanedbatelný (-0,1 %). Kladný příspěvek k meziročnímu růstu disponibilního důchodu na úrovni předchozího čtvrtletí si tak zachovaly pouze **sociální dávky** a příjmy z ostatních transferů.

Přestože reálný hrubý disponibilní důchod ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně klesal, domácnosti nadále vytvářely zvýšené finanční rezervy. **Míra hrubých úspor domácností** se sice po zřetelném nárůstu na počátku roku 2012 (na 13 %)¹⁹ ve třetím čtvrtletí mírně snížila, zůstala však na znatelně vyšší úrovni ve srovnání s předchozími roky (12,8 %; Graf II.2.18). Tento poznatek nasvědčuje tomu, že domácnosti silně vnímaly přetrvávající nejistoty na trhu práce a očekávaná další restriktivní fiskální opatření. Umírněné spotřební chování domácností indikoval také jen slabý růst **spotřebitelských úvěrů** ve třetím čtvrtletí 2012 (viz kapitola III.5.2) a probíhající změny ve věcné struktuře spotřebních výdajů domácností. Podle posledních údajů ČSÚ domácnosti i ve třetím čtvrtletí 2012 snižovaly své výdaje na **spotřební statky** krátkodobé a dlouhodobé spotřeby (Graf III.3.5). Postupně také omezovaly své výdaje na služby, takže ve třetím čtvrtletí – podobně jako u výdajů na předměty střednědobé spotřeby – již v meziročním srovnání stagnovaly.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** zatím nesignalizují znatelnou změnu ve vývoji spotřeby domácností. Listopadové sezonně očištěné údaje o vývoji reálných tržeb v maloobchodu včetně motoristického segmentu meziročně klesaly (o 3,1 %). Jejich pokles ovlivnil nižší prodej zboží ve všech sledovaných segmentech. Rovněž poslední výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ z ledna 2013 nenaznačují změnu ve spotřebním chování domácností. Indikátor spotřebitelské důvěry se mírně zhoršil, a setrval tak na úrovni blízké historickým minimům. Za těmito výsledky stálo zejména zhoršující se očekávání domácností ohledně celkové hospodářské situace a nezaměstnanosti.

Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve třetím čtvrtletí 2012, po sedmi čtvrtletích poklesu, stagnovaly na úrovni stejného období předchozího roku.

## Investice

Při trvajících značných nejistotách podniků a domácností o budoucím vývoji ekonomiky a pokračující fiskální konsolidaci byl vývoj investic ve třetím čtvrtletí 2012 nadále utlumený (Graf III.3.6). Po mírném meziročním růstu v první polovině roku 2012 **fixní investice** ve třetím čtvrtletí poklesly o 2,3 %.

19 Dle revidovaných, sezonně očištěných údajů národních účtů. Viz BOX Revize čtvrtletních národních účtů.



K poklesu fixních investic přispěla většina sledovaných sektorů, pouze ve finančních a neziskových institucích investice stagnovaly na úrovni stejného období předchozího roku (Graf III.3.7). Ve srovnání s dosavadními tendencemi byl významný meziroční pokles investic ve váhově nejvýznamnějším **sektoru nefinančních podniků** (o 0,9 %),<sup>20</sup> ke kterému došlo po dvou letech. K této změně přispěla zřejmě většina složek investic nefinančních podniků, zejména prohloubení meziročního poklesu investic do budov a staveb a klesající investice do nehmotného majetku po předchozím mírném růstu. Investice do strojů a zařízení ještě rostly, avšak výrazně nižším tempem než v předchozích dvou čtvrtletích. Poslední výsledky konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z prosince signalizují postupné zlepšování výhledu vývoje investic v sektoru nefinančních podniků.

V **sektoru domácností** se investice ve třetím čtvrtletí meziročně snížily o 1,5 %. Přispěly k tomu především investice do obydlí, jejichž meziroční pokles se prohloubil na 7,2 % (Graf III.3.8). Příčiny slábnoucí poptávky po investicích do obydlí zůstávají stejné jako v předchozích čtvrtletích, především to bylo velmi omezující rozhodování domácností o investicích při nejistých výhledech hospodářského vývoje a zaměstnanosti. Svědčil o tom i zpomalující růst nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2). Vývoj předstihových indikátorů zatím neindikuje oživení poptávky po bydlení v dalším období. Počty zahájených bytů nadále výrazně klesají (meziročně o 19,6 %), což svědčí o korekci odhadu poptávky po bydlení na straně developerů s přihlédnutím k již existující zásobě nových neprodaných bytů, nízké důvěře domácností a očekávání vývoje jejich budoucích příjmů.

V **sektoru vlády** pokračoval dlouhodobější pokles fixních investic, odrážející úsporná opatření vlády a problémy s čerpáním finančních zdrojů z evropských fondů v průběhu roku 2012. Ve třetím čtvrtletí se vládní fixní investice meziročně snížily o 0,5 %.

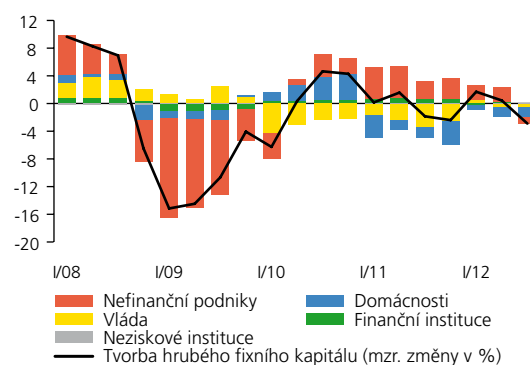
Záporný příspěvek změny stavu **zásob** k vývoji HDP se ve třetím čtvrtletí 2012 prohloubil (na -1,8 procentního bodu; Graf III.3.2). Podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z prosince se kladné saldo předpokládaného meziročního vývoje zásob vstupů a nedokončené výroby v šetřených podnicích v tomto a dalším čtvrtletí 2012 znatelně snížilo. Saldo odpovědí na očekávaný vývoj zásob hotových výrobků vykázalo záporné hodnoty.

GRAF III.3.7

## INVESTICE PODLE SEKTORŮ

Investice klesaly ve většině sledovaných sektorů

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

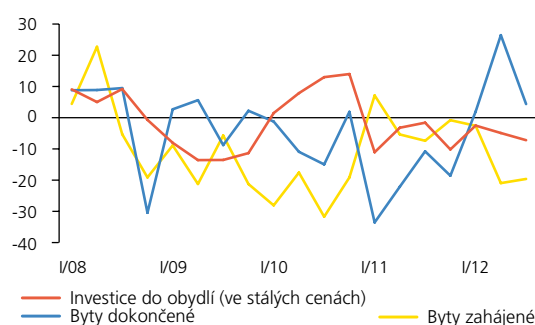


GRAF III.3.8

## INVESTICE DO OBYDLÍ

Pokles investic do obydlí se dále prohloubil

(meziroční změny v %)



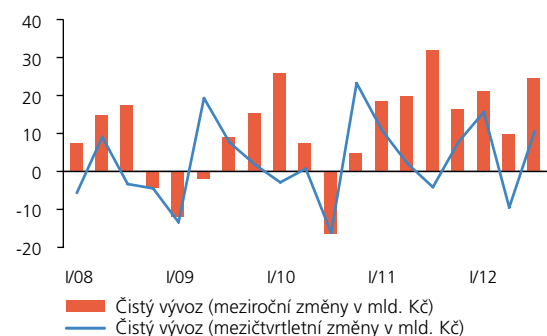
20 Investice nefinančních podniků tvoří více než 60 % celkových fixních investic.



GRAF III.3.9

## ČISTÝ VÝVOZ

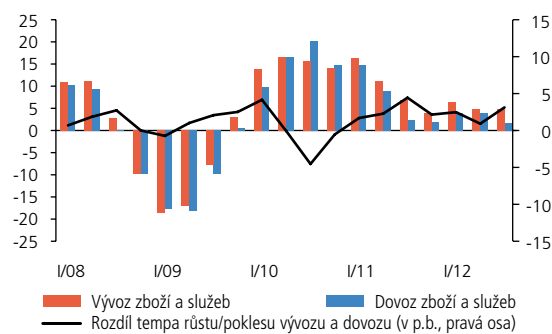
Ve třetím čtvrtletí 2012 se čistý vývoz meziročně výrazně zvýšil (sezonně očištěné údaje, stálé ceny)



GRAF III.3.10

## VÝVOZ A DOVOZ

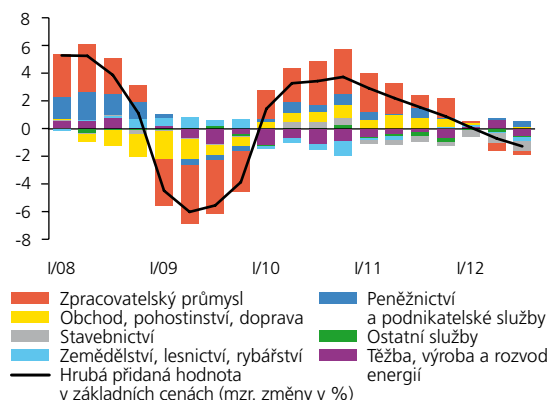
Růst obrátu zahraničního obchodu ve třetím čtvrtletí 2012 zpomalil, vývoz však rostl nadále rychleji než dovoz (meziroční změny v %, procentní body, stálé ceny, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.11

## PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ve třetím čtvrtletí 2012 hrubá přidaná hodnota pokračovala v poklesu (příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



## III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Při meziročním poklesu většiny složek domácí poptávky byl **čistý vývoz zboží a služeb**<sup>21</sup> i ve třetím čtvrtletí 2012 hlavním prorůstovým faktorem HDP (Graf III.3.2). Jeho meziroční růst pokračoval již osmé čtvrtletí v řadě. V samotném třetím čtvrtletí 2012 dosáhl přebytek čistého vývozu 94,5 mld. Kč, což byla hodnota o více než 24 mld. Kč vyšší než ve stejném období předchozího roku. V mezičtvrtletním srovnání se čistý vývoz zvýšil o téměř 11 mld. Kč (Graf III.3.9). Růst čistého vývozu byl nadále pouze důsledkem vývoje přebytku obchodní bilance, neboť přebytek bilance služeb se již čtvrté čtvrtletí v řadě snižoval.

Podobně jako v předchozích šesti čtvrtletích vedl k meziročnímu zvýšení čistého vývozu předstih růstu vývozu před růstem dovozu, který se zvýšil na 3,1 procentního bodu (Graf III.3.10). Meziroční růst celkového obchodního obrátu však dále zpomalil. **Celkový vývoz** vzrostl o 4,7 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím se tempo jeho růstu jen nepatrně zmírnilo (o 0,2 procentního bodu). Vývoj celkového vývozu odrážel další zpomalení růstu vnější poptávky v zemích našich hlavních obchodních partnerů, zejména Německa. Projevilo se však pouze ve zmírnění růstu vývozu zboží, zatímco růst vývozu služeb zrychlil.

Zpomalení růstu **celkového dovozu** bylo ve třetím čtvrtletí 2012 výraznější než u vývozu. Oproti předchozímu čtvrtletí se tempo jeho meziročního růstu zmírnilo o 2,4 procentního bodu na 1,6 % (Graf III.3.10). Hlavní příčinu lze vidět v dalším prohloubení meziročního poklesu celkové domácí poptávky, které se odrazilo v jen nepatrném růstu dovozu zboží, zejména v důsledku poklesu dovozu zboží pro investiční účely. Růst dovozu služeb však ve srovnání s předchozím čtvrtletím zrychlil a vlivem velmi rychlého růstu u dílčí položky ostatních služeb dosáhl po pěti čtvrtletích dvouciferné hodnoty.

## III.3.3 Nabídka

Ve třetím čtvrtletí 2012 **hrubá přidaná hodnota** v základních cenách setrvala v meziročním poklesu, který se dále prohloubil (na -1,3 %; Graf III.3.11). Slábnoucí domácí i zahraniční poptávka se nadále promítala do výkonů jednotlivých odvětví s rozdílnou intenzitou, přičemž převažoval klesající trend. Kladný příspěvek k meziročnímu vývoji přidané hodnoty zaznamenala jen některá odvětví služeb.

Ve **zpracovatelském průmyslu** hrubá přidaná hodnota již druhé čtvrtletí v řadě klesala (ve třetím čtvrtletí 2012 o 1,2 %), a také v ostatních odvětvích průmyslu<sup>22</sup> se meziročně snížila. V souhrnu tak byl příspěvek průmyslu k meziročnímu růstu hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí záporný a dosáhl 0,7 procentního bodu (Graf III.3.11).

21 V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

22 Odvětví těžby a dobývání a výroba a rozvod energií.

K dalšímu oslabení meziroční dynamiky hrubé přidané hodnoty v průmyslu (na -2,5 %) došlo při pokračujícím reálném poklesu **průmyslové produkce**, který ve třetím čtvrtletí dosáhl -1,1 %. (Graf III.3.12)<sup>23</sup> Přetrvávající nízká poptávka se odrazila ve vývoji produkce převážně většiny odvětví, růst produkce si udržela jen některá vývozně orientovaná odvětví – výroba elektrických zařízení, strojů a zařízení a ostatních dopravních prostředků. Výrazný dvouciferný růst byl také zaznamenán po předchozím poklesu v odvětví výroby koku a rafinovaných ropných produktů a výroby chemických látek a chemických přípravků. V převážné většině odvětví průmyslu však produkce ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně klesala.<sup>24</sup> Největší vliv na její celkový pokles v průmyslu mělo odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů, kde se produkce poprvé od krizového roku 2009 meziročně snížila (o 3,1 %).

Působení nízké poptávky na vývoj produkce v průmyslu ve třetím čtvrtletí 2012 indikoval jak zpomalující již poměrně nízký meziroční růst přímých **tržeb** z vývozu (v běžných cenách), tak nevýrazný růst domácích tržeb<sup>25</sup> po předchozím poklesu.

Průmyslová produkce klesala podle sezonně očištěných údajů i v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2012 (Graf III.3.12). S těmito údaji korespondují lednové výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ v průmyslu, podle kterých dále vzrostl vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu** (Graf III.3.13) a **využití výrobních kapacit** se snížilo. Značně rozkolísaný meziroční vývoj **nových průmyslových zakázek** kolem nulové hodnoty také zatím nenaznačuje znatelné zlepšení podmínek pro vývoj průmyslové produkce v dalším období (Graf III.3.14).

Pouze v odvětví **služeb a obchodu** byl ve třetím čtvrtletí 2012 vytvořen kladný příspěvek k celkovému meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty (0,4 procentního bodu ve třetím čtvrtletí 2012). Její růst byl v tomto odvětví podpořen zejména rychle rostoucí přidanou hodnotou v oblasti nemovitostí (meziročně o 6,7 %), zatímco v peněžnictví a pojišťovnictví přidaná hodnota od čtvrtého čtvrtletí 2011 zřetelně klesá. Podle posledních listopadových údajů ČSÚ plošný pokles tržeb v maloobchodu zatím nenasvědčuje tomu, že by odvětví obchodu znatelně podpořilo vývoj přidané hodnoty v posledním čtvrtletí roku 2012.

Ve **stavebnictví** pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2012 dvouciferný meziroční pokles hrubé přidané hodnoty (o 10 %) a jeho záporný příspěvek k meziročnímu poklesu celkové hrubé přidané hodnoty dosáhl stejné hodnoty jako v průmyslu (0,7 procentního bodu; Graf III.3.11). Za tímto výsledkem stál pokračující dvouciferný meziroční propad produkce inženýrského stavitelství a mírnější pokles produkce pozemního stavitelství. Zlepšení situace v tomto odvětví nenaznačují ani poslední

23 Podle sezonně očištěných údajů.

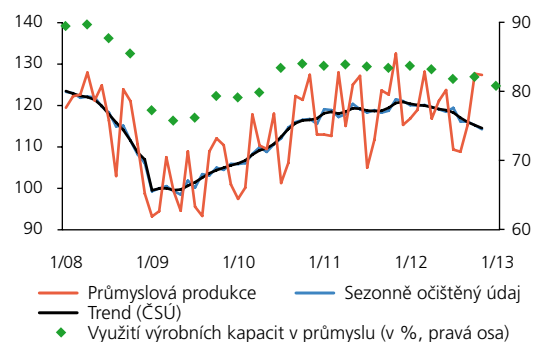
24 Produkce klesala u zhruba tří čtvrtin sledovaných odvětví.

25 Do domácích tržeb je také zahrnován nepřímý vývoz realizovaný prostřednictvím neprůmyslových podniků.

GRAF III.3.12

### PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

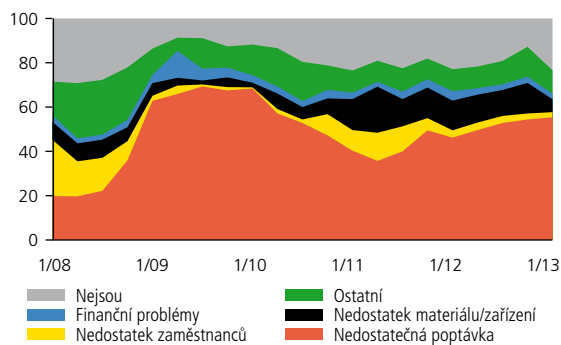
Sezonně očištěný objem průmyslové produkce se snižuje (bazický index, rok 2005 = 100)



GRAF III.3.13

### BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

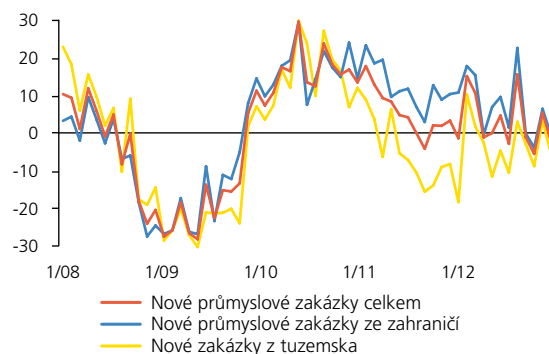
Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil (v %)



GRAF III.3.14

### NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Růst nových průmyslových zakázek kolísá kolem nulových hodnot (meziroční změny v %)

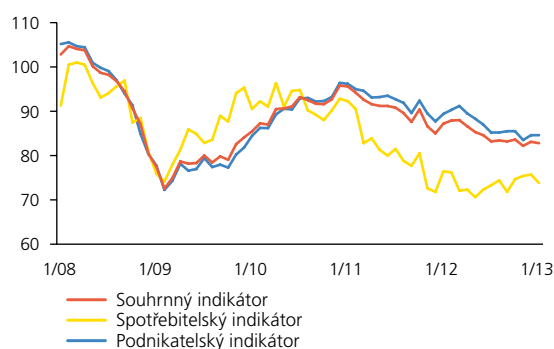


GRAF III.3.15

## INDIKÁTORY DŮVĚRY

Důvěra podnikatelů se oproti třetímu čtvrtletí 2012 snížila

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)

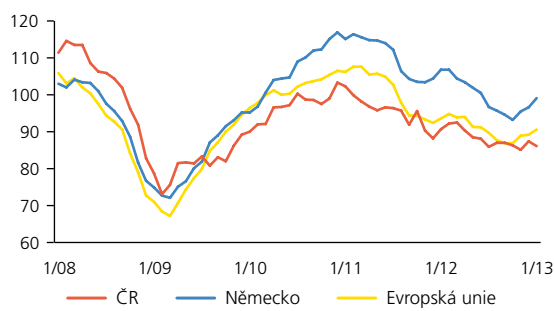


GRAF III.3.16

## EKONOMICKÝ SENTIMENT

Ekonomický sentiment jak v ČR, tak v Německu i EU se v závěru roku 2012 zlepšil

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

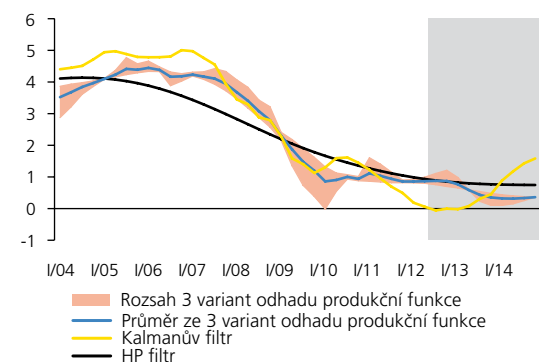


GRAF III.3.17

## POTENCIÁLNÍ PRODUKT

Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce zůstalo ve třetím čtvrtletí 2012 nezměněno

(meziroční změny v %)



listopadové údaje o počtu vydaných stavebních povolení, které se meziročně snížily o 14,1 %. Pesimistická očekávání ve stavebnictví tak nadále přetrvávají, což se projevuje i ve snižování počtu zaměstnanců.

Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se **souhrnný indikátor důvěry** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 celkově výrazněji nezměnil (Graf III.3.15), když pokles důvěry podnikatelů byl kompenzován mírným zlepšením důvěry spotřebitelů. V lednu 2013 však souhrnný indikátor důvěry mírně poklesl, a to hlavně vlivem opětovného snížení důvěry spotřebitelů. Z mezinárodního srovnání je patrné, že jak v Německu, tak v EU jako celku se ekonomický sentiment po celý rok 2012 s výjimkou jeho závěru zhoršoval (Graf III.3.16). V listopadu a prosinci se však situace změnila, když došlo ke zdatnému zlepšení ekonomického sentimentu v těchto zemích. Zatímco se ekonomický sentiment v ČR na konci třetího čtvrtletí 2012 přiblížil průměru v zemích EU, v závěru roku se i přes své dílčí zlepšení opětovně dostal pod tento průměr. V lednu 2013 se jejich rozdíl ještě zvýraznil.

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

Ve třetím čtvrtletí 2012 se zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu zastavilo, rozevírání mezery výstupu do záporných hodnot však pokračovalo i nadále. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**<sup>26</sup> se tempo růstu potenciálního produktu v posledním období ustálilo na 0,9 %<sup>27</sup> (Graf III.3.17). Mezera výstupu se dále rozevířela na -1,7 %<sup>27</sup> z potenciálního produktu (Graf III.3.18). Na prognóze tato metoda naznačuje ještě další zpomalení růstu potenciálního produktu. Související mezera výstupu by měla pokračovat v rozevírání do záporných hodnot až do poloviny letošního roku, kdy se začne postupně zmírňovat. Uzavření mezery výstupu však nastane až v posledním čtvrtletí roku 2014.

Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v její základní variantě ukazuje, že za postupným ustálením tempa růstu potenciálního produktu stálo jak odeznění záporného příspěvku rovnovážné zaměstnanosti, tak i pozvolné ustálení dynamiky vývoje příspěvku souhrnné produktivity. Od druhé poloviny příštího roku ale opět odhad naznačuje nárůst negativního příspěvku zaměstnanosti. Naopak příspěvek kapitálu zůstal stabilní a ani na horizontu prognózy se výrazněji nezmění (Graf III.3.19).

26 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  $\alpha$  (podíl práce na HDP). Při filtraci produktivity je v HP filtru používán koeficient  $\lambda = 10000$ . Odhad budoucího vývoje potenciálu a mezery výstupu vychází z makroekonomické prognózy ČNB. Zahrnutí prognózy pomáhá zmírnit vychýlení HP filtru na konci datového vzorku.

27 Průměry ze tří variant výpočtu.

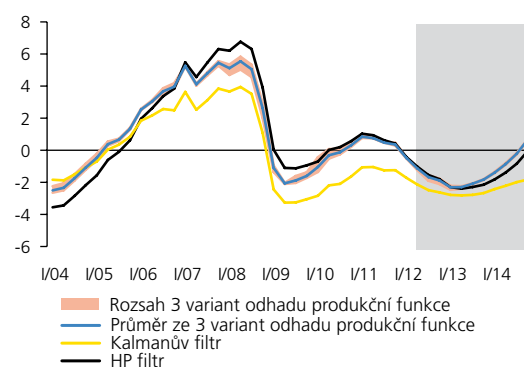
Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>28</sup> indikuje stejné tempo růstu potenciálního produktu (0,9 % ve třetím čtvrtletí 2012) jako výpočet pomocí produkční funkce. Mezera výstupu do poloviny roku 2013 vychází oběma metodami obdobně, HP filtr však naznačuje pozvolnější uzavírání mezery výstupu ve druhé polovině letošního roku i v roce 2014. **Kalmanův filtr**, počítaný na datech včetně prognózy, indikuje nepatrně záporný růst potenciálního produktu ve třetím čtvrtletí 2012 (0,1 %), který po stagnaci na přelomu let 2012 a 2013 na prognóze roste. V porovnání s propočtem Cobbovy-Douglasovy produkční funkce indikuje Kalmanův filtr větší otevření mezery výstupu do záporných hodnot a po její stagnaci v roce 2013 pomalejší uzavírání. Přetrvávající rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod tak poukazuje na míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

GRAF III.3.18

**MEZERA VÝSTUPU**

**Mezera výstupu se ve třetím čtvrtletí 2012 rozevírala do více záporných hodnot**

(v % z potenciálního produktu)

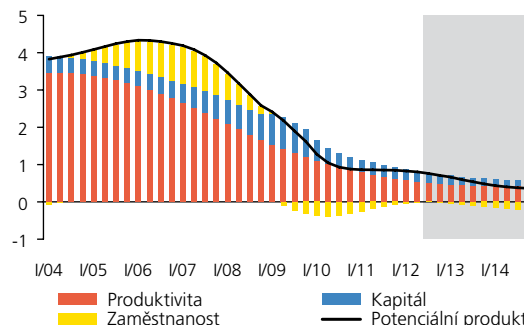


GRAF III.3.19

**PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU**

**Příspěvek souhrnné produktivity bude i nadále hlavním faktorem růstu potenciálního produktu**

(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)

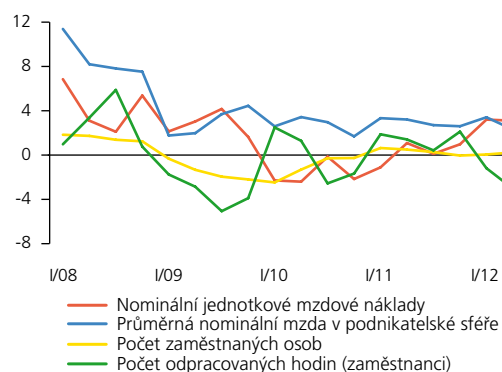


28 V odhadu pomocí HP filtru byl rovněž použit koeficient  $\lambda = 10000$ .

GRAF III.4.1

## INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí 2012 počet odpracovaných hodin klesal, růst průměrné nominální mzdy zpomalil (meziroční změny v %)

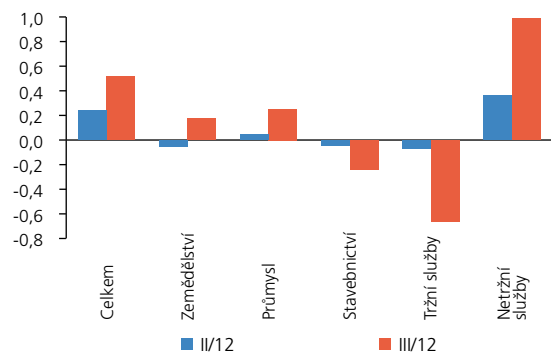


GRAF III.4.2

## ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na mírném růstu zaměstnanosti se nejvíce podílelo odvětví netržních služeb

(příspěvky v procentních bodech k meziroční změně, vybraná odvětví, zdroj: VŠPS)

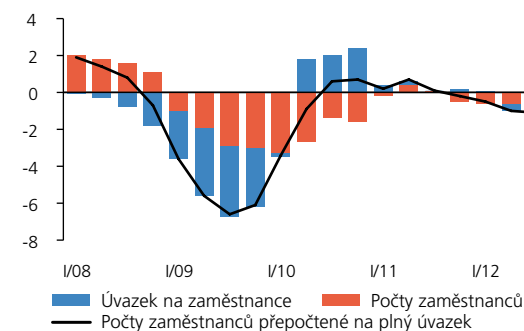


GRAF III.4.3

## PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

Počty zaměstnanců přepočtené na plné pracovní úvazky ve třetím čtvrtletí 2012 klesaly

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



## III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl ve třetím čtvrtletí 2012 nadále ovlivňován pokračujícím oslabováním ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců sice mírně vzrostly, avšak po přepočtu na plné úvazky počet zaměstnanců dále klesal. Při vyšším nárůstu pracovní síly než zaměstnanosti se obecná míra nezaměstnanosti meziročně zvýšila. Mezičtvrtletně po sezonním očištění zhruba stagnovala, zatímco míra registrované nezaměstnanosti se ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2012 zvyšovala. Při trvalé nízké poptávce po práci meziroční růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zřetelně zpomalil a přispěl ke snížení tempa růstu celkového objemu mezd a platů v ekonomice i mzdové náročnosti produktu. Pokles národohospodářské produktivity práce se dále neprohluboval.

## III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Meziroční růst celkové **zaměstnanosti**<sup>29</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 dále zrychlil (na 0,5 %; Graf III.4.1). V mezičtvrtletním srovnání (po sezonním očištění) se zaměstnanost zvýšila o 0,3 %. Ve struktuře se na zrychlení meziročního růstu celkové zaměstnanosti podílela skupina zaměstnanců<sup>30</sup>, jejichž předchází snižování po dobu tří čtvrtletí v řadě přešlo opět v mírný růst (o 0,3 %). Růst počtu podnikatelů naopak zvolnil (na 1,4 %)<sup>31</sup> a koncentroval se do poměrně malého okruhu činností.<sup>32</sup> Týkal se pouze podnikatelů bez zaměstnanců, počty podnikatelů se zaměstnanci nadále meziročně klesaly.

Přízpůsobování trhu práce utlumené ekonomické aktivitě je patrné při pohledu na vývoj počtu odpracovaných hodin a **přepočtený počet zaměstnanců** na plné úvazky. Pokračující snižování **počtu odpracovaných hodin** (meziročně o 2,6 %; Graf III.4.1) a klesající počty zaměstnanců po přepočtu na plné úvazky (meziročně o 1,1 %; Graf III.4.3) totiž naznačovaly, že zaměstnavatelé sice v některých odvětvích zvyšovali počty zaměstnanců, avšak v podmínkách slábnoucí ekonomické aktivity celkově zkracovali jejich pracovní úvazky. Tento postup lze vnímat jako projev obezřetnosti zaměstnavatelů při trvajících značných nejistotách o budoucím vývoji poptávky a současně jako způsob racionalizace mzdových nákladů při snížené poptávce.

V **průmyslu** zrychlil růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2012 jen mírně a nepřesáhl úroveň 1 %. Počty pracovníků přitom rostly jen ve zpracovatelském průmyslu. Klesající přepočtený počet zaměstnanců v průmyslu (meziročně o 0,7 %) však současně indikoval zkracování

29 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

30 Včetně členů produkčních družstev.

31 V absolutním vyjádření byl jejich meziroční nárůst jen mírně vyšší než ve skupině zaměstnanců (o 12,7 tis., oproti 12,6 tis. osob).

32 Především velkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidel.

pracovních úvazků v tomto odvětví. Podle posledních dostupných údajů za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí 2012 se v průmyslu meziročně snížily i nepřepočtené počty zaměstnanců (o 0,5 % v říjnu, resp. 0,7 % v listopadu)<sup>33</sup>.

V rámci odvětví se ale nejvíce zvýšila zaměstnanost v sektoru **netržních služeb**, kde bylo zmírnění meziročního poklesu zaměstnanosti ve veřejné správě a obraně doprovázeno poměrně výrazným nárůstem zaměstnanosti v ostatních odvětvích (především ve vzdělávání). I v tomto odvětví byly uplatňovány zkrácené pracovní úvazky, o čemž svědčil meziročně stagnující přepočtený počet zaměstnanců ve vzdělávání a jejich pokles v odvětví zdravotní a sociální péče. V **tržních službách** zesílil meziroční pokles zaměstnanosti z předchozího čtvrtletí, což bylo ovlivněno zejména odvětvími obchodu, dopravy a skladování, resp. ubytování a stravování. K prohloubení poklesu zaměstnanosti došlo i ve **stavebnictví**, kde přetrvával vliv nízké poptávky po stavebních pracích. V zemědělství se zaměstnanost po delším období opět zvýšila (Graf III.4.2).

Při souběhu rychlejšího růstu pracovní síly než zaměstnanosti se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>34</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně zvýšila. Mezičtvrtletně po sezonním očištění zhruba stagnovala na hodnotě 7 %. **Míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV) ve stejném období meziročně vzrostla o 0,2 procentního bodu na 8,6 %. V mezičtvrtletním srovnání se rovněž zvýšila o 0,2 procentního bodu na 9 %.<sup>35</sup> Růst míry registrované nezaměstnanosti pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí 2012 (na 9,3 %; Graf III.4.4).

**Beveridgeova křivka**<sup>36</sup> se během čtvrtého čtvrtletí 2012 postupně posouvala východním směrem, když došlo k nárůstu počtu nezaměstnaných při pouze mírném poklesu volných pracovních míst (Graf III.4.5). Beveridgeova křivka tak naznačovala pokračující zhoršování situace na trhu práce v posledních měsících roku 2012.

### III.4.2 Mzdy a produktivita

V podmínkách trvajících nízké poptávky po práci meziroční růst **průměrné nominální mzdy**<sup>37</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 dále výrazně zpomalil (na 1,4 %). Při souběhu s pouze nepatrným snížením meziroční inflace pak **průměrná reálná mzda** dále prohloubila svůj pokles na 1,8 %. Další zřetelné zmírnění dynamiky meziročního růstu průměrné nominální mzdy bylo ovlivněno vývojem mezd v podnikatelské sféře (Tab. III.4.1).

33 Jedná se o podniky s 50 a více zaměstnanci, bez agenturních zaměstnanců.

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

35 Pro mezičtvrtletní vyjádření jsou používány 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.

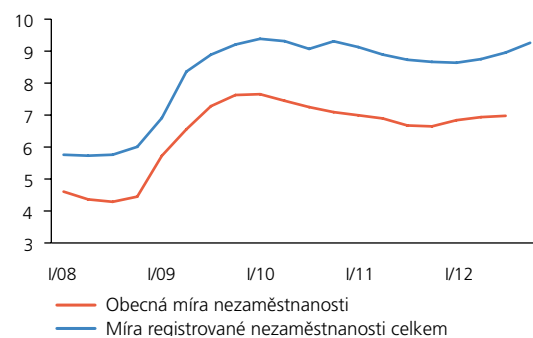
37 Jde o průměrnou hrubou mzdu na přepočtené počty zaměstnanců.

GRAF III.4.4

#### MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

**Míra registrované nezaměstnanosti se ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2012 zvýšila**

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

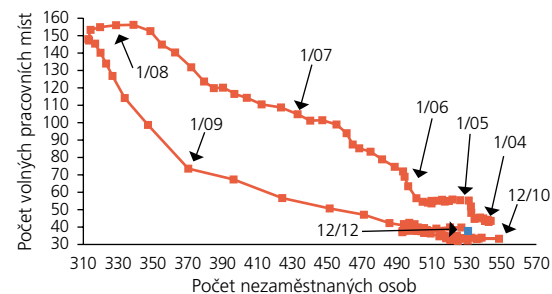


GRAF III.4.5

#### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

**Počet volných pracovních míst ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2012 stagnoval**

(sezonně očištěné počty v tis., zdroj: MPSV)



TAB. III.4.1

#### MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

**Růst průměrné nominální mzdy se ve třetím čtvrtletí 2012 zřetelně zmínil, pokles národně hospodářské produktivity práce zůstal poblíž 2 %**

(meziroční změny v %)

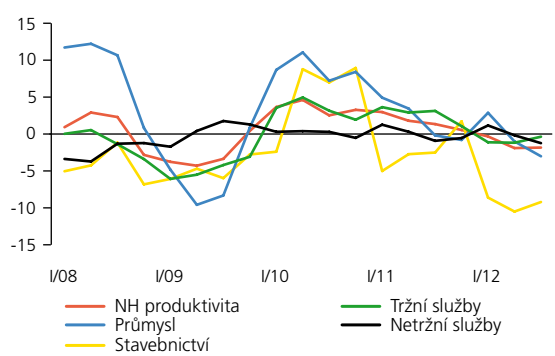
	IV/11	I/12	II/12	III/12
Průměrná mzda v ČR				
nominální	2,4	3,4	2,3	1,4
reálná	0,0	-0,3	-1,1	-1,8
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	2,6	3,4	2,3	1,3
reálná	0,2	-0,4	-1,1	-1,9
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	1,6	3,4	2,3	2,3
reálná	-0,8	-0,3	-1,1	-1,0
NHPP	0,5	-0,3	-1,9	-1,8
NJMN	1,0	3,2	3,1	2,2



GRAF III.4.6

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

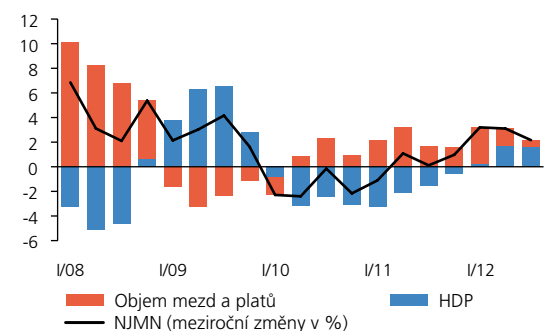
Produktivita klesala ve všech sledovaných odvětvích  
(meziroční změny v %)



GRAF III.4.7

## MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

Meziroční růst NJMN se zdatelně zmínil  
(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Ke zpomalení meziročního růstu průměrné nominální mzdy v **podnikatelské sféře** ve třetím čtvrtletí 2012 (na 1,3 %) přispělo především výrazné snížení tempa růstu mezd ve zpracovatelském průmyslu, odrážející slábnoucí poptávku. Významný byl i meziroční pokles mezd v odvětví profesní, vědecké a technické činnosti. Ve většině ostatních odvětví podnikatelského sektoru růst průměrné nominální mzdy pokračoval, jeho dynamika však byla značně různorodá. Reálně se pokles průměrné mzdy v podnikatelské sféře dále prohloubil na -1,9 %.

V **nepodnikatelské sféře** pokračoval meziroční růst průměrné nominální mzdy stejným tempem jako ve druhém čtvrtletí 2012 (2,3 %). Za touto stagnací se skrývalo zpomalení mzdového růstu v odvětví veřejná správa a obrana (na 0,8 %), které bylo plně kompenzováno zrychleným růstem průměrné mzdy ve vzdělávání. Díky lehkému snížení meziroční inflace se reálný pokles průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře z předchozího čtvrtletí nepatrně zmínil (Tab. III.4.1).

Při stagnaci poklesu reálného HDP a jen mírném nárůstu zaměstnanosti se meziroční pokles **národohospodářské produktivity**<sup>38</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 téměř nezmenil a nadále se nacházel poblíž 2% hranice (Graf III.4.6). Přitom stejně jako v předchozím čtvrtletí produktivita meziročně klesala ve všech sledovaných odvětvích. Nejvýraznější pokles zaznamenala produktivita ve stavebnictví, byl však mírnější než v předchozím čtvrtletí. Také ve zpracovatelském průmyslu produktivita klesala méně než ve druhém čtvrtletí 2012.

Za uvedených okolností růst **mzdové náročnosti produktu**<sup>39</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně zvolnil (o 0,9 procentního bodu oproti druhému čtvrtletí 2012 na 2,2 %; Graf III.4.7). Toto zdatelné snížení tempa růstu NJMN bylo způsobeno meziročním zmírněním růstu objemu mezd a platů (z 1,4 % ve druhém čtvrtletí 2012 na 0,6 %), neboť reálný pokles produktu ve třetím čtvrtletí 2012 setrval na úrovni předchozího čtvrtletí.

V rámci odvětví se na zmírnění tempa růstu NJMN ve třetím čtvrtletí 2012 podílely oba sektory služeb. V průmyslu se však dynamika mzdové náročnosti produktu dále zvýšila (meziročně na 4,9 %), neboť zmírnění růstu objemu mezd a platů bylo doprovázeno výraznějším prohloubením poklesu hrubé přidané hodnoty. Ve zpracovatelském průmyslu byl přitom růst NJMN o 1 procentní bod mírnější než v celém průmyslu.

38 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

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



### III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Růst peněžních agregátů v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 zpomalil. Současně v podmínkách nízkých úrokových sazeb, pokračující nejistoty a utlumené ekonomické aktivity přetrvává zvýšená preference držby vysoce likvidních peněz. Tempo růstu úvěrů soukromému sektoru se dále snížilo. K tomu došlo v podmínkách zpřísnění úvěrových standardů a některých podmínek při poskytování podnikových úvěrů ze strany bank. Klientské úrokové sazby se v návaznosti na zářijové a listopadové snížení repo sazby a následný pokles tržních sazeb snižovaly s výjimkou průměrné sazby ze spotřebitelských úvěrů, která dále vzrostla. Ukazatele hospodaření nefinančních podniků se mírně zlepšily. Tvorba čistých finančních aktiv v sektoru domácností zaznamenala v posledních čtvrtletích výrazné zrychlení. Nabídkové ceny bytů nadále meziročně klesaly, i když mírněji než v předchozím období.

#### III.5.1 Peníze

Růst peněžní zásoby zůstává umírněný. Roční míra růstu **peněžního agregátu M2** po předchozím poměrně kolísavém vývoji v listopadu zpomalila na 4,8 % (Graf III.5.1). Rychlost obratu peněz při meziročním poklesu nominálního HDP v závěru roku 2012 dále zpomalila. Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se rovněž snížila na 5,4 % a pohybuje se zhruba jeden procentní bod nad průměrem eurozóny.

Růst peněžní zásoby byl nadále tažen **vysoce likvidními penězi**. Roční míra růstu peněžního agregátu M1 přetrvávala lehce nad 8 % (Graf III.5.1). To odráželo růst jednodenních vkladů vlivem zvýšené preference ekonomických subjektů držet likvidní aktiva v podmínkách nízkých úrokových sazeb a ekonomického útlumu. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých termínovaných a jednodenních vkladů domácností se sice zvýšilo, v delším horizontu však zůstává na poměrně nízké úrovni (Graf III.5.2).

Z hlediska **sektorové struktury** peněžní zásoby měly hlavní příspěvek k jejímu růstu nadále vklady domácností. Roční míra růstu těchto vkladů kolísala okolo 4 % (Graf III.5.3). Růst vkladů nefinančních podniků v listopadu dosáhl 7,4 %, což se projevilo v dalším zvýšení pohotové likvidity podniků. Dynamika vkladů finančních neměnových institucí zpomalila na 7,7 %.

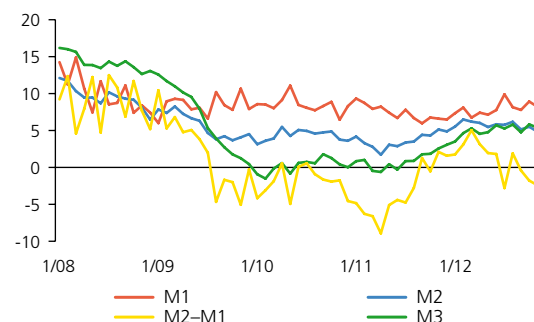
Z hlediska **zdrojů tvorby peněz** docházelo k tomu, že zvyšování čistých zahraničních aktiv bylo více než kompenzováno postupným snižováním růstu úvěrů soukromému i vládnímu sektoru. Růst čistých zahraničních aktiv souvisel zejména s růstem zahraničních aktiv bank.<sup>40</sup>

40 V jejich struktuře rostly nákupy dluhových cenných papírů tuzemskými bankami v zahraničí (meziročně o cca 14 %). Naopak růst úvěrů, resp. úložek tuzemských bank v zahraničí se po předchozím zvýšení od poloviny loňského roku zmínil na cca 5 %.

GRAF III.5.1

#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Roční míra růstu širokých peněžních agregátů zpomalila (roční míry růstu v %)

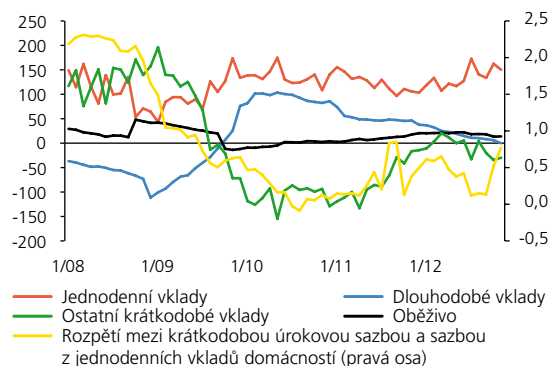


GRAF III.5.2

#### HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Přírůstek jednodenních vkladů nadále odrážel zvýšenou preferenci likvidity v podmínkách velmi nízkých úrokových sazeb a ekonomického útlumu

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

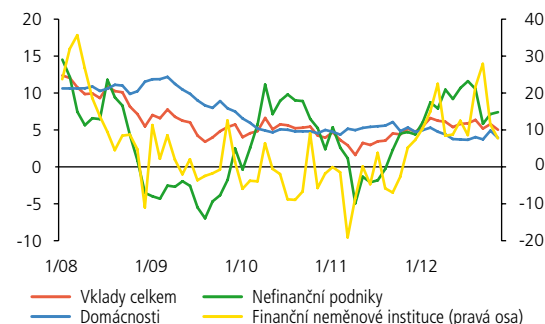


GRAF III.5.3

#### STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Růst vkladů domácností nadále kolísá okolo 4 %

(roční míry růstu v %)



TAB. III.5.1

## ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

## Úvěrové standardy bank se zpřísnily u podnikových úvěrů a naopak uvolnily u úvěrů domácnostem na bydlení

(čistý procentní podíl, kladná hodnota = zpřísnění, resp. růst, záporná hodnota = uvolnění, resp. pokles)

	Nabídka			Poptávka
	Úvěrové standardy	Úvěrové podmínky: z toho		Poptávka po úvěrech
		Průměrná marže úvěrů	Marže u rizikovějších úvěrů	
<b>Úvěry nefinančním podnikům</b>				
II/12	14	6	23	7
III/12 <sup>a)</sup>	20 (18)	18	21	-5 (6)
IV/12 <sup>b)</sup>	37 (19)	8	1	17 (-6)
V/13 <sup>c)</sup>	(22)			(-21)
<b>Úvěry na bydlení</b>				
II/12	-25	-34	13	8
III/12 <sup>a)</sup>	8 (10)	41	17	-41 (21)
IV/12 <sup>b)</sup>	-28 (-44)	-30	17	21 (24)
V/13 <sup>c)</sup>	(-7)			(-19)
<b>Spotřebitelské úvěry</b>				
II/12	10	-29	-15	26
III/12 <sup>a)</sup>	0 (0)	0	6	24 (-29)
IV/12 <sup>b)</sup>	0 (0)	0	7	51 (7)
V/13 <sup>c)</sup>	(2)			(9)

Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které uvedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky) a procentním podílem úvěrů bank, které uvedly uvolnění standardů/podmínek (resp. pokles poptávky). Odpovědi jsou tak váženy objemem úvěrů daného typu.

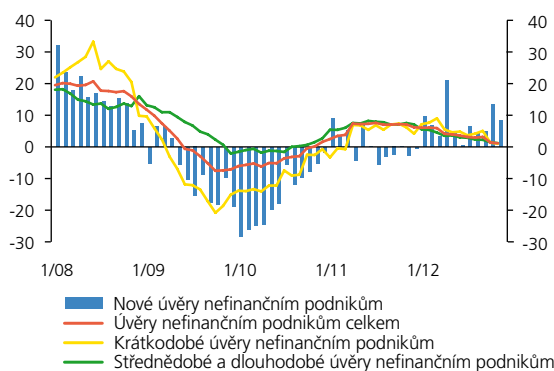
a) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve druhém čtvrtletí 2012.  
b) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve třetím čtvrtletí 2012.  
c) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané ve čtvrtém čtvrtletí 2012.

GRAF III.5.4

## ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

## Růst úvěrů nefinančním podnikům zpomalil, dynamika nových úvěrů se však v závěru loňského roku zvýšila

(roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



Přitom dynamika úvěrů poskytovaných tuzemskými bankami zahraničním nefinančním podnikům po zvýšení na přelomu let 2011 a 2012 na hodnoty okolo 30 až 40 % v listopadu 2012 dále zpomalila na cca 10 %.

## III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** poskytovaných měnovými finančními institucemi se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 dále snížila a v listopadu dosáhla 2,9 %.<sup>41</sup> V tom se projevovalo zpomalování růstu úvěrů nefinančním podnikům, domácnostem a pokles úvěrů finančním neměnovým institucím. Nižší růst úvěrů ovlivňovala stále poměrně slabá poptávka po úvěrech, i když ta se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dle vnímání bank mírně zvýšila (Tab. III.5.1). Vedle toho působilo zpřísnění úvěrových standardů bank u podnikových úvěrů a některých podmínek při jejich poskytování. K tomu došlo vlivem nepříznivého výhledu některých odvětví i celkové ekonomické aktivity a u podmínek při poskytování úvěrů se to projevovalo zejména zvýšenými požadavky na zajištění a přísnějším posuzováním velikosti úvěrů.

Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům v ČR** zpomalila na 1,1 % (Graf III.5.4). Pokračoval nižší růst dlouhodobých úvěrů určených k financování fixních investic i krátkodobých úvěrů financujících provozní kapitál. Objem úvěrů klesal ve většině významných odvětví (v průmyslu, energetice, obchodu a stavebnictví) či se výrazněji neměnil (v odvětví developerů). Na druhou stranu dynamika nových velkých podnikových úvěrů se zvýšila. Mírně vyšší poptávka podniků po úvěrech byla ovlivňována zejména financováním fúzí a akvizic a projevila se u dlouhodobých úvěrů poskytovaných velkým podnikům. Naopak negativně na poptávku po úvěrech působila snížená potřeba financování fixních investic, vliv financování provozního kapitálu byl neutrální.

**Dostupnost podnikových úvěrů** je dle konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy hodnocena jako velmi dobrá u více než 30 % dotázaných podniků a standardní u 50 % podniků. V následujících dvanácti měsících však podniky očekávají její mírné zhoršení. Banky předpokládají, že v prvním čtvrtletí 2013 dojde k dalšímu zpřísnění úvěrových standardů a poptávka po úvěrech opět poklesne.

Vývoj **úvěrů domácnostem** poskytovaných měnovými finančními institucemi zůstal umírněný. Roční míra růstu těchto úvěrů v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 dále zpomalila a v listopadu dosáhla 4,7 % (Graf III.5.5).

41 V průměru za eurozónu úvěry naopak nadále meziročně klesaly o cca 1 % (vývoj úvěrů však zůstává značně heterogenní napříč jednotlivými zeměmi eurozóny). To bylo ovlivňováno poptávkovými a v některých zemích eurozóny i nabídkovými faktory.

Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** se snížila na 5,9 % v důsledku postupného zpomalování růstu hypotečních úvěrů na 6,3 % a poklesu úvěrů ze stavebního spoření o 3,8 %. Nové hypotéky v souladu s mírně vyšší avizovanou poptávkou ve čtvrtém čtvrtletí 2012 vzrostly, v delším horizontu je však jejich tempo růstu (po propadu na počátku finanční krize a následném mírném oživení mimo jiné vlivem refinancování starých hypoték a očekávání daňových změn) spíše umírněné. Tomu odpovídá i mírnější vývoj počtu nově poskytnutých hypoték dle Hypoindexu (Graf III.5.5). Děje se tak v podmínkách nízké spotřebitelské důvěry, očekávaného poklesu poptávky po úvěrech a naopak vyšších spotřebních výdajů domácností nesouvisejících s bydlením. Na tento vývoj banky reagovaly v situaci silící konkurence uvolněním svých úvěrových standardů.

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** od bank mírně vzrostla a v listopadu dosáhla 1,4 %. V uvedeném vývoji se odráželo zejména zmírnění poklesu neúčelových úvěrů a obnovení slabého růstu debetních zůstatků na běžných účtech. Úvěry od nebankovních subjektů (tj. leasingových a splátkových společností) financující zejména spotřební výdaje přetrvávaly třetí čtvrtletí v řadě v poklesu na úrovni okolo 5 %.

Celková **zadluženost domácností** ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu se po předchozím postupném zvyšování ve třetím čtvrtletí 2012 výrazněji neměnila a dosáhla 57 %. Poměr dluhu domácností k HDP činil cca 32 %. V důsledku poklesu úrokových sazeb se slabě snížila zátěž domácností z titulu placených úroků. V delším horizontu však všechny tři uvedené ukazatele rostly (Graf III.5.6).

### III.5.3 Úrokové sazby

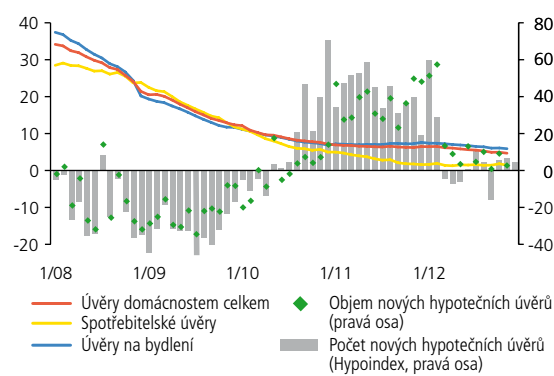
#### Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2012 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulém Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014. Rizika minulé prognózy byla na listopadovém zasedání bankovní rady posouzena jako celkově vyrovnaná. Bankovní rada v souladu s prognózou rozhodla většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,20 procentního bodu, diskontní sazbu o 0,05 procentního bodu a lombardní sazbu o 0,50 procentního bodu. S účinností od 2. listopadu 2012 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %. Bankovní rada současně rozhodla o přerušení programu prodeje části výnosů z investování devizových rezerv, neboť nelze vyloučit možný rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou měnověpolitické úrokové sazby na tzv. technické nule. Na prosincovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako slabě protiinflační, **základní úrokové sazby** byly ponechány beze změny (Graf III.5.7).

GRAF III.5.5

#### ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

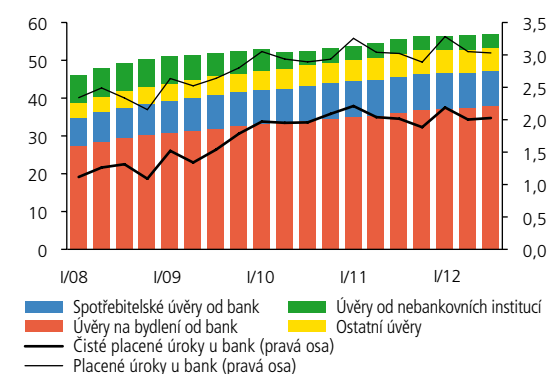
Tempo růstu úvěrů domácnostem se snížilo, dynamika nových hypoték je i přes mírné zvýšení poptávky spíše umírněná (roční míry růstu a meziroční změny v %)



GRAF III.5.6

#### ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

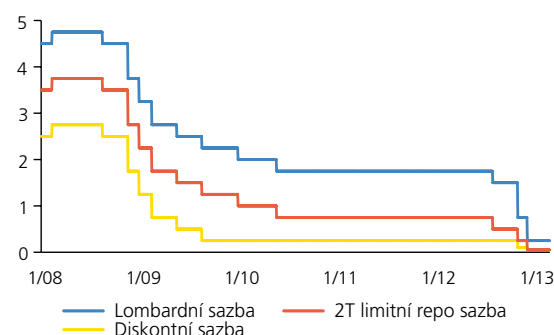
Zadluženost domácností se v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu ve třetím čtvrtletí 2012 výrazněji neměnila (poměry k hrubému disponibilnímu důchodu v %)



GRAF III.5.7

#### ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB v listopadu 2012 snížila základní úrokové sazby na „technicky nulovou“ úroveň (v %)

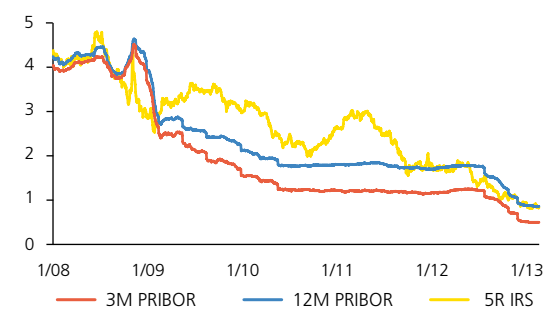


GRAF III.5.8

## TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby s kratší i delší splatností se snížily

(v %)



Na svém měnověpolitickém zasedání 6. února 2013 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat základní úrokové sazby beze změny. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná; nejistota panuje okolo rozsahu a dopadů fiskální konsolidace a okolo chování domácností v oblasti spotřeby a úspor.

## Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále klesly na nová historická minima. Důvodem bylo výše uvedené uvolnění měnové politiky ČNB na začátku listopadu.<sup>42</sup> Úrokové sazby PRIBOR reagovaly bezprostředním poklesem o 0,10 až 0,15 procentního bodu v jednotlivých splatnostech, nepatrně klesaly i v následujících dnech. Celkově se od začátku října úrokové sazby PRIBOR snížily cca o 0,2 až 0,3 procentního bodu (Graf III.5.8). Derivátové sazby FRA po snížení měnověpolitických úrokových sazeb také klesly jednorázově o 0,15 až 0,20 procentního bodu, v dalších dnech se však posunuly lehce výše. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce ledna je lehce klesající. V celém horizontu je zhruba v souladu s trajektorií úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou (viz kapitola II).

Úrokové sazby s delší splatností také klesly na historicky nejnižší hladinu. Sazby IRS ve splatnostech do 6R a výnosy státních dluhopisů ve splatnostech do 4R se pohybovaly pod 1 %. Vedle uvolněné měnové politiky a zveřejňovaných dat potvrzujících útlum domácí poptávky se ve vývoji domácích střednědobých a dlouhodobých sazeb odrážely také vnější faktory. Sazby v zahraničí v posledních měsících zvolnily svůj sestupný trend a na začátku roku 2013 zhruba stagnovaly na nízkých úrovních. Lehký nárůst v některých splatnostech odrážel oznámené splácení půjček čerpaných finančními institucemi od ECB v rámci programu LTRO (viz kapitola II.1).

Průměrná sazba 3M PRIBOR za čtvrté čtvrtletí 2012 dosáhla 0,6 %, tj. lehce vyšší hodnoty, než předpokládala minulá prognóza. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Tato premie měřená rozpětím 3M PRIBOR-2T repo sazba se nezměnila, v průměru za čtvrté čtvrtletí 2012 činila cca 0,5 procentního bodu.

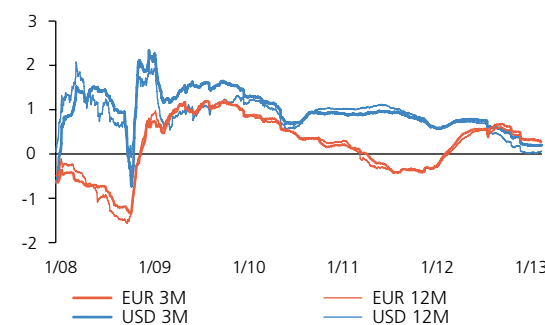
Kladně skloněná výnosová křivka PRIBOR se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 v návaznosti na zářijové snížení repo sazby posunula na nižší hladinu, přičemž podobný vývoj nastal i po listopadovém snížení měnověpolitických sazeb. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR mírně kleslo na 0,6 procentního bodu. Výnosová křivka IRS se v průběhu

GRAF III.5.9

## ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru se snížily

(v procentních bodech)



<sup>42</sup> Repo sazba i diskontní sazba byly sníženy na stejnou (tzv. technicky nulovou) úroveň, banky proto od tohoto rozhodnutí méně využívají sterilizační repo operace. Realizované objemy 2T repo operací tak byly výrazně nižší než limitní vyhlášené objemy, naopak se zvýšilo využití O/N depozitní facility, kam nyní peníze ukládá daleko více bank. Objem dodávané likvidity zůstával nulový.

čtvrtého čtvrtletí 2012 také posunovala na nižší hladinu a zároveň se udržel její kladný sklon. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v prosinci 0,4 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1,0 procentního bodu. Během ledna 2013 výnosová křivka IRS zhruba stagnovala.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely snížení základních sazeb v ČR i vývoj na zahraničních finančních trzích. Při jen lehkém poklesu sazeb v zahraničí se diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám snížily (Graf III.5.9). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2012 činil průměrně 0,4 procentního bodu, k 25. 1. dosahoval 0,3 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku října uskutečnilo sedm aukcí dluhopisů s pevným kuponem a pět aukcí dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 36,9 mld. Kč. Ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, v některých aukcích výrazně; ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 2,2. Nadále tedy platilo, že ani v podmínkách zvýšené averze k riziku ministerstvo financí nemělo problém upsat na primárním trhu státní dluhopisy, a to s historicky nejnižšími výnosy (např. výnos dluhopisu se splatností 5R byl 1,5 %, se splatností 9R 1,9 %). Ministerstvo financí také vydalo třetí emisi státních spořicíh dluhopisů ve výši 30 mld. Kč. Vedle korunových dluhopisů byly emitovány počátkem října i eurové bondy za 750 mil. EUR se splatností 10R. Výnosová křivka státních dluhopisů se na konci roku 2012 posunula na nižší hladinu mimo jiné vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích, přičemž její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.10).

### Klientské úrokové sazby

**Úrokové sazby z podnikových úvěrů a úvěrů na bydlení** dále klesaly. V tom se odrážel pokles tržních úrokových sazeb vlivem zářijového a listopadového snížení repo sazby ČNB.<sup>43</sup>

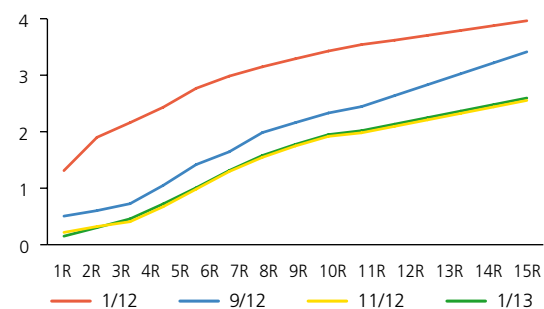
**Průměrná úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** se od září dále snížila o 0,1 procentního bodu na 2,3 % (Graf III.5.11). Sazba z úvěrů s objemem do 30 mil. Kč, odrážející náklady spojené s čerpáním úvěrů především menších podniků, poklesla o 0,3 procentního bodu na 3 %. Sazba z velkých úvěrů přetrvávala na úrovni 2,1 %. Při snížení 3M PRIBORu o 0,3 procentního bodu se tak rozpětí mezi krátkodobou sazbou z velkých úvěrů a uvedenou tržní sazbou zvýšilo (Graf III.5.13).

43 V eurozóně klesaly zejména dlouhodobé sazby z úvěrů na bydlení a z podnikových úvěrů (sazby z těchto úvěrů se pohybují v rozmezí 2–3 %). Sazba ze spotřebitelských úvěrů kolísá okolo 7 %.

GRAF III.5.10

### VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

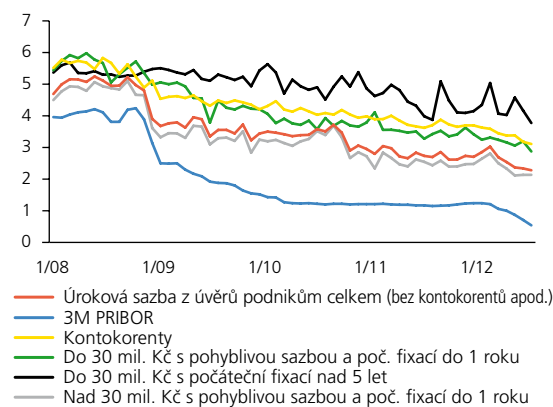
Výnosová křivka státních dluhopisů se posunula na nižší hladinu (v %)



GRAF III.5.11

### ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

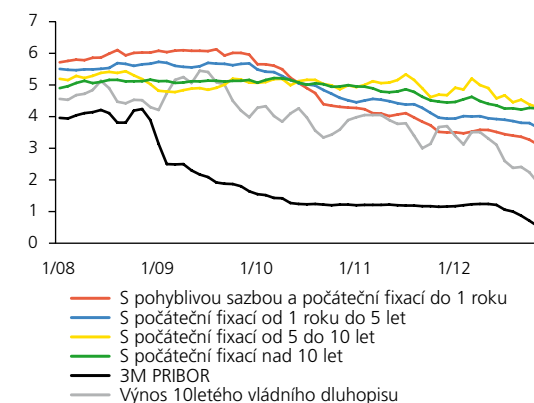
Úroková sazba z podnikových úvěrů v průměru dále klesala (nové obchody, v %)



GRAF III.5.12

### ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

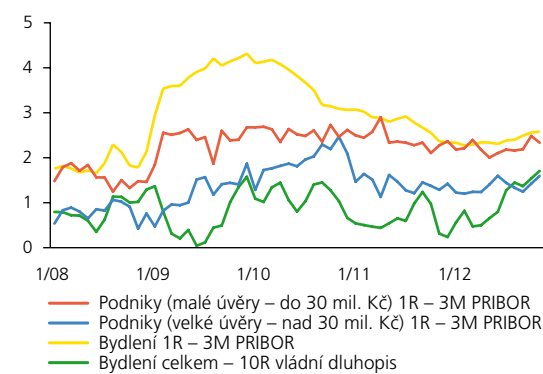
Sazby z úvěrů na bydlení se snížily u všech fixací s výjimkou sazeb s fixací nad deset let (nové obchody, v %)



GRAF III.5.13

## ROZPĚTÍ KLIENŤSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

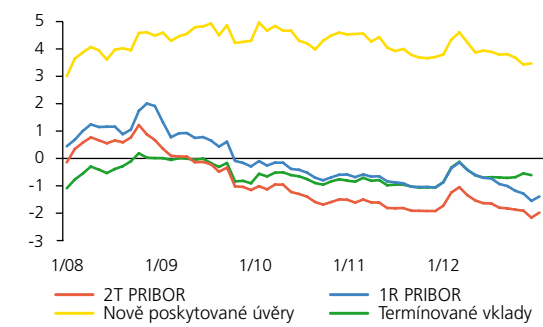
Rizikové prémie vyjádřené rozpětím klientských a tržních sazeb vzrostly ve většině segmentů úvěrového trhu (v procentních bodech)



GRAF III.5.14

## EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů se lehce snížily, sazby z vkladů stagnovaly (v %)



U domácností **úroková sazba z úvěrů na bydlení** pokračovala ve sledovaném období rovněž v poklesu, a to o 0,2 procentního bodu na 3,6 %. Klesaly sazby se všemi fixacemi s výjimkou sazby s nejdelší fixací nad deset let, která stagnovala (Graf III.5.12). Podíl nových úvěrů s pohyblivou a fixní sazbou do jednoho roku zůstal slabě pod úrovní 30 %. Největší podíl měly úvěry s fixní sazbou od jednoho roku do pěti let (51 %). Rozpětí mezi klientskými krátkodobými a tržními sazbami vyjadřující rizikovou prémii se rozšířilo (Graf III.5.13). Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu výrazněji vzrostlo v důsledku pokračujícího propadu dlouhodobého výnosu vládních dluhopisů. Dle Hypoindexu pokles úrokových sazeb z nových hypoték pokračoval i v prosinci 2012.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** od září naopak vzrostla o 0,6 procentního bodu na 14,7 %. Postupné zvyšování úrokové sazby z těchto úvěrů odrazilo odhad nárůstu budoucího rizika klientů vlivem ekonomické recese a zvýšení nezaměstnanosti. S nárůstem úrokových sazeb korespondovalo v roce 2012 zvyšování míry nesplácení těchto úvěrů o jeden procentní bod na cca 12 %. Sazba z kontokorentních a revolvingových úvěrů dosahovala úrovně 14,5 % a sazba z úročného úvěru z kreditních karet se pohybovala slabě pod 24 %. Rostly sazby ze spotřebitelských úvěrů s delšími fixacemi, zatímco krátkodobá sazba poklesla.

**Úroková sazba z vkladů** přetrvává na nízké úrovni 0,9 %. V její struktuře se v závěru roku 2012 zvýšila sazba z vkladů s dohodnutou splatností domácností na 1,5 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou a z jednodenních vkladů přetrvávala ve výši 2 %, resp. 0,7 %. Na druhou stranu obdobné sazby z podnikových vkladů většinou pozvolna klesaly – u jednodenních vkladů a vkladů s dohodnutou splatností dosáhly 0,3 %. Průměrná sazba z vkladů domácností činila 1 % a z podnikových vkladů 0,4 %.

**Reálné klientské úrokové sazby**<sup>44</sup> v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 nezaznamenaly významné změny. Reálné sazby z nových úvěrů v listopadu dosáhly 3,5 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů -0,6 % (Graf III.5.14).

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



### III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2012 hodnoty 25,2 CZK/EUR, což představovalo meziroční posílení koruny o 0,4 % a mezičtvrtletní oslabení o 0,4 % (Graf III.5.15). Koruna tak již desáté čtvrtletí v řadě oscilovala  $\pm 4$  % kolem hodnoty 25 CZK/EUR. Ve sledovaném období koruna vůči neevropským měnám zpravidla posilovala a vůči evropským velmi mírně oslabovala. Během ledna došlo k oslabení na cca 25,6 CZK/EUR.

Kurzový **vývoj ve čtvrtém čtvrtletí 2012** byl ovlivňován zejména rostoucím optimismem finančních trhů ohledně zachování eurozóny ve víceméně současné podobě. Přispěly k tomu jednak kroky ECB a jednak postupné obnovování makroekonomických rovnováh (spíše však vnějších než fiskálních) v jihoevropských zemích. To vedlo k posilování evropských měn vůči „zbytku světa“. Česká koruna však tento vývoj nekopírovala, neboť komentáře ČNB o zvažování devizových intervencí korunu oslabily o cca 1 % ke konci čtvrtletí. V průběhu ledna nepříznivé informace o hospodářském vývoji v ČR (průmysl, nezaměstnanost a maloobchodní prodeje) a komunikace ČNB oslabování koruny vůči evropským měnám ještě urychlily.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 činil 19,4 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 3,4 % (a mezičtvrtletní posílení o 3,2 %). V průběhu čtvrtletí přitom kurz osciloval v rozmezí 19–20 CZK/USD. Na konci roku 2012 se pak nacházel na dolní hranici uvedeného rozmezí, což odráželo oslabení dolaru na světových trzích v závěru roku. To bylo vyvoláno obavami finančních trhů z nastoupení automatických stabilizátorů rozpočtu („pádu z fiskálního útesu“); po odložení automatických škrtů a zvýšení daní dolar na počátku ledna posílil. Druhým faktorem, který ovlivňoval kurz dolaru především vůči evropským měnám, byla očekávání finančních trhů ohledně budoucího vývoje v Evropě. Uklidnění situace v eurozóně vedlo k již zmíněnému posílení evropských měn vůči většině ostatních měn včetně dolaru. V první dekádě ledna 2013 tak koruna spolu s dalšími evropskými měnami vůči dolaru mírně oslabovala.

### III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

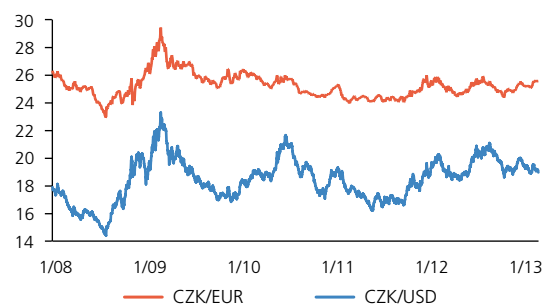
Ve třetím čtvrtletí 2012 došlo ve sledovaném segmentu nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci<sup>45</sup> k mírnému zlepšení dynamiky vývoje hlavních sledovaných ukazatelů. Meziroční růst tržeb a výkonů zrychlil, byl však stále ještě doprovázen rychlejším růstem výkonové spotřeby, což se ve třetím čtvrtletí projevilo v mírném poklesu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.16). Rovněž hrubý provozní přebytek se meziročně snížil (o 1,1 %), k čemuž přispěl také pokračující růst osobních nákladů. Pokles účetní přidané hodnoty i hrubého provozního přebytku byl však mírnější než v předchozím čtvrtletí.

<sup>45</sup> Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2012 přes 9,3 tisíce nefinančních podniků.

GRAF III.5.15

#### MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

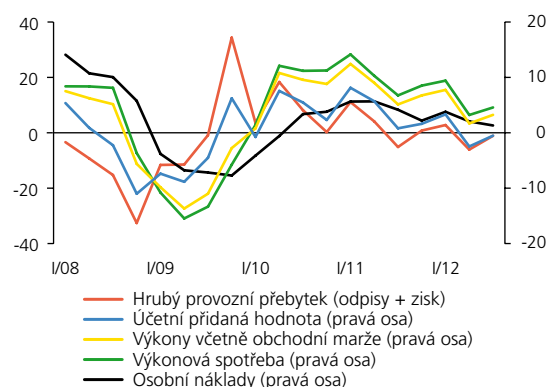
Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 koruna vůči euru velmi mírně meziročně posílila, vůči dolaru oslabila



GRAF III.5.16

#### ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODÁŘENÍ

Ve třetím čtvrtletí 2012 došlo k mírnému zlepšení vývoje hlavních ukazatelů hospodaření (meziroční změny v %)





TAB. III.5.2

## UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Růst materiálové i mzdové náročnosti výkonů se mírně snížil

	3. čtvrtletí	3. čtvrtletí	Meziroční změny v %
	2011	2012	
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>	1 338,0	1 381,3	3,2
Osobní náklady (mld. Kč)	200,0	202,6	1,3
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	987,0	1 032,1	4,6
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	351,0	349,1	-0,5
Tržby (mld. Kč)	1 739,6	1 803,6	3,7
	<b>v %</b>	<b>v %</b>	<b>Meziroční změny v p.b.</b>
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup>	57,0	58,0	1,0
Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>	73,8	74,7	0,9
Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>	14,9	14,7	-0,2
Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>	26,2	25,3	-0,9

a) propočten ČNB

Při rychleji rostoucí výkonové spotřebě než výkonů se **materiálová náročnost výkonů**<sup>46</sup> ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně zvýšila (o 0,9 procentního bodu; Tab. III.5.2). Její nárůst byl jen nepatrně nižší než v předchozím čtvrtletí. Pokračující růst materiálové náročnosti výkonů nefinančních podniků byl spojen především s rychlým růstem dovozních cen energetických surovin, jejichž dopad na vývoj materiálové náročnosti výkonů byl nejméně výraznější v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla a klimatizovaného vzduchu.

**Mzdová náročnost výkonů**<sup>47</sup> se ve třetím čtvrtletí 2012 naopak mírně snížila (Tab. III.5.2). Přispělo k tomu jak zrychlení růstu výkonů, tak pokračující oslabování meziroční dynamiky růstu osobních nákladů. Ke zmírnění meziročního růstu osobních nákladů došlo při poklesu počtu zaměstnanců a pomalejším růstu průměrné mzdy oproti předchozímu čtvrtletí.

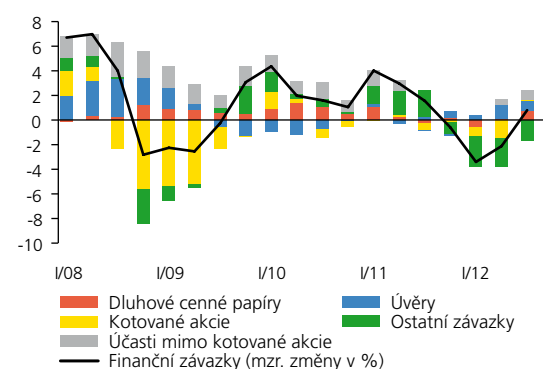
Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci<sup>48</sup>) ukazují ve třetím čtvrtletí 2012 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků. Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl v porovnání se širším segmentem podniků zaznamenán rychlejší růst jak výkonů a výkonové spotřeby, tak celkových tržeb. Pokles hrubého provozního přebytku byl mírnější než v předchozím čtvrtletí.

GRAF III.5.17

## FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Finanční závazky podniků ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně mírně vzrostly

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



## III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

**Finanční závazky nefinančních podniků** ve třetím čtvrtletí 2012 meziročně mírně vzrostly (Graf III.5.17). Za tímto růstem stály úvěry a emitované dluhopisy, zmenšil se záporný příspěvek kótovaných akcií a ostatních závazků. Na straně **aktiv** nefinančních podniků roste podíl likvidních finančních aktiv v podobě hotovosti a vkladů. Celková čistá finanční pozice podniků je dlouhodobě záporná a v současnosti dosahuje -95 % HDP.

Základní tendence struktury rozvahy se odrážejí ve finančních ukazatelích. Pohotová likvidita podniků ve třetím čtvrtletí 2012 dále mírně rostla. Poměr tržního financování se v důsledku obnovených emisí dluhopisů mírně zvýšil. Solventnost podniků pokračovala v pozvolném poklesu a nacházela se zhruba na úrovni roku 2009.

**Domácnosti** jsou z finančního hlediska čistými věřiteli v národním hospodářství a podíl jejich čistých finančních aktiv na HDP v posledních čtvrtletích poměrně výrazně rostl (ve třetím čtvrtletí 2012 činil 67 % HDP a meziročně vzrostl o téměř 5 procentních bodů). Růst čisté věřitelské pozice domácností byl v posledních čtvrtletích ovlivňován

46 Materiálová náročnost výkonů definovaná jako podíl výkonové spotřeby na výkonech.

47 Mzdová náročnost výkonů definovaná jako podíl osobních nákladů na výkonech.

48 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2012 více než 1,7 tisíce nefinančních podniků.

tvorbou finančních aktiv v podobě oběživa, vkladů, spořicíh dluhopisů a pojistných rezerv v životním pojištění a v penzijních fondech. Položka ostatní finanční aktiva domácností se zvýšila především vlivem metodických změn vykazování v sektoru živnostníků<sup>49</sup>. Finanční závazky domácností, nadále mírně rostou, nicméně pomaleji než finanční aktiva.

Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv domácností dosáhl v posledních čtvrtletích zhruba 8 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.18). Výrazné zrychlení tvorby čistých finančních aktiv domácností měřené tímto ukazatelem je tak kvalitativně v souladu s pozorovaným skokovým nárůstem míry úspor vykázaným v národních účtech.

### III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 byly **nabídkové ceny starších bytů** v Praze podle údajů ČSÚ opět jediným typem cen, které vykázaly meziroční růst. Ten zrychlil již na 9,7 %, a byl tak nejvyšší od konce roku 2008, kdy vrcholila cenová bublina (Graf III.5.19; mezičtvrtletně se ceny zvýšily o 0,8 %). Oproti tomu jak nabídkové ceny ve zbytku ČR, tak nabídkové ceny v Praze podle alternativních zdrojů dat (například Institutu regionálních informací) pokračovaly v meziročních poklesech, které mírně zvolnily (u cen v ČR mimo Prahu z -5,2 % na -3,4 %, u cen IRI za Prahu z -6,9 % na -4,3 %). Proto lze vnímat poměrně výrazný růst nabídkových cen v Praze podle ČSÚ spíše jako statistickou anomálii.

Výraznější obnovení růstu cen bytů nepotvrzují ani údaje o **realizovaných cenách** publikovaných ČSÚ. U cen založených na údajích z daňových přiznání byly revidovány údaje za rok 2011, pro konec roku byly ceny v Praze sníženy o 1,5 % a ve zbytku ČR o 0,6 %. Dále byl nově publikován odhad za první pololetí 2012, podle kterého ke konci druhého čtvrtletí 2012 poklesly ceny v Praze meziročně o 0,5 %, v ČR mimo Prahu pak o 1,8 % (Graf III.5.19). Alternativní index realizovaných cen získaných na základě šetření ČSÚ v realitních kancelářích vykázal pro starší byty ve třetím čtvrtletí 2012 meziroční pokles o 2,7 % (Praha), resp. o 7,3 % (ČR mimo Prahu) a ceny nových bytů v Praze klesaly o 2,6 %. Celkově tak dynamika jednotlivých indexů – i přes dílčí zmírnění meziročních poklesů – odpovídá zhoršenému makroekonomickému prostředí, situaci na trhu práce i demografickým trendům.

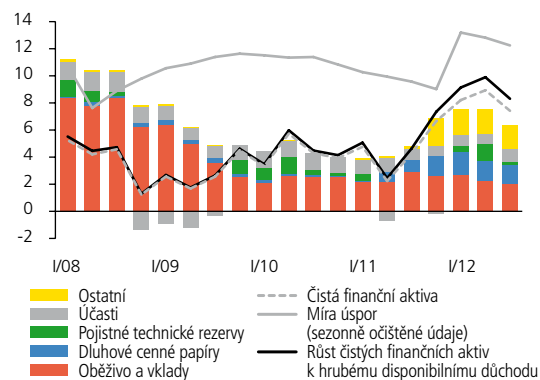
Pokračující útlum především na poptávkové straně trhu nemovitostí potvrzuje i **počet transakcí na nemovitostním trhu**, kde došlo ke konci roku k dalšímu poklesu počtu řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí. Za celý rok 2012 poklesl počet vkladů meziročně o 1,8 % (pro podskupinu domů a bytů o výrazných 10,9 %), v samotném čtvrtém čtvrtletí 2012 pak meziročně mírně

GRAF III.5.18

#### STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

Finanční aktiva domácností přes mírné zpomalení ve třetím čtvrtletí 2012 nadále poměrně rychle rostou

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny a poměry v %)

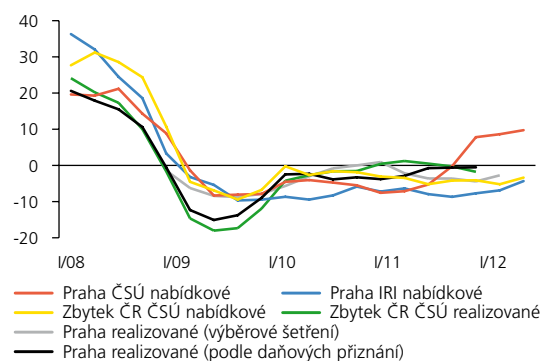


GRAF III.5.19

#### REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nabídkové ceny bytů v Praze zvýšily svůj meziroční růst, avšak alternativní cenové ukazatele jejich oživení nepotvrzují

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

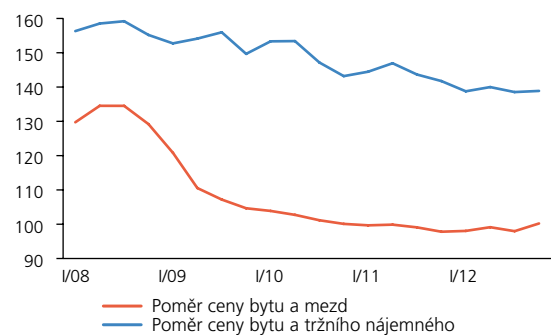


49 Položka „Ostatní“ obsahující Ostatní finanční pohledávky domácností byla v posledních čtyřech čtvrtletních pozorováních ovlivněna metodickou změnou, která spočívala v přechodu ČSÚ na využívání nového primárního datového zdroje v podobě daňových přiznání.

GRAF III.5.20

## UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí mírně narostly, ale zůstávají blízko minimálních hodnot  
(průměr 2000–2007 = 100, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)



narostl (o 0,1 %; pro domy a byty přitom klesl o 2,2 %). Oproti tomu se ale poměrně výrazně zvýšila poptávka po nových bytech v developerských projektech v Praze, kde došlo v roce 2012 dle údajů společnosti Ekospol k meziročnímu nárůstu počtu prodaných bytů o 16,2 %, především díky rychlému nárůstu ve čtvrtém čtvrtletí (meziroční nárůst o 48,8 %). Zvýšení prodejů nových bytů je možné vysvětlit poměrně výrazným poklesem cen bytů především v některých lokalitách, nejistotou ohledně budoucího vývoje DPH (předzásobení) a dalším zlevněním hypotečních úvěrů, které spolu s nárůstem výnosu z nájemného otevírá prostor pro investiční nákupy nemovitostí.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí ve čtvrtém čtvrtletí 2012 po předchozích poklesech mírně vzrostly. **Poměr ceny bytu a mezd** (price-to-income) narostl mezičtvrtletně o 2,3 % (meziročně o 2,5 %), **poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) pak o 0,2 % (meziročně naopak poklesl o 2 %; Graf III.5.20). Zvýšení poměru ceny bytu a mezd je nicméně ovlivněno možným nadhodnocením ceny použité pro výpočet (cena za čtvrté čtvrtletí byla dopočítána s využitím nabídkových cen ČSÚ, jejichž vykazovaný nárůst v Praze byl diskutabilní – viz výše). Oba indexy jsou i přes svůj nárůst blízko svých nejnižších hodnot od roku 2007 a nevyplývá z nich žádné riziko nadhodnocení cen nemovitostí. Výhled cen nemovitostí pro rok 2013 se přitom nemění (stagnace, resp. mírný pokles cen).

### III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním až třetím čtvrtletí 2012 byl charakteristický tradičně vysoký schodek bilance výnosů, ovlivněný zejména hodnotou dividend z přímých investic vyplacených nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z velké části vyvážen přebytkem výkonové bilance v důsledku rostoucího přebytku obchodní bilance. V rámci finančního účtu byl celkový přebytek nejvýrazněji ovlivněn čistým přílivem přímých investic, především ve formě zisku reinvestovaného v ČR, a dále přebytkem portfoliových investic. Jejich čistý příliv byl nicméně z velké části kompenzován čistým odlivem ostatních investic, ovlivněným zejména poklesem krátkodobých zahraničních pasiv českých měnových finančních institucí.

#### III.6.1 Běžný účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 47,9 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zmírnění o téměř 44 mld. Kč. Pokles celkového schodku souvisel zejména s vývojem obchodní bilance a v menším rozsahu také bilance výnosů (Graf III.6.1). Roční klouzavý schodek běžného účtu v poměru k HDP se páté čtvrtletí v řadě snižoval a dosáhl 1,7 %.

Za první až třetí čtvrtletí 2012 se přebytek **obchodní bilance** meziročně zvýšil o téměř 51 mld. Kč na 121,5 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval vývoj v reálném vyjádření, který byl mírně korigován cenovým vlivem v důsledku záporné meziroční změny směnných relací. Výrazné zpomalení růstu vnější poptávky, patrné od druhého čtvrtletí, se odrazilo ve zřetelném zmírnění růstu vývozu zboží. Jeho nominální meziroční tempo za první až třetí čtvrtletí nicméně dosáhlo téměř 8 %. Při stabilně vysoké dovozní náročnosti vývozu a vlivem prohlubujícího se poklesu celkové domácí poptávky sledovalo trend zpomalování i nominální tempo růstu dovozu, které za první až třetí čtvrtletí přesáhlo 5 %. Zmírňování nominálního růstu obrátu zahraničního obchodu bylo částečně tlumeno meziročním oslabováním kurzu koruny, zejména vůči americkému dolaru. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku nejvíce přispíval růst přebytku strojů a dopravních prostředků (Graf III.6.2). V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 meziroční růst obchodního přebytku dále pokračoval, výrazně se však zmírnil (za říjen až listopad činil necelou 1 mld. Kč).

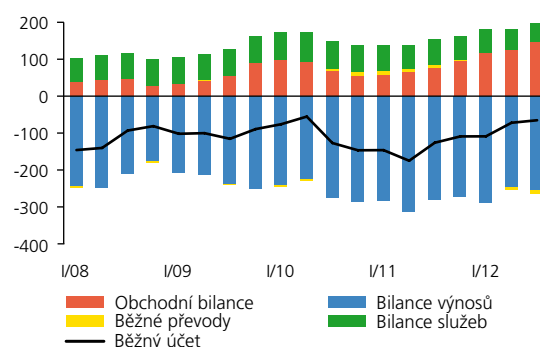
V prvním až třetím čtvrtletí 2012 se přebytek **bilance služeb** meziročně snížil na 40,5 mld. Kč, tj. o téměř 13 mld. Kč (Graf III.6.3). Na celkovém přebytku se podílela zejména bilance cestovního ruchu a v menším rozsahu bilance dopravy. Jejich kladná salda se v důsledku rychlejšího růstu příjmů než výdajů meziročně zvýšila, a to především vlivem dílčích bilancí soukromých cest, resp. silniční dopravy. Ostatní služby naopak zaznamenaly schodek, ke kterému nejvýznamněji přispěla dílčí položka ziskové operace a ostatní služby spojené se zbožím. Meziroční přechod ostatních služeb z přebytku do schodku přitom vedl k poklesu celkového přebytku bilance služeb.

GRAF III.6.1

#### BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2012 snížil vlivem růstu přebytku obchodní bilance

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

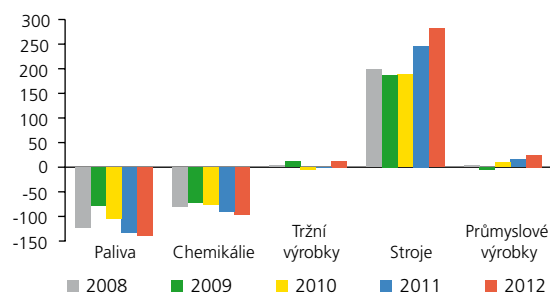


GRAF III.6.2

#### OBCHODNÍ BILANCE

Meziroční změna obchodní bilance byla v prvním až třetím čtvrtletí 2012 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku skupiny strojů

(kumulace od počátku roku v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)

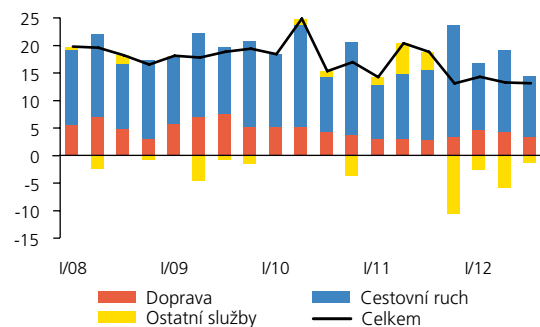


GRAF III.6.3

#### BILANCE SLUŽEB

K přebytku bilance služeb v prvním až třetím čtvrtletí 2012 přispěly cestovní ruch a doprava

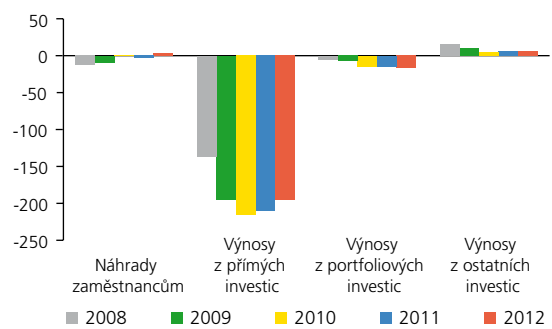
(v mld. Kč)



GRAF III.6.4

## BILANCE VÝNOSŮ

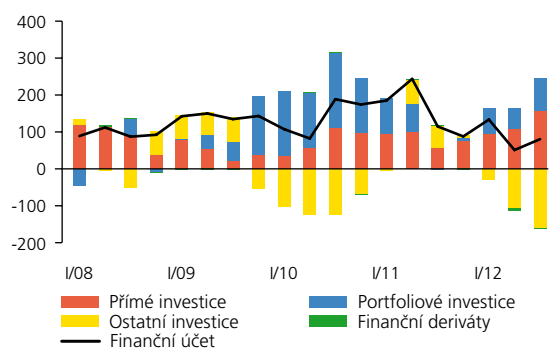
V rámci bilance výnosů došlo za první až třetí čtvrtletí 2012 zejména ke snížení schodku výnosů z přímých investic (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.5

## FINANČNÍ ÚČET

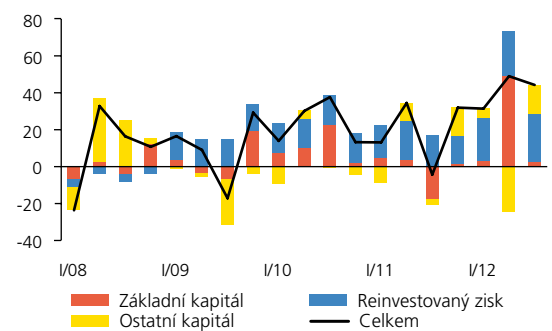
Přebytek finančního účtu se ve třetím čtvrtletí 2012 především vlivem růstu čistého přílivu přímých investic (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.6

## PŘÍMÉ INVESTICE

K přebytku přímých investic za první až třetí čtvrtletí 2012 přispěl čistý příliv základního kapitálu a reinvestovaného zisku (v mld. Kč)



Na rozdíl od přebytkové výkonové bilance dosáhla **bilance výnosů** schodku 202 mld. Kč, který se však meziročně o téměř 20 mld. Kč snížil. Rozhodující složkou celkové bilance nadále představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-195,1 mld. Kč; Graf III.6.4). Souvisel zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a dále s odhadovanou výší zisku reinvestovaného v ČR. Rovněž meziroční zmírnění celkového schodku bylo nejvýrazněji ovlivněno snížením schodku výnosů z přímých investic, a to v důsledku nižší hodnoty vyplacených dividend. K poklesu celkového schodku přispěla i dílčí bilance náhrad zaměstnancům, která přešla v meziročním srovnání vlivem vyšších příjmů z mírného schodku do přebytku.

**Běžné převody** zaznamenaly v prvním až třetím čtvrtletí 2012 schodek 7,9 mld. Kč a meziročně se snížily o 14 mld. Kč. Nejvýznamnější složkou z pohledu salda byly soukromé převody, které dosáhly schodku 14,4 mld. Kč. Ten byl téměř z poloviny kompenzován přebytkem vládních převodů, vyplývajícím z přebytku převodů finančních prostředků mezi ČR a EU. Meziroční přechod běžných převodů z přebytku do schodku souvisel hlavně s nižšími příjmy a současně vyššími odvody vlády ve vztahu k rozpočtu EU, které vedly ke snížení čistého čerpání vykazovaného na běžném účtu o téměř 12 mld. Kč.

## III.6.2 Kapitálový účet

**Kapitálový účet** zaznamenal v prvních třech čtvrtletích roku 2012 přebytek 7 mld. Kč, který meziročně vzrostl na dvojnásobek. Celkový přebytek byl spojen hlavně s čistým čerpáním příjmů z rozpočtu EU ve výši 6,5 mld. Kč. Přebytek z obchodování s emisními povolenkami byl jen velmi mírný. Rovněž meziroční zvýšení celkového přebytku souviselo s růstem příjmů kapitálových převodů s institucemi EU.

## III.6.3 Finanční účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2012 zaznamenal **finanční účet** platební bilance přebytek 60,5 mld. Kč (Graf III.6.5), související zejména s čistým přílivem přímých a dále portfoliových investic. Jejich čistý příliv byl však ve velkém rozsahu vyvážen čistým odlivem ostatních investic.

Bilance **přímých investic** dosáhla za první až třetí čtvrtletí přebytku 124,6 mld. Kč (Graf III.6.6), který se vlivem vyššího přílivu investic do ČR meziročně zvýšil o více než 80 mld. Kč. Celkový příliv přímých zahraničních investic přesáhl 145 mld. Kč a byl spojen zejména s předpokládanou výší reinvestovaného zisku (88,5 mld. Kč). V důsledku významné operace v rámci spřízněných firem související se změnou vlastnických vztahů byly zaznamenány i vyšší investice do základního kapitálu, což nejvýznamněji přispělo k růstu celkového přebytku. Rozhodující složkou přímých investic tuzemských podniků v zahraničí

představoval rovněž reinvestovaný zisk. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí, tj. bez reinvestic, především do dopravy a skladování. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla.

Také **portfoliové investice** skončily v prvním až třetím čtvrtletí čistým přílivem, a to ve výši 68,6 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly emise vládních a podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. Zahraniční emise vládních a podnikových dluhopisů současně i nejvýrazněji přispěly k meziroční změně toků portfoliových investic, která dosáhla 81 mld. Kč. Vzrostla rovněž držba tuzemských korunových dluhopisů a nepatrně i akcií nerezidenty. Celkově přesáhl příliv portfoliových investic na straně pasiv 84 mld. Kč. Nákupy převážily i v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory. Byly však spojeny pouze s navýšením držby dluhopisů, zatímco v případě akcií mírně převážily jejich odprodeje.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** dosáhlo za první až třetí čtvrtletí 2012 čistého přílivu 6,6 mld. Kč, který se meziročně mírně zvýšil.

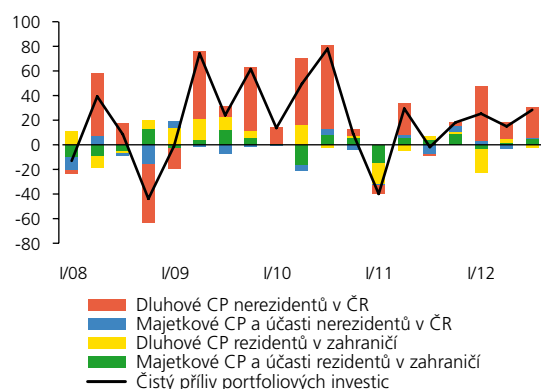
U **ostatních investic** byl naopak zaznamenán vysoký čistý odliv zdrojů v rozsahu 139,4 mld. Kč. K tomu přispěl zejména čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí (-83,5 mld. Kč), související především se splácením krátkodobých zahraničních úložek v tuzemsku a s nárůstem krátkodobých depozit a úvěrů v zahraničí. Vysoký čistý odliv kapitálu (přes 54 mld. Kč) zaznamenal rovněž sektor podniků. Byl spojen hlavně s poskytnutými vývozními úvěry do zahraničí a dále se splácením dříve čerpaných úvěrů. Mírným schodkem v důsledku splátek zahraničních úvěrů od EIB skončily i ostatní investice v sektoru vlády. Výrazná meziroční změna v tocích ostatních investic souvisela hlavně se změnou krátkodobé pozice měnových finančních institucí.

Ke konci čtvrtého čtvrtletí 2012 dosáhly **devizové rezervy ČNB** 852,9 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o 69 mld. Kč. To bylo ovlivněno zejména kladným saldem transakcí pro klienty ČNB, hlavně pak vysokými říjnovými příjmy vlády z EU. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření ve stejném období vzrostly o 4,2 mld. USD na 44,8 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 41,5 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci třetího čtvrtletí 2012.

GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

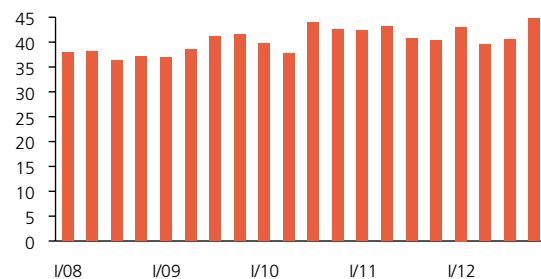
Za první až třetí čtvrtletí 2012 zaznamenaly portfoliové investice čistý příliv zejména vlivem zahraničních emisí dluhopisů  
(v mld. Kč)



GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 proti předchozímu čtvrtletí zvýšily  
(v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)





## III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

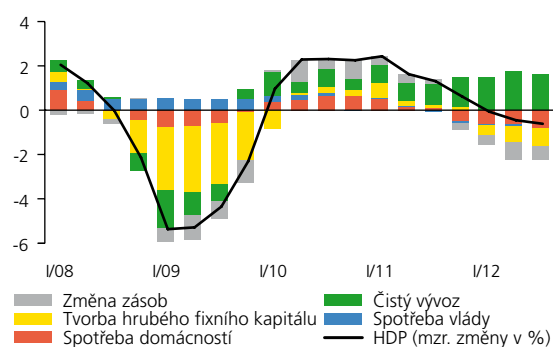
Zatímco v USA růst HDP ve třetím čtvrtletí 2012 zrychlil, ekonomika eurozóny nadále klesala a ve čtvrtém čtvrtletí by se pokles měl ještě prohloubit. Pro rok 2013 je očekáváno zmírnění meziročního poklesu ekonomické aktivity v eurozóně. Inlace v eurozóně se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 snížila a její další pokles je očekáván i v letošním roce. V USA by se inflace měla v roce 2013 udržovat na průměrné úrovni z loňského čtvrtého čtvrtletí. Zatímco v eurozóně se ECB a politici zaměřují zejména na zmírnění finanční krize a posílení důvěry na finančních trzích, Fed se snaží pokračujícími odkupy dluhopisů a nízkými sazbami stimulovat ekonomiku, která stále nevytváří dostatečný počet pracovních míst. Tato opatření přinesla na trhy zlepšený sentiment a pokles averze k riziku. To se projevilo mimo jiné v posílení kurzu eura vůči dolaru a dalším měnám. Na komoditních trzích došlo ke stabilizaci cen.

GRAF III.7.1

## HDP V EUROZÓNĚ

**Pokles HDP se ve třetím čtvrtletí 2012 prohloubil vlivem vývoje investic a spotřeby domácností**

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

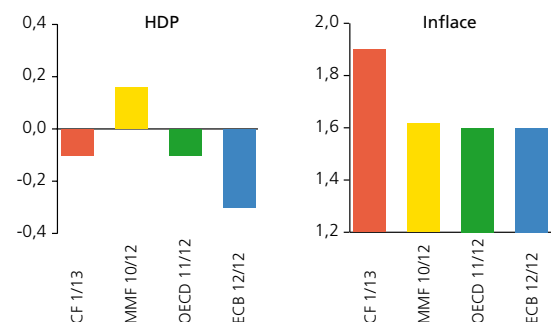


GRAF III.7.2

## VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2013

**HDP eurozóny by měl v roce 2013 mírně klesnout, inflace by se měla dostat pod 2 %**

(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, ECB)



Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

## III.7.1 Eurozóna

Mírný mezičtvrtletní pokles HDP eurozóny ve třetím čtvrtletí 2012 pokračoval (-0,1 %). Spotřeba domácností se po oslabení ve druhém čtvrtletí stabilizovala, snižování investic se zmírnilo, a také příspěvek čistého vývozu byl kladný. Proti zlepšování vývoje HDP naopak působil pokles zásob. Meziroční hospodářský pokles se ve třetím čtvrtletí mírně prohloubil na 0,6 % zejména v důsledku hlubšího propadu investic a spotřeby domácností (Graf III.7.1).

**Lednový CF** pro čtvrté čtvrtletí 2012 očekává prohloubení mezičtvrtletního hospodářského poklesu. Tomu nasvědčují též údaje o vývoji průmyslové výroby a maloobchodního obrátu za říjen a listopad. Také nezaměstnanost se v tomto období zvýšila proti třetímu čtvrtletí v průměru o 0,2 procentního bodu a v listopadu meziročně vzrostla o 1,2 procentního bodu na 11,8 %. Pro celý rok 2012 lednový CF očekává pokles HDP o 0,4 % a pro rok 2013 zmírnění poklesu na 0,1 %. ECB ve své prosincové predikci předpokládá pokles o 0,3 % (Graf III.7.2).

**Inflace v eurozóně** v prosinci zůstala beze změny na úrovni 2,2 % (Graf III.7.3). Rychlejší růst cen potravin, tabáku a služeb byl kompenzován pomalejším růstem cen energií. Lednový CF očekává pro rok 2013 další zpomalení inflace. Průměrný růst spotřebitelských cen by tak měl klesnout z loňských 2,5 % na 1,9 %. V roce 2014 by se inflace měla dále snížit na 1,7 %. Obdobný výhled prezentují i ostatní instituce.

Dne 10. ledna 2013 **Rada guvernérů** jednomyslně rozhodla ponechat základní sazbu ECB beze změny na úrovni 0,75 %. Rada v letošním roce očekává další mírné snižování inflace pod 2% hranici a nevidí v relevantním horizontu rizika růstu inflačních tlaků. Tento pohled podporuje i slabý listopadový růst peněžního agregátu M3 o 3,8 % a pokles úvěrů soukromému sektoru o 0,5 %.



Na **zasedání ministrů financí Eurogroup** 26. listopadu bylo Řecku uvolněno dalších cca 44 mld. EUR a byla zde přijata další podpůrná opatření, jako je prodloužení splatnosti řeckých úvěrů, snížení jejich úročení nebo povolení odkupu vlastních dluhopisů za cca třetinu jejich nominální ceny. Evropská komise schválila 28. listopadu restrukturalizaci čtyř španělských bank a pomoc ve výši 37 mld. EUR. V polovině prosince summit EU schválil vznik bankovního dohledu eurozóny. Dohled by se měl stát základním kamenem plánované bankovní unie. Dohled nad 150 až 200 největšími bankami by měla od ledna 2014 vykonávat ECB.

**Růst německého HDP** ve třetím čtvrtletí 2012 mírně meziročně zpomalil na 0,9 % (Graf III.7.4), v mezičtvrtletním vyjádření dosáhl 0,2 %. Z hlediska jednotlivých složek nejvíce přispěl k meziročnímu růstu HDP čistý vývoz a spotřeba vlády, přičemž spotřeba domácností meziročně zhruba stagnovala. Negativně naopak přispěl pokles hrubé tvorby kapitálu a zásob vlivem přetrvávající nejistoty a z ní plynoucího odkládání investic německými podniky. Podle předběžných odhadů by mělo tempo růstu německého HDP za celý rok 2012 dosáhnout 0,7 %, což implikuje meziroční pokles o 0,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012. Tento pokles naznačují také zhoršená data z průmyslu, podle kterých v říjnu a listopadu 2012 došlo k dalšímu prohloubení meziročního poklesu průmyslové výroby. Předstihový indikátor PMI v průmyslu se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 a v lednu 2013 pohyboval v průměru nad hodnotou 46, což ukazuje na převažující negativní sentiment.

Jako pozitivní signál pro rok 2013 se naopak jeví lednová hodnota ZEW indikátoru ekonomického sentimentu, který se po šesti měsících dostal v prosinci ze záporných čísel a v lednu dále prudce vzrostl na nejvyšší hodnotu za dva a půl roku. V lednu se dále zvýšil též Ifo index očekávání podnikatelů. Relativně příznivě se vyvíjel německý trh práce, když míra nezaměstnanosti v prosinci 2012 vzrostla jen mírně na 6,7 %. Soukromá spotřeba by tak i v roce 2013 měla pozitivně přispívat k hospodářskému růstu. Lednový výhled CF pro rok 2013 předpokládá růst německého HDP o 0,7 %. MMF je ve svém odhadu s hodnotou 0,9 % optimističtější, naopak Bundesbanka očekává růst pouze o 0,4 %.

Meziroční **růst spotřebitelských cen v Německu** v prosinci oproti předchozímu měsíci mírně zrychlil na hodnotu 2,1 % (Graf III.7.5). Inflace bez cen energií a potravin dosáhla 1,6 %. Lednový CF očekává, stejně jako MMF, že růst spotřebitelských cen po 2 % růstu v roce 2012 mírně zpomalí na 1,9 % v roce 2013. Růst cen průmyslových výrobců byl od června 2012 utlumený a v prosinci dosáhl 1,5 %. Meziroční růst peněžního agregátu M3 v závěru roku 2012 zpomaloval z téměř čtyřletého maxima v říjnu na prosincovou hodnotu 5,8 %.

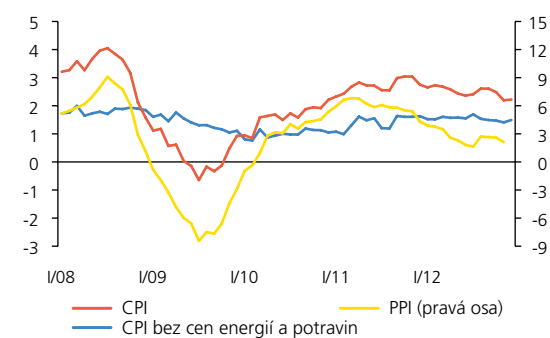
Ve třetím čtvrtletí 2012 zůstalo mezičtvrtletní **tempo růstu slovenské ekonomiky** beze změny na úrovni 0,6 %. Mírnější pokles fixních investic a rychlejší růst vládní spotřeby byly vyváženy nižším kladným saldem čistého vývozu. Meziroční hospodářský růst ve třetím čtvrtletí zpomalil pouze o 0,1 procentního bodu na 2,5 %. Podle lednového

GRAF III.7.3

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

**Růst spotřebitelských cen v prosinci 2012 stagnoval na hodnotě 2,2 %**

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

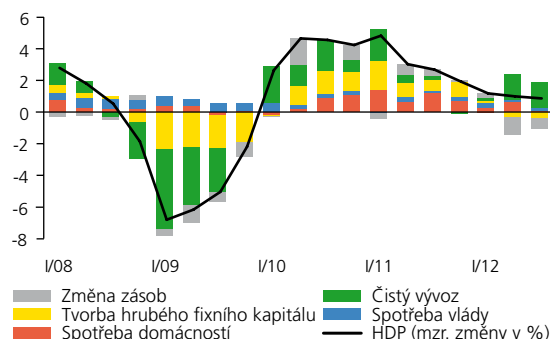


GRAF III.7.4

## HDP V NĚMECKU

**K růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2012 opět nejvíce přispěl čistý vývoz**

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

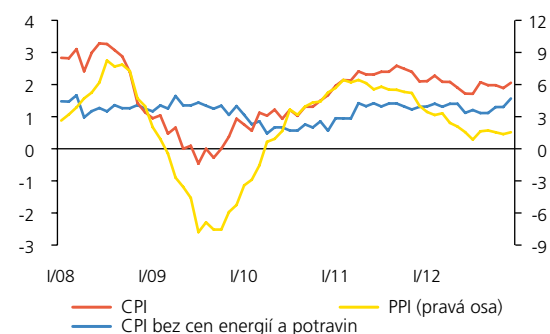


GRAF III.7.5

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

**Růst spotřebitelských cen v prosinci 2012 mírně zrychlil**

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)

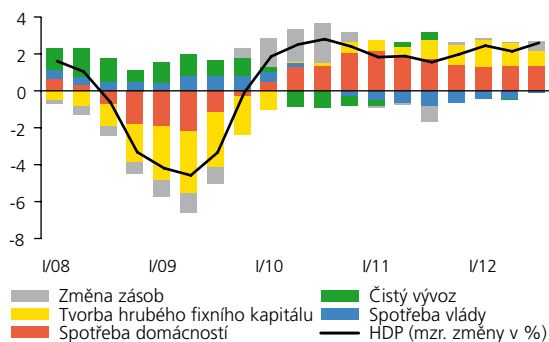


GRAF III.7.6

## HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Na zrychlení růstu HDP ve třetím čtvrtletí 2012 se podílela zejména spotřeba domácností a investice

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

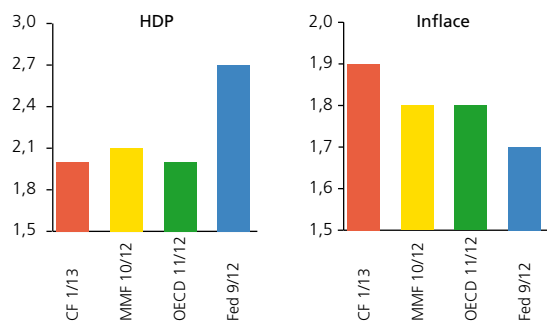


GRAF III.7.7

## VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO USA NA ROK 2013

Růst HDP by se měl udržet nad 2 %, inflace naopak pod 2 % hladinou

(meziroční změny v %, zdroj: CF, MMF, OECD, Fed)



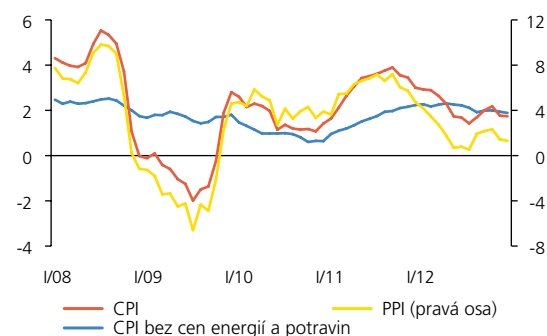
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Druh měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V USA

Inflace se ke konci roku 2012 mírně snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



CF by růst HDP v roce 2012 měl činit 2,3 % a v letošním roce zpomalit na 1,5 %. Poté by mělo dojít opět k oživení růstu na 2,7 % v roce 2014. **Inflace na Slovensku** v prosinci poněkud oslabila na 3,4 %. Za celý rok 2012 dosáhla průměrné hodnoty 3,6 %. Pro následující dva roky očekává CF snížení inflace na průměrnou hodnotu 2,7 %.

## III.7.2 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí 2012 zrychlil anualizovaný čtvrtletní **růst HDP Spojených států** na 3,1 % z 1,3 % v předchozím čtvrtletí (Graf III.7.6). Největší dynamiku vykázaly investice, které anualizovaně rostly o 6,4 %. Vládní spotřeba vzrostla o 3,8 %. Tradičně nejvyšší příspěvek (1,1 procentního bodu) k růstu vykázala soukromá spotřeba, která se zvýšila o 1,9 %.

Průmyslová výroba, která v listopadu vzrostla meziměsíčně o anualizovaných 3,1 % (meziročně o 2,3 %), také ukazuje na pozvolný růst. Zlepšující se situaci naznačuje i index nákupních manažerů (PMI) v průmyslu, který se druhý měsíc drží nad hodnotou 50 bodů, což je hranice mezi vnímaným zlepšením a zhoršením situace. Maloobchodní tržby si na konci roku 2012 udržely svou růstovou dynamiku, zatímco indexy spotřebitelské důvěry v prosinci zaznamenaly propad v důsledku prodlužující se diskuse o fiskálním útesu. Vývoj na trhu práce stále nezaznamenal výraznější změny. Míra nezaměstnanosti klesá jen pomalu a pohybuje se těsně pod úrovní 8 %, neboť ekonomika nadále nevytváří větší množství nových pracovních míst.

Nejsledovanější událostí na přelomu roku bylo jednání politiků, které mělo zabránit „pádu z fiskálního útesu“. Americká politická reprezentace se nakonec dohodla na opatřeních, která na poslední chvíli prozatím zabránila výraznému snížení vládních výdajů a skokovému zvýšení daní.<sup>50</sup> Odsunuta však zůstává ještě klíčová otázka dluhového stropu, na který v případě, že nedojde k dohodě o jeho zvýšení, americká ekonomika narazí přibližně v polovině února. I přes nejistotu spojenou s fiskálním vývojem ve Spojených státech lednový CF zvýšil **odhad růstu amerického HDP** v roce 2013 na 2,0 % (Graf III.7.7).

Meziroční **růst spotřebitelských cen** v prosinci zpomalil na 1,7 % a průměrná inflace v roce 2012 činila 2,1 %. Jádrová inflace se již několik měsíců v řadě pohybuje těsně pod 2 % (Graf III.7.8). Za poklesem inflace stojí zejména zpomalení růstu cen energií. V roce 2013 CF očekává, že spotřebitelské ceny vzrostou o 1,9 %. Růst indexu cen průmyslových výrobců se v listopadu snížil na 1,3 % poté, co se v říjnu dostal na své sedmiměsíční maximum (2,3 %). Meziroční růst peněžního agregátu M2 v listopadu 2012 mírně zpomalil na 8,3 %.

50 Neuzavření dohody by podle CBO (Congressional Budget Office) vyústilo v obnovený pokles americké ekonomiky v půlprocentním rozsahu.

Na jednání 12. prosince 2012 **FOMC rozhodl**, že místo programu „Twist“ bude pokračovat v nákupu hypotéčních dluhopisů (MBS, mortgage-backed securities) v objemu 40 mld. USD měsíčně a nově k tomu přidá i nákupy státních dluhopisů za 45 mld. měsíčně. Nadále bude držet úrokové sazby na úrovni 0,0 až 0,25 % dokud nezaměstnanost neklesne pod 6,5 % nebo inflace nepřekročí 2,5 %. Fed však (ve shodě s CF) předpokládá, že inflace se bude ve střednědobém horizontu pohybovat pod jeho 2 % cílem. V delším horizontu jsou inflační očekávání dobře ukotvena.

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

S postupným zklidňováním situace v eurozóně docházelo v závěru roku 2012 k **posilování kurzu eura vůči hlavním světovým měnám** (Graf III.7.9). V Řecku se podařilo prosadit další reformy, a také situace kolem bankovního sektoru ve Španělsku se zklidnila. Ke snížení napětí na finančních trzích výrazně přispěly i operace ECB. Proti těmto vlivům působil na druhé straně fakt, že ekonomické zpomalení se rozšířilo již na celou eurozónu. V neprospěch dolaru na konci roku působilo nejen nahrazení operace Twist přímými nákupy dluhopisů, ale i vleklá jednání o řešení fiskálního útesu. Tyto faktory převážily vliv nových makroekonomických údajů z USA, které vynívají lépe než v eurozóně.

K posílení dolaru vůči japonskému jenu došlo po ohlášení nových razantních kroků japonské vlády s cílem podpořit domácí růst. Tamější centrální banka v prosinci podle očekávání navýšila program nákupů aktiv zhruba o desetinu na celkem 101 bilionů jenů. K avízu dalšího navýšení pak došlo v lednu 2013, kdy japonská centrální banka zároveň přijala inflační cíl ve výši 2 %, čímž si vytvořila prostor pro razantnější aplikaci nekonvenčních nástrojů. Následkem toho euro vůči jenu v období od 1. října do konce roku 2012 posílilo o více než 13 %. Posílení eura vůči dolaru i libře bylo ve stejném období podstatně menší (zhruba 2 %).

**V první polovině ledna 2013** euro vůči hlavním měnám dále mírně posílilo. Rada ECB na lednovém zasedání totiž jednomyslně rozhodla ponechat sazby beze změny, čímž se oproti předchozímu měsíci zmírnily spekulace na další uvolnění měnové politiky. Navíc byly avizovány nákupy dluhopisů evropského záchranného fondu ESM do devizových rezerv Japonska.

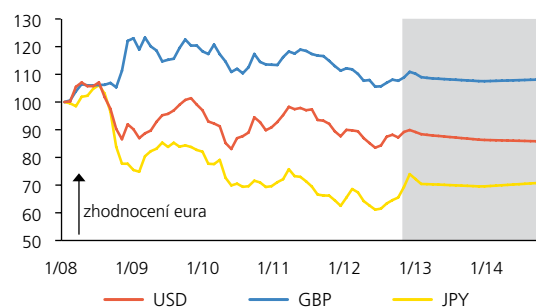
**Lednový CF** očekává v horizontu jednoho roku mírné oslabení eura vůči americkému dolaru (na 1,25 USD/EUR). Současný trend posilování eura vůči světovým měnám je považován za dočasný, neboť v následujících měsících by měl převážít vliv aktuální recese v eurozóně. Mírné posilování vůči japonskému jenu se očekává až v roce 2014. Výhled vůči britské libře zůstává téměř stabilní na současné úrovni, když ani vyhlídky britské ekonomiky nejsou příliš optimistické. Nové údaje naznačují, že v posledním čtvrtletí 2012 se Velká Británie dostala opět do recese.

GRAF III.7.9

#### KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Euro vůči hlavním světovým měnám v posledním čtvrtletí roku 2012 posílilo

(leden 2008 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

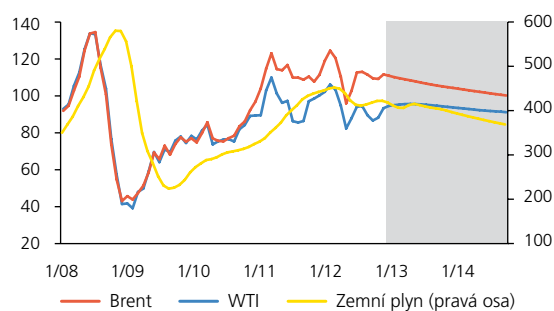


GRAF III.7.10

## DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Cena ropy Brent se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2012 stabilizovala poblíž hodnoty 110 USD/barel, ve výhledu je však očekáván její pozvolný pokles

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

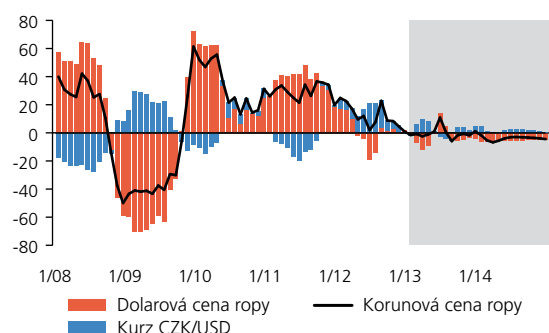


GRAF III.7.11

## ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 cena ropy v korunovém vyjádření meziročně víceméně stagnovala

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

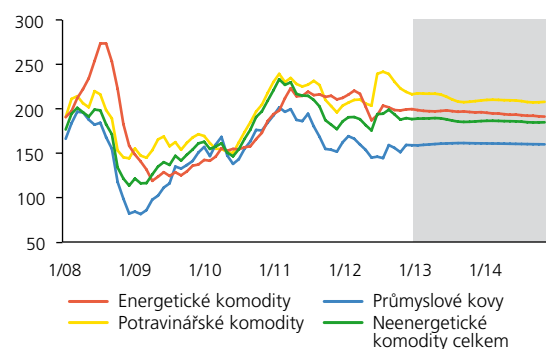


GRAF III.7.12

## CENY KOMODIT

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 došlo k výraznému poklesu cen potravinářských komodit a naopak k růstu cen průmyslových kovů

(leden 2007 = 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).

## III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

V polovině října 2012 **cena ropy Brent** poklesla o cca 5 USD/barel a od té doby se s relativně malými výkyvy pohybuje poblíž hodnoty 110 USD/barel (Graf III.7.10). Její cena se posunula na nižší úroveň, když obavy o vývoj globálního ekonomického růstu převážily nad riziky výpadku dodávek v důsledku politického neklidu na Blízkém východě. V říjnu se sice zastavil sedm měsíců trvající růst celkových komerčních zásob ropy v zemích OECD a ve zbytku roku jejich úroveň sezonně klesala, přesto se zásoby poslední čtyři měsíce roku 2012 udržovaly cca 1 % nad pětiletým průměrem. Vyjádřeno ve dnech budoucí spotřeby se komerční zásoby pohybovaly po celý rok 2012 na úrovni 59 dnů. Na trhu tak panuje zhruba rovnováha mezi nabídkou a poptávkou a OPEC neplánuje zatím žádnou úpravu svých těžebních limitů.

**Tržní výhled cen** je klesající, neboť se ani do budoucna neočekává výraznější napětí na trhu s ropou. Cena jednoho barelu ropy Brent by se tak měla snížit ze současné úrovně kolem 110 USD na 105 USD na konci roku 2013 a 100 USD na konci následujícího roku, což je i v souladu s předpovědí americké EIA. Naopak lednový CF, který do svého průzkumu nově zařadil místo ropy WTI ropu Brent, očekává v horizontu jednoho roku stagnaci ceny na úrovni 110 USD/barel. V korunovém vyjádření je očekáván meziroční pokles cen ropy zanedbatelný, když posilující kurz USD kompenzuje klesající dolarové ceny ropy (Graf III.7.11).

IEA v lednové zprávě zvýšila **předpověď růstu poptávky** po ropě jednak v reakci na vyšší poptávku v závěru loňského roku a jednak v očekávání vyšší spotřeby v Číně. Spotřeba ropy v roce 2013 by měla dosáhnout 90,8 mil. barelů denně, což představuje růst o cca 1 % oproti předchozímu roku. Zvýšená poptávka by však měla být více než pokryta růstem těžby mimo OPEC (zejména v Severní Americe). Nabíhající nové investice kartelu OPEC tak budou zvyšovat jeho rezervní těžební kapacitu.

Cenové **rozpětí mezi ropou Brent a WTI** v závěru roku 2012 opět narostlo přes 20 USD/barel. Ropa WTI nadále ztrácí svou pozici globálního benchmarku, na což reagují komoditní indexy zvyšováním váhy ropy Brent na úkor ropy WTI. V polovině ledna 2013 by však mělo dojít k navýšení kapacity ropovodu Seaway, který odvádí ropu WTI z amerického vnitrozemí na pobřeží Mexického zálivu, a to ze 150 na 400 tis. barelů denně, což by mělo vést ke zmírnění cenového rozpětí mezi oběma druhy ropy.

**Celkový index energetických surovin** od září 2012 prakticky stagnuje (Graf III.7.12). Předpověď je jen nepatrně klesající, když očekávaný pokles cen ropy a zemního plynu je zčásti kompenzován rostoucím výhledem pro ceny uhlí.

**I vývoj indexu cen neenergetických komodit** se od listopadu 2012 zklidnil. Vývoj jeho jednotlivých složek byl však odlišný. Index cen potravinářských komodit od září postupně klesal zejména díky příznivějším očekáváním budoucí sklizně (jeho celkový pokles z historického maxima v srpnu 2012 činil 10,5 %). Naopak index cen průmyslových kovů zaznamenal v srpnu nejnižší hodnotu od července 2010 a od té doby s poměrně výraznými výkyvy o 10 % vzrostl v naději, že čínská ekonomika již prošla dnem svého cyklu. Předpověď u cen potravinářských komodit očekává další mírný pokles ve druhé polovině roku 2013. Výhled cen kovů je přes nedávný růst stagnující na celém horizontu předpovědi, neboť fundamenty tohoto trhu zatím žádné zlepšení nevykazují.

Graf I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	8
Graf II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	8
Graf II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	8
Graf II.1.4	3M EURIBOR	9
Graf II.1.5	Kurz eura k dolaru	9
Graf II.1.6	Cena ropy Brent	9
Graf II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	10
Graf II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	10
Graf II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	11
Graf II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	11
Graf II.2.5	Ceny pohonných hmot a cena ropy	12
Graf II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	12
Graf II.2.7	Prognóza měnového kurzu	12
Graf II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	13
Graf II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	13
Graf II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	13
Graf II.2.11	Průměrná nominální mzda	14
Graf II.2.12	Prognóza růstu HDP	14
Graf II.2.13	Struktura meziročního růstu HDP	14
Graf II.2.14	Prognóza trhu práce	15
Graf II.2.15	Přepočtený počet zaměstnanců	15
Graf II.2.16	Reálná spotřeba domácností a vlády	15
Graf II.2.17	Nominální disponibilní důchod	16
Graf II.2.18	Míra úspor domácností	16
Graf II.2.19	Hrubá tvorba kapitálu	16
Graf II.2.20	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	20
Graf II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	20
Graf II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	20
Graf II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	21
Graf II.3.5	Změna prognózy kurzu	22
Graf II.3.6	Změna prognózy HDP	22
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	25
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	26
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	27
Graf III.1.2	Inflace	29
Graf III.1.3	Vývoj složek inflace	29
Graf III.1.4	Struktura inflace	29
Graf III.1.5	Ceny potravin	30
Graf III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	30
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	31
Graf III.2.2	Dovozní ceny	31
Graf III.2.3	Minerální paliva	31
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	32

Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	32
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	33
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	33
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	33
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	35
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	35
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	35
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	36
Graf III.3.5	Struktura spotřeby domácností	36
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	36
Graf III.3.7	Investice podle sektorů	37
Graf III.3.8	Investice do obydlí	37
Graf III.3.9	Čistý vývoz	38
Graf III.3.10	Vývoz a dovoz	38
Graf III.3.11	Podíly odvětví na růstu HPH	38
Graf III.3.12	Průmyslová produkce	39
Graf III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	39
Graf III.3.14	Nové průmyslové zakázky	39
Graf III.3.15	Indikátory důvěry	40
Graf III.3.16	Ekonomický sentiment	40
Graf III.3.17	Potenciální produkt	40
Graf III.3.18	Mezera výstupu	41
Graf III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	41
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	42
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	42
Graf III.4.3	Přepočtené počty zaměstnanců	42
Graf III.4.4	Míra nezaměstnanosti	43
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	43
Graf III.4.6	Vývoj produktivity v NH	44
Graf III.4.7	Mzdová náročnost produktu	44
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	45
Graf III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	45
Graf III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	45
Graf III.5.4	Úvěry nefinančním podnikům	46
Graf III.5.5	Úvěry domácnostem	47
Graf III.5.6	Zadluženost domácností	47
Graf III.5.7	Základní sazby ČNB	47
Graf III.5.8	Tržní úrokové sazby	48
Graf III.5.9	Úrokové diferenciály	48
Graf III.5.10	Výnosová křivka státních dluhopisů	49
Graf III.5.11	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	49
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	49
Graf III.5.13	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	50
Graf III.5.14	Ex ante reálné sazby	50
Graf III.5.15	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	51
Graf III.5.16	Základní ukazatele hospodaření	51
Graf III.5.17	Finanční závazky nefinančních podniků	52
Graf III.5.18	Struktura finančních aktiv domácností	53
Graf III.5.19	Realizované a nabídkové ceny bytů	53
Graf III.5.20	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	54
Graf III.6.1	Běžný účet	55
Graf III.6.2	Obchodní bilance	55



Graf III.6.3	Bilance služeb	55
Graf III.6.4	Bilance výnosů	56
Graf III.6.5	Finanční účet	56
Graf III.6.6	Přímé investice	56
Graf III.6.7	Portfoliové investice	57
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	57
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	58
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2013	58
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	59
Graf III.7.4	HDP v Německu	59
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	59
Graf III.7.6	HDP ve Spojených Státech	60
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro USA na rok 2013	60
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců v USA	60
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	61
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	62
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	62
Graf III.7.12	Ceny komodit	62

Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	11
Tab. II.2.2	Prognóza vybraných veličin	17
Tab. II.2.3	Prognóza platební bilance	18
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	18
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností	23
Tab. II.4.2	Citlivostní scénář dlouhodobějšího odkladu spotřeby	24
Tab. II.4.3	Citlivostní scénář kurzu	24
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	25
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	25
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	27
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	28
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	28
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	32
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	43
Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	46
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	52

CBO	Congressional Budget Office	IRI	Institut regionálních informací
CF	Consensus Forecasts	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
CP	cenné papíry	JPY	japonský jen
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	LIBOR	londýnská mezibankovní záůjční úroková sazba
CZK, Kč	česká koruna	LTRO	Long Term Refinancing Operations (dlouhodobé refinanční operace)
ČNB	Česká národní banka	M1, M2, M3	peněžní agregát
ČR	Česká republika	MF	Ministerstvo financí
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
DPH	daň z přidané hodnoty	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ECB	Evropská centrální banka	NH	národní hospodářství
EIA	Energy Information Administration	NHPP	národohospodářská produktivita
EIB	Evropská investiční banka	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
EK	Evropská komise	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ESCB	Evropský systém centrálních bank	O/N	overnight
ESM	Evropský stabilizační mechanismus	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EU	Evropská unie	PH	pohonné hmoty
EUR	euro	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů PMI)
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	PPI	ceny průmyslových výrobců
Fed	centrální banka USA	PRIBOR	mezibankovní záůjční úroková sazba
FOMC	Federal Open Market Committee	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	PZI	přímé zahraniční investice
GBP	britská libra	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
HDP	hrubý domácí produkt	USA	Spojené státy americké
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USD	americký dolar
HPH	hrubá přidaná hodnota	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
Ifo	index podnikatelského klimatu institutu	ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Centrum evropského ekonomického výzkum)
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)		
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu		

<b>Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy</b>	(box)	I/2011
<b>Mikroanalýza změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v predikčním modelu g3</b>	(box)	II/2011
<b>Souvislost mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru</b>	(box)	II/2011
<b>Dopady změn sazeb DPH do rozpočtu a inflace včetně jejích složek v letech 2012 a 2013</b>	(box)	III/2011
<b>Vývoj na trhu práce během ekonomické recese a následného oživení</b>	(box)	III/2011
<b>Dluhová situace Itálie</b>	(box)	III/2011
<b>Zveřejňování Grafu rizik inflační prognózy (GRIPu)</b>	(příloha)	III/2011
<b>Reforma penzijního systému</b>	(box)	IV/2011
<b>Ratingové hodnocení České republiky</b>	(box)	IV/2011
<b>Německo – hlavní obchodní partner ČR</b>	(box)	IV/2011
<b>Promítnutí DPH do cen potravin v závěru roku 2011</b>	(box)	I/2012
<b>Mimořádná revize čtvrtletních národních účtů</b>	(box)	I/2012
<b>Analýza dopadů fiskálních opatření v ČR v letech 2001–2011</b>	(box)	I/2012
<b>Revize spotřebního koše</b>	(box)	II/2012
<b>Faktory vývoje maloobchodních cen pohonných hmot</b>	(box)	II/2012
<b>Šetření úvěrových podmínek bank</b>	(box)	III/2012
<b>Vývoj kurzu CZK/USD v době nejistoty</b>	(box)	III/2012
<b>Uvolněná měnová politika a vývoj cen komodit</b>	(box)	III/2012
<b>Vývoj míry úspor domácností</b>	(box)	IV/2012
<b>Vývoj spotřeby a peněžních úspor podle příjmových skupin domácností</b>	(box)	IV/2012
<b>Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z přímých zahraničních investic (PZI)</b>	(box)	IV/2012
<b>Revize čtvrtletních národních účtů</b>	(box)	I/2013

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.

**Bid-to-Cover Ratio:** vyjadřuje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

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

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

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

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

**Dezinflace:** snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Lombardní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. zápůjční 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 diferenciaci 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 m<sup>2</sup>) 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 nemovitostí:** ceny pocházející ze statistik daňových přiznání pro daň z převodu nemovitosti MF ČR, které jsou publikovány ČSÚ. Tyto ceny mají metodicky nejbližší ke skutečným tržním cenám nemovitostí, jsou však publikovány s časovým zpožděním.

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

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



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

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

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

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

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

## KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

		roky										
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 914,5	3 113,5	3 338,4	3 529,4	3 632,1	3 473,9	3 554,9	3 622,2	3 584,6	3 573,3	3 646,8
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,6	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,9	-1,0	-0,3	2,1
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,0	3,0	4,4	4,1	2,9	0,3	0,9	0,7	-2,9	-0,8	0,9
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	-3,3	1,6	-0,6	0,4	1,2	4,0	0,5	-2,5	-0,8	-0,3	0,4
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	6,4	4,5	10,6	15,5	1,5	-20,0	5,5	0,3	-4,6	-3,2	0,6
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	13,1	11,9	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,4	5,7	4,5	8,0
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	9,5	6,1	11,2	12,8	2,3	-11,7	15,3	6,7	3,5	3,7	6,8
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny r. 2005, sez. očištěno	-17,3	84,8	156,3	139,3	174,7	185,3	207,1	294,1	369,2	409,1	475,8
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	10,3	6,5	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,1	-3,5	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,3	1,8	-	-	-
<b>CENY</b>												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	%, konec období	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, průměr	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	1,9	3,3	2,1	1,7
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	4,4	2,9
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,7	1,3
<i>Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,58 %)*</i>												
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,32 %)*	%, meziročně, průměr	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,7	-0,3	0,0	1,2
Ceny pohonných hmot (3,39 %)*	%, meziročně, průměr	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	9,9	6,0	-1,9	0,8
Ménověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, průměr	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,9	2,1	1,3	1,6
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	4,0	-0,3	0,5	3,3	1,9	2,3	-1,4	-0,8	1,0	1,2	0,5
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,5	3,1	1,5	4,1	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	1,1	1,6
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	20,0	4,1	6,1	0,2
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,3	-0,2	-0,5	-0,6	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	32,7	42,1	18,6	12,6	34,3	-36,6	28,7	39,5	0,8	-2,8	-5,4
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, nominálně	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	3,3	2,2	2,4	2,3	1,5	2,6
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,5	-1,0	-0,6	0,9
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,2	2,0	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	0,0	-0,5	-0,9
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	3,7	0,6	0,2	2,4	4,3	2,6	-1,8	0,3	2,7	0,9	-0,3
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	1,2	-7,2	-7,2	2,4	-3,3	5,4	-6,3	1,3	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	5,1	4,6	5,6	3,5	0,8	-2,8	3,5	1,6	-1,6	0,0	2,6
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	6,9	7,5	7,9
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr	-	6,6	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,6	8,0
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-82,9	-101,1	-79,2	-26,7	-85,0	-217,7	-180,7	-124,8	-186,8	-103,5	-99,8
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,2	-4,9	-2,7	-2,5
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	847,8	885,4	948,1	1 023,4	1 104,3	1 285,6	1 436,6	1 567,9	1 760,5	1 866,3	1 967,7
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	45,9	48,2	49,6
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-13,4	48,6	59,3	46,9	25,7	87,3	53,8	94,0	155,5	195,0	225,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4	2,4	4,1	5,0	5,7
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	16,6	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	66,3	49,5	55,0	60,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-147,5	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-146,6	-109,1	-74,9	-50,0	-35,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-5,0	-1,0	-2,0	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,8	-2,0	-1,3	-0,9
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	37,7	95,0	75,2	120,0	25,0	100,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6	20,0	20,2
Kč/EUR	průměr	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	25,3	25,0
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,6	-1,9	1,5	0,6	-0,5
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-2,9	-5,6	-1,5	-3,7	-8,7	4,1	-3,1	-2,4	2,6	0,9	-0,4
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	3,6	-1,5	-1,2	1,3	-4,6	0,2	-1,0	1,7	2,9	1,6	1,3
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	1,6	-0,5	0,2	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,3	1,1	0,3
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M2	%, meziročně, průměr	8,8	5,9	9,5	11,6	9,5	5,7	4,4	3,7	5,7	5,2	4,1
2 T repo sazba	%, konec období	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	-	-
3 M PRIBOR	%, průměr	2,4	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,2	1,0	0,4	0,5

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

\*\* kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje  
zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012				čtvrtletí roku 2013				čtvrtletí roku 2014			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
877,9	887,3	891,8	897,8	904,6	906,1	905,6	905,9	900,4	896,8	894,0	893,4	890,6	891,5	894,1	897,1	901,8	907,5	914,2	923,3
0,9	2,7	2,8	2,9	3,0	2,1	1,5	0,9	-0,5	-1,0	-1,3	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,4	1,3	1,8	2,3	2,9
1,0	0,3	0,9	1,6	0,4	0,6	1,0	0,6	-3,0	-2,8	-2,4	-3,5	-0,8	-1,2	-0,8	-0,5	0,3	0,8	1,0	1,3
1,5	1,7	0,2	-1,5	-0,6	-2,1	-4,1	-3,2	-2,0	-1,6	0,0	0,3	0,4	0,1	-0,5	-1,0	-0,8	-0,1	0,7	1,8
-9,3	6,9	17,6	8,8	5,2	1,7	-4,0	-1,1	-2,0	-0,5	-9,4	-6,1	-4,9	-6,4	-1,5	0,2	0,2	0,6	0,7	0,8
13,9	16,6	15,6	14,2	16,4	11,1	6,9	4,0	6,5	4,9	4,7	6,8	0,8	4,6	5,7	7,0	7,9	8,0	7,9	8,2
9,7	16,6	20,1	14,7	14,7	8,8	2,5	1,9	4,0	4,0	1,6	4,6	0,3	2,8	5,1	6,5	7,0	6,9	6,7	6,8
53,5	54,2	38,0	61,3	72,1	74,2	70,0	77,7	93,4	83,9	94,5	97,4	97,2	100,1	104,0	107,9	111,5	115,7	121,1	127,6
6,9	11,5	10,7	11,8	12,1	8,7	3,2	2,4	2,9	-1,5	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-22,7	-8,3	-2,8	-2,1	5,9	-5,2	-9,0	-0,8	-9,4	-4,9	-4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,2	2,1	1,6	1,5	5,3	1,1	0,5	0,9	1,2	-2,4	-1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,3	2,8	2,0	2,0	2,2	2,3	1,7	1,7	1,8	1,8
0,8	2,3	3,6	3,8	4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,1	4,5	4,4	4,3	4,5	3,1	3,0	2,8	2,6
-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,9	1,2	1,3	1,4	1,4
-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	3,6	4,5	3,5	2,5	2,8	2,7	2,9	2,9	2,7	1,7	1,5	1,5	1,6	1,8
-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	0,2	0,6	1,0	1,3	1,3	1,3
18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	6,4	3,8	-2,5	-2,8	-2,1	-0,2	2,5	1,0	-0,1	-0,4
-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	1,5	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
-2,3	-0,8	-0,5	-1,9	-1,8	-1,5	-0,8	1,0	1,6	1,4	0,9	0,2	1,7	1,1	1,1	1,0	-0,3	0,5	0,8	1,0
-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,6	1,6	0,8	1,0	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7	1,6
-5,6	-2,8	8,2	22,7	27,9	30,1	16,6	5,4	-1,9	-1,8	5,8	14,3	13,7	8,2	3,8	-1,4	-2,3	-1,1	1,7	2,5
0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
70,5	35,9	11,9	15,8	36,7	49,0	48,0	26,2	13,2	-7,2	-2,5	1,1	-5,7	1,6	-1,7	-3,9	-6,1	-5,6	-5,2	-4,9
2,8	3,1	2,2	0,7	2,4	2,4	2,4	2,4	3,4	2,3	1,4	2,1	1,2	1,5	1,7	1,6	2,6	2,5	2,7	2,8
2,1	1,9	0,3	-1,4	0,7	0,6	0,6	0,0	-0,3	-1,1	-1,8	-0,7	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	0,9	0,7	0,9	1,0
-3,3	-2,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,3	0,9	0,5	0,0	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-0,8	-0,5
-2,3	-2,4	-0,1	-2,2	-1,1	1,1	0,1	1,0	3,2	3,1	2,2	2,4	1,8	1,4	0,6	-0,2	0,1	-0,4	-0,4	-0,6
-8,0	-8,3	-4,6	-4,6	-1,6	1,2	2,9	2,7	2,6	4,5	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,7	4,6	2,5	3,3	3,0	1,8	1,3	0,5	-0,3	-1,9	-1,8	-2,1	-1,5	-0,5	0,6	1,2	2,0	2,5	2,8	3,3
8,2	7,2	7,1	7,0	7,3	6,8	6,6	6,5	7,2	6,8	7,0	6,8	7,5	7,3	7,6	7,5	8,2	7,8	7,9	7,7
7,6	6,8	6,6	6,9	7,4	6,5	6,4	6,4	7,1	6,5	6,6	7,0	7,9	7,3	7,5	7,8	8,6	7,8	7,7	7,8
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31,0	22,9	-4,5	4,4	33,7	29,3	7,9	23,2	53,8	37,4	30,2	34,0	58,0	51,0	40,0	46,0	63,0	58,0	48,0	56,0
3,5	2,4	-0,5	0,4	3,8	3,0	0,8	2,3	6,0	3,9	3,1	3,4	6,4	5,3	4,1	4,5	6,9	5,8	4,8	5,3
18,3	24,8	15,3	16,9	14,2	20,3	18,8	13,0	14,2	13,2	13,1	9,0	15,0	15,0	14,0	11,0	16,0	16,0	16,0	12,0
22,3	-28,1	-106,4	-34,5	22,7	-56,8	-57,6	-17,4	22,9	-20,1	-50,7	-27,0	28,0	-13,0	-49,0	-16,0	31,0	-12,0	-47,0	-7,0
2,5	-2,9	-11,0	-3,5	2,6	-5,9	-5,9	-1,7	2,5	-2,1	-5,3	-2,7	3,1	-1,3	-5,0	-1,6	3,4	-1,2	-4,7	-0,7
13,9	30,2	37,6	13,3	13,1	34,5	-4,3	32,0	17,3	17,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	16,9	17,3	18,8	19,1	19,7	20,0	19,4	20,0	20,2	20,0	20,1	20,3	20,3	20,3	20,1
25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3	25,1	25,2	25,5	25,3	25,2	25,2	25,1	25,1	25,0	25,0
-6,3	-4,1	-3,2	-4,8	-5,2	-4,1	-1,0	2,6	2,0	2,9	2,0	-0,8	1,9	0,3	0,4	-0,3	-1,2	-0,5	-0,3	-0,2
-5,6	-2,9	-1,0	-2,7	-4,9	-4,6	-1,8	1,9	3,0	4,3	3,2	-0,2	1,8	0,5	0,8	0,6	-1,0	-0,3	-0,2	-0,2
-6,5	-0,3	2,2	1,0	0,8	-0,1	1,6	4,6	4,0	3,9	3,3	0,5	1,7	1,1	1,7	2,0	1,0	1,2	1,4	1,5
-4,4	2,5	5,8	4,7	4,7	2,4	3,5	6,5	5,7	5,7	4,7	1,2	1,3	0,8	1,1	1,4	0,2	0,1	0,4	0,4
3,6	4,9	4,8	4,1	3,4	2,6	3,8	4,8	6,1	5,8	5,7	5,0	6,1	5,3	4,6	4,7	3,0	4,1	4,5	4,6
1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	0,05	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,8

**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)



