



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Zpráva o inflaci / II, 2013**

Česká národní banka  
2013

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-155790>

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

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

Datum stažení: 24.05.2024

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

ZPRÁVA O INFLACI / II

2013



## ZPRÁVA O INFLACI / II

---



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

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

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

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

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 9. května 2013 a obsahuje informace dostupné k 19. dubnu 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.



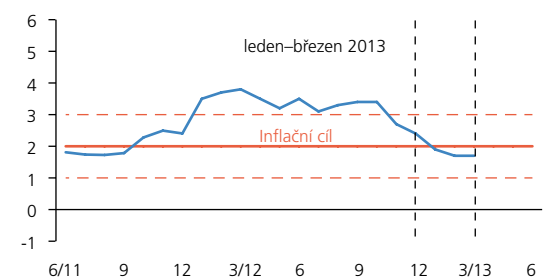
<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>3</b>
<b>OBSAH</b>	<b>5</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>6</b>
<b>II PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>8</b>
<b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>	<b>8</b>
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>10</b>
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>20</b>
<b>II.4 Alternativy a citlivostní analýzy</b>	<b>22</b>
II.4.1 Citlivostní scénář kurzu	22
<b>II.5 Prognózy ostatních subjektů</b>	<b>23</b>
<b>III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>25</b>
<b>III.1 Inflace</b>	<b>25</b>
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	25
III.1.2 Současný vývoj inflace	27
<b>III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců</b>	<b>29</b>
III.2.1 Dovozní ceny	29
III.2.2 Ceny výrobců	30
<b>III.3 Poptávka a nabídka</b>	<b>33</b>
III.3.1 Domácí poptávka	33
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	36
III.3.3 Nabídka	36
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	38
<b>III.4 Trh práce</b>	<b>40</b>
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	40
III.4.2 Mzdy a produktivita	42
<b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>44</b>
III.5.1 Peníze	44
III.5.2 Úvěry	45
III.5.3 Úrokové sazby	46
III.5.4 Měnový kurz	49
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	50
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	51
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	52
<b>III.6 Platební bilance</b>	<b>54</b>
III.6.1 Běžný účet	54
III.6.2 Kapitálový účet	55
III.6.3 Finanční účet	55
<b>III.7 Vnější prostředí</b>	<b>57</b>
III.7.1 Eurozóna	57
III.7.2 Spojené státy	59
III.7.3 Kurz eura vůči dolaru a dalším hlavním měnám	60
III.7.4 Cena ropy a dalších komodit	61
<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

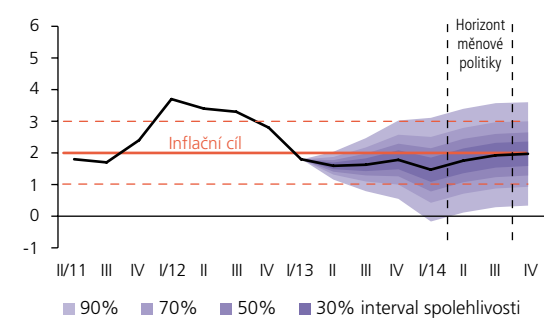
**Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2013 snížila mírně pod cíl ČNB**  
(meziročně v %)



GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

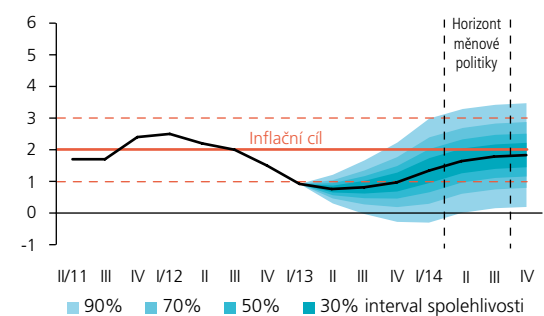
**Celková inflace se bude v letošním roce pohybovat mírně pod 2% cílem ČNB, a to i přes zvýšení nepřímých daní**  
(meziročně v %)



GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

**Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky se bude pozvolna navracet k cíli**  
(meziročně v %)



## I. SHRNUTÍ

Meziroční pokles české ekonomiky se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále prohloubil. Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2013 snížila mírně pod cíl ČNB, měnověpolitická inflace se pohybovala těsně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Zmírnil se vliv daňových změn a regulovaných cen, pokračuje růst cen potravin. Dovožní ceny působí mírně proinflačně v důsledku oslabení kurzu koruny. Vývoj domácí ekonomiky má naopak na cenový růst tlumící vliv. Reálná ekonomická aktivita se v letošním roce celkově mírně snížila v důsledku utlumené domácí i zahraniční poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. Ve druhé polovině roku však bude docházet k postupnému ožívování domácí ekonomiky díky vývoji zahraniční poptávky. V příštím roce bude zrychlování růstu pokračovat a za celý rok HDP vzroste o necelá 2 %. Celková inflace se i přes významné dopady změn nepřímých daní bude v letošním roce pohybovat mírně pod 2% cílem ČNB. Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma, poté se na horizontu měnové politiky bude pozvolna navracet k cíli. Kurz koruny vůči euru bude na horizontu prognózy velmi pozvolna posilovat z oslabené výchozí úrovně. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014.

**Česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2012** meziročně klesla o 1,7 % vlivem snížení spotřeby domácností a fixních investic, ostatní složky poptávky přispěly k dynamice ekonomické aktivity kladně. V prvním čtvrtletí 2013 prognóza předpokládá jen lehké zmírnění meziročního poklesu HDP.

**Celková inflace v prvním čtvrtletí 2013** klesla mírně pod cíl ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se pohybovala těsně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Zdrojem inflace jsou nadále daňové změny spolu s růstem regulovaných cen, jejich příspěvek k inflaci se však snížil. Pokračuje též růst cen potravin. Inflační tlaky z dovozních cen se zmírnily, zůstávají však kladné vlivem oslabení kurzu koruny. Záporná korigovaná inflace bez cen pohonných hmot odráží přetrvávající protinflační působení domácí ekonomiky.

Tempo **ekonomického růstu v efektivní eurozóně** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zpomalilo na 0,4 % a k jeho dalšímu zmírnění zřejmě došlo i na začátku letošního roku. Podle předpokladu prognózy by v letošním roce měl růst v efektivním vyjádření dosáhnout 0,5 %, 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 ožívování ekonomické aktivity v eurozóně v podmínkách pokračující dluhové krize. To se odráží i ve výhledu pozvolna oslabujícího kurzu eura vůči dolaru. U cen ropy se na horizontu prognózy předpokládá mírný pokles.

**Dle prognózy se celková inflace** v letošním roce bude – i přes zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod – pohybovat mírně pod 2% cílem ČNB. Po odeznění vlivu této daňové změny na počátku roku 2014 inflace poklesne výrazněji pod cíl, v dalším období se však k němu bude opět zvolna přibližovat (Graf I.2). **Měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se v letošním roce bude pohybovat poblíž dolní hranice tolerančního pásma, poté se na horizontu měnové politiky bude zvolna navracet k cíli (Graf I.3). Celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se v nejbližším období zvýší, když vlivem oslabeného kurzu koruny zesílí proinflační působení dovozních cen a zároveň začne zvolna odeznívat protiinflační působení domácí ekonomiky. V delším horizontu bude proinflační působení dovozních cen opět slábnout v důsledku stabilního vývoje cen zahraničních výrobců a jen velmi pozvolného posilování kurzu koruny. Domácí ekonomika bude působit lehce protiinflačně do začátku roku 2014. 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 znatelně zpomalí, ceny pohonných hmot budou přechodně klesat.

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních **úrokových sazeb** a jejich následný růst až v roce 2014 (Graf I.4). Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především nízká hladina zahraničních úrokových sazeb a pomalý růst cen odrážející utlumený vývoj domácí ekonomiky. **Kurz koruny** vůči euru bude z oslabené výchozí úrovně na horizontu prognózy velmi pozvolna posilovat (Graf I.5) vlivem obnovení mírně kladného úrokového diferenciálu a ožívání zahraniční poptávky, projevujícího se rostoucím čistým vývozem.

Celkově slabá domácí poptávka v podmínkách pokračující fiskální konsolidace při jen zvolna oživující zahraniční poptávce vyústí v letošním roce v pokles **české ekonomiky** o 0,5 % (Graf I.6). Kladné příspěvky k vývoji ekonomické aktivity zaznamenají pouze čistý vývoz a v malém rozsahu i spotřeba vlády, ostatní složky poptávky budou ekonomiku brzdit. Od druhého pololetí 2013 však bude docházet k postupnému ožívání. V příštím roce do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let a ekonomika vzroste o necelá 2 %. Utlumený vývoj ekonomiky v letošním roce 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 a k jeho zrychlení dojde až v roce 2014 s výraznějším oživením ekonomické aktivity. Mzdy v nepodnikatelské sféře i nadále porostou nevýrazným tempem.

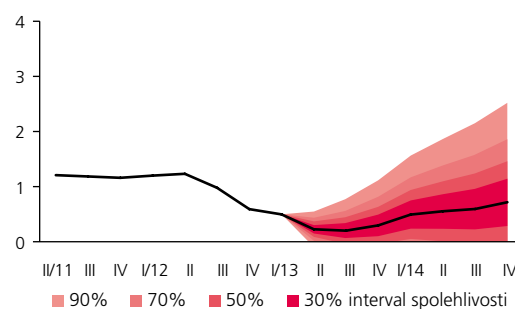
Na svém měnověpolitickém zasedání 2. května 2013 bankovní rada jednomyslně rozhodla **ponechat základní úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako protiinflační, přičemž v tomto směru působí výhled zahraničí (sazby EURIBOR a cena ropy), vývoj domácí ekonomiky a nárůst konkurence v oligopolních odvětvích.

GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014

(3M PRIBOR v %)

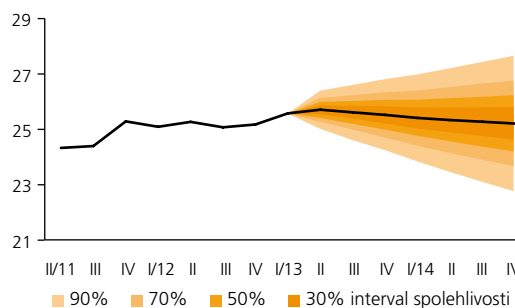


GRAF I.5

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz bude velmi pozvolna posilovat z oslabené výchozí úrovně

(CZK/EUR)

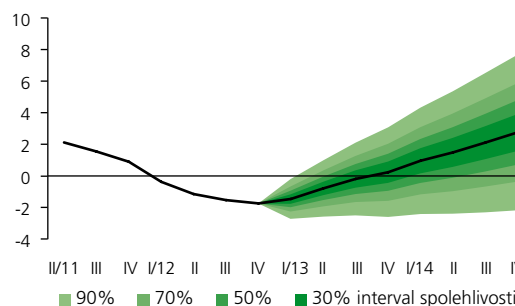


GRAF I.6

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

HDP v letošním roce celkově klesne, postupně však bude docházet k ožívání jeho růstu

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

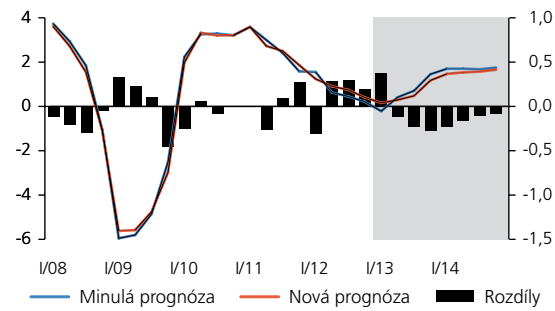


GRAF II.1.1

## EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

**Ekonomický růst v eurozóně počátkem letošního roku zřejmě dále zpomalil, jeho postupné oživení se předpokládá od druhé poloviny roku**

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



## II. PROGNÓZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

## II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNÓZY

Na počátku letošního roku zřejmě došlo k dalšímu zpomalení tempa ekonomického růstu v efektivní eurozóně, oživení nastane až ve druhém pololetí a zejména pak v roce 2014. V nízkém růstu cen výrobců i spotřebitelských cen se promítá odeznění vlivu zvýšených cen komodit a celkově slabá poptávka. Přetrvávající nízký výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR zohledňuje očekávání pokračující uvolněné měnové politiky ECB. Výhled kurzu USD/EUR v následujících dvou letech předpokládá pozvolné oslabování evropské měny na hodnoty pod 1,30 USD/EUR. Na horizontu prognózy se očekává mírný pokles ceny ropy Brent z průměrné úrovně mírně nad 110 USD/barel pozorované v prvním čtvrtletí letošního roku.

Výhled **efektivního ukazatele HDP eurozóny** předpokládá letos další zpomalení jeho celoročního tempa růstu o 0,3 procentního bodu na 0,5 %. Svého dna by přitom měla ekonomická aktivita v efektivní eurozóně dosáhnout již na počátku roku 2013, od druhého pololetí je pak očekáváno postupné oživení (Graf II.1.1).<sup>1</sup> Eurozóna jako celek v letošním roce zaznamená pokračující recesi. Oproti tomu příznivější vývoj efektivního ukazatele je dán vysokým podílem Německa, Slovenska a dalších hlavních obchodních partnerů na zahraničním obchodu ČR, jejichž očekávané tempo růstu se pohybuje výrazně nad průměrem celé eurozóny. V roce 2014 se očekává zrychlení tempa růstu efektivního zahraničního HDP na 1,6 %. Ve srovnání s minulou prognózou se tak jedná o mírný posun výhledu směrem k nižšímu růstu téměř v celém predikčním horizontu. Rizika dalšího zpomalení ekonomického růstu v eurozóně lze spojovat především s pokračující nejistotou ohledně vývoje dluhové krize.

Výhled **efektivního ukazatele cen výrobců v eurozóně** odráží odeznění vlivu vysokých cen komodit a utlumenou poptávku (Graf II.1.2). Ve srovnání s minulým rokem tak v roce 2013 leží o 0,8 procentního bodu níže, tj. v průměru na 1,8 %. S ekonomickým oživením v roce 2014 se očekává mírné zrychlení růstu cen výrobců na 2,1 %. Minulá prognóza předpokládala pro oba roky lehce vyšší hodnoty.

Útlum spotřebitelské poptávky související s fiskální konsolidací a obecně nízkou ekonomickou aktivitou je zohledněn ve výhledu růstu **efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně** (Graf II.1.3). Ve srovnání s minulým rokem se v roce 2013 očekává zpomalení růstu spotřebitelských cen o 0,6 procentního bodu na 2 %. Na této hladině by se spotřebitelská inflace měla pohybovat i v roce 2014. V porovnání s minulou prognózou to znamená nepatrně nižší výhled v obou letech.

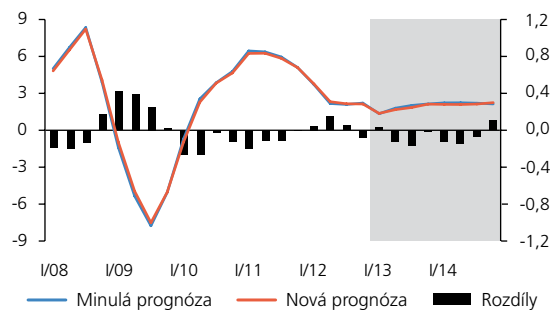
<sup>1</sup> Výhledy HDP, PPI a CPI eurozóny a kurzu USD/EUR vycházejí z dubnového průzkumu analytiků v rámci Consensus Forecasts (CF). Výhledy pro 3M EURIBOR a ropu Brent jsou odvozeny z cen tržních kontraktů k 8. dubnu 2013. Výhled je v grafech označen šedou plochou. Tato konvence je používána v celé této Zprávě. Rozdíly mezi minulou a novou prognózou na minulosti jsou vedle revizí dat dány zejména změnou metodiky sezonního očištění.

GRAF II.1.2

## EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

**Ceny výrobců porostou mírným a stabilním tempem, odrážejícím utlumenou produkci a klesající výhled cen komodit**

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

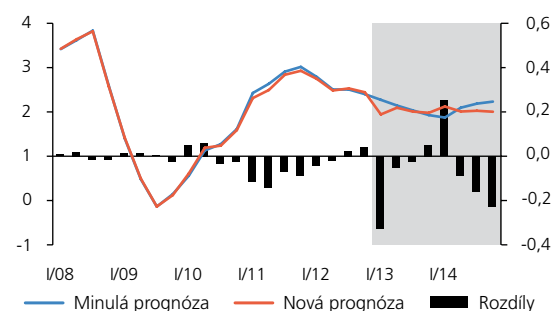


GRAF II.1.3

## EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

**Efektivní inflace by se v celém horizontu prognózy měla pohybovat okolo 2% hladiny**

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



Tržní výhled zahraničních **úrokových sazeb 3M EURIBOR** na celém horizontu prognózy odráží slabý makroekonomický vývoj v eurozóně. Absence výraznějších inflačních tlaků ve střednědobém horizontu v podmínkách pokračující dluhové krize si tak pravděpodobně vyžádá dlouhodoběji uvolněnou měnovou politiku, což potvrdilo i prohlášení představitelů ECB po měnovém zasedání 4. dubna. Oproti minulému roku se v roce 2013 očekává pokles zahraničních sazeb 3M EURIBOR o 0,4 procentního bodu v průměru na 0,2 % (Graf II.1.4). Předpokládaný růst úrokových sazeb v eurozóně se tak odsouvá až na konec letošního roku. V roce 2014 se pak očekává průměrná úroveň úrokových sazeb 3M EURIBOR na hodnotě 0,4 %. Na celém horizontu prognózy tak došlo k lehkému snížení výhledu sazeb. Tržní výhled zahraničních sazeb je v souladu s očekáváním analytiků oslovených v rámci dubnového CF, kteří v horizontu 12 měsíců také předpokládají zvýšení sazby 3M EURIBOR z aktuální hodnoty 0,2 % na 0,4 %. Analytici CF zároveň očekávají stagnaci základní refinanční sazby ECB na současné úrovni 0,75 % minimálně do poloviny roku 2014.

Výhled **kurzu eura vůči americkému dolaru** předpokládá pozvolné oslabování evropské měny (Graf II.1.5). Silnější výchozí hodnota eura oproti minulé prognóze přitom odráží zejména pozitivní sentiment a pokles averze k riziku na finančních trzích na počátku letošního roku. V roce 2013 by průměrná hodnota kurzu eura vůči americkému dolaru měla dosáhnout 1,30 USD/EUR, což je lehce silnější úroveň eura ve srovnání s minulým rokem i s minulou prognózou. V roce 2014 by kurz eura měl oslabit v průměru na 1,27 USD/EUR.

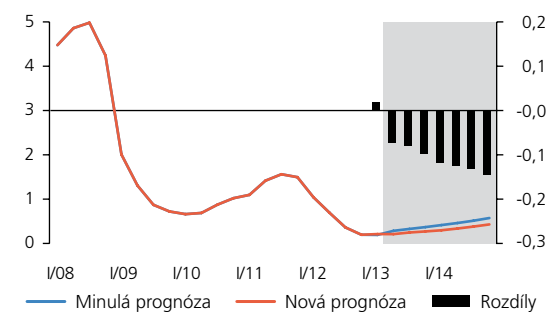
Trajektorie **ceny ropy Brent** na základě termínovaných tržních kontraktů je pro letošní a příští rok nadále mírně klesající (Graf II.1.6). V roce 2013 by ve srovnání s minulým rokem měla cena ropy Brent klesnout v průměru o 6 USD na 106 USD/barel. Analytici oslovení v rámci dubnového CF přitom předpokládají průměrnou cenu ropy Brent v horizontu 12 měsíců na úrovni 110 USD/barel, tzn. o 9 USD/barel výše oproti tržnímu výhledu. V roce 2014 by pak průměrná cena ropy Brent měla dle tržních výhledů dále klesnout na 101 USD/barel. Ve srovnání s minulou prognózou se celý výhled posunul cca o 2 % níže. V průběhu dubna 2013 se přitom cena ropy Brent snížila k hranici 100 USD/barel, když se v ní projevilo riziko zpomalování globálního ekonomického růstu.

GRAF II.1.4

**3M EURIBOR**

**Očekávání nadále uvolněné měnové politiky ECB se promítají do nízkého výhledu úrokových sazeb**

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

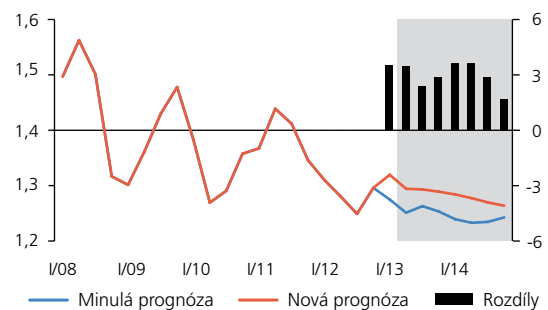


GRAF II.1.5

**KURZ EURA K DOLARU**

**Kurz eura vůči americkému dolaru by měl z výchozí hodnoty lehce nad 1,30 USD/EUR zvolna oslabovat**

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)

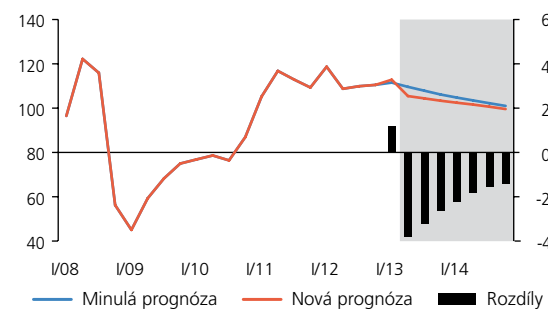


GRAF II.1.6

**CENA ROPY BRENT**

**Tržní výhled ceny ropy je mírně klesající v celém horizontu**

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



## II.2 PROGNOZA

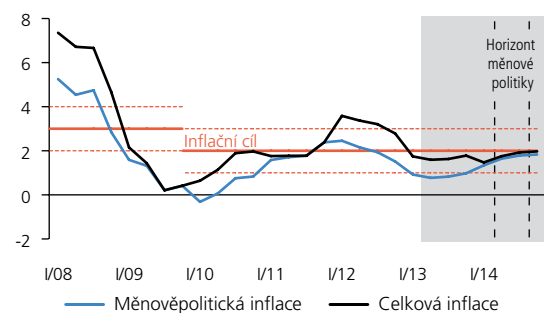
Zdrojem inflace jsou nadále daňové změny spolu s růstem regulovaných cen, jejich příspěvek k inflaci se však snížil. Pokračuje též růst cen potravin. Inflační tlaky z dovozních cen se zmírnily, zůstávají však kladné vlivem oslabení kurzu koruny. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je stále záporná, a odráží tak protiinflační působení domácí ekonomiky. V letošním roce bude celková inflace ovlivňována zvýšením nepřímých daní z počátku roku, avšak vlivem utlumené domácí ekonomické aktivity se bude pohybovat mírně pod 2% cílem ČNB. Měnověpolitická inflace se bude letos nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma cíle. Působení dovozních cen bude nadále proinflační v souvislosti se stabilním růstem zahraničních cen, oslabením kurzu koruny vůči euru v první polovině letošního roku a jeho následným pouze velmi pozvolným posilováním na horizontu prognózy. Protiinflační tlaky z domácí ekonomiky budou odeznívat jen pozvolna a mírně směrem k růstu cen začnou působit až v průběhu roku 2014. To spolu s uzavírající se mezerou marží povede k postupnému přibližování celkové i měnověpolitické inflace k cíli na horizontu měnové politiky. Utlumená zahraniční i domácí poptávka v podmínkách pokračující fiskální konsolidace vyústí v letošním roce v pokles HDP o 0,5 %. V příštím roce v důsledku očekávaného oživení zahraniční poptávky spolu s odezněním vlivu vládních konsolidačních opatření vzroste ekonomika o necelá 2 %. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014.

GRAF II.2.1

## CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

Celková inflace se bude v roce 2013 pohybovat mírně pod 2 %, měnověpolitická inflace se bude nacházet poblíž dolní hranice tolerančního pásma

(meziročně v %)

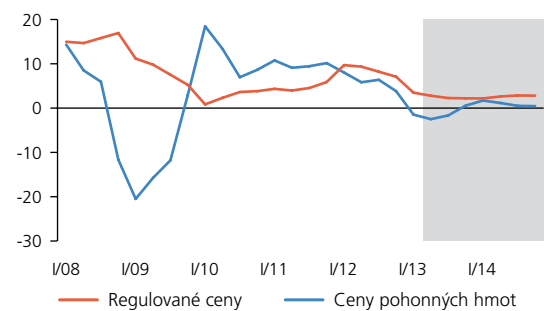


GRAF II.2.2

## REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen ztlačil zpomalí, ceny pohonných hmot budou v nejbližším období klesat

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



Meziroční **celková inflace** se v prvním čtvrtletí 2013 snížila v průměru na 1,7 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očistěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila ve stejném období v průměru 0,9 %, a nacházela se tak těsně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle. Ve zbývající části roku 2013 prognóza očekává hodnoty celkové inflace mírně pod 2 %. Na počátku roku 2014 odezní primární dopady změn nepřímých daní a celková inflace poklesne výrazněji pod cíl, v dalším období se však k němu bude opět zvolna přibližovat (Graf II.2.1). Měnověpolitická inflace se v letošním roce bude pohybovat poblíž dolní hranice tolerančního pásma, poté se bude na horizontu měnové politiky pozvolna navracet k 2% cíli ČNB v důsledku postupného oslabování domácích protiinflačních tlaků i pozvolného růstu dovozních cen.

Meziroční růst **regulovaných cen** v prvním čtvrtletí 2013 výrazně zpomalil, když v průměru dosáhl 3,5 % (Graf II.2.2). Tento vývoj byl výsledkem několika faktorů. Vedle zmírnění vlivu změn DPH a vyjmutí nájemného z regulovaných cen v souvislosti s dokončením jeho deregulace došlo ke zvolnění meziročních růstů cen energií spojených s bydlením. I přesto se na růstu regulovaných cen v letošním roce budou nejvýznamněji podílet ceny elektrické energie, do nichž se i nadále promítá výrazný nárůst příspěvku na obnovitelné zdroje. Znatelný příspěvek k růstu regulovaných cen si udrží i ceny tepla, které však při klesajících cenách emisních povolenek a plynu podstatně zvolní svůj růst. Naopak dvouciferný pokles komoditní složky ceny plynu u většiny velkých dodavatelů v důsledku stupňujícího se konkurenčního boje

vyústí v záporný příspěvek cen plynu do regulovaných cen. Celkově se tak meziroční dynamika regulovaných cen v roce 2013 bude nacházet mezi 2 a 3 % (Tab. II.2.1). V roce 2014 jejich růst mírně zrychlí především vlivem očekávaného odeznění letošního poklesu cen zemního plynu pro domácnosti při stabilním vývoji ostatních položek. Rizikem prognózy regulovaných cen je aktuální propad cen emisních povolenek, což by mohlo v příštím roce vyústit v nižší než očekávané ceny tepla a elektrické energie.

Příspěvek změn **nepřímých daní** k meziroční inflaci během prvního čtvrtletí 2013 dosáhl v průměru 0,7 procentního bodu v důsledku zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013. Souběžně došlo také k opětovnému harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do celkové meziroční inflace 0,1 procentního bodu. Vlivem předzásobení výrobců se však tato změna v prvním čtvrtletí v cenách ztlačila neprojevila a prognóza očekává její opožděný dopad až v průběhu druhého čtvrtletí. Stejná výše úpravy spotřebních daní z cigaret s podobně odloženým dopadem je očekávána také v lednu 2014. Prognóza předpokládá plné promítnutí změn nepřímých daní do cen, druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nadále jako nevýrazné.

Meziroční **čistá inflace** se v prvním čtvrtletí 2013 lehce snížila na 0,5 % (Graf II.2.3), přičemž všechny složky tržních cen vykázaly jen nevýznamné změny svého vývoje. Ve druhém čtvrtletí prognóza očekává již jen nepatrně nižší čistou inflaci, když proti pozvolnému odeznívání meziročního poklesu cen v segmentu korigované inflace bude působit prohlubování meziročního poklesu cen pohonných hmot i zpomalování dynamiky cen potravin. Očekávaný posun korigované inflace do kladných hodnot ve druhé polovině letošního roku a její další pozvolný růst pak – při kompenzujících se vlivech cen pohonných hmot a potravin – bude znamenat pozvolný nárůst čisté inflace k hodnotám kolem 0,8 % ke konci letošního roku. Na přelomu let 2013 a 2014 prognóza očekává zpomalení růstu cen potravin v důsledku přechodu dynamiky cen zemědělských výrobců do záporných meziročních hodnot. Obnovený nevýrazný růst cen pohonných hmot a zejména vyšší korigovaná inflace bez pohonných hmot však budou během roku 2014 přispívat k dalšímu postupnému nárůstu čisté inflace.

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** v prvním čtvrtletí 2013 setrvala v záporných hodnotách (Graf II.2.3), když prohloubení meziročního poklesu cen obchodovatelných položek bylo vyváženo nárůstem cen služeb, a to zejména vlivem přesunutí původně regulovaného nájemného do segmentu tržní inflace. Podle prognózy by se korigovaná inflace bez pohonných hmot měla posunout do kladných hodnot ve třetím čtvrtletí 2013. Obnovení meziročního růstu dovozních cen povede k plynulému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot na hodnoty kolem 0,6 % v závěru letošního roku. Při postupném ožívání domácí poptávky v průběhu roku 2014 korigovaná inflace bez pohonných hmot dále vzroste až na 1,7 %.

TAB. II.2.1

## PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

**Za celkově mírným růstem regulovaných cen bude stát zejména zvýšení cen elektrické energie a tepla**  
(meziroční změny ke konci roku v %, příspěvky v procentních bodech do celkové inflace)

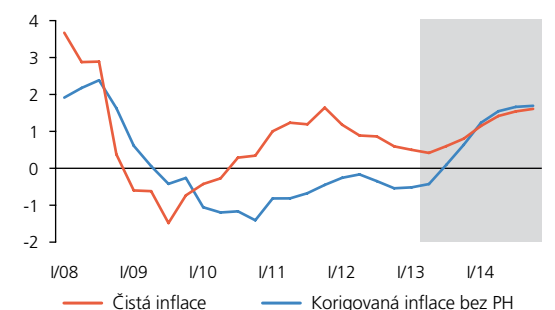
	2012		2013		2014	
	skutečnost		progn.		progn.	
Regulované ceny <sup>a)</sup>	6,2	1,16	2,0	0,35	2,8	0,49
z toho (hlavní změny):						
Ceny elektriny	4,2	0,18	3,4	0,15	3,5	0,15
Ceny zemního plynu	4,3	0,12	-3,8	-0,11	0,2	0,00
Ceny tepla	8,4	0,17	5,0	0,10	5,0	0,10
Regulované ceny ve zdravotnictví	8,3	0,15	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

GRAF II.2.3

## ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

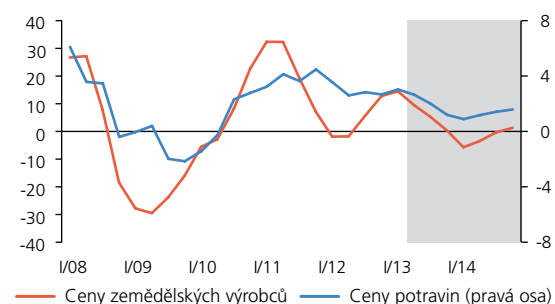
**Korigovaná inflace bez pohonných hmot se posune do kladných hodnot ve druhé polovině roku 2013**  
(meziročně v %)



GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

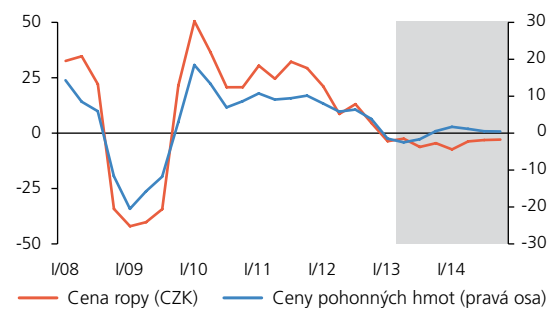
**Růst cen potravin i cen zemědělských výrobců v průběhu letošního roku zpomalí**  
(meziroční změny v %)



GRAF II.2.5

## CENY POHONNÝCH HMOT A CENA ROPY

Meziroční pokles cen ropy vyústí v pokles cen pohonných hmot téměř v celém letošním roce  
(meziroční změny v %)



Meziroční růst **cen potravin** (bez primárního vlivu změn daní) v prvním čtvrtletí 2013 mírně zrychlil na 3 %. Do počátku roku 2014 však bude růst cen potravin zpomalovat, a to zejména v návaznosti na znaitelné oslabování meziročního růstu cen zemědělských výrobců, resp. jejich dočasný překmit do meziročního poklesu (Graf II.2.4).<sup>2</sup>

Meziroční růst **cen pohonných hmot** v prvním čtvrtletí 2013 přešel do záporných hodnot, když kopíroval vývoj světových cen benzínu a ropy Brent (Graf II.2.5). Prognóza očekává, že ceny pohonných hmot budou v meziročním vyjádření klesat až téměř do konce letošního roku, poté budou jen nevýrazně růst.

**Úrokové sazby** na domácím peněžním trhu i sazby s delší než roční splatností se v průběhu prvního čtvrtletí 2013 nadále pohybovaly na nízkých úrovních, ve kterých se promítala uvolněná měnová politika v ČR odrážející útlum české ekonomiky a nízké úrokové sazby v eurozóně. S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014 (Graf II.2.6). Směrem k poklesu úrokových sazeb působí především nízká hladina zahraničních úrokových sazeb a pomalý růst cen odrážející utlumený vývoj domácí ekonomiky.

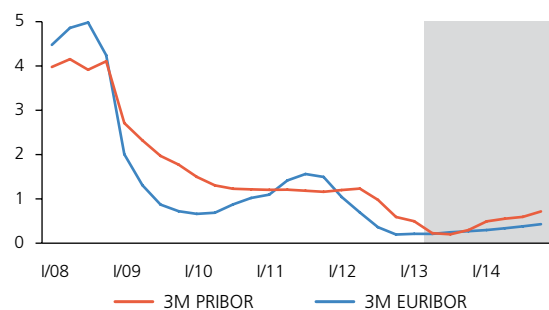
**Koruna vůči euru** v prvním čtvrtletí 2013 oslabila na průměrnou úroveň 25,6 CZK/EUR. Krátkodobá prognóza pro druhé čtvrtletí 2013 předpokládá další lehké oslabení v průměru na 25,7 CZK/EUR (Graf II.2.7). Tato predikce zohledňuje hladinu kurzu pozorovanou počátkem dubna, odrážející mimo jiné i komunikaci ČNB ohledně možných intervencí na devizovém trhu. Utlumená domácí ekonomická aktivita i zahraniční poptávka jsou dalšími faktory slabšího kurzu v první polovině roku 2013. V opačném směru působí nízký výhled zahraničních úrokových sazeb. Na delším konci prognózy vede obnovení mírně kladného úrokového diferenciálu a ožívání zahraniční poptávky, projevující se rostoucím čistým vývozem, k velmi pozvolnému posilování kurzu k hladině 25,2 CZK/EUR. Při výhledu postupně oslabujícího kurzu eura vůči dolaru dle CF (viz kapitola II.1) to znamená lehké oslabování kurzu CZK/USD na celém horizontu prognózy.

GRAF II.2.6

## PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až v roce 2014

(3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)

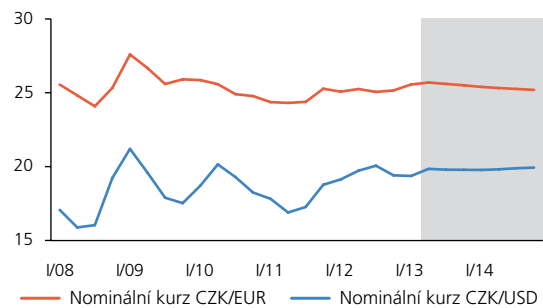


GRAF II.2.7

## PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Kurz koruny vůči euru bude velmi pozvolna posilovat z oslabené výchozí úrovně

(CZK/EUR a CZK/USD)



Mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** se v prvním čtvrtletí 2013 nadále pohyboval na velmi nízké úrovni (Graf II.2.8). Inflační tlaky z dovozních cen zůstávají kladné, avšak umírněné, když vliv oslabení kurzu je částečně vyvažován pokračujícím poklesem světových cen komodit. Působení domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, je protiinflační vlivem utlumené hospodářské aktivity doprovázené nízkou dynamikou mezd. Odhadovaný vliv růstu 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

<sup>2</sup> V nejbližších měsících však nelze vyloučit zvýšenou volatilitu meziročních temp růstu cen potravin vlivem pozdního nástupu jarního počasí.

krize. Na začátku prognózy se celkové tlaky na růst spotřebitelských cen zvýší, když zesílí proinflační působení dovozních cen vlivem oslabeného kurzu koruny v prvním pololetí letošního roku. Zároveň začne pozvolna odeznívat protiinflační působení domácí ekonomiky. V následujících čtvrtletích pak bude proinflační působení dovozních cen opět slábnout v důsledku stabilního vývoje cen zahraničních výrobců a velmi pozvolného posilování kurzu koruny. Příspěvek exportně specifické technologie se bude s postupným oživením ekonomické aktivity zvyšovat.

**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** v prvním čtvrtletí 2013 nadále klesaly. Růst nominálních mezd v podnikatelské sféře zůstal – po očištění o jednorázový vliv daňové optimalizace (viz níže) – 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 slabého růstu produktivity jen mírně protiinflační (Graf II.2.9). Domácí náklady budou až do konce roku 2013 pokračovat v mírném poklesu. Příspěvek ceny kapitálu bude v nejbližších čtvrtletích nadále záporný, což se změní až ke konci horizontu prognózy spolu s postupujícím oživením ekonomické aktivity. Růst mezd navíc zůstane nízký a bude z hlediska vývoje nákladů do značné míry kompenzován pozvolna oživujícím růstem produktivity.

Odhadovaná mezera **marží v sektoru spotřebitelských statků** zůstala v prvním čtvrtletí 2013 nepatrně záporná, i když bylo patrné její pozvolné uzavírání (Graf II.2.10). Nadále tak přetrvávalo utlumené promítání předchozích nákladových tlaků do konečných cen v podmínkách slabé ekonomické aktivity. Na začátku predikčního horizontu dojde k dalšímu rozevření mezery marží do více záporných hodnot, když slabá domácí poptávka neumožní zvyšovat ceny úměrně s růstem nákladů pramenícím zejména z vývoje dovozních cen. K nulové hodnotě se mezera marží opět přiblíží až na konci příštího roku.

V prvním čtvrtletí 2013 pokračoval zhruba 2% pokles národně hospodářské **produktivity práce**. K růstu se produktivita vrátí ve druhé polovině roku 2013 vlivem souběhu postupného oživování ekonomické aktivity a pokračujícího poklesu zaměstnanosti. Dynamika produktivity pak bude postupně zrychlovat až mírně nad 3% ke konci roku 2014.

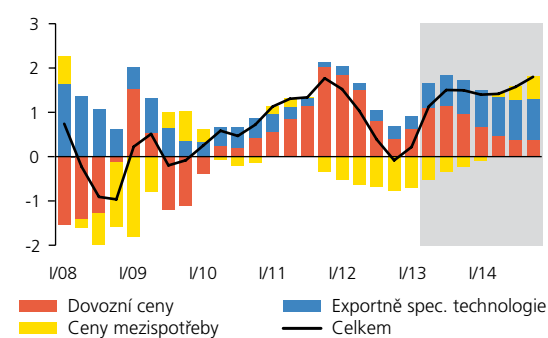
Meziroční růst průměrné nominální **mzdy v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně zrychlil, když byl ovlivněn časovým přesunem mezd v důsledku daňové optimalizace související se zrušením stropu pro zdravotní pojištění a dodatečným zdaněním vyšších příjmů od roku 2013. Průměrná mzda po sezonním očištění vzrostla v tomto čtvrtletí o 4,2%.<sup>3</sup> Samotný dopad daňové optimalizace je odhadován přibližně na 2 procentní body. V souvislosti s tímto přesunem předpokládá predikce pro první čtvrtletí 2013 protisměrné zpomalení

<sup>3</sup> Blíže viz kapitola III.4.2.

GRAF II.2.8

### NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

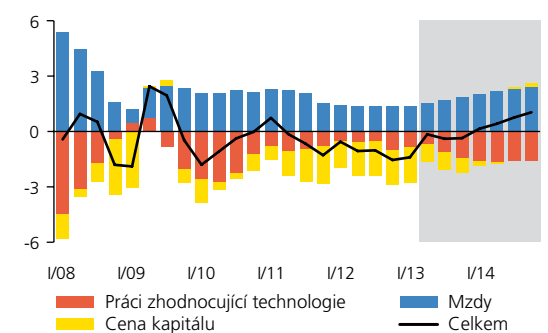
**Celkové tlaky na růst cen ve spotřebitelském sektoru se ze současných nízkých hodnot v následujících čtvrtletích zvýší** (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.9

### NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

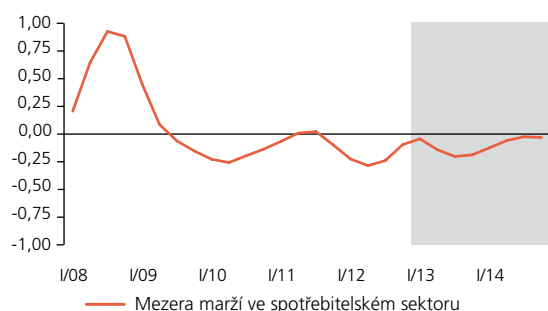
**Domácí náklady budou do konce roku 2013 nadále mírně klesat v důsledku nízkého růstu mezd a záporných příspěvků ceny kapitálu** (mezičtvrtletní změny v %, příspěvky v procentních bodech, anualizováno)



GRAF II.2.10

### MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

**Mezera marží zůstane záporná v celém horizontu prognózy** (v %)



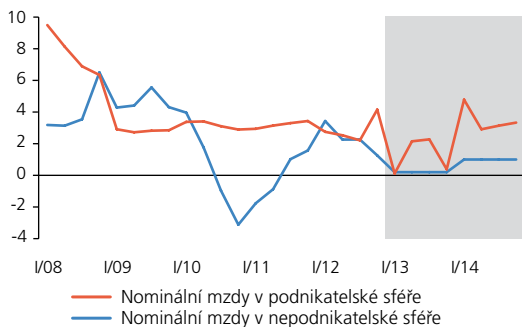


GRAF II.2.11

## PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

V letošním roce zůstane růst mezd nízký, avšak rozkolísaný vlivem daňové optimalizace

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



meziročního mzdového tempa na 0,1 %. Po očištění o vliv daňové optimalizace se odhadovaný růst mezd nachází jen lehce nad 2 %. Umírněný zůstane očištěný růst mezd i v celém letošním roce, když bude odrážet především slabou ekonomickou aktivitu. V roce 2014 pak bude při oživení ekonomiky pozvolna zrychlovat. V souhrnu tak za rok 2013 vzroste mzda v podnikatelské sféře o 1,2 % a v roce 2014 o 3,5 % (Graf II.2.11).

Růst průměrné nominální **mzdy v nepodnikatelské sféře** bude v celém letošním roce nevýrazný. Prognóza očekává, že v prvním čtvrtletí 2013 růst mezd v této sféře zpomalil na 0,2 % a okolo této hodnoty se bude pohybovat po celý rok 2013. Utlumený mzdový růst bude pokračovat i v roce 2014, kdy průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vzroste o 1 %.

**Reálný HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012** v meziročním srovnání klesl o 1,7 %, v mezičtvrtletním vyjádření se snížil o 0,2 % (Graf II.2.12). K meziročnímu poklesu přispěla nejvíce spotřeba domácností a vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu. Kladně k meziročnímu vývoji HDP naopak přispívaly zásoby, čistý vývoz a vládní spotřeba. V souhrnu za celý rok 2012 se HDP snížil o 1,2 %, když s výjimkou čistého vývozu došlo k poklesu u všech výdajových složek.

Prognóza předpokládá, že **ekonomická aktivita v prvním čtvrtletí 2013** klesla o 1,5 % v meziročním a o 0,2 % v mezičtvrtletním vyjádření (Graf II.2.13). U spotřeby domácností se očekává meziroční pokles o 1,5 %, také fixní investice zřejmě přispěly k vývoji HDP záporně. Čistý vývoz a změna stavu zásob zhruba stagnovaly.

V **roce 2013** reálná ekonomická aktivita klesne o 0,5 % vlivem působení nadále 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. Utlumená domácí i zahraniční poptávka neumožní výraznější růst celkových investic, a pokles hrubé tvorby kapitálu tak bude pokračovat po celý letošní rok; výjimkou budou investice ve vládním sektoru, kde se očekává růst investiční aktivity financované z domácích zdrojů i čerpáním evropských fondů.<sup>4</sup> K růstu HDP bude kladně přispívat pouze čistý vývoz a v malém rozsahu též vládní spotřeba. Příspěvek čistého vývozu však bude významně nižší než v roce 2012, a to v souvislosti s jen pozvolným růstem zahraniční poptávky a zmírňujícím se poklesem domácí poptávky.

V **roce 2014** vzroste HDP o 1,8 %, když do značné míry odezní tlumící faktory z předchozích let. Prognóza totiž předpokládá již robustnější růst zahraniční poptávky a neutrální působení fiskální politiky.

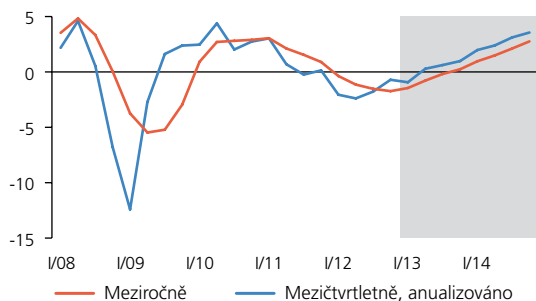
<sup>4</sup> Jednou z významných investičních akcí ve vládním sektoru bude modernizace dálnice D1, která podpoří dosud utlumenou stavební výrobu, na jiné sektory ekonomiky však může mít dočasně negativní vliv z důvodu zhoršené propustnosti dopravní infrastruktury.

GRAF II.2.12

## PROGNOZA RŮSTU HDP

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

(změny v %, sezonně očištěno)

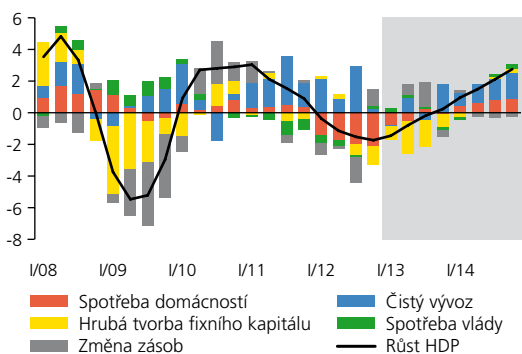


GRAF II.2.13

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

Kladný příspěvek k růstu HDP v letošním roce vykáže jen čistý vývoz a v malém rozsahu vládní spotřeba

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



Příspěvek spotřeby vlády k růstu HDP bude lehce kladný a očekává se i pokračování růstu vládních investic započatého v letošním roce. V návaznosti na mírně zrychlující dynamiku mezd a odeznění působení fiskální konsolidace se obnoví růst spotřeby domácností. Vývoj hrubé tvorby kapitálu zůstane nadále utlumený. V důsledku oživení zahraniční poptávky bude čistý vývoz přispívat k růstu HDP již opět výrazněji.

Pokračující útlum ekonomické aktivity se v prvním čtvrtletí 2013 zřejmě projevil prohloubením mezičtvrtletního poklesu **celkové zaměstnanosti**, který v následujících čtvrtletích dále zrychlí. V meziročním vyjádření však bude v prvním čtvrtletí 2013 ještě pokračovat růst celkové zaměstnanosti. Teprve následně přejde zaměstnanost do poklesu, který bude kulminovat na přelomu letošního a příštího roku. Během roku 2014 se pak bude pokles zaměstnanosti postupně zmírňovat (Graf II.2.14). Při přepočtu na plné úvazky se bude až do druhého čtvrtletí 2013 prohlubovat aktuálně pozorovaný meziroční pokles počtu zaměstnanců (Graf II.2.15). K růstu se přepočtený počet zaměstnanců vrátí až v závěru roku 2014.

Prognóza předpokládá, že seznáčně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** během prvního čtvrtletí 2013 dále vzrostla na 7,5 %. Vzhledem k utlumenému vývoji ekonomické aktivity a přetrvávajícímu růstu pracovní síly bude obecná míra nezaměstnanosti pokračovat v postupném zvyšování až k 8 % hranici v závěru roku 2013; okolo této hodnoty se bude pohybovat i během roku 2014 (Graf II.2.14). Nárůst míry nezaměstnanosti bude i důsledkem omezené možnosti dále snižovat průměrný úvazek na zaměstnance. Pokračující nárůst lze očekávat i u seznáčně očištěného **podílu nezaměstnaných osob dle MPSV**, který bude zvolna narůstat až mírně nad 8 %, a to v důsledku pokračujícího cyklického nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání registrovaných na úřadech práce při poklesu populace ve věku 15–64 let. Mírně nad 8 % úroveň setrvá podíl nezaměstnaných osob po celý rok 2014.

Reálná **spotřeba domácností** v letošním roce klesne o 0,5 %, tj. zřetelně méně než v minulém roce. Pokračující pokles spotřeby bude odrazem slabé dynamiky nominálních i reálných disponibilních příjmů, především mezd a platů, související s vývojem na trhu práce a probíhající fiskální konsolidací (Graf II.2.16). Stále utlumenou spotřebitelskou poptávku v nejbližším období naznačují i dostupné předstihové indikátory, např. stále velmi nízký – i když pozvolna rostoucí – indikátor spotřebitelské důvěry a lehký pokles tržeb v maloobchodu za první dva měsíce letošního roku (viz kapitola III.3). Proti tomu bude působit zpomalení inflace, a to i přes zvýšení nepřímých daní, spolu s předpokládaným poklesem míry úspor z aktuálně vysoké úrovně. V roce 2014 bude již spotřeba domácností růst v důsledku oživení ekonomické aktivity a z toho vyplývajícího postupného zrychlení růstu objemu mezd, spolu s odezněním dopadů fiskální konsolidace.

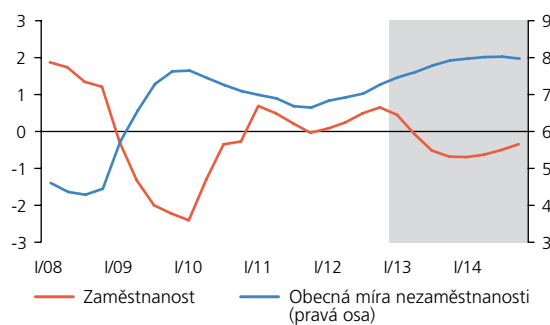
**Hrubý nominální disponibilní důchod** se v letošním roce sníží o 0,5 % (Graf II.2.17). Jeho nejvýznamnější složka, tj. objem mezd a platů, bude přispívat záporně. V příštím roce však tempo růstu této složky začne pozvolna zrychlovat ve vazbě na postupné ekonomické

GRAF II.2.14

## PROGNOZA TRHU PRÁCE

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

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

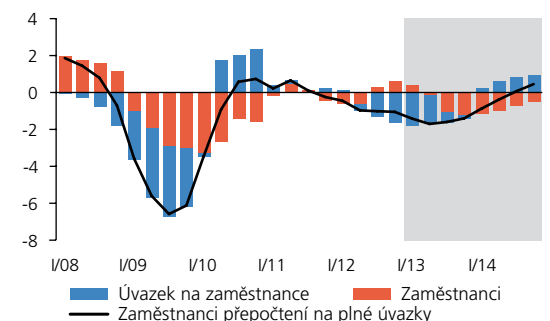


GRAF II.2.15

## PŘEPočTENÝ POČET ZAMĚSTNANCŮ

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

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

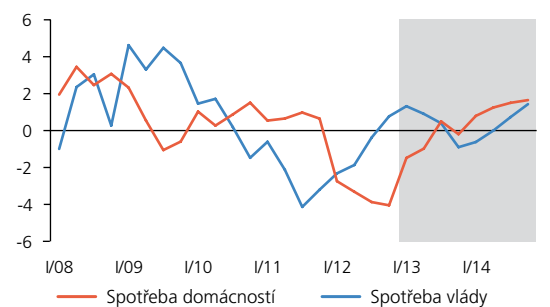


GRAF II.2.16

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

**Spotřeba domácností poroste až v roce 2014**

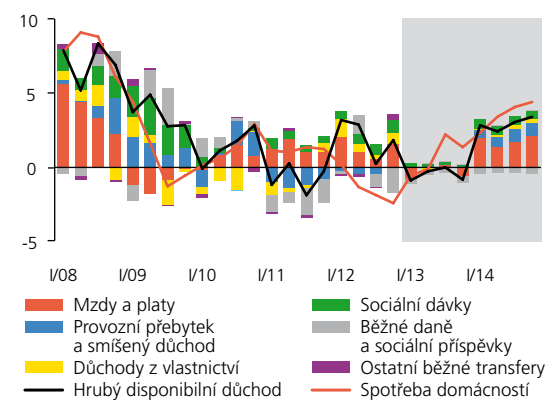
(meziroční změny v %, seznáčně očištěno)



GRAF II.2.17

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

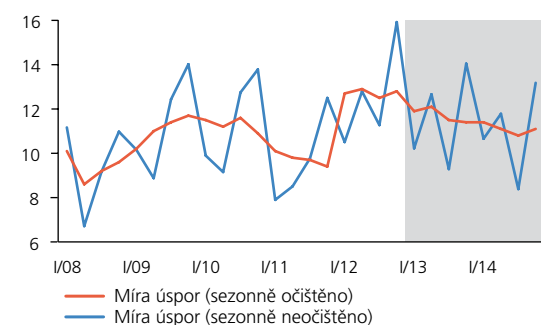
Disponibilní důchod se v roce 2013 mírně sníží, v roce 2014 se jeho růst obnoví zejména vlivem vývoje mezd a platů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.2.18

## MÍRA ÚSPOR DOMÁCNOSTÍ

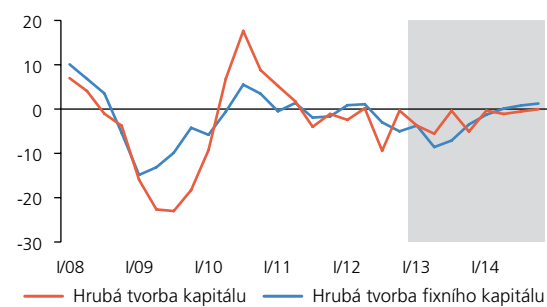
Míra úspor se po výrazném zvýšení v minulém roce bude postupně snižovat (v %)



GRAF II.2.19

## HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

Hrubá tvorba kapitálu bude v letošním roce klesat, v příštím roce se její pokles výrazně zmírní (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



oživení a předpokládaný vývoj na trhu práce. Další významná složka disponibilního důchodu, sociální dávky, by měla vykazat slabě kladné příspěvky na celém horizontu prognózy. 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 nominálně vzroste o 3 %.

Prognóza předpokládá pozvolný pokles **míry úspor domácností** z aktuálních hodnot přes 12 % k 11 % na konci roku 2014 (Graf II.2.18). Její profil bude odrážet pozvolna se zlepšující vyhlídky ekonomiky, projevující se rychlejším růstem nominální spotřeby oproti umírněnému vývoji hrubého disponibilního důchodu.

Reálná **spotřeba vlády** vzroste v letech 2013 i 2014 o 0,4 % (Graf II.2.16). To bude výsledkem pokračujícího úsporného chování vlády při současně nízkém odhadu deflátoru vládní spotřeby.

**Hrubá tvorba kapitálu** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 klesla meziročně o 0,4 %. Tento výsledek byl ovlivněn výrazným poklesem hrubé tvorby fixního kapitálu při současném nárůstu stavu zásob, zřejmě z důvodu neočekávaného výpadku vývozu. Prognóza v prvním čtvrtletí 2013 předpokládá použití naakumulovaných zásob z konce roku 2012 a tedy pokles jejich stavu. Záporné meziroční růsty u hrubé tvorby kapitálu by měly pokračovat i nadále<sup>5</sup>, a to i přes kladný příspěvek investic ve vládním sektoru v návaznosti na obnovenou realizaci projektů spolufinancovaných z EU fondů. Celkově v roce 2013 hrubá tvorba kapitálu klesne o 3,7 % (Graf II.2.19). Mírný růst fixních investic se vlivem oživení růstu zahraniční poptávky a pokračujícího zvyšování vládních investic očekává od poloviny příštího roku, hrubá tvorba kapitálu jako celek však za rok 2014 vykáže pokles o 0,5 %.

Meziroční růst reálného **vývozu zboží a služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zpomalil na 1,4 %. Předpokládaný nízký růst zahraniční poptávky na začátku letošního roku a pozorovaný vývoj obchodní bilance v lednu a únoru 2013 se odrážejí v očekávaném dočasném meziročním poklesu vývozu. Od druhé poloviny letošního roku začne růst vývozu v souladu s vývojem zahraniční poptávky opět oživovat a za celý rok 2013 dosáhne 0,4 %, v roce 2014 pak výrazně zrychlí na 8 % (Graf II.2.20).

Dynamika reálného **dovozu zboží a služeb** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 mírně vzrostla na 1,2 %. V prvním čtvrtletí letošního roku dovoz zřejmě poklesl z důvodu využití naakumulovaných zásob ze závěru minulého roku a oslabení vývozu. V souvislosti s pokračujícím – i když zmírňujícím se – poklesem domácí poptávky a nízkou dynamikou vývozu se dovoz v roce 2013 sníží o 0,3 %, poté v roce 2014 s ožíváním spotřeby domácností a dovozně náročného vývozu vzroste o 6,9 %.

<sup>5</sup> Výsledky společného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy ČR z konce března tento výhled potvrzují záporným saldem odpovědí ohledně investiční aktivity jak v horizontu 6 měsíců, tak i v horizontu jednoho roku.

**Čistý vývoz** ve stálých cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2012 vykázal kladný, avšak oproti předchozím čtvrtletím výrazně nižší, příspěvek k meziročnímu růstu HDP (0,2 procentního bodu). Prognóza očekává, že tento příspěvek během roku 2013 dočasně dále poklesne vlivem nízkého růstu zahraniční poptávky a výpadku vývozu z počátku letošního roku v souvislosti s dočasným útlumem produkce v automobilovém průmyslu souvisejícím se zaváděním nové řady výrobků. V průměru za celý letošní rok však bude čistý vývoz přispívat k růstu HDP kladně (0,5 procentního bodu). S obnovující se zahraniční poptávkou v roce 2014 se pak příspěvek čistého vývozu opět zvýší, a to na 1,2 procentního bodu.

Prognóza platební bilance předpokládá, že snižování deficitu **běžného účtu** z předchozích dvou let bude pokračovat i v letošním a příštím roce (Tab. II.2.3). V relativním vyjádření to představuje snížení deficitu z 2,4 % HDP v roce 2012 na 1,3 % v letošním roce a 0,5 % v příštím roce. Příčinou předpokládaného nižšího deficitu běžného účtu v obou letech bude pokračující zvyšování přebytku obchodní bilance a částečně také snížení deficitu bilance výnosů; v roce 2014 navíc 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 předpokládaným postupným oživením zahraniční poptávky, která bude přispívat k obnově růstu vývozu. V roce 2014 se vedle předpokladu rychlejšího růstu zahraniční než domácí poptávky projeví také očekávané zlepšení směnných relací. Ke snížení schodku běžného účtu v obou letech přispěje i mírné snížení deficitu bilance výnosů spojené s poklesem zisků nerezidentů z přímých investic a růstem kladného salda úrokových výnosů. V oblasti běžných převodů prognóza očekává stagnaci salda kolem nuly, tj. na úrovni předchozích dvou let.

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.

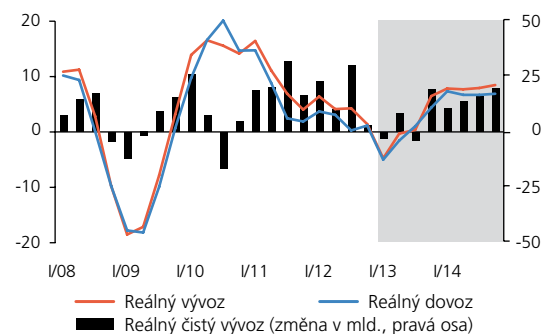
Přebytek **finančního účtu** se oproti předcházejícím rokům na prognóze výrazně snižuje. Vzhledem ke slabé poptávce a přebytku výrobních kapacit v Evropě je potřeba nových investic velmi omezená. V roce 2013 bude navíc celkové saldo přímých investic ovlivněno jednou poměrně významnou akvizicí rezidenta v zahraničí. Meziročně nižší očekávaný přebytek portfoliových investic v letošním roce vychází z předpokladu mírně nižšího čerpání zdrojů v zahraničí ze strany vlády a vládou kontrolovaných firem. Další snížení očekávaného čistého přílivu portfoliových investic v příštím roce pak souvisí s předpokládaným zvýšeným zájmem rezidentů o investice v zahraničí vlivem ekonomického oživení.

GRAF II.2.20

## REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

**Růst vývozu a dovozu se obnoví ve druhé polovině roku 2013, následně se znovu zvýší příspěvky čistého vývozu k růstu HDP**

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



TAB. II.2.2

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

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

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

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

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 mlrd. Kč)

	2012 skut.	2013 progn.	2014 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-94,0	-50,0	-20,0
Obchodní bilance	145,8	170,0	205,0
Bilance služeb	49,8	50,0	55,0
Bilance výnosů	-288,6	-270,0	-280,0
Běžné převody	-1,0	0,0	0,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	51,7	80,0	78,0
C. FINANČNÍ ÚČET <sup>a)</sup>	121,7	50,0	40,0
Přímé investice	181,1	50,0	65,0
Portfoliové investice	42,6	35,0	10,0
Finanční deriváty	8,8		
Ostatní investice	-110,8	-35,0	-35,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	1,0		
E. ZMĚNA REZERV (=nárust)	-80,5		

a) prognóza bez operací bankovního sektoru a finančních derivátů

TAB. II.2.4

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

## S pokračující fiskální konsolidací poměr vládního deficitu k HDP od roku 2013 výrazně klesne

(v % nominálního HDP)

	2012 skut.	2013 progn.	2014 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,1	41,7	42,1
Výdaje vládního sektoru	44,5	44,1	44,2
z toho: úrokové platby	1,5	1,5	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-4,4	-2,4	-2,2
z toho:			
primární saldo <sup>a)</sup>	-2,9	-0,9	-0,6
mimořádné jednorázové operace <sup>b)</sup>	-1,5	-0,2	-0,2
UPRAVENÉ SALDO <sup>c)</sup>	-2,8	-2,2	-2,0
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	-0,4	-0,9	-0,8
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	-2,4	-1,3	-1,1
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>e)</sup>	1,1	1,1	0,1
Cyklická složka (metoda EK) <sup>d)</sup>	-0,4	-0,7	-0,2
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>d)</sup>	-2,4	-1,5	-1,7
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>e)</sup>	0,9	0,9	-0,3
Dluh vládního sektoru	45,8	48,1	48,5

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).

Výše popsaný budoucí makroekonomický vývoj se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** v letech 2013 a 2014 (Tab. II.2.4). Fiskální prognóza zároveň zohledňuje letošní zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 %, dopady dalších rozpočtových konsolidačních opatření přijatých v letech 2011 a 2012 a vstupujících v účinnost na horizontu prognózy a vliv zavedení druhého pilíře penzijního systému.

Podle tzv. **jarních notifikací** vládního deficitu a dluhu dosáhl **v roce 2012** deficit vládního sektoru 4,4 % HDP. Celkový deficit byl výrazně ovlivněn jednorázovým zaklasifikováním účetního dopadu finančních kompenzací v rámci církevních restitucí ve výši 1,5 % HDP. K vykázanému schodku navíc v objemu 0,3 % HDP přispěl dopad finančních korekcí u několika operačních programů financovaných z prostředků EU, které zvyšují výdaje vládního sektoru. Při odhlédnutí od těchto faktorů bylo konsolidační úsilí vlády v roce 2012 výraznější, než předpokládala minulá prognóza, a prohloubilo ekonomický pokles o zhruba 0,6 procentního bodu. Přísnější fiskální politika oproti předpokladům minulých prognóz spočívala především v nižší než očekávané tvorbě hrubého fixního kapitálu a lepším výběru daní. Vládní dluh meziročně narostl na 45,8 % HDP, k čemuž vedle potřeby profinancovat vládní deficit (bez vlivu majetkového vyrovnání s církvemi) přispěla i emise dluhopisů nad rámec výpůjční potřeby, a to ve výši 1,8 % HDP.

V **roce 2013** by měl vládní deficit klesnout na 2,4 % HDP v důsledku přijatých konsolidačních opatření<sup>6</sup> při slabším protisměrném vlivu klesající ekonomiky a pokračujícího útlumu na trhu práce. Prognóza zároveň očekává oživení vládních investic jak v souvislosti se zrychlením čerpání prostředků z EU fondů, tak v jejich domácí složce, a poměrně utlumenou reálnou spotřebu vlády. V důsledku výše zmíněné výraznější rozpočtové konsolidace v roce 2012, než očekávala prognóza, byl odhad fiskální restriktce pro rok 2013 oproti předpokladům minulých prognóz naopak mírně snížen. Aktuální prognóza očekává v letošním roce záporný příspěvek fiskální politiky k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,6 procentního bodu, tj. zhruba na úrovni minulého roku. Vliv konsolidačních opatření 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.

V **roce 2014** je očekáván další pokles vládního deficitu na 2,2 % HDP, což bude převážně dáno oživením růstu ekonomické aktivity. Prognóza na jedné straně zohledňuje pokračující dopad konsolidačních opatření přijatých v roce 2012 (nižší valorizace důchodů, stagnace platů státních zaměstnanců), avšak jejich restriktivní působení na ekonomický růst bude na druhé straně kompenzováno očekávaným výraznějším oživením vládních investic. V roce 2014 tak bude celkové působení fiskální politiky přibližně neutrální.

<sup>6</sup> Významný dopad na vývoj v roce 2013 mají konsolidační opatření přijatá v roce 2012. Přehled a dopady těchto opatření byly popsány v alternativním scénáři prognózy v Zoi II/2012.

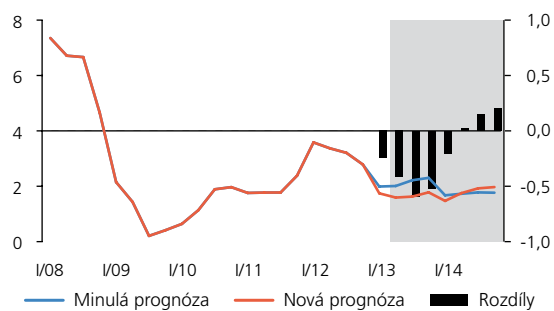
**Strukturální schodek** vládního sektoru v roce 2012 dosáhl zhruba 2,4 % HDP. V souvislosti s konsolidačními opatřeními se očekává (po očištění o vliv penzijní reformy) jeho pokles znatelně pod 2 % HDP v letech 2013–2014. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu **vládního zadlužení** na 48,5 % HDP v roce 2014. V predikci tohoto poměru se vedle očekávaných výpůjčních potřeb vládního sektoru v důsledku přetrvávajících schodků veřejných financí projevuje předpoklad o zachování výše vytvořené dluhové rezervy z roku 2012.

**Rizikem fiskální prognózy** směrem k nižším schodkům a restriktivnějšímu působení fiskální politiky je případně slabší oživení v oblasti investiční aktivity subjektů vládního sektoru. Prognóza zároveň neobsahuje dopad vládou aktuálně navrhované změny související s realizací I. fáze Jednotného inkasního místa, která by posunula účinnost některých souvisejících opatření z roku 2015 na rok 2014 a měla by v souhrnu mírně pozitivní dopad do salda vládního sektoru v roce 2014. Zároveň přetrvává nejistota ohledně výše tzv. fiskálního multiplikátoru (blíže 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 směrem dolů, v příštím roce naopak lehce směrem nahoru (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



## II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Prognóza celkové i měnověpolitické inflace leží oproti minulé predikci v roce 2013 níže v důsledku mírnějšího růstu regulovaných cen i čisté inflace. Trajektorie úrokových sazeb v nejbližším období klesá pod minulou prognózu vlivem nižších pozorovaných hodnot inflace a celkově zhoršené ekonomické aktivity, v roce 2014 je však rozdíl u sazeb jen nepatrný. Vývoj koruny v posledních třech měsících a zhoršený výhled nominálního čistého vývozu posouvá kurz na celém horizontu prognózy ke slabším hodnotám. Prognóza růstu HDP se snižuje v návaznosti na slabší růst zahraniční poptávky a očekávanou utlumenější domácí investiční aktivitu. Predikované tempo růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře se po očistění o jednorázové dopady daňové optimalizace příliš nemění.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se v roce 2013 oproti minulé predikci posouvá níže (Graf II.3.1). Změna je důsledkem nižší predikce čisté inflace i regulovaných cen. V roce 2014 je celková inflace naopak přehodnocena lehce směrem nahoru v důsledku nepatrně vyššího výhledu čisté inflace odrážejícího mírně vyšší spotřebu domácností. Předpoklady ohledně změn nepřímých daní zůstávají téměř shodné s minulou prognózou, a proto se i výhled **měnověpolitické inflace** mění obdobně jako u celkové inflace.

Předpokládaný růst **regulovaných cen** je v roce 2013 oproti minulé prognóze zřetelně nižší. Dochází k výraznému snížení výhledu cen zemního plynu, tepla a elektrické energie pro domácnosti. Stupňující se konkurenční boj koncových dodavatelů plynu pro domácnosti se promítl do avizovaného poklesu komoditní složky ceny plynu o více než 10 %. Tyto faktory jsou podpořeny přesunem dříve regulovaného nájemného do čisté inflace.

Prognóza meziroční **čisté inflace** se oproti minulé prognóze v roce 2013 posouvá mírně dolů (Graf II.3.2). Důvodem jsou nízké pozorované hodnoty na začátku letošního roku, nižší krátkodobá predikce růstu cen potravin a utlumenější ekonomická aktivita. Tyto vlivy jsou jen částečně vyváženy vyšší korigovanou inflací bez pohonných hmot vlivem přesunu regulovaného nájemného. V roce 2014 je prognóza čisté inflace naopak lehce vyšší mimo jiné vlivem zmírnění předpokládaného restriktivního působení fiskální politiky.

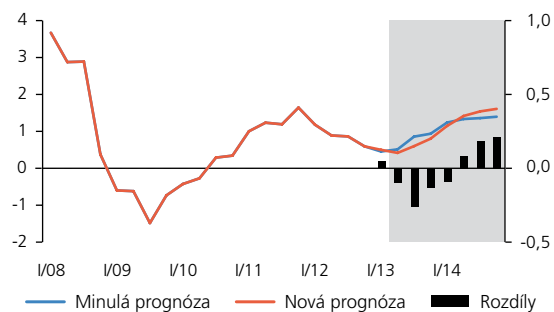
U výhledu **zahraničí** došlo oproti předpokladům minulé prognózy k mírnému poklesu trajektorie zahraničních sazeb 3M EURIBOR na celém horizontu. Rovněž předpokládané tempo růstu zahraniční poptávky se na celém horizontu mírně snížilo, a to samé platí v nepatrném rozsahu také pro výhled cen zahraničních výrobců.

Prognóza domácích tržních **úrokových sazeb** se v letošním roce oproti minulé predikci posouvá dolů, po většinu příštího roku se naopak nachází nepatrně výše (Graf II.3.3). Směrem k nižším sazbám působí na začátku predikčního horizontu více protiinflační počáteční podmínky, odrážející utlumenější ekonomickou aktivitu. K nižším

GRAF II.3.2

## ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

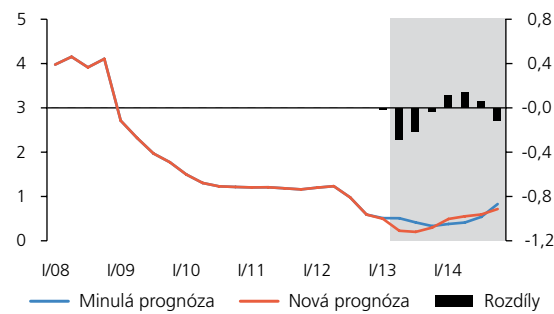
Prognóza čisté inflace se v roce 2013 posouvá směrem dolů (meziročně v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.3.3

## ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Trajektorie tržních úrokových sazeb je v letošním roce nižší, v roce 2014 se naopak v průměru nepatrně zvyšuje (3M PRIBOR v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



sazbám přispívá také nižší výhled regulovaných cen a v malé míře i krátkodobá predikce inflace. V delším období pak vliv počátečních podmínek vyprchává a výrazněji směrem dolů se naopak projevuje výhled zahraničí, především snížený tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně (Graf II.3.4). Proti celkově protiinflačnímu vlivu výše zmíněných faktorů působí snížení odhadovaného dopadu fiskální konsolidace na celkovou ekonomickou aktivitu a na kratším konci prognózy slabší krátkodobá predikce měnového kurzu.

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** je na začátku prognózy přehodnocena na slabší úroveň. Krátkodobá prognóza pro druhé čtvrtletí 2013 zohlednila oslabení kurzu do začátku dubna, které zřejmě odráželo nepříznivý vývoj české ekonomiky i komunikaci ČNB o možných intervencích na devizovém trhu (Graf II.3.5). Kurz se ve srovnání s minulou prognózou nachází na slabších hodnotách na celém horizontu, přičemž vedle slabší výchozí hodnoty k tomu přispívá i zhoršený výhled nominálního čistého vývozu, převažující nad vlivem nižšího výhledu zahraničních úrokových sazeb na delším konci prognózy.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se pro letošní rok snížila o 0,2 procentního bodu (Graf II.3.6). Důvodem je slabší výhled zahraniční poptávky, který vede k poklesu vývozu a dovozu, a také slabší investiční aktivita. Růst spotřeby domácností se naopak posouvá do méně záporných hodnot vlivem zmenšení očekávaného dopadu fiskální konsolidace. V roce 2014 je prognóza HDP o 0,3 procentního bodu nižší, a to v důsledku předpokládaného pozvolnějšího ožívování zahraniční poptávky a utlumenější domácí investiční aktivity, zatímco fiskální politika byla přehodnocena od lehce restriktivní k neutrální.

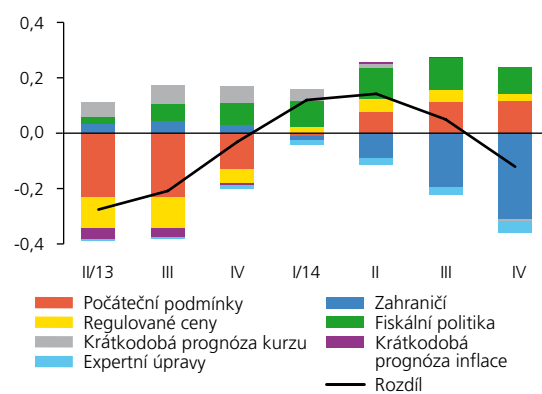
Příspěvek **čistého vývozu** k růstu HDP bude na začátku letošního roku nižší, částečně v důsledku dočasného útlumu produkce v automobilovém průmyslu souvisejícího se zaváděním nové řady výrobků, který se projevuje i krátkodobým oslabením vývozu v tomto odvětví. Nižší celkový objem vývozu i dovozu je rovněž odrazem slabší zahraniční poptávky. Od konce letošního roku bude na slabší dynamiku dovozu působit také utlumenější vývoj dovozně náročných investic. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP bude mírně nižší oproti minulé prognóze i v roce 2014.

Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru se oproti minulé predikci pro rok 2013 mírně snižuje. Za tím stojí zejména snížený výhled domácí ekonomické aktivity a zvýšení odhadu vlivu daňové optimalizace na přelomu let 2012 a 2013 související se zrušením stropu pro zdravotní pojištění a dodatečným zdaněním vyšších příjmů. Tento jednorázový faktor přispěje vlivem srovnávací základny ke slabě vyššímu růstu mezd v roce 2014 vůči minulé prognóze.

GRAF II.3.4

## ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

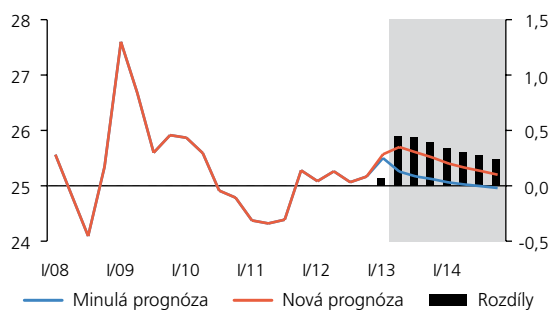
Ve směru nižších sazeb v roce 2013 působí počáteční podmínky, výhled regulovaných cen a krátkodobá predikce inflace (3M PRIBOR, v procentních bodech)



GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

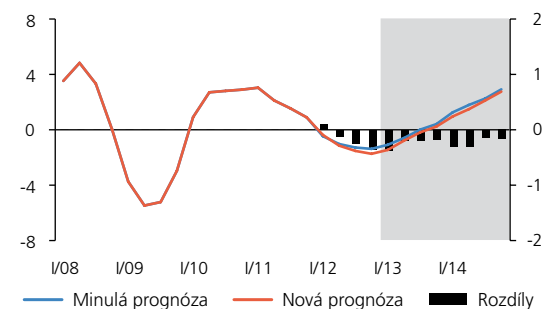
Predikce kurzu se posouvá ke slabším hodnotám (CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)



GRAF II.3.6

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza vývoje HDP je přehodnocena mírně 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 rizik a nejistot. Rizikem je možný méně příznivý vývoj efektivní zahraniční poptávky a s tím související aktuální pokles cen ropy. Dalším rizikem je rozsah daňové optimalizace a odhad růstu mezd v podnikatelské sféře očištěný o dopady této optimalizace. Přetrvávající nejistotou je rozsah fiskálních konsolidačních opatření včetně jejich dopadů do reálné ekonomiky. Nadále panuje též nejistota o vývoji spotřeby domácností a míry úspor. Uvedená rizika a nejistoty však nejsou natolik vyhraněné, aby vedly ke zpracování alternativního scénáře. Standardně byl zpracován citlivostní scénář kurzu.

### II.4.1 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady možného **odlišného kurzového vývoje**. Tento standardní citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy odchylku nominálního kurzu o  $\pm 3\%$  oproti prognóze při stejných úrokových sazbách v tomto čtvrtletí jako v predikci. Hodnota kurzu pro druhé čtvrtletí 2013 tak činí 26,5 CZK/EUR, resp. 24,9 CZK/EUR, oproti 25,7 CZK/EUR v predikci.

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

Oslabení kurzu zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a prostřednictvím vyššího čistého vývozu vede na začátku predikčního horizontu k vyššímu růstu HDP oproti prognóze. Oslabený kurz také vede k růstu dovozních cen a dočasně vyšší inflaci. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti prognóze v nejbližších čtvrtletích výše. V reakci na zpřísnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně zpomaluje mírně pod úroveň prognózy.

Tab. II.4.1

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Oslabení kurzu vede k dočasně vyšší inflaci a zrychlení růstu HDP oproti prognóze, úrokové sazby se zvyšují  
(odchylky od prognózy)

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

## II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání analytiků se v ročním i tříletém horizontu snížila mírně pod 2% cíl ČNB. Analytici očekávají v letošním roce zhruba stagnaci HDP. Před květnovým 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. Tržní výhled na rok dopředu rovněž naznačuje očekávanou stabilitu sazeb, přičemž téměř v celém horizontu se pohybuje o něco výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu v ročním horizontu se na počátku roku 2013 snížila pod cíl ČNB. Inflační očekávání podnikových manažerů se snížila jen nepatrně a nadále přesahovala 2% cíl ČNB cca o 0,5 procentního bodu (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků klesla těsně pod úroveň cíle ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** na počátku roku 2013 vykazoval mírně kladné saldo (Graf II.5.1). To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců rostly umírněným tempem. Také indikátor **očekávané inflace** se pohybuje v kladných hodnotách, a to na mírně vyšší hladině než ukazatel vnímané inflace. 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. Oba indikátory se však v prvním čtvrtletí 2013 snížily.

**Analytici v rámci IOFT i CF** předpokládají, že HDP bude letos zhruba stagnovat (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 dubna 2013 analytici dotazovaní v šetření IOFT i CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to o 2,5 %, resp. 2,2 %. Před květnovým zasedáním bankovní rady ČNB všech třináct analytiků oslovených v rámci šetření IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní úrokové sazby nezmění a ani nedojde k dalšímu uvolnění měnových podmínek formou devizových intervencí. 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 0,25 %.

Analytici tak **na rozdíl od nové prognózy ČNB** neočekávají v letošním roce znatelnější pokles reálného HDP, i když jejich odhady jsou postupně přehodnocovány směrem dolů. V příštím roce by pak podle nich měla ekonomika růst přibližně stejným tempem, jako předpokládá ČNB. Inflace očekávaná v ročním horizontu leží nepatrně níže než v prognóze ČNB. Měnový kurz se v ročním výhledu od prognózy ČNB téměř neliší. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby i tržních sazeb v ročním horizontu se pohybují přibližně na hladině, jakou 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 i tříletém horizontu klesla mírně pod cíl ČNB**

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

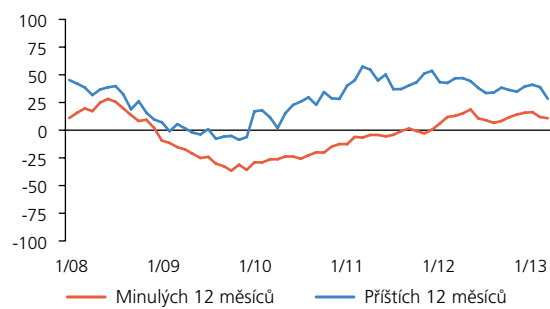
	12/12	1/13	2/13	3/13	4/13
IOFT:					
Index spotř. cen	2,3	1,8	1,8	1,7	1,7
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9
Reálný HDP v roce 2013	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Reálný HDP v roce 2014		1,7	1,7	1,7	1,7
Nominální mzdy v roce 2013	2,3	2,0	2,4	2,2	2,1
Nominální mzdy v roce 2014		2,6	3,0	2,9	2,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,9	25,0	25,1	25,1	25,2
2T repo (v %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
1R PRIBOR (v %)	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9
Podniky:					
Index spotř. cen	2,5			2,4	

Graf II.5.1

### VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

**Inflační očekávání domácností se v prvním čtvrtletí 2013 mírně snížila**

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



Tab. II.5.2

### OČEKÁVANÉ UKAZATELE DLE CF

**Analytici dle CF předpokládají, že ekonomika bude v letošním roce zhruba stagnovat**

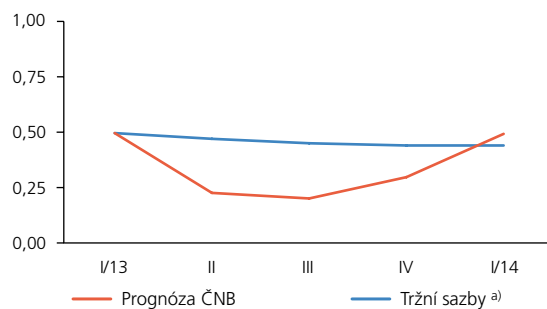
(v horizontu 1R, meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	12/12	1/13	2/13	3/13	4/13
Reálný HDP v roce 2013	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,1
Reálný HDP v roce 2014		1,9	1,8	1,7	1,7
Nominální mzdy v roce 2013	2,4	2,4	2,4	2,3	2,1
Nominální mzdy v roce 2014		3,1	3,3	3,0	2,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	25,1	25,2	25,4	25,3	25,3
3M PRIBOR (v %)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

GRAF II.5.2

## SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB

Výhled sazeb odvozený z FRA se do konce letošního roku pohybuje mírně nad sazbami konzistentními s prognózou ČNB (v %)



a) pro I/13 a II/13 3M PRIBOR, pro III/13 až I/14 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 19. 4. 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 3M sazeb implikuje jejich očekávanou přibližnou stabilitu do začátku příštího roku, což zhruba odpovídá očekávání na ponechání měnověpolitických úrokových sazeb na technicky nulové hodnotě při zachování stávající výše premie na peněžním trhu. Téměř v celém horizontu se tržní výhled pohybuje mírně výše než trajektorie sazeb konzistentní s novou prognózou ČNB.

### III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

#### III.1 INFLACE

Celková inflace dosáhla v březnu 2013 meziroční hodnoty 1,7 %, a nacházela se tak mírně pod cílem ČNB. Měnověpolitická inflace ve výši 0,9 % pak byla těsně pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Na dalším znatelném snížení meziroční inflace v prvním čtvrtletí 2013 se podílely převážně regulované ceny a zmírnění primárního dopadu změn nepřímých daní. Růst tržních cen nepatrně zrychlil vlivem zvýšení růstu cen potravin a částečného zmírnění cenového poklesu v segmentu korigované inflace bez pohonných hmot. V podmínkách klesající ekonomiky však zůstala tržní inflace nadále na nízkých hodnotách. Rovněž nízká dynamika cen dováženého spotřebního zboží a klesající ceny ropy přispěly k nízké inflaci v prvním čtvrtletí 2013.

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

**Celková inflace** se v prvním čtvrtletí 2013 nacházela mírně pod úrovní cíle ČNB (Graf III.1.1), měnověpolitická inflace se pohybovala v blízkosti dolní hranice tolerančního pásma cíle. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji. Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle v prvním čtvrtletí 2013 je přitom nutné zkoumat především období zhruba od července 2011 do března 2012 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředí na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci IV/2011 s následným vývojem.

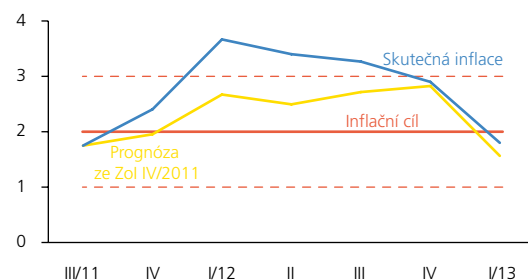
**Prognóza ze Zprávy o inflaci IV/2011** očekávala, že celková inflace v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 vzroste těsně pod 3 %, a poté se v roce 2013 sníží pod 2 % (Graf III.1.1). Měnověpolitická inflace se na celém horizontu prognózy měla pohybovat mírně pod 2% inflačním cílem. K tomu mělo přispívat zpomalení růstu ekonomické aktivity a zvolnění meziročního růstu cen komodit. Opačným směrem měly zpočátku působit regulované ceny a v delším horizontu postupně sílící nákladové tlaky z domácí ekonomiky spojené s pozvolným zrychlováním růstu mezd a nízkou dynamikou produktivity práce. Prognóza předpokládala, že tyto domácí inflační tlaky budou z části vyvažovány postupným posilováním měnového kurzu a odezněním růstu cen komodit, což se mělo projevit zejména zpomalením meziročního růstu cen potravin a pohonných hmot.

Celková **inflace se ve skutečnosti** v celém predikčním horizontu pohybovala nad prognózou; v prvním čtvrtletí 2013 se od ní odchytila o 0,2 procentního bodu, přičemž prognóza nepočítala se zvýšením obou sazeb DPH od začátku roku 2013. Tento rozdíl byl výsledkem protichůdných odchylek jednotlivých složek. Primární dopady změn

GRAF III.1.1

#### SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

**Inflace v prvním čtvrtletí 2013 byla lehce nad prognózou ze Zol IV/2011**  
(meziročně v %)



TAB. III.1.1

#### NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

**Primární dopady nepřímých daní zvyšovaly inflaci, korigovaná inflace bez PH byla naopak výrazně nižší ve srovnání s prognózou**  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol IV/2011	Skutečnost 1.čtvrtletí 2013	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,6	1,8	0,2
z toho:			
regulované ceny	2,9	3,5	0,1
primární dopady změn nepřímých daní <sup>a)</sup>	-0,2	0,7	0,8
ceny potravin <sup>b)</sup>	1,8	3,0	0,2
ceny pohonných hmot (PH) <sup>b)</sup>	-0,2	-1,5	0,0
korigovaná inflace bez PH <sup>b)</sup>	1,4	-0,4	-0,9

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 ZAHRAŇICÍ

## Zahraněční veličiny působily na domácí inflaci nepatrně proinflačně

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

		IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12	I/13
HDP v eurozóně <sup>a), b), c)</sup>	p	1,8	1,2	1,2	1,4	1,6	1,9
	s	1,9	1,2	0,9	0,7	0,4	-
PPI v eurozóně <sup>b), c)</sup>	p	4,7	2,6	1,8	2,3	2,9	2,8
	s	5,1	3,8	2,3	2,2	2,1	1,4
3M EURIBOR (v %)	p	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
	s	1,5	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,34	1,33	1,33	1,35	1,36	1,35
	s	1,35	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	104,5	104,4	102,8	102,0	101,1	100,4
	s	109,3	118,7	108,7	109,9	110,5	112,8

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

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

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

## Pozorovaný vývoj HDP se v celém období pohyboval výrazně pod prognózou

		IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12	I/13
3M PRIBOR (v %)	p	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1
	s	1,2	1,2	1,2	1,0	0,6	0,5
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	24,8	23,7	23,2	22,9	22,7	22,6
	s	25,3	25,1	25,3	25,1	25,2	25,6
Reálný HDP <sup>a)</sup> (mzr. změny v %)	p	1,3	0,7	1,0	1,3	1,9	2,3
	s	0,9	-0,4	-1,1	-1,5	-1,7	-
Nominální mzdy <sup>b)</sup> (mzr. změny v %)	p	3,5	3,7	3,9	4,3	4,5	4,6
	s	2,6	3,4	2,3	1,3	4,2	-

p – prognóza, s – skutečnost

a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

nepřímých daní zvyšující celkovou inflaci byly zhruba kompenzovány výrazně nižší korigovanou inflací bez PH, která nadále setrvala v záporných hodnotách zejména vlivem domácích protiinflačních tlaků. Oproti očekávání byl mírně vyšší růst regulovaných cen a cen potravin (Tab. III.1.1).

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 zpočátku rostly vůči předpokladům rychleji, jejich dynamika se však snižovala a ve druhé polovině roku 2012 se jejich růst již nacházel pod prognózou. Vyšší oproti prognóze byly i ceny ropy. Zahraniční úrokové sazby reagovaly na zhoršený výhled ekonomické aktivity a nacházely se hluboko pod předpokládanou trajektorií. V souhrnu vývoj v zahraničí působil na domácí inflaci nepatrně proinflačně.

Rovněž domácí **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od prognózy. Úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté klesaly. Měnový kurz v závěru roku 2011 výrazně oslabil především v důsledku prohloubení dluhové krize v eurozóně. Na slabších hodnotách koruna zůstala – mimo jiné v důsledku zhoršujícího se výhledu zahraniční poptávky a měnové politiky i komunikace ČNB – až do současnosti (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 z důvodu výraznějšího než očekávaného snížení dynamiky zahraniční poptávky a utlumené domácí poptávky; ta byla ovlivněna pokračující domácí fiskální konsolidací, dluhovou krizí v eurozóně a s tím související nejistotou. Tyto vlivy se projeví – i přes 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. Srovnání aktuálních dat o struktuře vývoje HDP a tehdejší prognózy je zároveň ovlivněno výraznými revizemi národních účtů.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních ve třetím čtvrtletí 2011 bankovní rada hodnotila rizika prognózy jako vyrovnaná, resp. mírně protiinflační a u úrokových sazeb vychýlená směrem 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. V prvním čtvrtletí 2012 byla rizika prognózy hodnocena jako vyrovnaná. Tržní úrokové sazby až do poloviny roku 2012 zůstaly stabilní a poté klesaly. Odrážely tak postupnou změnu trajektorie sazeb konzistentní s prognózami, které nejdříve předpokládaly postupný nárůst tržních úrokových sazeb, který se v dalších prognózách změnil na jejich stabilitu, resp. mírný pokles. Celková inflace se v prvním čtvrtletí 2013 i přes významné

dopady daňových změn pohybovala mírně pod cílem, měnověpolitická inflace se pohybovala v blízkosti dolní hranice tolerančního pásma cíle ČNB. V rozhodném období se naplnila téměř všechna identifikovaná rizika, přičemž v součtu převážila protiinflační rizika. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od července 2011 do března 2012 měla být uvolněnější.

### III.1.2 Současný vývoj inflace

**Meziroční inflace**<sup>7</sup> se v prvním čtvrtletí 2013 dále zřetelně snížila. V březnu byla o 0,7 procentního bodu nižší než v prosinci 2012 a dosáhla 1,7 % (Graf III.1.2). Na této změně se podílely zejména regulované ceny a zmírnění vlivu nepřímých daní v neregulovaných cenách<sup>8</sup> (Graf III.1.4).

Přesto ve **struktuře meziroční inflace** převažovalo působení administrativních vlivů, tj. dopadů změn nepřímých daní a regulovaných cen, jejichž podíl na celkovém meziročním růstu spotřebitelských cen činil přibližně tři čtvrtiny (Graf III.1.4).

V důsledku zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod z počátku letošního roku a loňského zvýšení spotřební daně z cigaret dosáhl příspěvek změny **nepřímých daní** k meziročnímu růstu tržních cen v prvním čtvrtletí 2013 cca 0,7 procentního bodu. Jejich celkový primární dopad do inflace včetně regulovaných cen pak dosáhl zhruba 0,8 procentního bodu. To však bylo zřetelně méně než ke konci roku 2012, což přispělo ke zpomalení celkové inflace. Od ledna 2013 došlo k dalšímu harmonizačnímu zvýšení spotřebních daní u cigaret, které se však zatím z důvodu předzásobení výrobců na růstu spotřebitelských cen projevilo jen zanedbatelně. **Měnověpoliticky relevantní inflace**, tj. inflace bez vlivu všech změn nepřímých daní, se v důsledku daňových změn nadále nacházela výrazně pod celkovou meziroční inflací, přičemž v březnu dosáhla 0,9 % (Graf III.1.2).

Meziroční růst **regulovaných cen** v prvním čtvrtletí 2013 zřetelně oslabil, v březnu byl ve srovnání s prosincem předchozího roku téměř o polovinu nižší a dosáhl 3,4 % (Graf III.1.3). K této změně přispělo zejména výrazné zpomalení meziročního růstu cen energií spojených s bydlením a dokončení deregulace nájemného, které se v předchozích letech poměrně významně podílelo na růstu regulovaných cen. Od počátku roku 2013 byl proveden přesun této položky v rámci spotřebního koše do tržních cen (korigované inflace bez pohonných hmot). Ke zmírnění růstu cen energií spojených s bydlením došlo u tepla, elektřiny a zemního plynu pro domácnosti, kde byl cenový vývoj zejména u elektřiny a plynu ovlivněn stupňujícím se konkurenčním

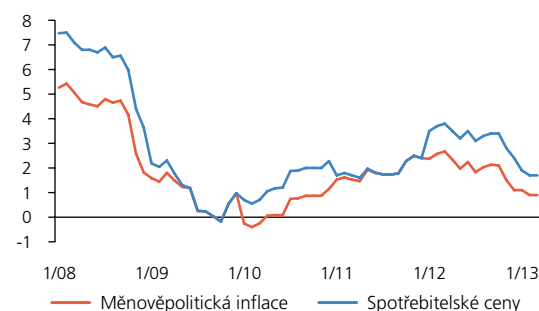
7 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

8 Zatímco primární dopad změn nepřímých daní v neregulovaných cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dosáhl 0,99 procentního bodu, v prvním čtvrtletí 2013 se snížil na 0,69 procentního bodu. U regulovaných cen se ve stejném období snížil primární dopad nepřímých daní z 0,28 procentního bodu na 0,13 procentního bodu.

GRAF III.1.2

#### INFLACE

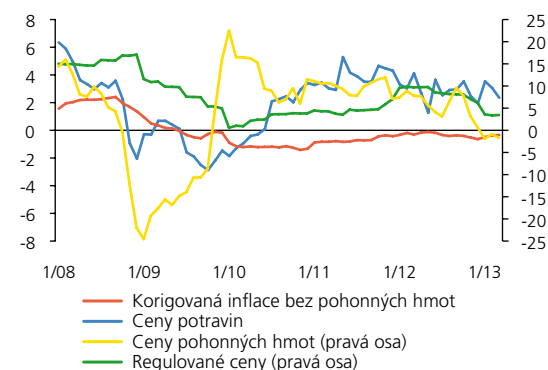
V prvním čtvrtletí 2013 se inflace dále snížila (meziročně v %)



GRAF III.1.3

#### VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

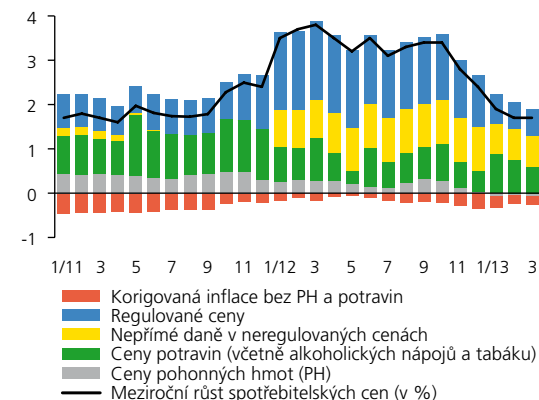
Ke snížení inflace přispěly regulované ceny (meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



GRAF III.1.4

#### STRUKTURA INFLACE

Podíl administrativních vlivů na inflaci byl nadále nejvyšší (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



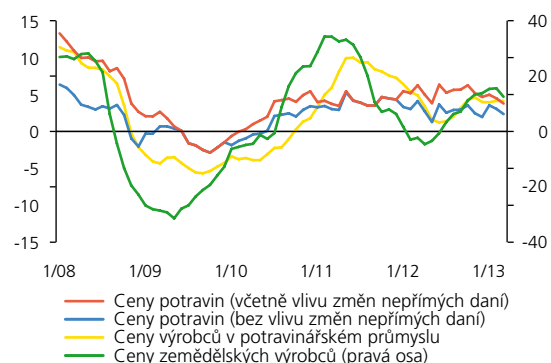
GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

## Růst cen potravin bez vlivu změn daní v prvním čtvrtletí 2013

## mírně zrychlil

(meziroční změny v %)

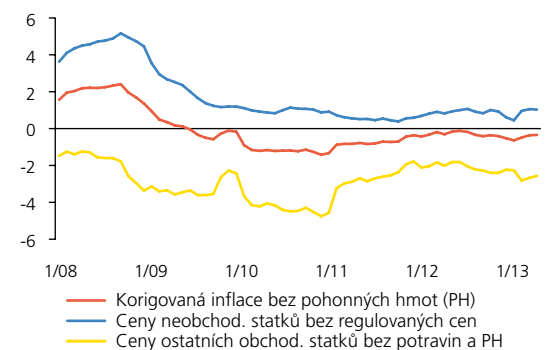


GRAF III.1.6

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

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

(meziroční změny v %)



bojem mezi jednotlivými dodavateli. V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

U **tržních cen**, měřených čistou inflací, došlo naopak k opětovnému lehkému zrychlení tempa jejich meziročního růstu – avšak na úrovni velmi nízkých hodnot (z 0,2 % v prosinci 2012 na 0,4 % v březnu). Jejich klesající tendence z posledních měsíců roku 2012 byla na počátku roku 2013 přerušena zrychlením meziročního růstu cen potravin a částečně také přesunem dříve regulovaného nájemného do tržních cen, což se projevilo částečným zmírněním záporné hodnoty korigované inflace bez pohonných hmot. Vliv těchto faktorů byl jen nepatrně vyvažován přechodem meziročního růstu cen pohonných hmot do záporných hodnot (Graf III.1.6).

V souhrnu byla čistá inflace i přes mírný nárůst v prvním čtvrtletí 2013 nízká, což svědčilo o přetrvávajícím vlivu utlumené ekonomické aktivity. K nízké čisté inflaci přispěly též klesající, resp. jen mírně rostoucí dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh, v nichž se však od února 2013 začalo projevovat obnovené meziroční oslabení kurzu koruny vůči euru. Vliv mělo i výrazné snížení dynamiky cen ropy na světových trzích.

Opětovné zrychlení meziročního růstu **cen potravin** v prvním čtvrtletí 2013 (z 2 % v prosinci na 2,4 % v březnu; Graf III.1.5) souviselo s nákladovými tlaky z předchozího roku, které plynuly zejména ze sílícího meziročního růstu cen zemědělských výrobců v rostlinné výrobě od druhé poloviny roku 2012. V rámci jednotlivých skupin potravin výrazně rostly zejména spotřebitelské ceny zeleniny a rovněž masa, jejichž růst však byl vyvažován téměř 30% meziročním poklesem cen vajec v důsledku vysoké srovnávací základny z března 2012.

Působení utlumené domácí ekonomické aktivity a nízké spotřebitelské poptávky bylo nadále nejvíce patrné ve vývoji meziroční **korigované inflace bez pohonných hmot**, i když v prvním čtvrtletí 2013 došlo k jejímu posunu k méně záporným hodnotám (z -0,6 % v prosinci na -0,3 % v březnu; Graf III.1.6). Tato změna byla způsobena výše zmíněným přesunem rychleji rostoucího deregulovaného nájemného mezi ceny tržních služeb (do skupiny cen neobchodovatelných statků bez regulovaných cen). Ceny ostatních obchodovatelných statků bez potravin a pohonných hmot naopak prohloubily svůj meziroční pokles, zejména vlivem dvouciferného snížení cen mobilních telefonů.

Vývoj **cen pohonných hmot** byl nadále ovlivňován především zřetelným odezníváním meziročního růstu světových cen benzínů. Oslabování meziročního růstu cen pohonných hmot z předchozího roku tak vyústilo v prvním čtvrtletí 2013 v meziroční pokles, který v březnu dosáhl hodnoty -1,7 % (Graf III.1.3).

### III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Dovozní ceny v průběhu prvních dvou měsíců prvního čtvrtletí 2013 klesaly. K jejich poklesu došlo především u energetických a neenergetických surovin a polotovarů v návaznosti na vývoj cen surovin na světových trzích. Růst cen průmyslových výrobců pozvolna zpomaloval, zejména v důsledku slábnoucí dynamiky světových cen ropy, a byl již jen mírný. Meziroční růst cen zemědělských výrobců naopak setrval na vysoké úrovni vlivem výrazného zvyšování cen rostlinné produkce. Ceny stavebních prací při nízké poptávce nadále klesaly, zatímco ceny tržních služeb výrazně zmírnily svůj meziroční pokles a kolísaly kolem nulové hodnoty.

#### III.2.1 Dovozní ceny

Dovozní ceny setrvaly v lednu a únoru 2013 v meziročním poklesu, který v únoru dosáhl 0,5 % (Graf III.2.1). K uvedenému vývoji přispěly především dovozní ceny surovin a polotovarů (Graf III.2.2) odrážející zejména vývoj cen klíčových surovin na světových trzích.

Nejvíce ovlivnily vývoj dovozních cen ve sledovaném období váhově významné dovozní ceny **minerálních paliv**, které ještě v listopadu 2012 rostly 6% tempem, ale v lednu již zaznamenaly meziroční pokles, který se pak v únoru dále prohloubil na -4%. Došlo k tomu především v důsledku odeznění růstu dolarových cen ropy při současně zesilujícím poklesu cen zemního plynu na světových trzích. Také vývoj kurzu CZK/USD působil na přelomu let 2012 a 2013 na nízkou meziroční dynamiku cen v této skupině dovozu (Graf III.2.3)<sup>9</sup>. Příspěvek dovozních cen minerálních paliv k celkovému meziročnímu vývoji dovozních cen byl tak již v lednu a únoru záporný a dosáhl -0,6 procentního bodu.

V případě **neenergetických surovin** je již od května 2012 pozorován meziroční pokles dovozních cen, který v únoru 2013 dosáhl necelých 8%. Pokračující pokles dovozních cen **polotovarů** byl zřetelně mírnější než u neenergetických surovin a ani v prvních dvou měsících roku 2013 nepřesáhl úroveň 2% (Tab. III.2.1).

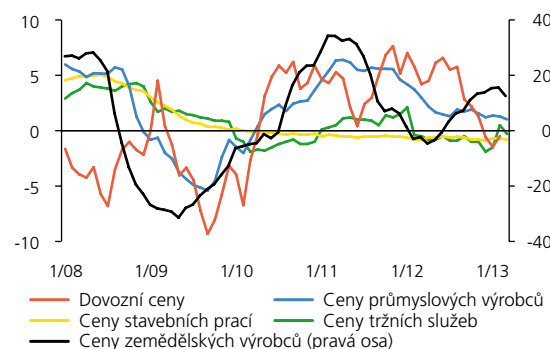
Příspěvek dovozních cen **potravin** k celkovému vývoji dovozních cen zůstal i v lednu a únoru 2013 kladný, i když se tempo jejich růstu od konce třetího čtvrtletí 2012 v souvislosti s vývojem světových cen zemědělských komodit a měnového kurzu postupně zmírňuje (na 3,3% v únoru). Rovněž u živočišných a rostlinných olejů a chemikálií a příbuzných výrobků došlo ke zmírnění růstu jejich dovozních cen.

<sup>9</sup> Kurz CZK/USD v prosinci 2012 a lednu 2013 meziročně posiloval (o 0,8%, resp. 2,9%), v únoru pak mírně oslabil (o 0,8%).

GRAF III.2.1

#### DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

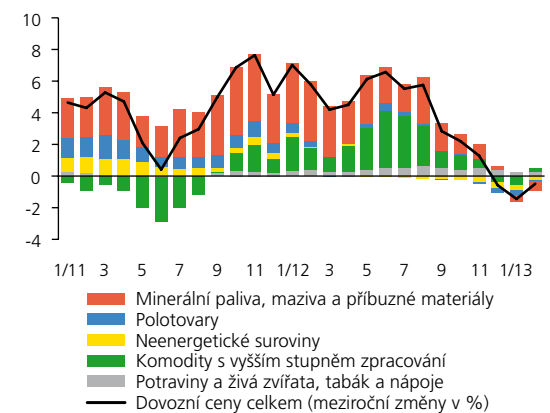
Dovozní ceny v prvním čtvrtletí 2013 klesaly, ceny průmyslových výrobců rostly jen mírně, růst cen zemědělských výrobců zůstal vysoký (meziroční změny v %)



GRAF III.2.2

#### DOVOZNÍ CENY

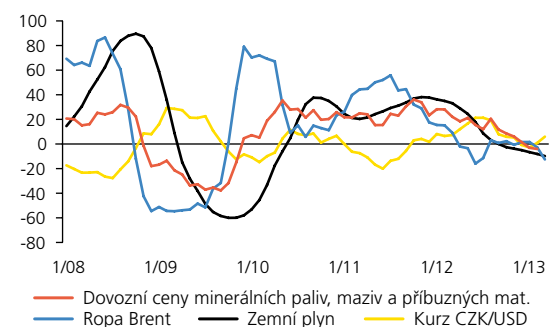
Na poklesu dovozních cen se podílely především energetické a neenergetické suroviny (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

#### MINERÁLNÍ PALIVA

Ceny dovážených minerálních paliv a maziv klesají, především vlivem snižujících se cen ropy a zemního plynu (meziroční změny v %)





TAB. III.2.1

## STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

Ve struktuře převažoval počet skupin s rostoucími cenami, avšak s nižším vlivem na vývoj indexu dovozních cen

(meziroční změny v %)

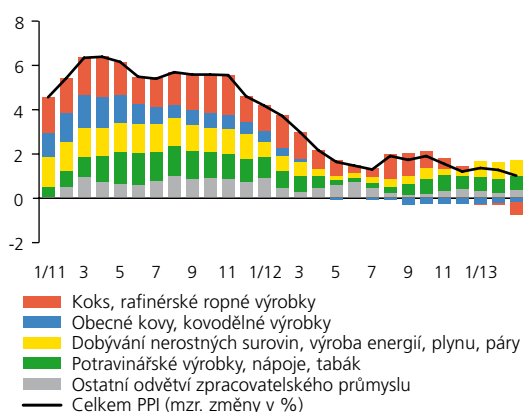
	11/12	12/12	1/13	2/13
DOVOZ CELKEM	1,3	-0,6	-1,4	-0,5
z toho:				
potraviny a živá zvířata	8,0	6,6	4,5	3,3
nápoje a tabák	8,5	7,6	5,4	8,3
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	-10,7	-12,9	-11,0	-7,6
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	6,0	1,4	-3,1	-4,0
živočišné a rostlinné oleje	4,2	3,3	2,8	1,6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

GRAF III.2.4

## CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

Růst cen průmyslových výrobců byl v prvním čtvrtletí 2013 pouze mírný, rostly především ceny elektřiny a potravin

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

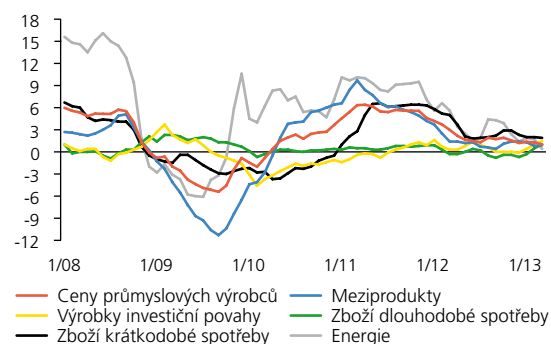


GRAF III.2.5

## CENY VÝROBCŮ PODLE HLAVNÍCH PRŮMYSLOVÝCH SKUPIN

Ceny výrobců investiční povahy i výrobků dlouhodobé spotřeby zrychlily růst, v ostatních skupinách se cenový růst zmínil

(meziroční změny v %)



Také dynamika dovozních cen **komodit s vyšší přidanou hodnotou**<sup>10</sup> se od konce třetího čtvrtletí 2012 postupně snižovala díky souběhu odeznívání meziročního oslabení kurzu CZK/EUR a poklesu inflace v zahraničí v podmínkách celkově utlumené poptávky. Výsledkem byly klesající dovozní ceny strojů a dopravních prostředků i průmyslového spotřebního zboží v závěru roku 2012 a v lednu 2013 (Tab. III.2.1). Obnovené meziroční oslabení kurzu CZK/EUR na počátku roku 2013 pak přispělo k jejich návratu do mírného růstu v únoru.

## III.2.2 Ceny výrobců

## Ceny průmyslových výrobců

V průběhu prvního čtvrtletí 2013 **ceny průmyslových výrobců** dále lehce zmírnily svůj růst na 1 % v březnu. Podobně jako v předchozím čtvrtletí se na tomto vývoji podílely především ceny výrobců v odvětví koku a rafinérských ropných produktů (Graf III.2.4).

Základní pohled na příčiny vývoje a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců se oproti předchozímu čtvrtletí zásadně nemění. Pokračující zpomalování jejich růstu bylo ovlivněno především odezněním vysokého meziročního růstu světových cen ropy a jejich následným poklesem. Tento vývoj, společně s kurzem CZK/USD, se promítl do cen výrobců v odvětví primárního zpracování ropy (Graf III.2.5). Ke snížení nákladů výrobců přispívaly nadále i výrazně klesající ceny dovážených neenergetických vstupů a ceny v odvětví těžby a dobývání. Opačným směrem pak působilo opětovné zvýšení cen domácích energií. Růst cen v potravinářském průmyslu víceméně setrval na zvýšené úrovni předchozího čtvrtletí vlivem rostoucích cen agrárních vstupů. Při trvajících nízké poptávce a slábnoucí dynamice cen většiny hlavních výrobních vstupů převažoval v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu pouze mírný růst či pokles cen.

Uvedený vývoj dolarových cen ropy a kurzu CZK/USD vedl k tomu, že ceny výrobců **v odvětví koku a rafinérských ropných produktů** překmitly v prvním čtvrtletí 2013 do poklesu (meziročně z 2,4 % v prosinci 2012 na -6,2 % v březnu). Příspěvek tohoto odvětví k celkovému meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců se tak v březnu snížil na -0,5 procentního bodu (Graf III.2.4). Ceny výrobců v odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků vykazovaly od září 2012 víceméně stabilní meziroční pokles zhruba na úrovni -2 %. V **potravinářském průmyslu** se růst cen výrobců udržoval na úrovni kolem 4 %; stály za tím zejména rychle rostoucí ceny vstupů rostlinné produkce při zmírnění růstu cen produkce živočišné výroby.

V **odvětví elektřiny, plynu a páry** cenový růst v prvním čtvrtletí 2013 opět zrychlil (meziročně na 3,7 % v březnu). Naopak v odvětví těžby a dobývání ceny již od dubna 2012 klesají, zejména v důsledku

<sup>10</sup> Do této skupiny jsou zahrnovány stroje, dopravní prostředky a průmyslové spotřební zboží. Jejich ceny ovlivňuje zejména kurz CZK/EUR, který v únoru meziročně mírně oslabil o 1,7 %.

výrazného poklesu cen uhlí na světových trzích. Cenový růst v odvětví zásobování vodou a služeb souvisejících s odpadními vodami sice zřetelně zvolnil oproti předchozímu čtvrtletí, byl však stále vysoký (v březnu 5,7 %).

V **ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu**, zahrnujících výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, meziroční růst cen výrobců v prvním čtvrtletí 2013 mírně zpomalil (Graf III.2.4). Přispělo k tomu především výrazné snížení růstu cen v chemickém a farmaceutickém průmyslu. V dalších odvětvích docházelo spíše k postupnému slabému zrychlování růstu<sup>11</sup> či zmírňování poklesu cen<sup>12</sup>. V prostředí trvajících nízké poptávky byl však jejich meziroční růst převážně mírný.

#### Ceny zemědělských výrobců

V prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2013 pokračoval trend zrychlování růstu **cen zemědělských výrobců**, započatý v polovině roku 2012. V březnu se pak jejich meziroční růst částečně zmínil na 12,5 %. Hlavní příčinou stále vysokého růstu cen zemědělských výrobců byl vývoj cen v oblasti rostlinné výroby, kde v únoru 2013 přesáhlo tempo jejich růstu úroveň 30 %. V březnu se pak jen lehce zmínilo na 27 %. Naproti tomu růst cen v oblasti váhově významnější živočišné výroby zřetelně zpomaloval a v březnu přešel do poklesu.

Mezi **hlavní faktory** zrychlování meziročního růstu cen zemědělských výrobců ve druhé polovině roku 2012 patřilo nepříznivé počasí a z toho plynoucí podprůměrná úroda u hlavních světových producentů – zejména v USA, Austrálii i v Evropě. Slabá úroda spolu s trvajícím růstem poptávky přispěla ke snížení světových zásob agrárních komodit. Rovněž v ČR byla sklizeň v roce 2012 jednou z nejnižších v poslední dekádě, když meziročně poklesla zhruba o pětinu. Převážnou část roku 2012 a na počátku letošního roku působil na růst domácích cen také mírně slabší měnový kurz koruny vůči euru i dolaru. Kromě toho byl meziroční vývoj cen živočišné výroby ovlivněn dopadem skokového zvýšení cen vajec v předchozím roce v souvislosti se změnou veterinárních pravidel v EU, který již aktuálně působí ve směru meziročního poklesu cen.

#### Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V podmínkách trvajících nízké poptávky po stavebních investicích pokračovaly **ceny stavebních prací** i v prvním čtvrtletí 2013 v meziročním poklesu (0,8 % v březnu; Graf III.2.8). Ceny materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví rostly ve stejném období jen mírně.

**Ceny tržních služeb** v průběhu prvního čtvrtletí 2013 výrazně zmírnily svůj předchozí meziroční pokles a v únoru zaznamenaly dočasný mírný růst. Tato změna byla způsobena především vývojem cen za reklamní služby a průzkum trhu, které ještě v lednu výrazně meziročně

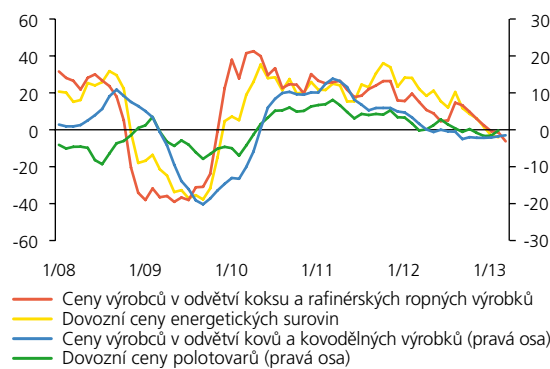
<sup>11</sup> Týkalo se to odvětví elektrická zařízení, stroje a jiná zařízení, dopravní prostředky.

<sup>12</sup> Ke zmírnění cenového poklesu došlo v odvětví výroby textilu a oděvů, PC, elektronických a optických přístrojů.

GRAF III.2.6

#### CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

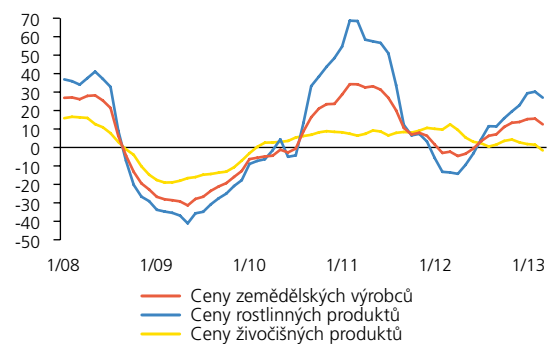
**Ceny v odvětví koku a rafinérských ropných výrobků se začaly snižovat vlivem poklesu dovozních cen energetických surovin** (meziroční změny v %)



GRAF III.2.7

#### CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

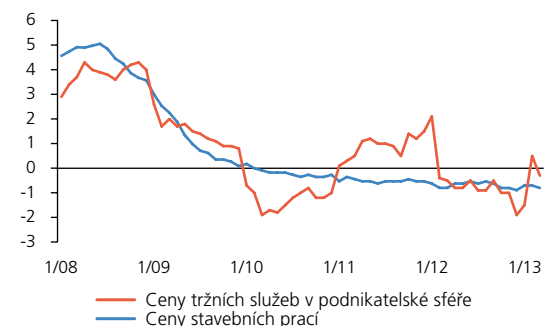
**Růst cen zemědělských výrobců dosahoval i v prvním čtvrtletí 2013 vysokých hodnot** (meziroční změny v %)



GRAF III.2.8

#### OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

**Ceny stavebních prací stále klesaly, ceny tržních služeb kolísaly kolem nuly** (meziroční změny v %)



klesaly, avšak v únoru a březnu 2013 již meziročně rostly (v březnu o 5,5 %). Po vyloučení tohoto vlivu by ceny tržních služeb pokračovaly v poklesu (v březnu o 0,8 %). Obdobně se vyvíjely ceny architektonických a inženýrských služeb, avšak s nižší intenzitou. V souhrnu ceny klesaly v prvním čtvrtletí 2013 zhruba u poloviny skupin tržních služeb, nejvíce v dopravě a skladování. V ostatních sledovaných odvětvích pokračoval jen mírný cenový růst nepřesahující úroveň 2 %.

### III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se meziroční pokles reálného hrubého domácího produktu dále prohloubil na -1,7 %.<sup>13</sup> V mezičtvrtletním srovnání se HDP snížil o 0,2 %. Na dosaženém meziročním poklesu se podílely spotřeba domácností a tvorba hrubého fixního kapitálu. Kladný příspěvek k dynamice ekonomické aktivity naopak měly změna stavu zásob, spotřeba vlády a při mírném předstihu růstu vývozu před dovozem také čistý vývoz. Na straně nabídky podpořila tvorbu produktu kladným růstovým příspěvkem pouze některá odvětví služeb, zatímco 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 čtvrtém čtvrtletí 2012 se meziroční pokles **domácí poptávky** zřetelně zmírnil. Přispěla k tomu nejvíce zvýšená tvorba zásob oproti předchozímu čtvrtletí, a také příspěvek spotřeby vlády byl po déletrvajícím poklesu opět lehce kladný (Graf III.3.2). Jejich pozitivní vliv na změnu dynamiky domácí poptávky byl jen zčásti kompenzován znatelným prohloubením meziročního poklesu fixních investic a v menší míře i spotřeby domácností.

#### Konečná spotřeba

Meziroční pokles **spotřeby domácností** se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále mírně prohloubil (na -4,1 %; Graf III.3.3).<sup>14</sup> Výrazný meziroční pokles výdajů domácností na konečnou spotřebu svědčil zejména o trvajícím vlivu pokračující fiskální konsolidace, rostoucí nezaměstnanosti a přetrvávajících značných nejistot o budoucím ekonomickém vývoji.

Předchozí slábnoucí růst **nominálního hrubého disponibilního důchodu** oproti očekávání opět meziročně zrychlil (z 0,3 % ve třetím čtvrtletí 2012 na 1,9 % ve čtvrtém čtvrtletí). Mírně vzrostla i **reálná kupní síla**<sup>15</sup> hrubého disponibilního důchodu (meziročně o 0,2 %; Graf III.3.3) díky zrychlení růstu nominálního disponibilního důchodu a meziročně nižší inflaci. Přesto se meziroční pokles reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu dále mírně prohloubil.

Pohled do **struktury** nominálního hrubého disponibilního důchodu ukazuje, že ke zrychlení jeho meziročního růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 došlo především v důsledku zřetelného nárůstu **mezd a platů** (Graf III.3.4). Za touto – zřejmě jednorázovou – změnou stál časový posun výplat mimořádných odměn za rok 2012 v některých odvětvích z prvního čtvrtletí 2013 na konec roku 2012 z důvodu tzv. daňové

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

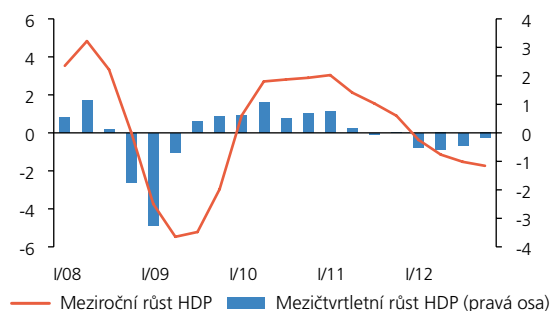
14 Mezičtvrtletně se však spotřeba domácností zvýšila o 0,9 %.

15 Měřeno deflátorem spotřeby domácností.

GRAF III.3.1

#### HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

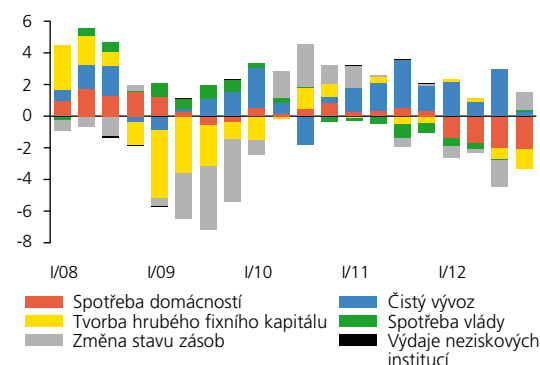
Meziroční pokles HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále prohloubil (meziroční a mezičtvrtletní změny v % ve stálých cenách, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.2

#### STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

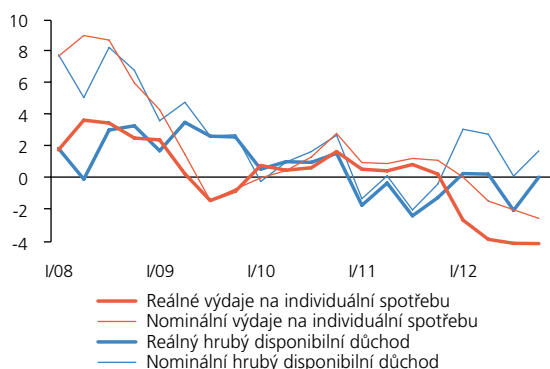
Kladný příspěvek zásob, čistého vývozu a spotřeby vlády k vývoji HDP byl převážen poklesem ostatních složek domácí poptávky (příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)



GRAF III.3.3

#### VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

Reálné výdaje domácností nadále výrazně klesaly (meziroční změny v %)

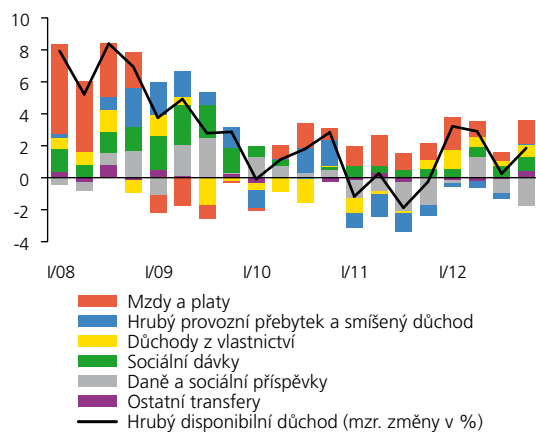


GRAF III.3.4

## DISPONIBILNÍ DŮCHOD

## Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu po předchozím zpomalení opět zrychlil

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



optimalizace.<sup>16</sup> Ke zrychlení tempa růstu nominálního disponibilního důchodu ve čtvrtém čtvrtletí přispěly v menší míře i důchody z vlastnictví a sociální dávky. Ke zlepšení vývoje došlo i u váhově poměrně významných příjmů podnikatelů (důchodů z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu), které po sedmi čtvrtletích meziročního poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 stagnovaly. Pouze meziročně vyšší placené daně a sociální příspěvky působily proti růstu disponibilního důchodu domácností.

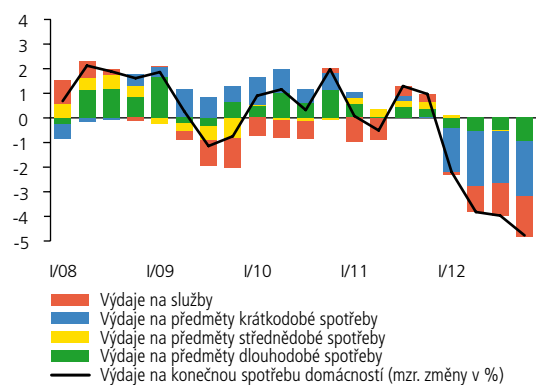
Klesající trend výdajů na spotřebu při mírném reálném zvýšení hrubého disponibilního důchodu (Graf III.3.3) indikoval trvající zvýšený sklon domácností k úsporám. **Míra hrubých úspor domácností** se sice oproti počátku roku 2012, kdy došlo k jejímu zřetelnému nárůstu (těsně pod 13 %)<sup>17</sup>, ve čtvrtém čtvrtletí nepatrně snížila, zůstala však na znatelně vyšší úrovni ve srovnání s předchozími roky (12,8 %; viz Graf II.2.18 v kapitole II.2). Tento vývoj tak nadále nasvědčoval tomu, že domácnosti silně vnímají přetrvávající nejistoty na trhu práce a očekávaná další restriktivní fiskální opatření (zejména růst obou sazeb DPH na počátku roku 2013) a snaží se vytvářet finanční rezervy.

GRAF III.3.5

## STRUKTURA SPOTŘEBY DOMÁCNOSTÍ

## Domácnosti nadále nejvíce omezovaly výdaje na krátkodobou spotřebu a služby

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



O zvýšené opatrnosti domácností v období recese svědčil i pokračující jen slabý růst **spotřebitelských úvěrů** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 (viz kapitola III.5.2) a probíhající změny ve věcné struktuře spotřebních výdajů domácností. Podle posledních údajů ČSÚ domácnosti i ve čtvrtém čtvrtletí 2012 snižovaly své výdaje na všechny **spotřební statky a služby** s výjimkou statků střednědobé spotřeby (Graf III.3.5). Pokles výdajů na statky krátkodobé a dlouhodobé spotřeby a služby se přitom v průběhu roku 2012 postupně prohluboval.

Poslední dostupné **předstihové indikátory** z počátku roku 2013 vyznívají smíšeně. Maloobchodní prodeje sice nadále klesají (v únoru o 1,7 %), avšak tento pokles je koncentrován zejména do motoristického segmentu, zatímco prodej v nemotoristickém segmentu v lednu a únoru 2013 dle sezonně očištěných údajů meziročně kolísá kolem nulového tempa růstu. Indikátor spotřebitelské důvěry se po mírném růstu v předchozích měsících v dubnu opět snížil a stále se tak nachází na nízké úrovni (Graf III.3.6). Zejména přetrvávají vysoká očekávání nezaměstnanosti a výhled hospodářské situace se po předchozím zlepšení opět zhoršil.

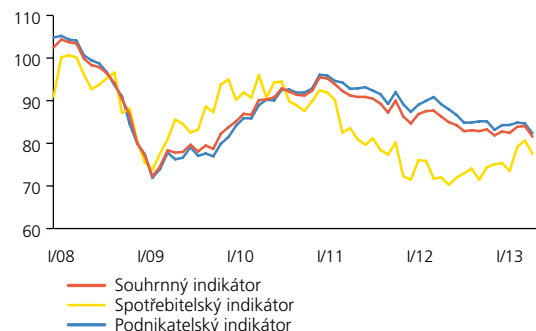
Reálné **výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 po osmi čtvrtletích poklesu v řadě meziročně mírně vzrostly (o 0,8 %).

GRAF III.3.6

## INDIKÁTORY DŮVĚRY

## Důvěra spotřebitelů se opět snížila a stále dosahuje nízkých hodnot

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



<sup>16</sup> Blíže viz kapitola III.4 Trh práce.

<sup>17</sup> Dle sezonně očištěných údajů národních účtů.

### Investice

V podmínkách přetrvávajících značných nejistot podniků a domácností o budoucím vývoji ekonomiky a při pokračující fiskální konsolidaci byl vývoj investic i v posledním čtvrtletí roku 2012 utlumený (Graf III.3.7). Podle sezonně očištěných údajů se meziroční pokles **fixních investic** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 prohloubil na -5 %.

V rámci **sektorů** se na meziročním poklesu fixních investic podílel sektor domácností a vlády (Graf III.3.7), kde je vývoj investiční aktivity dlouhodoběji ovlivňován zejména nízkou důvěrou domácností a chováním vládního sektoru (viz níže). V **sektoru nefinančních podniků** meziroční růst investic ve druhém pololetí roku 2012 výrazně oslabil a ve čtvrtém čtvrtletí byl již kladný příspěvek tohoto sektoru k celkové meziroční změně fixních investic nevýrazný. Tomu odpovídal již jen mírný růst investic do strojů a zařízení a pokles v ostatních kategoriích fixních investic (Graf III.3.8). Poslední výsledky konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy z března signalizují pokračování tohoto trendu i v první polovině roku 2013, což koresponduje s nepříznivým výhledem zakázek podnikatelů. Kladný příspěvek ostatních sledovaných sektorů – **finančních institucí** a neziskového sektoru – k dynamice investic byl zanedbatelný.

V **sektoru domácností** se investice ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně snížily o 6,4 %. Přispěly k tomu zejména investice do obydlí, jejichž meziroční pokles dosáhl 5 % (Graf III.3.8). Základní příčinou trvajících nízké poptávky po investicích do obydlí byly nadále nejisté výhledy hospodářského vývoje a zaměstnanosti. S tím korespondoval umírněný růst nových hypotečních úvěrů (viz kapitola III.5.2). Poslední vývoj předstihových indikátorů zatím nenaznačuje znatelné oživení poptávky po bydlení v dalším období – počty zahájených bytů nadále výrazně klesají (meziročně o 8,5 %), růst hypotečních úvěrů oslabuje a důvěra domácností je i přes zvýšení na počátku roku 2013 stále nízká.

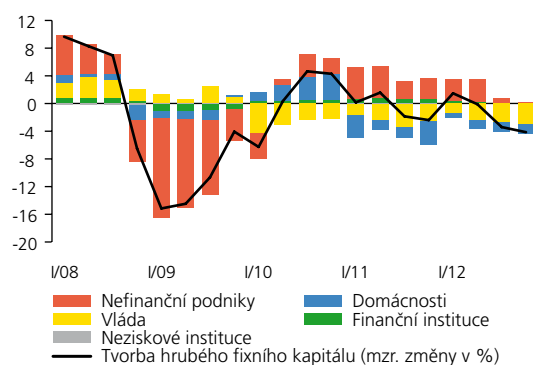
V **sektoru vlády** pokračoval dlouhodobější pokles fixních investic, odrážející problémy s čerpáním finančních zdrojů z evropských fondů a úsporná opatření vládního sektoru. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se vládní fixní investice meziročně snížily o 20,2 %.

Kladný příspěvek **změny stavu zásob** k vývoji HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zvýšil (na 1,1 procentního bodu; Graf III.3.2). Zvýšení tvorby zásob pravděpodobně souviselo s nerealizovanými očekávanými obchodními příležitostmi v zahraničí, neboť růst exportu se oproti předchozímu čtvrtletí výrazně snížil. Z posledních březnových výsledků konjunkturálního šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy vyplývá zřetelné snížení salda meziroční změny stavu zásob v prvním čtvrtletí 2013, což naznačuje, že podniky budou využívat v tomto čtvrtletí stávajících zásob a omezí tvorbu a nákupy nových zásob s ohledem na nezlepšující se výhled poptávky.

GRAF III.3.7

### INVESTICE PODLE SEKTORŮ

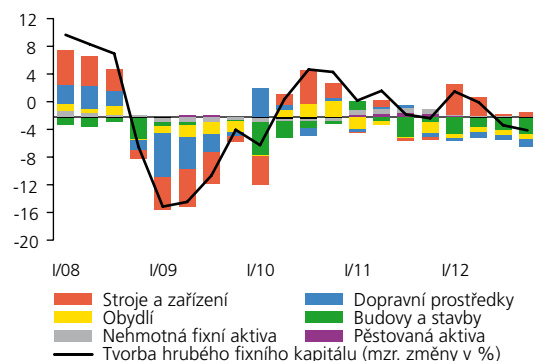
Investice klesaly ve většině sledovaných sektorů  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stále ceny)



GRAF III.3.8

### TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

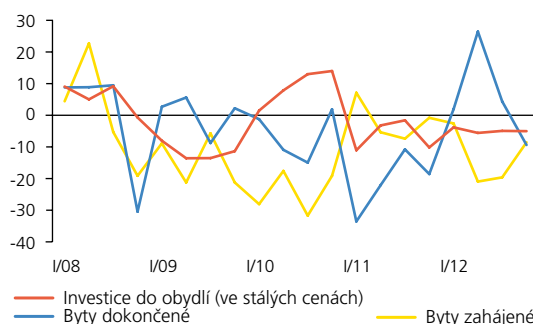
Fixní investice klesaly ve všech skupinách s výjimkou strojů a zařízení  
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stále ceny)



GRAF III.3.9

### INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí nadále zřetelně klesaly  
(meziroční změny v %)

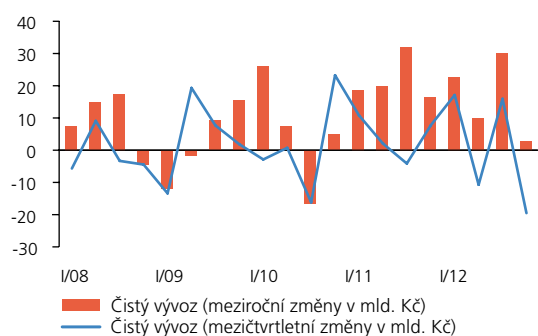


GRAF III.3.10

## ČISTÝ VÝVOZ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se čistý vývoz meziročně zvýšil jen mírně

(sezonně očištěné údaje, stálé ceny)

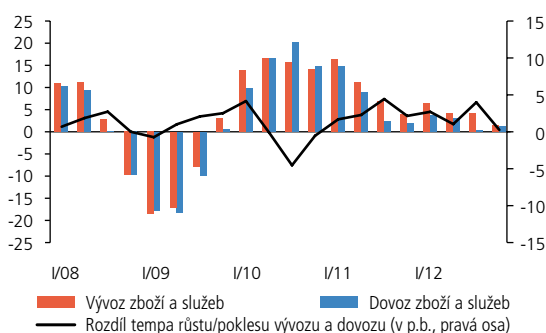


GRAF III.3.11

## VÝVOZ A DOVOZ

Růst obrátu zahraničního obchodu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně zpomalil, vývoz však nadále rostl o něco rychleji než dovoz

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

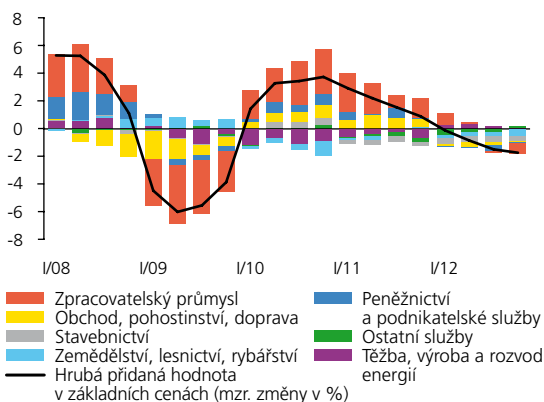


GRAF III.3.12

## PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 hrubá přidaná hodnota pokračovala v poklesu

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



## III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Po výrazném meziročním nárůstu ve třetím čtvrtletí 2012 pokračoval meziroční růst **čistého vývozu zboží a služeb**<sup>18</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zřetelně pomalejším tempem. Přebytek čistého vývozu dosáhl 80,6 mld. Kč, což znamenalo jen mírné meziroční zvýšení o necelé 3 mld. Kč. V mezičtvrtletním srovnání se přitom čistý vývoz o téměř 20 mld. Kč snížil (Graf III.3.10). Podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích bylo meziroční zvýšení čistého vývozu pouze důsledkem vývoje přebytku obchodní bilance, neboť přebytek bilance služeb se již třetí čtvrtletí v řadě snižoval. Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu byl tak ve čtvrtém čtvrtletí 2012 stejně jako v předchozích osmi čtvrtletích kladný, avšak zřetelně se snížil na 0,2 procentního bodu (Graf III.3.2).

Výrazné zpomalení meziročního růstu čistého vývozu bylo spojeno s dalším oslabením dynamiky celkového obchodního obrátu, doprovázeným zřetelným snížením předstihu růstu vývozu před růstem dovozu (na 0,3 procentního bodu; Graf III.3.11). **Celkový vývoz** vzrostl jen o 1,4 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím tempo jeho meziročního růstu zpomalilo o 2,9 procentního bodu. Vývoj celkového vývozu odrážel jen mírný růst vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů ČR. Zmírnění růstu celkového vývozu se projevilo především ve zpomalení růstu vývozu zboží, zatímco růst vývozu služeb zpomalil jen mírně.

**Celkový dovoz** se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně zvýšil o 1,2 %, což bylo o 0,9 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí (Graf III.3.11). Jeho celkově velmi mírný meziroční růst byl důsledkem nejen trvajících slabé domácí poptávky, ale i vnější poptávky s ohledem na vysokou dovozní náročnost českého vývozu. K dosaženému růstu celkového dovozu přispěl vedle dovozu zboží i pokračující růst dovozu služeb.

## III.3.3 Nabídka

V podmínkách slábnoucí domácí i zahraniční poptávky se meziroční pokles **hrubé přidané hodnoty** v základních cenách ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále prohloubil (na -1,7 %; Graf III.3.12). Působení slabé poptávky se promítalo do výkonů jednotlivých odvětví s rozdílnou intenzitou, přičemž kladný příspěvek k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty zaznamenala jen některá odvětví služeb.

Ve **zpracovatelském průmyslu**, jehož produkce je ve značné míře směřována na vývoz, klesala hrubá přidaná hodnota již druhé čtvrtletí v řadě. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se její meziroční pokles prohloubil (na -3,4 %), zatímco v ostatních odvětvích průmyslu<sup>19</sup> hrubá přidaná

18 V cenách roku 2005, sezonně očištěno.

19 Odvětví těžby a dobývání a výroba a rozvod energií.

hodnota stagnovala. V souhrnu byl tak příspěvek průmyslu k meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí záporný a prohloubil se na -0,8 procentního bodu (Graf III.3.12).

K dalšímu oslabení meziroční dynamiky hrubé přidané hodnoty v průmyslu došlo při reálném poklesu **průmyslové produkce**, který ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zřetelně zesílil na -4,6 % (Graf III.3.13)<sup>20</sup>. Růst produkce si udržela jen některá odvětví – podpůrné činnosti při těžbě, výroba elektrických zařízení a zejména výroba chemických látek a chemických přípravků. Na rozdíl od předchozích čtvrtletí byl meziroční růst produkce zaznamenán i v některých dalších váhově méně významných odvětvích (zejména v textilním průmyslu). Ve většině odvětví průmyslu však produkce ve čtvrtém čtvrtletí 2012 stále meziročně klesala.<sup>21</sup> Největší vliv na meziroční pokles průmyslové produkce mělo nadále odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů, kde se pokles produkce dále prohloubil (na 4,9 %).

Vliv nízké domácí i zahraniční poptávky na vývoj produkce v průmyslu se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 projevil v překmitu jak meziročního růstu **tržeb** z přímého vývozu (v běžných cenách), tak domácích tržeb<sup>22</sup> do záporných hodnot.

Podle sezonně očištěných údajů průmyslová produkce meziročně klesala i v prvních dvou měsících prvního čtvrtletí 2013, i když objem průmyslové výroby se od přelomu loňského a letošního roku mírně zvyšuje (Graf III.3.13). Podle dubnových výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ v průmyslu dále zesílil vliv nedostatečné poptávky jako **bariéry růstu v průmyslu**, zároveň se však v poslední době mírně zvýšil počet podniků, které žádné bariéry růstu nepocítují (Graf III.3.14). **Využití výrobních kapacit** se dle dubnového šetření ČSÚ zvýšilo. Další prohloubení meziročního poklesu **nových průmyslových zakázek** v únoru 2013 – jak z tuzemska, tak i ze zahraničí – ale zatím nesignalizuje zlepšení podmínek pro vývoj průmyslové produkce v dalším období (Graf III.3.15).

Podobně jako v předchozím čtvrtletí pouze odvětví **obchodu a služeb** přispělo ve čtvrtém čtvrtletí 2012 k celkovému meziročnímu vývoji hrubé přidané hodnoty mírně kladným příspěvkem (0,1 procentního bodu). Za tímto výsledkem stál kladný příspěvek převážně netržních služeb, tj. veřejné správy, obrany, vzdělávání, zdravotní a sociální péče a profesních, vědeckých a administrativních činností, který však byl téměř plně kompenzován poklesem přidané hodnoty v tržních službách.<sup>23</sup> Podle posledních únorových údajů ČSÚ stále ještě klesající tržby v maloobchodu a nízká důvěra spotřebitelů nenasvědčují tomu, že by odvětví obchodu znatelně podpořilo vývoj přidané hodnoty v prvním čtvrtletí 2013.

20 Podle sezonně očištěných údajů.

21 Produkce klesala zhruba u 60 % sledovaných odvětví.

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

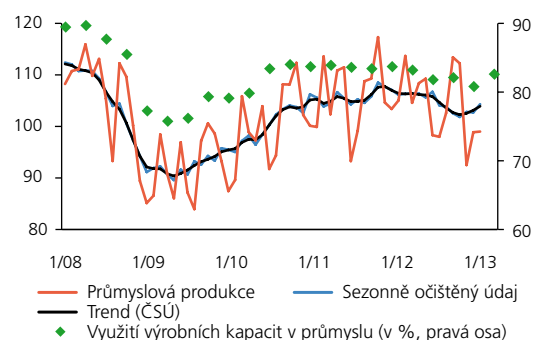
23 Nejvíce klesala přidaná hodnota u činností v oblasti nemovitostí (meziročně o 6,7 %), v ostatních odvětvích byl její pokles jen mírný.

GRAF III.3.13

### PRŮMYSLOVÁ PRODUKCE

Sezonně očištěný objem průmyslové produkce se v úvodu roku 2013 mírně zvýšil

(bazický index, rok 2010 = 100)

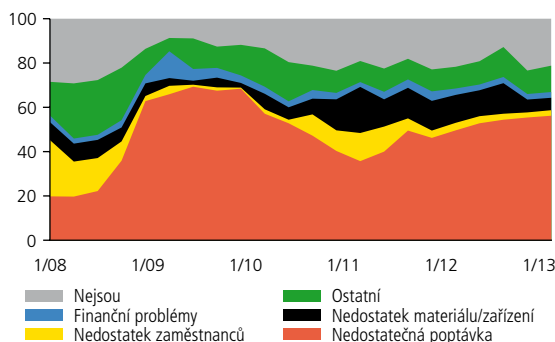


GRAF III.3.14

### BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako hlavní bariéry růstu průmyslové produkce se dále zvýšil

(v %)

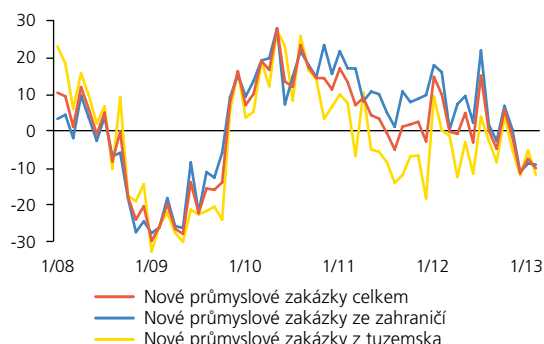


GRAF III.3.15

### NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

Nové průmyslové zakázky výrazně poklesly

(meziroční změny v %)



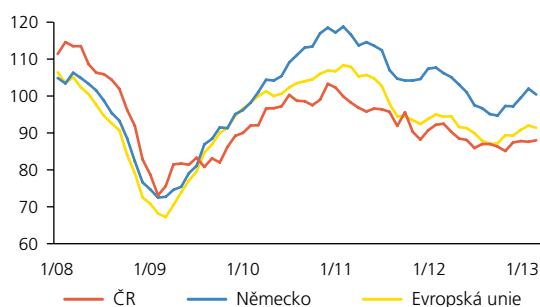


GRAF III.3.16

## EKONOMICKÝ SENTIMENT

**Ekonomický sentiment v ČR zůstal na rozdíl od Německa a Evropské unie víceméně nezměněný**

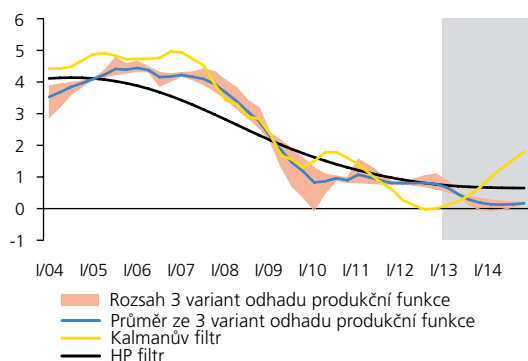
(dlouhodobý průměr = 100, sezonně očištěné údaje, zdroj: Eurostat)



GRAF III.3.17

## POTENCIÁLNÍ PRODUKT

**Tempo růstu potenciálního produktu podle výpočtu produkční funkce zůstalo ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nízké**  
(meziroční změny v %)

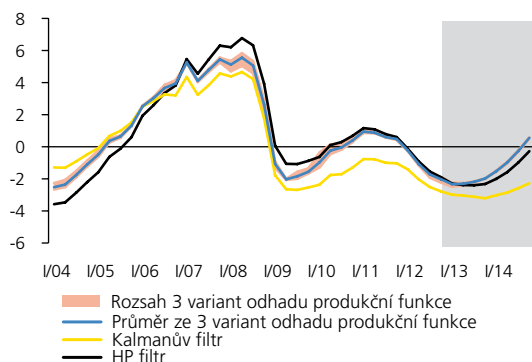


GRAF III.3.18

## MEZERA VÝSTUPU

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

(v % z potenciálního produktu)



Ve **stavebnictví**, které je dlouhodobě silně zasaženo útlumem poptávky, zůstal meziroční pokles hrubé přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2012 na úrovni předchozího čtvrtletí (-4,8 %; Graf III.3.11). Přitom výrazný meziroční pokles stavební produkce přetrvával jak u pozemního, tak inženýrského stavitelství (o 9,2 %, resp. 8,5 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012). Podle posledních únorových údajů ČSÚ se stavební produkce meziročně zvýšila, její nárůst byl však částečně ovlivněn efektem nízké srovnávací základny (nepříznivé klimatické podmínky v roce 2012). Na druhé straně klesající počet vydaných stavebních povolení a jejich orientační hodnoty naznačuje, že v dalším období nelze očekávat značné zlepšení poptávky po stavebních pracích.

Z mezinárodního srovnání ekonomického sentimentu je patrné, že jak v Německu, tak v EU jako celku došlo na počátku roku 2013 k jeho krátkodobému zlepšení, zatímco v ČR se tento indikátor změnil jen nevýrazně (Graf III.3.16). Dále se tak prohloubil rozdíl mezi ekonomickým sentimentem v ČR a v Evropské unii jako celku. Avšak v březnu již ekonomický sentiment v Německu i EU opět poklesl. Také **souhrnný indikátor důvěry** podle posledních výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ z dubna 2013 se po předchozích mírných růstech opětovně snížil (Graf III.3.6), když došlo ke znatelnému poklesu jak důvěry podnikatelů, tak spotřebitelů.

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

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziroční tempo růstu potenciálního produktu stagnovalo na hodnotě mírně pod 1% hranicí. Trvajícím pokles ekonomické aktivity se tak projevil pokračujícím rozevíráním mezery výstupu do záporných hodnot. Dle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**<sup>24</sup> se tempo růstu potenciálního produktu v posledním období ustálilo na 0,8 %<sup>25</sup> (Graf III.3.17). Mezera výstupu se dále rozevířela na -2 %<sup>26</sup> z potenciálního produktu (Graf III.3.18). Na prognóze tato metoda naznačuje ještě další zpomalení růstu potenciálního produktu téměř k nulovým hodnotám. Související mezera výstupu by měla pokračovat v rozevířání do záporných hodnot i během prvního čtvrtletí 2013. Následně se bude mezera výstupu postupně uzavírat a její úplné uzavření 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 ustálení dynamiky

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

25 Průměry ze tří variant výpočtu.

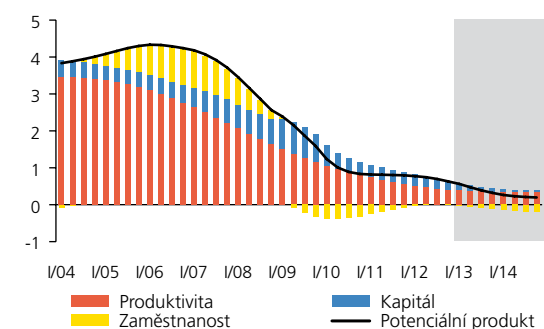
vývoje příspěvku souhrnné produktivity. Od druhého čtvrtletí 2013 ale odhad opět naznačuje nárůst negativního příspěvku zaměstnanosti. Spolu s dalším postupným zpomalováním příspěvku souhrnné produktivity a kapitálu tento vývoj vyústí ve zpomalení meziroční dynamiky potenciálního produktu v základní variantě (Graf III.3.19).

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>26</sup> indikuje stejné tempo růstu potenciálního produktu (0,8 % ve čtvrtém 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 při mírně vyšším tempu růstu potenciálního produktu. **Kalmanův filtr**, počítaný na datech včetně prognózy, indikuje stagnaci potenciálního produktu ve čtvrtém čtvrtletí 2012. Na prognóze se však tempo růstu potenciálního produktu obnoví a zrychlí k 2% úrovni. V porovnání s propočtem Cobby-Douglasovy produkční funkce indikuje Kalmanův filtr větší otevření mezery výstupu do záporných hodnot a její pomalejší uzavírání.

GRAF III.3.19

## PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

**Příspěvek souhrnné produktivity bude i nadále hlavním faktorem růstu potenciálního produktu, který však bude nízký**  
(základní varianta produkční funkce, meziroční změny v %)



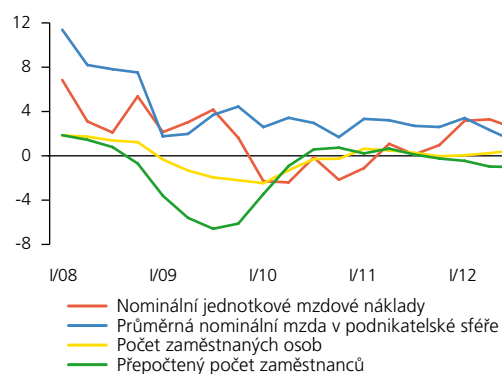
26 V odhadu pomocí HP filtru byl rovněž použit koeficient  $\lambda = 10000$ .

GRAF III.4.1

## INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Počty zaměstnanců přepočtené na plné pracovní úvazky ve čtvrtém čtvrtletí 2012 nadále klesaly

(meziroční změny v %)

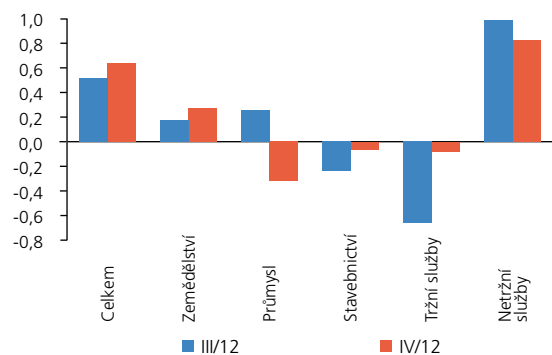


GRAF III.4.2

## ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na pokračujícím růstu zaměstnanosti se nejvíce podílelo odvětví netržních služeb

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

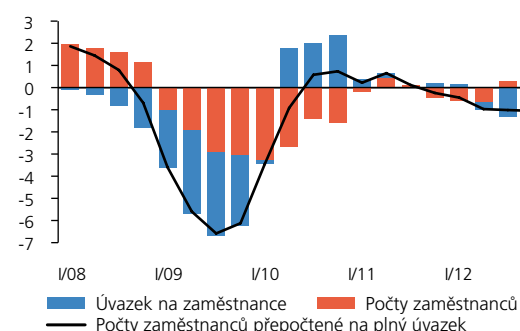


GRAF III.4.3

## PŘEPOČTENÉ POČTY ZAMĚSTNANCŮ

Při nízké poptávce zaměstnavatelé nadále zkracovali pracovní úvazky

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



## III.4 TRH PRÁCE

Vývoj na trhu práce byl i ve čtvrtém čtvrtletí 2012 ovlivňován oslabováním ekonomické aktivity. Celková zaměstnanost i počet zaměstnanců sice vzrostly, avšak při pokračujícím zkracování pracovních úvazků v řadě odvětví v důsledku nízké poptávky počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky dále klesal. Při souběhu rychlejšího růstu pracovní síly než zaměstnanosti se obecná míra nezaměstnanosti meziročně zvýšila. Vzrostla i míra registrované nezaměstnanosti. Výrazné zrychlení růstu průměrné mzdy a s tím spojené zvýšení mzdové náročnosti produktu bylo důsledkem jednorázového vlivu daňové optimalizace. Pokles národohospodářské produktivity práce pokračoval zhruba tempem z předchozího čtvrtletí.

## III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Meziroční růst celkové **zaměstnanosti**<sup>27</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále mírně zrychlil (na 0,6 %; Graf III.4.1). Byl však ovlivněn vývojem zaměstnanosti v prvních třech čtvrtletích, neboť v mezičtvrtletním srovnání zaměstnanost (po sezonním očištění) již v závěru roku stagnovala. Ve struktuře se na zrychlení meziročního růstu zaměstnanosti podílela především skupina zaměstnanců<sup>28</sup>, jejichž růst zesílil na 0,6 %. Tempo růstu počtu podnikatelů naopak dále zvolnilo (na 0,8 %), přičemž k jeho meziročnímu zvýšení přispěl pouze výrazný nárůst počtu pomáhajících rodinných příslušníků, zatímco počty podnikatelů bez zaměstnanců i se zaměstnanci již klesaly. Tento vývoj byl ve čtvrtém čtvrtletí 2012 ovlivněn i metodologickou změnou.<sup>29</sup>

Vývoj celkové zaměstnanosti zobrazený v Grafu III.4.1 však neposkytuje zcela přesnou informaci o aktuální poptávce po práci, neboť zaměstnavatelé v období trvající recese opět přistupují k optimalizaci objemu práce cestou zkracování pracovních úvazků (Graf III.4.3). Přízpusobování trhu práce utlumené ekonomické aktivitě tak nadále lépe vyjadřoval **přepočtený počet zaměstnanců** na plné úvazky, který ve čtvrtém čtvrtletí nadále meziročně klesal (o 1,1 %). Pokračující pokles tohoto indikátoru potvrzoval, že zaměstnavatelé vzhledem k trvajícím značným nejistotám o budoucím vývoji racionalizovali své mzdové náklady při snížené poptávce po produkci spíše zkracováním pracovních úvazků než snižováním počtu zaměstnanců.

V rámci odvětví se na dosaženém růstu zaměstnanosti<sup>30</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 významněji podílely jen **netržní služby** (Graf III.4.2), zejména díky zvýšení počtu zaměstnanců v odvětví vzdělávání a zdravotní a sociální péče. K obnovení mírného růstu počtu zaměstnanců došlo i ve veřejné správě a obraně. Přepočtené počty zaměstnanců

27 Rozumí se zaměstnanost podle VŠPS.

28 Včetně členů produkčních družstev.

29 Tato změna dle ČSÚ souvisela s imputací výsledků pilotního testu EUROSTATu s dopadem do zařazení do jednotlivých kategorií postavení v zaměstnání.

30 Měřeno nepřepočtenými počty zaměstnanců.

v těchto odvětvích však meziročně klesaly, což svědčilo o uplatňování zkrácených úvazků i v netržním sektoru. Podíl zvyšující se zaměstnanosti v **zemědělství** na celkovém růstu zaměstnanosti byl oproti netržním službám méně významný.

V **průmyslu** se zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí 2012 vrátila k výraznějšímu meziročnímu poklesu, a to především vlivem vývoje ve zpracovatelském průmyslu. Podle posledních údajů se prohloubil meziroční pokles počtu zaměstnanců k hodnotám okolo 1,5 % i v prvních dvou měsících roku 2013.<sup>31</sup> Zaměstnanost klesala i v **tržních službách**, i když zřetelně mírněji než ve třetím čtvrtletí 2012. Ke zpomalení jejího poklesu přispěla především odvětví peněžnictví a pojišťovnictví, resp. profesní, vědecké a technické činnosti. Ke zmírnění meziročního poklesu zaměstnanosti došlo i ve stavebnictví, kde však přetrvával vliv nízké poptávky po stavebních pracích.

Při souběhu rychlejšího růstu pracovní síly než zaměstnanosti se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>32</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně zvýšila (Graf III.4.4). Mezičtvrtletně po sezonním očištění mírně vzrostla na hodnotu 7,3 %. Meziroční růst pracovní síly byl především výsledkem rostoucí míry ekonomické aktivity<sup>33</sup> ve všech věkových skupinách s výjimkou stagnace ve skupině 30 až 44 let.

Obdobně se v závěru roku 2012 vyvíjela i **míra registrované nezaměstnanosti celkem** (MPSV), která ve stejném období vzrostla na 9 %. V mezičtvrtletním srovnání se zvýšila jen mírně na hodnotu 9,1 %.<sup>34</sup> Nový ukazatel MPSV **podíl nezaměstnaných osob**<sup>35</sup>, používaný od počátku roku 2013, se v závěru roku 2012 pohyboval mírně pod úrovní obecné míry nezaměstnanosti. V prvním čtvrtletí 2013 se sezonně očištěný podíl nezaměstnaných osob zvýšil na 7,4 %.

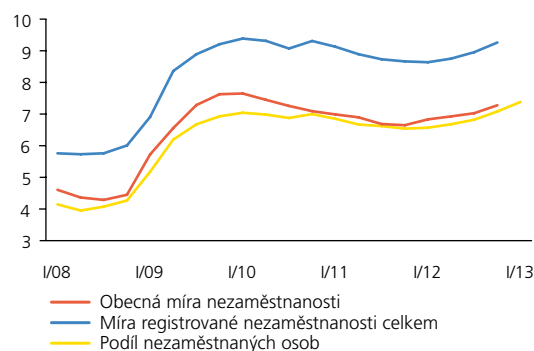
Postupně se zhoršující situaci na trhu práce indikuje i vývoj **Beveridgeovy křivky**<sup>36</sup>, která se během prvního čtvrtletí 2013 postupně posouvala východním směrem. Počet volných pracovních míst dále lehce klesl, a to i přes jejich nárůst v průběhu března (Graf III.4.5).

GRAF III.4.4

## MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Podíl nezaměstnaných osob v prvním čtvrtletí 2013 pokračoval v růstu

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

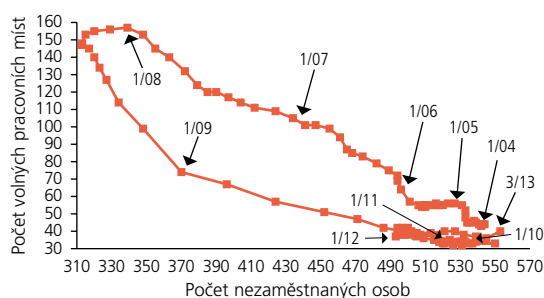


GRAF III.4.5

## BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Počet nezaměstnaných osob se zvýšil

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



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

32 Týká se věkové skupiny 15–64 let. Měřeno metodikou ILO (VŠPS).

33 Míra ekonomické aktivity je definována jako podíl zaměstnaných a nezaměstnaných na populaci v dané věkové skupině.

34 Pro mezičtvrtletní vyjádření jsou používány sezonně očištěné údaje.

35 Podíl nezaměstnaných osob je výsledkem poměru dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku.

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.

TAB. III.4.1

## MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Růst průměrné nominální mzdy ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zřetelně zrychlil, byl však ovlivněn časovým přesunem výplaty odměn

(meziroční změny v %)

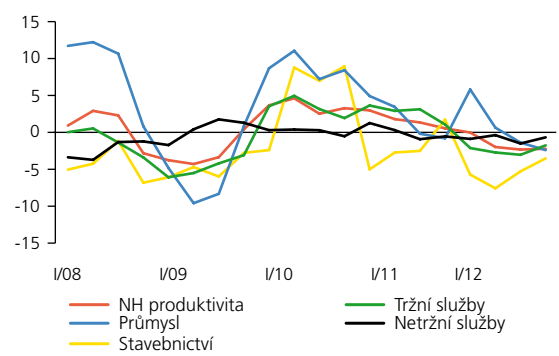
	I/12	II/12	III/12	IV/12
Průměrná mzda v ČR				
nominální	3,4	2,3	1,5	3,7
reálná	-0,3	-1,1	-1,7	0,9
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	3,4	2,3	1,3	4,2
reálná	-0,3	-1,1	-1,9	1,4
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	3,4	2,3	2,3	1,3
reálná	-0,3	-1,1	-1,0	-1,5
NHPP	0,0	-2,0	-2,3	-2,2
NUMN	3,2	3,3	2,5	4,1

GRAF III.4.6

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

Produktivita klesala ve všech sledovaných odvětvích

(meziroční změny v %)



## III.4.2 Mzdy a produktivita

I přes trvající nízkou poptávku po práci meziroční růst **průměrné nominální mzdy**<sup>37</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně zrychlil (na 3,7 %). Při souběhu s dalším snížením meziroční inflace pak **průměrná reálná mzda** vzrostla o 0,9 %. Výrazný nárůst průměrné mzdy byl způsoben vývojem mezd v podnikatelské sféře, v nepodnikatelské sféře její růst naopak zvolnil (Tab. III.4.1).

Výrazné zrychlení meziročního růstu průměrné nominální mzdy v **podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 (na 4,2 %) bylo ve značné míře ovlivněno daňovou optimalizací<sup>38</sup>. V některých odvětvích, která obvykle vykazují nejvyšší podíl mimořádných odměn za výsledky uplynulého roku v prvním čtvrtletí nového roku, došlo totiž k jejich přesunu do čtvrtého čtvrtletí 2012. V důsledku této změny se průměrná mzda v peněžnictví a pojišťovnictví meziročně zvýšila o 24,1 %. Výrazně vzrostla i v kulturních, zábavních a rekreačních činnostech či výrobě a rozvodu elektřiny. V ostatních odvětvích byl růst průměrné mzdy výrazně nižší a ve vzdělávání a v oblasti nemovitostí se průměrná mzda meziročně snížila. Reálná průměrná mzda v podnikatelské sféře díky jejímu výraznému nominálnímu nárůstu poprvé v průběhu roku 2012 vzrostla, a to o 1,4 %.

V **nepodnikatelské sféře** meziroční růst průměrné nominální mzdy naopak zpomalil na 1,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2012. Za tímto zpomalením se skrývalo zřetelné oslabení mzdového růstu v odvětví vzdělávání (na 1 %). Vlivem mírnějšího zpomalení meziroční inflace než mzdového růstu se reálný pokles průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře z předchozího čtvrtletí prohloubil (Tab. III.4.1).

Při mírném oslabení poklesu reálného HDP a obdobném zrychlení nárůstu zaměstnanosti se meziroční pokles **národohospodářské produktivity**<sup>39</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 téměř nezměnil a nadále se nacházel poblíž 2 % hranice (Graf III.4.6). Stejně jako v předchozím čtvrtletí produktivita klesala ve všech sledovaných odvětvích. Nejvýraznější pokles zaznamenala produktivita ve stavebnictví, byl ale mírnější než v předchozím čtvrtletí. Ve zpracovatelském průmyslu i celém průmyslu se naopak meziroční pokles produktivity práce dále prohloubil.

37 Jde o průměrnou hrubou mzdu na přepočtené počty zaměstnanců.

38 Od 1. 1. 2013 došlo k zavedení tzv. solidární daně, tedy zvýšení daňové sazby o 7 procentních bodů pro zaměstnané s příjmy nad 103 536 Kč měsíčně, a zároveň byl zrušen strop pro odvody na zdravotní pojištění.

39 Výpočet produktivity práce je proveden na sezonně neočištěných datech.

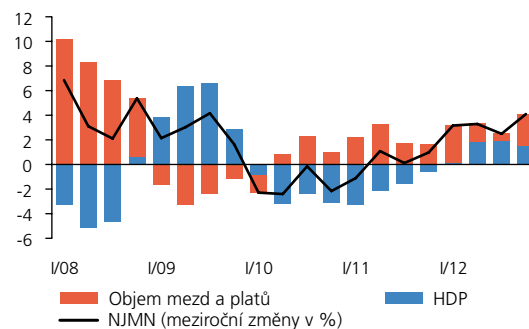
Za uvedených okolností růst **mzdové náročnosti produktu**<sup>40</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně zesílil (o 1,6 procentního bodu oproti třetímu čtvrtletí 2012 na 4,1 %; Graf III.4.7). Hlavní příčinou byl nárůst objemu mezd a platů vlivem daňové optimalizace, jejíž efekt převážil nad zmírněním poklesu ekonomické aktivity. V rámci jednotlivých odvětví bylo zrychlení růstu NJMN patrné především v tržních službách a průmyslu, zatímco ve stavebnictví a netržních službách se dynamika NJMN zmírnila, a to hlavně díky částečnému zlepšení vývoje přidané hodnoty při současné absenci zřetelného vlivu daňové optimalizace na vývoj mezd v těchto odvětvích.

GRAF III.4.7

## MZDOVÁ NÁROČNOST PRODUKTU

**Došlo ke znatelnému zrychlení růstu NJMN, které však bylo především důsledkem časového posunu výplat odměn za rok 2012**

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



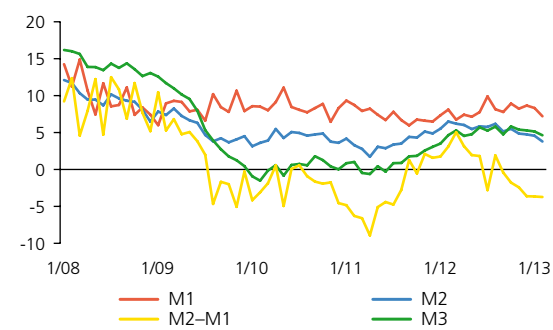
40 Výpočet mzdové náročnosti produktu je proveden na sezonně neočištěných datech.

GRAF III.5.1

## PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Roční míra růstu peněžních agregátů zpomalila

(roční míry růstu v %)

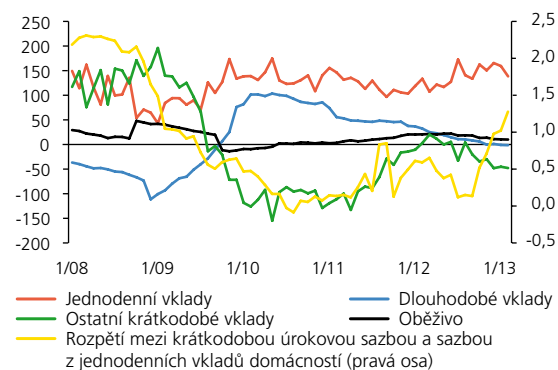


GRAF III.5.2

## HLAVNÍ SLOŽKY PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB

Preference likvidity nadále udržuje růst jednodenních vkladů na vysoké úrovni

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

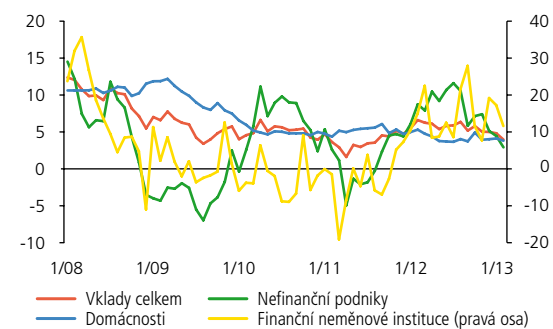


GRAF III.5.3

## STRUKTURA VKLADŮ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2

Růst vkladů nefinančních podniků dále poklesl

(roční míry růstu v %)



## III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Roční míra růstu peněžních agregátů M1 a M2 v průběhu prvního čtvrtletí 2013 zpomalila. Růst čistých zahraničních aktiv bank se snížil, v jejich struktuře však zrychlila dynamika úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům v zahraničí. Roční míra růstu úvěrů soukromému sektoru v tuzemsku byla i přes své mírné zvýšení na přelomu loňského a letošního roku nadále nízká. To bylo ovlivňováno především poptávkovými faktory souvisejícími s utlumenou investiční a spotřební aktivitou firem a domácností. Klientské úrokové sazby při stagnaci sazeb peněžního trhu dále mírně klesaly u velkých podnikových úvěrů a u dlouhodobých úvěrů na bydlení. Ukazatele hospodaření nefinančních podniků se zhoršily. Tvorba čistých finančních aktiv domácností rostla. Nabídkové ceny bytů zaznamenaly diferencovaný vývoj podle regionů, když v Praze meziročně rostly, zatímco ve zbytku ČR nadále klesaly.

## III.5.1 Peníze

Roční míra růstu peněžního agregátu M2 dále zpomalila a v únoru dosáhla 3,8 % (Graf III.5.1). Roční míra růstu peněžního agregátu M3 se rovněž snížila na 4,6 % (a byla tak o jeden a půl procentního bodu nad průměrem eurozóny). Rychlost obrátu peněz při prohloubení meziročního poklesu nominálního HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012 dále zpomalila.

Roční míra růstu peněžního agregátu M1 na počátku letošního roku zpomalila na zhruba 7 % v důsledku nižšího růstu jednodenních vkladů (Graf III.5.2). Termínované krátkodobé a dlouhodobé vklady klesaly. Rozpětí mezi úrokovou sazbou z krátkodobých a jednodenních vkladů domácností se zvýšilo vlivem snahy některých bank zatraktivnit termínované vklady.

Z hlediska sektorové struktury peněžní zásoby mají hlavní příspěvek k jejímu růstu vklady domácností. Roční míra růstu těchto vkladů kolísala čtvrté čtvrtletí v řadě okolo 4 % (Graf III.5.3). Roční míra růstu vkladů nefinančních podniků dále poklesla. Dynamika vkladů zpomalovala zejména v odvětví dopravy při poklesu vkladů ve stavebnictví. Vklady ve většině ostatních odvětví v průběhu prvního čtvrtletí rostly a odrážely zvyšování pohotové likvidity podniků, i když v samotném únoru s nižší intenzitou zejména v odvětvích zpracovatelského průmyslu, energetiky, zemědělství a developerů.

V rámci zdrojů tvorby peněz se růst čistých zahraničních aktiv ovlivňovaný v roce 2012 čistým přílivem zahraničního kapitálu v podobě portfoliových a přímých investic v ročním úhrnu snížil. Zatímco v závěru roku 2012 to bylo vlivem portfoliových investic, v lednu 2013 především v důsledku odlivu ostatního kapitálu v rámci přímých zahraničních investic (zřejmě v odvětví energetiky). Méně rostla zahraniční aktiva bank v důsledku snížení vkladů a téměř nulového růstu nakoupených dluhových cenných papírů v zahraničí (Graf III.5.4). Současně ve struktuře zahraničních aktiv bank opět zrychlil meziroční růst

úvěrů poskytovaných nerezidentským nefinančním podnikům, a to na cca 20 % (za leden a únor přírůstek těchto úvěrů činil 21 mld. Kč – jednalo se o úvěry s delší splatností poskytnuté z jedné třetiny do odvětví energetiky, což zřejmě souviselo s akvizicemi v tomto odvětví, a ze dvou třetin do několika dalších odvětví).

### III.5.2 Úvěry

Roční míra růstu **úvěrů soukromému sektoru** zůstává i přes své mírné zvýšení na přelomu loňského a letošního roku umírněná a v únoru dosáhla 3,3 %.<sup>41</sup> Vývoj úvěrů je ovlivňován především utlumenou poptávkou v ekonomice. Poptávka po úvěrech se však u části bankovního úvěrového trhu v prvním čtvrtletí zvýšila (Tab. III.5.1). Na straně nabídky nepokračovalo předchozí zpřísnění úvěrových standardů u podnikových úvěrů. U podmínek při schvalování podnikových úvěrů však u poměrně velké části úvěrového bankovního trhu vzrostly marže u rizikovějších úvěrů z důvodu nepříznivého výhledu některých odvětví.

Roční míra růstu **úvěrů nefinančním podnikům** kolísala na počátku letošního roku slabě nad 2 % (Graf III.5.5). Na přelomu loňského a letošního roku zrychlila dynamika střednědobých a dlouhodobých úvěrů poskytovaných domácím podnikům. Naopak krátkodobé úvěry financující provozní kapitál se snížily. Dvouciferný růst úvěrů byl zaznamenán v odvětvích energetiky a plynárenství a dále v zemědělství. Úvěry zpracovatelskému průmyslu naopak slabě klesaly. Vyšší **poptávka podniků po úvěrech** zaznamenaná v prvním čtvrtletí 2013 u části úvěrového trhu byla ovlivněna financováním fúzí, akvizic a restrukturalizací velkých podniků při značně snížené potřebě financování fixních investic.

**Dostupnost podnikových úvěrů** hodnotilo jako velmi dobrou 57 % dotázaných podniků a standardní 28 % podniků (dle Šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy v nefinančních podnicích). V následujících dvanácti měsících podniky očekávají její zlepšení. Malá část úvěrového trhu předpokládá, že úvěrové standardy při schvalování úvěrů se ve druhém čtvrtletí 2013 zpřísní (zejména u dlouhodobých úvěrů poskytovaných velkým podnikům), a to při nezměněné poptávce po úvěrech.

Vývoj **úvěrů domácnostem** byl na počátku letošního roku umírněný. Roční míra růstu těchto úvěrů dále pozvolna zpomalovala a v únoru dosáhla 4 % (Graf III.5.6).

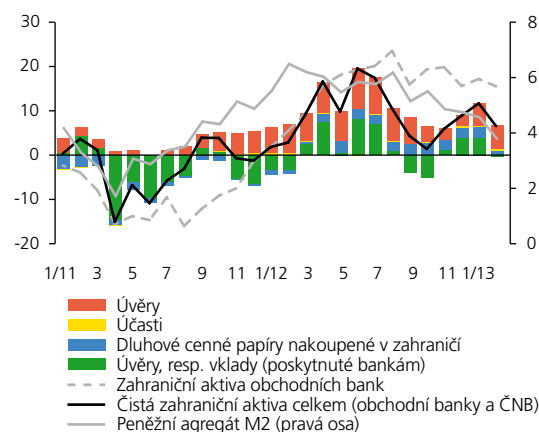
41 V eurozóně úvěry soukromému sektoru nadále klesaly o cca 1 % vlivem poptávkových i nabídkových faktorů (vývoj úvěrů je však značně heterogenní napříč jednotlivými zeměmi eurozóny). Na straně poptávky působí nízká ekonomická aktivita a značná míra nejistoty. Na straně nabídky se projevují zpřísnění úvěrové standardy bank u úvěrů podnikům i domácnostem.

GRAF III.5.4

#### ZAHRAŇIČNÍ AKTIVA OBCHODNÍCH BANK

**V růstu zahraničních aktiv bank se projevovatel zvýšený růst úvěrů nerezidentským podnikům**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, roční míry růstu v %)



Tab. III.5.1

#### ZMĚNY ÚVĚROVÝCH PODMÍNEK BANK

**Úvěrové standardy bank se v prvním čtvrtletí 2013 celkově výrazněji neměnily**

(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)
I/13 <sup>c)</sup>	0 (22)	7	46	23 (-21)
II/13 <sup>d)</sup>	(9)			(-1)
<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)
I/13 <sup>c)</sup>	-6 (-7)	-27	-26	12 (-19)
II/13 <sup>d)</sup>	(-26)			(17)
<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)
I/13 <sup>c)</sup>	-1 (2)	23	1	5 (9)
II/13 <sup>d)</sup>	(30)			(-7)

Poznámka: Čistý procentní podíl představuje rozdíl mezi procentním podílem úvěrů poskytovaných bankami, které vedly zpřísnění úvěrových standardů/podmínek (resp. růst poptávky), a procentním podílem úvěrů bank, které vedly 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.

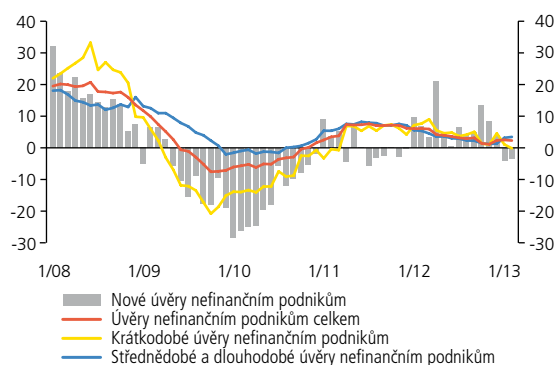
d) V závorce je uvedeno očekávání bank zaznamenané v prvním čtvrtletí 2013.



GRAF III.5.5

## ÚVĚRY NEFINANČNÍM PODNIKŮM

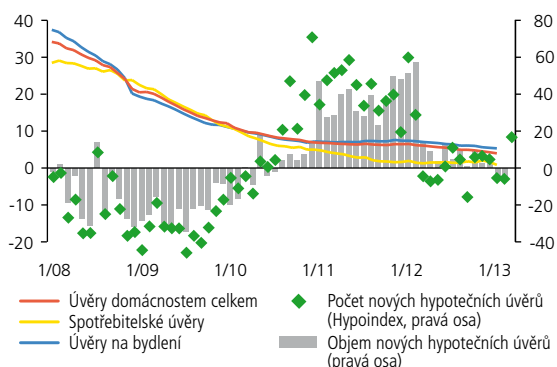
Růst úvěrů nefinančním podnikům lehce zrychlil, nově sjednané úvěry se však na počátku letošního roku snížily  
(roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



GRAF III.5.6

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

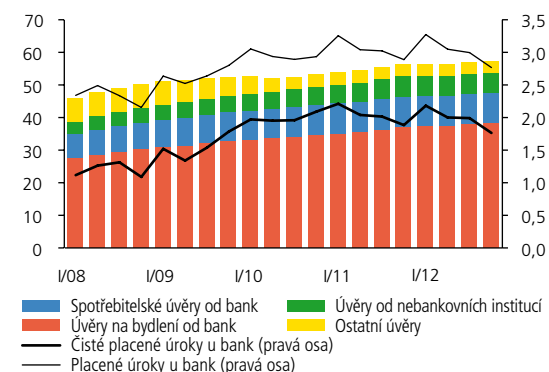
Tempo růstu úvěrů domácnostem dále zpomalilo, v březnu dle Hypoindexu se však počet a objem hypoték zvýšil  
(roční míry růstu v %, meziroční změny v %)



GRAF III.5.7

## ZADLUŽENOST DOMÁCNOSTÍ

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



Roční míra růstu **úvěrů na bydlení** se snížila na 5,3 % v únoru 2013. V tom se odráželo postupné zpomalování růstu hypotečních úvěrů na 5,8 % a pokles úvěrů ze stavebního spoření o 5,9 %. Objem a počet nových hypoték se meziročně snížil při obnovení slabého růstu nově sjednaných úvěrů ze stavebního spoření. Následně v březnu 2013 se však dle Hypoindexu počet a objem nových hypoték meziročně zvýšil. Poptávka po úvěrech na bydlení rostla jen u malé části úvěrového trhu v podmínkách pokračujícího, byť méně plošného, uvolňování úvěrových standardů. Nepříznivě na poptávku domácností po úvěrech na bydlení nadále působily vyšší spotřební výdaje domácností nesouvisící s bydlením a vyhlídky trhu rezidenčních nemovitostí. Investice do obydlí ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně klesaly. Ve druhém čtvrtletí 2013 banky očekávají při zvýšeném tlaku konkurence další uvolnění standardů a růst poptávky po úvěrech (též vlivem refinancování starých hypoték).

Roční míra růstu **spotřebitelských úvěrů** od bank po slabém zvýšení v závěru loňského roku opět zpomalila a v únoru dosáhla 0,8 %.<sup>42</sup> Úvěry od nebankovních subjektů (tj. leasingových a splátkových společností) nadále klesaly o zhruba 5 %. Poptávka po spotřebitelských úvěrech by se měla dle vnímání bank ve druhém čtvrtletí 2013 dále snížit, když na ni nepříznivě působí utlumené výdaje domácností na zboží dlouhodobé spotřeby.

Celková **zadluženost domácností** ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pohybovala okolo 57 %. Poměr dluhu domácností k HDP zůstal na úrovni cca 32 %. V důsledku poklesu úrokových sazeb se dále snižovala zátěž domácností v podobě placených úroků (Graf III.5.7).

## III.5.3 Úrokové sazby

## Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB v prvním čtvrtletí 2013 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulých Zprávách o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb a jejich následný růst až od poloviny roku 2014. Rizika minulých prognóz byla na únorovém zasedání bankovní rady posouzena jako celkově vyrovnaná; nejistota panovala okolo rozsahu a dopadů fiskální konsolidace a okolo chování domácností v oblasti spotřeby a úspor. Bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. Na březnovém zasedání bankovní rada vyhodnotila, že rizika minulých prognóz jdou ve směru mírně uvolněnějších měnových podmínek, přičemž v uvedeném směru působí domácí ekonomická aktivita, domácí inflace a vývoj v zahraničí. Bankovní rada jednomyslně rozhodla o ponechání základních úrokových sazeb beze změny. S účinností od 2. listopadu 2012

<sup>42</sup> V tom se projevovalo prohloubení poklesu neúčelových úvěrů a debetních zůstatků na běžných účtech při slabém růstu pohledávek z platebních karet.

Poznámka: Čistě placené úroky představují rozdíl mezi úrokovými náklady domácností z úvěrů a úrokovými výnosy z vkladů u bank. Placené úroky zahrnují úrokové náklady domácností spojené s čerpáním úvěrů.

je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 % (Graf III.5.8).

Na svém měnověpolitickém zasedání 2. května 2013 bankovní rada jednomyslně rozhodla **ponechat základní úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako protiinflační, přičemž v tomto směru působí výhled zahraničí (sazby EURIBOR a cena ropy), vývoj domácí ekonomiky a nárůst konkurence v oligopolních odvětvích.

#### Úrokové sazby na finančním trhu

Úrokové sazby na peněžním trhu se v prvním čtvrtletí 2013 udržovaly na rekordně nízkých hodnotách. Důvodem bylo nastavení základních úrokových sazeb ČNB na tzv. technicky nulové úrovni. Od začátku ledna se úrokové sazby PRIBOR snížily o 0,1 procentního bodu ve splatnostech 6M až 1R, sazby v ostatních splatnostech stagnovaly (Graf III.5.9). K významnějším změnám nedošlo ani u derivátových sazeb FRA. Ty se na začátku letošního roku posunuly lehce výše, na přelomu března a dubna se naopak lehce snížily. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA z konce dubna implikuje očekávanou přibližnou stabilitu uvedených sazeb do začátku příštího roku. Téměř v celém horizontu se tržní výhled pohybuje mírně výše než trajektorie úrokových sazeb konzistentní s novou prognózou (viz kapitola II).

Úrokové sazby s delší splatností se nadále pohybovaly na nízkých úrovních, ve kterých se promítala uvolněná měnová politika v ČR i v eurozóně a útlum české ekonomiky. Během ledna se sazby dočasně mírně zvýšily v návaznosti na obdobný vývoj v zahraničí. Ten odrážel změnu komunikace ECB po jejím lednovém měnovém zasedání a dřívější splácení půjček čerpaných finančními institucemi od ECB v rámci programu LTRO. V dalších měsících se však české IRS sazby převážně lehce snižovaly, rovněž v souladu s vývojem zahraničních sazeb.

Průměrná sazba 3M PRIBOR za první čtvrtletí 2013 dosáhla 0,5 %, tj. hodnoty, kterou 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 první čtvrtletí 2013 dosáhla hodnoty lehce pod 0,5 procentního bodu.

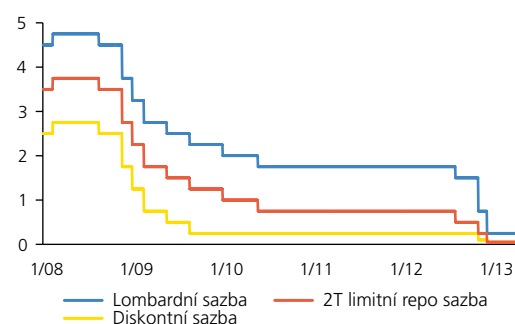
Kladně skloněná výnosová křivka PRIBOR se v prvním čtvrtletí 2013 téměř nezměnila. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR nepatrně kleslo na 0,5 procentního bodu. Výnosová křivka IRS se v průběhu prvního čtvrtletí 2013 nejdříve posunovala na mírně vyšší hladinu a zároveň se lehce zvýšil její kladný sklon. Během března a dubna se však přibližně vrátila na hladinu ze závěru roku 2012. Průměrné rozpětí 5R–1R činilo v březnu 0,5 procentního bodu, rozpětí 10R–1R dosáhlo 1 procentního bodu.

GRAF III.5.8

#### ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

ČNB v prvním čtvrtletí 2013 své základní úrokové sazby nezměnila

(v %)

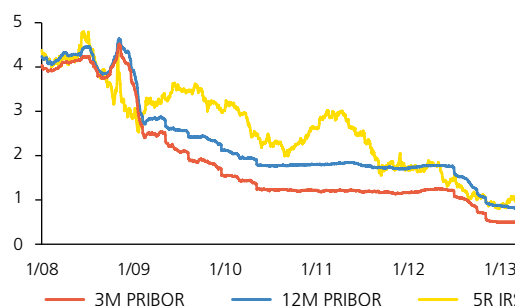


GRAF III.5.9

#### TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

Úrokové sazby s kratší i delší splatností se pohybovaly na nízkých úrovních

(v %)

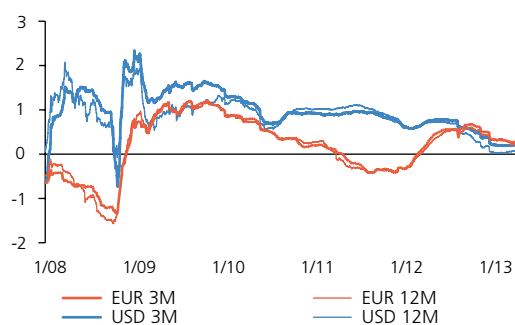


GRAF III.5.10

#### ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru i dolaru stagnovaly na nízkých hodnotách

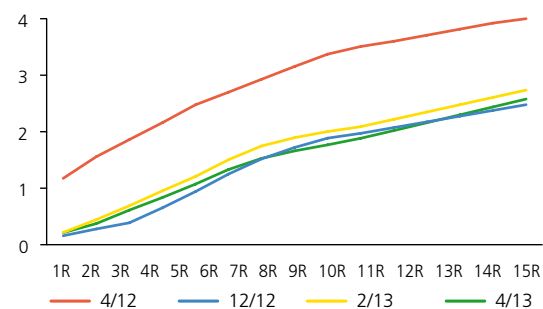
(v procentních bodech)



GRAF III.5.11

## VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

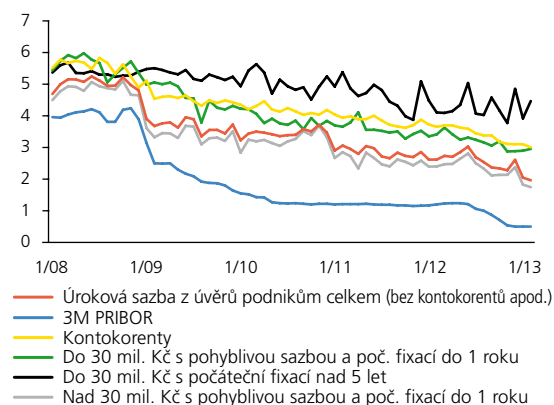
Výnosová křivka státních dluhopisů nezaznamenala výrazné změny (v %)



GRAF III.5.12

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ PODNIKŮM

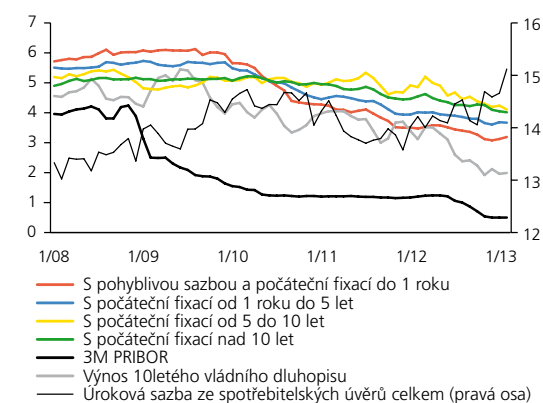
Úroková sazba z velkých podnikových úvěrů dále klesala (nové obchody, v %)



GRAF III.5.13

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ DOMÁCNOSTEM

Sazba ze spotřebitelských úvěrů vzrostla (nové obchody, v %)



Krátkodobé **úrokové diferenciály** vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK–EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) odrážely příbližnou stagnaci sazeb v ČR i na zahraničních finančních trzích. Diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se proto téměř neměnily (Graf III.5.10). Úrokový diferenciál 3M PRIBOR–3M EURIBOR v prvním čtvrtletí 2013 činil průměrně 0,3 procentního bodu, stejné hodnoty dosahoval i k 19.4.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se od začátku letošního roku uskutečnilo dvanáct aukcí dluhopisů s pevným kuponem a dvě aukce dluhopisů s variabilním kuponem. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 53,5 mld. Kč. Téměř ve všech uskutečněných aukcích poptávka převyšovala nabídku, ukazatel Bid-to-Cover Ratio v průměru dosahoval hodnoty 1,9. Ministerstvo financí upisovalo státní dluhopisy s velmi nízkými výnosy; ty se u dluhopisů se splatností do 10R pohybovaly pod 2 %, se splatností nad 10R pod 3 %. Výnosová křivka státních dluhopisů se v prvním čtvrtletí 2013 – podobně jako křivka IRS – nejdříve posunula lehce výše a poté opět níže, mimo jiné vlivem vývoje na zahraničních dluhopisových trzích. Její kladný sklon zůstal přibližně zachován (Graf III.5.11).

**Klientské úrokové sazby**

**Klientské úrokové sazby z úvěrů** se po předchozím poklesu vyvíjely v průběhu prvního čtvrtletí 2013 diferencovaně. Slabě klesala sazba z podnikových velkých úvěrů a dlouhodobé sazby z úvěrů domácnostem na bydlení, zatímco sazby ze spotřebitelských úvěrů rostly a z malých úvěrů podnikům se výrazněji neměnily.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** se dále mírně snížila na 2 %, a dosáhla tak nového historického minima (Graf III.5.12). V tom se projevovat pokles sazby z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč na 1,8 % (jedná se o úvěry poskytované obvykle velkým podnikům). Úroková sazba z malých úvěrů po minulém snižování přetrvávala na úrovni 3,2 %. Rozpětí mezi krátkodobou sazbou z malých a velkých úvěrů má klesající trend, aktuálně se však pohybuje mírně nad svým dlouhodobým průměrem zaznamenaným od roku 2004. To indikuje, že finanční podmínky pro malé a střední podniky se obdobně jako v eurozóně zlepšují jen pozvolna. Při stagnaci 3M PRIBORu se rozpětí mezi krátkodobou sazbou z malých úvěrů a sazbou 3M PRIBOR lehce zvýšilo, zatímco u velkých úvěrů pokleslo (Graf III.5.14).

U domácností se **úroková sazba z úvěrů na bydlení** slabě zvýšila na 3,7 %. Nepatrně vzrostly krátkodobé sazby s fixací do jednoho roku a sazby s fixací od jednoho roku do pěti let, zatímco sazby s delšími fixacemi se lehce snížily (Graf III.5.13). Podíl úvěrů s pohyblivou a fixní sazbou do jednoho roku poklesl na 18 %. Největší podíl měly úvěry s fixní sazbou od jednoho roku do pěti let (55 %). Rozpětí mezi krátkodobou klientskou a tržní sazbou vyjadřující rizikovou prémii v podmínkách zvýšené nezaměstnanosti pozvolna rostlo. Rozpětí mezi průměrnou sazbou z úvěrů na bydlení a dlouhodobou sazbou finančního trhu se zvýšilo v důsledku růstu první uvedené sazby,

zatímco donedávna bylo ovlivňováno výrazným poklesem výnosu desetiletého vládního dluhopisu (Graf III.5.14). V březnu 2013 dle Hypoindexu se úroková sazba z nových hypoték lehce snížila a dosáhla hodnoty z konce roku 2012.

**Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** v průběhu prvního čtvrtletí 2013 dále vzrostla o 0,5 procentního bodu na 15,1 % (Graf III.5.13). Zvyšování této sazby je především důsledkem pokračující ekonomické recese, a s tím souvisejících rizik z možného nesplacení úvěrů, avšak aktuálně může souviset též se snižováním bankovních poplatků. Ke kompenzaci jejich nižší úrovně může docházet skrze zvyšování úrokových sazeb. Podíl úvěrů v selhání na celkových spotřebitelských úvěrech přetrvává na relativně vysoké úrovni 12,2 %. Dle bank se průměrná marže u těchto úvěrů zvýšila. Sazba z kontokorentních úvěrů dosahovala 14,7 % a sazba z úročeného úvěru z kreditních karet se snížila na cca 23 %.

**Úrokové sazby z vkladů domácností a podniků** zůstaly na nízké úrovni. Úroková sazba z jednodenních vkladů domácností se slabě snížila na 0,6 %, u nefinančních podniků stagnovala ve výši 0,3 %. Sazba z vkladů s výpovědní lhůtou se vlivem významného podílu vkladů ze stavebního spoření dlouhodobě pohybuje kolem 2 %. Naopak krátkodobá i dlouhodobá úroková sazba z vkladů domácností s dohodnutou splatností (do jednoho roku a nad dva roky) od druhé poloviny loňského roku vzrostla na 1,8 %, resp. 2,2 %. Uvedený vývoj byl nadále zaznamenán zejména u malých i středních bank a u poboček zahraničních bank a projevoval se ve zvýšení tržního podílu uvedených skupin bank v oblasti nových vkladů s dohodnutou splatností.

**Reálné klientské úrokové sazby**<sup>43</sup> se na počátku roku 2013 zvýšily především v souvislosti s poklesem očekávané inflace. Reálné sazby z nových úvěrů v únoru dosáhly 4,4 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů 0,1 % (Graf III.5.15).

### III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl v prvním čtvrtletí 2013 hodnoty 25,6 CZK/EUR, což představovalo meziroční oslabení koruny o 2,4 % a mezičtvrtletní oslabení o 1,6 % (Graf III.5.16). Trend postupného oslabování koruny vůči euru je patrný zhruba od poloviny září 2012. V tomto období koruna oslabila z 24,4 CZK/EUR až na hodnotu 25,8 CZK/EUR, kolem níž se pohybovala v první polovině dubna 2013.

Jedním ze dvou hlavních faktorů ovlivňujících vývoj koruny v dosavadním průběhu letošního roku byl zhoršující se hospodářský vývoj a pokračující krize veřejných rozpočtů v zemích EU. V důsledku tohoto

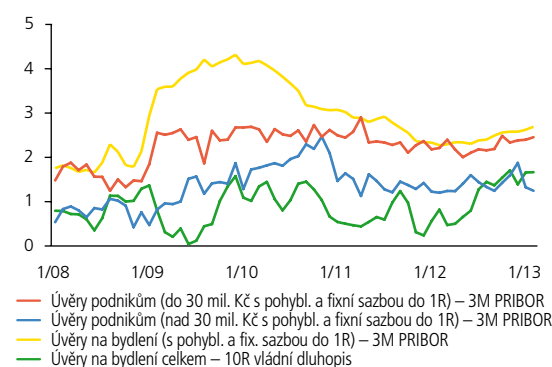
<sup>43</sup> Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.14

#### ROZPĚTÍ KLIENTSKÝCH A TRŽNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB

Rizikové prémie vyjádřené rozpětím klientských a tržních sazeb většinou rostly

(v procentních bodech)

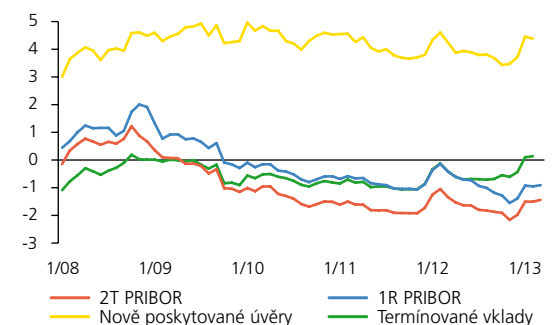


GRAF III.5.15

#### EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů i vkladů se na počátku roku 2013 zvýšily

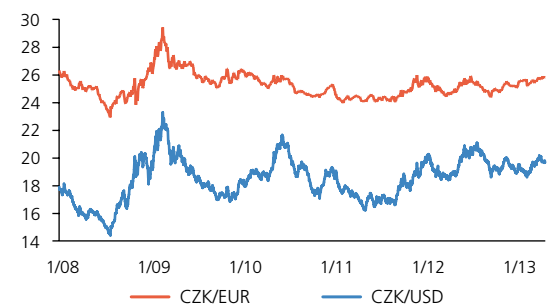
(v %)



GRAF III.5.16

#### MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

V prvním čtvrtletí 2013 koruna vůči euru i dolaru meziročně mírně oslabila



vývoje oslabovaly evropské měny vůči většině<sup>44</sup> ostatních směnitelných měn. Výjimku představovala švédská koruna těžící jednak z relativně příznivější domácí situace a jednak z veřejně deklarované ochoty centrální banky nechat měnu posílit. Česká koruna však oslabovala (po britské libře) ve sledovaném období z evropských směnitelných měn nejsilněji. Vysvětlením je mimo jiné uvolněná měnová politika, doprovázená komunikací ČNB o možnosti devizových intervencí proti koruně, snižující zájem především nerezidentů držet korunová aktiva.

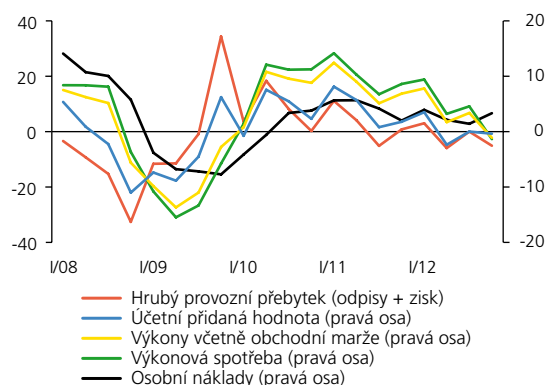
Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** v prvním čtvrtletí 2013 činil 19,4 CZK/USD, což představovalo meziroční oslabení o 1,2 % (a mezičtvrtletní posílení o 0,2 %). V průběhu tohoto čtvrtletí koruna oslabila z hodnoty cca 19 CZK/USD na přelomu roku až na 20,2 na konci března 2013. Oslabení přitom bylo koncentrováno do února a března. Na počátku dubna došlo k určité korekci a koruna mírně posílila. V polovině dubna se pohybovala kolem 19,8 CZK/USD. Dolar na světových trzích mírně posiloval vůči většině evropských měn, když těžil ze schopnosti udržet hospodářský růst při částečném omezení fiskální nerovnováhy.

GRAF III.5.17

## ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 došlo k opětovnému zhoršení vývoje hlavních ukazatelů hospodaření

(meziroční změny v %)



## III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Výsledky finančního hospodaření **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**<sup>45</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 korespondují s pokračujícím oslabováním ekonomické aktivity. Výkony po předchozím růstu překmitly do meziročního poklesu a růst tržeb vystřídala po třech letech stagnace. Tyto změny se projeví – i přes současně vykazovaný pokles výkonové spotřeby – v mírném meziročním poklesu účetní přidané hodnoty (Graf III.5.17). Rovněž hrubý provozní přebytek se meziročně snížil (o 5,1 %), k čemuž přispěl zejména pokračující růst osobních nákladů.

Při rychleji klesající výkonové spotřebě než výkonů se **materiálová náročnost výkonů**<sup>46</sup> ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně mírně snížila (o 0,2 procentního bodu; Tab. III.5.2), zatímco v předchozím čtvrtletí ještě vzrostla o téměř 1 procentní bod. Snížení materiálové náročnosti výkonů bylo patrné ve většině sledovaných odvětví, nejvíce v oblasti vzdělávání, zdravotní a sociální péče, kulturní a ostatní činnosti, zásobování vodou, odpady a sanace, profesní a vědecké činnosti. Ve váhově významném zpracovatelském průmyslu materiálová náročnost výkonů naopak meziročně vzrostla, avšak jen nevýrazně (o 0,2 procentního bodu).

44 S výjimkou japonského jenu oslabovaného měnovou politikou a korejského wonu slabnoucího vlivem vzrůstajícího napětí na korejském poloostrově.

45 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci čtvrtého čtvrtletí 2012 přes 9,3 tisíce nefinančních podniků.

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

TAB. III.5.2

## UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů se mírně snížila

	4. čtvrtletí 2011	4. čtvrtletí 2012	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>	1 484,8	1 468,3	-1,1
Osobní náklady (mld. Kč)	214,1	221,3	3,3
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1 122,3	1 107,1	-1,4
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	362,5	361,2	-0,4
Tržby (mld. Kč)	1 948,3	1 951,0	0,1
	<b>v %</b>	<b>v %</b>	<b>Meziroční změny v p.b.</b>
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup>	59,1	61,3	2,2
Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>	75,6	75,4	-0,2
Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>	14,4	15,1	0,7
Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>	24,4	24,6	0,2

a) propočten ČNB

**Mzdová náročnost výkonů**<sup>47</sup> se však po předchozím poklesu ve čtvrtém čtvrtletí 2012 opět zvýšila (Tab. III.5.2). Příčinou bylo zrychlení meziroční dynamiky osobních nákladů při současném oslabení výkonů v důsledku přetrvávající nízké poptávky. Za zrychlením meziročního růstu osobních nákladů přitom stálo výrazné jednorázové zvýšení průměrné mzdy vlivem výše zmíněné daňové optimalizace (viz kapitola III.4.2), zatímco počet zaměstnanců se ve sledovaném segmentu podniků snížil.

Údaje za užší **segment velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci<sup>48</sup>) ukazují ve čtvrtém čtvrtletí 2012 obdobný vývoj hlavních ukazatelů finančního hospodaření jako v širším segmentu podniků, když byl zaznamenán jak pokles výkonové spotřeby, tak výkonů při současném výrazném oslabení meziročního růstu tržeb.

### III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

**Finanční závazky nefinančních podniků** ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně mírně vzrostly (Graf III.5.18). Za tímto růstem stály především účasti (bez kotovaných akcií) a emitované dluhopisy, zatímco kladný příspěvek úvěrů téměř vymizel a kotované akcie přispěly záporně. Na straně **aktiv** nefinančních podniků ve čtvrtém čtvrtletí nadále rostl podíl likvidních finančních aktiv v podobě hotovosti a vkladů. Celková čistá finanční pozice podniků je dlouhodobě záporná a dosahuje -94 % HDP. Základní tendence struktury rozvahy se odrážejí ve finančních ukazatelích; pohotová likvidita podniků ve čtvrtém čtvrtletí 2012 výrazně vzrostla a poměrový ukazatel tržního financování mírně poklesl. Solventnost podniků oproti předchozímu čtvrtletí mírně vzrostla a nacházela se zhruba na úrovni roku 2011.

**Domácnosti** jsou z finančního hlediska čistými věřiteli v národním hospodářství a poměr jejich čistých finančních aktiv vůči HDP v posledních čtvrtletích poměrně výrazně roste (ve čtvrtém čtvrtletí 2012 činil 70 % HDP). Na straně finančních aktiv domácností rostly oběživo, vklady, spořicí dluhopisy a pojistné rezervy v životním pojištění. Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se navíc výrazně zvýšila hodnota účastí domácností v investičních fondech a hodnota nekotovaných akcií držných domácnostmi<sup>49</sup>. Finanční závazky domácností nadále mírně rostou, nicméně pomaleji než v předchozích čtvrtletích a výrazně pomaleji než finanční aktiva. Dominantním příspěvatelem k růstu finančních pasiv jsou dlouhodobé půjčky.

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

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

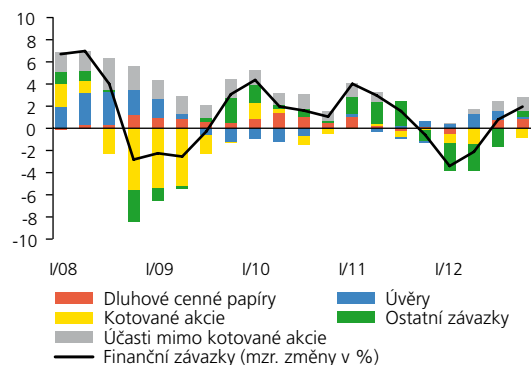
49 Nárůst hodnoty nekotovaných akcií držných domácnostmi byl způsoben jejich přeceněním, které odpovídá nárůstu účetní hodnoty vlastního kapitálu podniků ve statistice finančních účtů.

GRAF III.5.18

#### FINANČNÍ ZÁVAZKY NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Finanční závazky podniků ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2012 meziročně mírně rostly**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

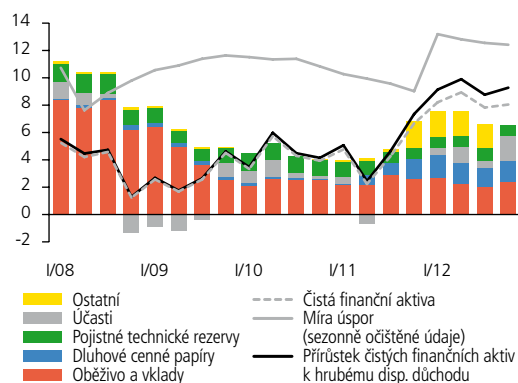


GRAF III.5.19

#### STRUKTURA FINANČNÍCH AKTIV DOMÁCNOSTÍ

**Finanční aktiva domácností poměrně rychle rostou**

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



Meziroční přírůstek čistých finančních aktiv domácností dosáhl v posledních čtvrtletích zhruba 9 % ročního hrubého disponibilního důchodu domácností (Graf III.5.19)<sup>50</sup>. Výrazné zrychlení tvorby čistých finančních aktiv domácností měřené tímto ukazatelem je tak kvalitativně v souladu s pozorovaným vývojem míry úspor vykázaným v národních účtech v posledních několika čtvrtletích.

### III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

V prvním čtvrtletí 2013 **nabídkové ceny starších bytů** podle údajů ČSÚ vykazovaly diferencovaný vývoj v různých regionech. Zatímco nabídkové ceny v Praze meziročně rostly o 6,1 %, tedy mírnějším tempem než na konci roku 2012, nabídkové ceny ve zbytku ČR dále klesaly (o 3,2 %; Graf III.5.20). Mezičtvrtletně se v Praze nabídkové ceny zvýšily o 0,3 %, zatímco ceny mimo Prahu klesly o 0,8 %. Stejně jako v celém roce 2012 byly však nabídkové ceny ČSÚ za Prahu jediným datovým zdrojem, který indikoval znatelný nárůst cen, zatímco alternativní zdroje ukazují na pokračující pokles nabídkových cen bytů i v Praze (viz například údaje Institutu regionálních informací, podle kterých ceny bytů v Praze klesaly v prvním čtvrtletí 2013 meziročně o 2,1 %).

Diferencovaný vývoj mezi regiony potvrzují i nejnovější údaje o **realizovaných cenách** publikovaných ČSÚ za čtvrté čtvrtletí 2012, pocházející ze šetření v realitních kancelářích (Graf III.5.20). Podle tohoto indexu se ceny bytů v Praze v posledním čtvrtletí roku 2012 mezičtvrtletně zvýšily u starších bytů o 1,2 % (meziročně o 0,2 %), zatímco ceny ve zbytku ČR pokračovaly v poměrně výrazných poklesech (mezičtvrtletně o 1,8 %, meziročně o 7,0 %). Ceny nových bytů v Praze pak narostly ještě výrazněji (mezičtvrtletně o 1,8 %, meziročně o 1,1 %). Celkový pokles cen odpovídá zhoršenému makroekonomickému prostředí, situaci na trhu práce i demografickým trendům.

Diferencovaný vývoj trhu mezi Prahou a zbytkem ČR potvrzuje i srovnání **počtu transakcí na nemovitostním trhu**. Zatímco v ČR bez Prahy a střeďočeského kraje poklesl za celý rok 2012 počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva pro domy a byty o výrazných 15,7 % (zdroj ČÚZK), v Praze tento ukazatel vzrostl o 5,4 %. Oživení poptávky po nových bytech v developerských projektech v Praze potvrzují i údaje samotných developerských společností, podle kterých se za celý rok 2012 počet prodaných bytů zvýšil.<sup>51</sup> Pozitivní vývoj prodeje přitom pokračoval i na počátku roku 2013, když podle společnosti Ekospol vzrostly prodeje v prvním čtvrtletí 2013 meziročně o výrazných 49 %, podle společnosti Trigema pak dokonce o 80 %. Zvýšení

50 Meziroční změna položky ostatní finanční aktiva domácností ve čtvrtém čtvrtletí 2011 až třetím čtvrtletí 2012 odráží efekt metodické změny vykazování v sektoru živnostníků.

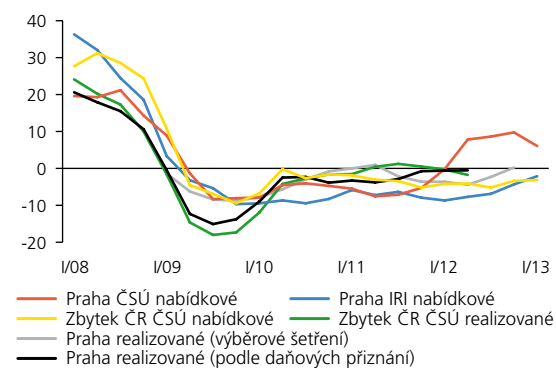
51 Podle společnosti Ekospol vzrostl počet prodaných bytů v developerských projektech v roce 2012 o 16,2 % na 4 014 bytů, podle společnosti Trigema o 20,8 % na 4 578 bytů a podle společnosti Skanska o 2,5 % na 4 720 bytů. Celkový počet převodů bytů podle katastrálního úřadu (tedy včetně starších bytů) byl nicméně o řád vyšší a činil téměř 38 tis. bytů.

GRAF III.5.20

#### REALIZOVANÉ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

V prvním čtvrtletí 2013 nabídkové ceny bytů zaznamenaly diferencovaný vývoj podle regionů

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



prodejů nových bytů je také v souladu s poklesem počtu již dokončených neprodaných bytů od konce roku 2012 o 7,2 % (v roce 2012 se však počet dokončených neprodaných bytů naopak zvýšil o 6 %; údaje společnosti Trigema). Oživení poptávky po nových bytech v Praze bylo motivováno především poklesem cen bytů v některých lokalitách a zlevněním hypotečních úvěrů, což spolu s relativním nedostatkem nájemního bydlení otevřelo prostor pro investiční nákupy nemovitostí.

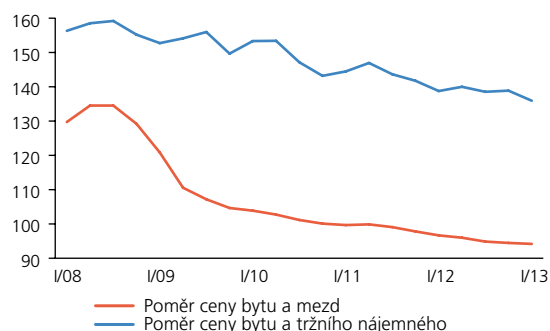
Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí v prvním čtvrtletí 2013 dále klesaly. **Poměr ceny bytu a mezd** (price-to-income) mezičtvrtletně poklesl o 0,3 % (meziročně o 2,6 %), **poměr ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) se pak snížil o 2,1 % (meziročně o 2,0 %; Graf III.5.21). Oba indexy jsou tak na svých nejnižších hodnotách od roku 2007 a naznačují spíše podhodnocení cen nemovitostí. I přes toto do určité míry „statistické“ podhodnocení a i přes výše uvedené oživení pražského trhu s novými byty ale fundamentální faktory ovlivňující trh s byty zůstávají nadále nepříliš příznivé, a proto lze do budoucna nadále předpokládat spíše stagnaci, případně mírný pokles cen.

GRAF III.5.21

## UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

**Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí opět klesaly a jsou blízko svých minimálních hodnot**

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



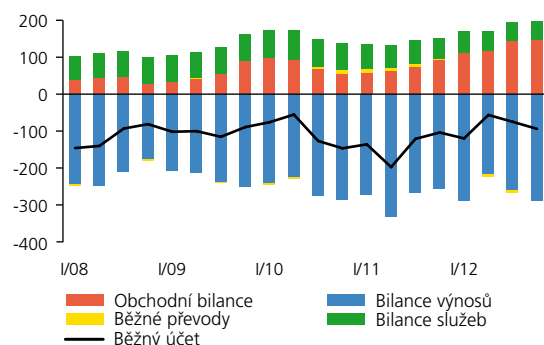


GRAF III.6.1

## BĚŽNÝ ÚČET

Schodek běžného účtu se v roce 2012 snížil vlivem růstu přebytku obchodní bilance

(roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



## III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v roce 2012 byl nadále charakteristický vysoký schodek bilance výnosů, související především s výnosy z přímých investic náležejícími nerezidentům. Jeho dopad do běžného účtu byl však z větší části vyvažován přebytkem výkonové bilance v důsledku rostoucího přebytku obchodní bilance. V rámci finančního účtu byl celkový přebytek nejvýrazněji ovlivněn čistým přílivem přímých investic, zejména v důsledku odhadovaného zisku reinvestovaného v ČR, a dále přebytkem portfoliových investic. Jejich čistý příliv byl z velké části vyvážen čistým odlivem ostatních investic, daným zejména nárůstem krátkodobých aktiv měnových finančních institucí v zahraničí.

## III.6.1 Běžný účet

V roce 2012 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 94 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo zmírnění o necelých 10 mld. Kč. Pokles celkového schodku byl spojen pouze s vývojem obchodní bilance (Graf III.6.1). Schodek běžného účtu v poměru k HDP dosáhl 2,4 % a meziročně se mírně snížil.

Přebytek **obchodní bilance** se v roce 2012 meziročně zvýšil o více než 55 mld. Kč na 145,8 mld. Kč. K růstu obchodního přebytku přispíval vývoj v reálném vyjádření, který byl zčásti korigován negativním cenovým vlivem v důsledku záporné meziroční změny směnných relací. Pokračující zmírňování růstu vnější poptávky v průběhu roku se projevilo ve zpomalování růstu vývozu. Přesto jeho nominální meziroční tempo dosáhlo 7 %. Významnou měrou k tomu v prvních třech čtvrtletích přispělo meziroční oslabování kurzu koruny. V důsledku stabilně vysoké dovozní náročnosti vývozu sledovalo trend zpomalování rovněž nominální tempo růstu dovozu. Dovozy zboží byl současně tlumen prohloubením poklesu celkové domácí poptávky. Naopak ve směru nominálního růstu dovozu působily vysoké ceny energií a oslabování kurzu koruny. Z pohledu komoditní struktury ke zvýšení celkového přebytku obchodní bilance nejvýrazněji přispěl růst přebytku ve skupině strojů a dopravních prostředků. Proti růstu celkového přebytku naopak nejvýznamněji působilo zvýšení schodku minerálních paliv (Graf III.6.2). Na počátku roku 2013 se meziroční růst přebytku zastavil, když za leden až únor se v metodice platební bilance obchodní přebytek meziročně snížil o 3 mld. Kč.

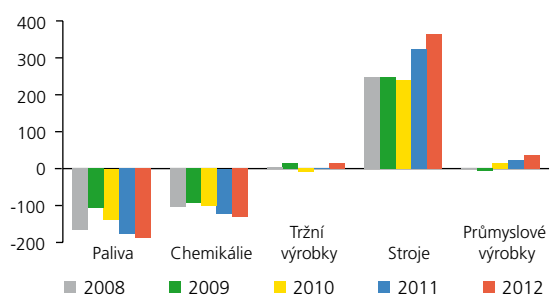
V roce 2012 skončila **bilance služeb** přebytkem 49,8 mld. Kč, což v meziročním srovnání představovalo snížení o téměř 9 mld. Kč (Graf III.6.3). Celkový přebytek byl spojen především s přebytkem cestovního ruchu a v menším rozsahu také s přebytkem dopravy. Zatímco se přebytek cestovního ruchu v důsledku rychlejšího růstu výdajů než příjmů meziročně mírně snížil, přebytek dopravy se zejména vlivem vývoje v silniční dopravě zvýšil. Ostatní služby zaznamenaly naopak schodek, ke kterému nejvýznamněji přispěl rychlý růst výdajů v rámci obchodních, profesních a technických služeb. Meziroční prohloubení schodku ostatních služeb o více než 10 mld. Kč současně i nejvýrazněji ovlivnilo vývoj celkového přebytku.

GRAF III.6.2

## OBCHODNÍ BILANCE

Meziroční změna obchodní bilance byla v roce 2012 nejvýrazněji ovlivněna růstem přebytku skupiny strojů a dopravních prostředků

(roční kumulace v mld. Kč, podle principu změny vlastnictví)

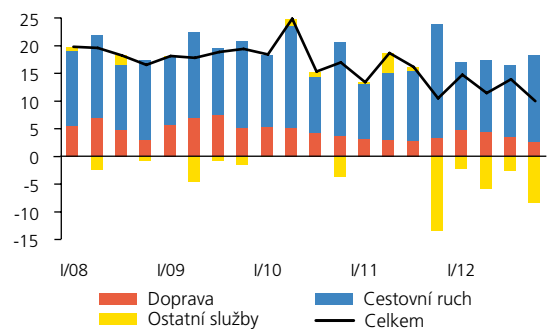


GRAF III.6.3

## BILANCE SLUŽEB

K přebytku bilance služeb v roce 2012 přispěly opět cestovní ruch a doprava

(v mld. Kč)



Ve srovnání s přebytkovou výkonovou bilancí dosáhla **bilance výnosů** za rok 2012 vysokého schodku 288,7 mld. Kč, který se meziročně o více než 33 mld. Kč zvýšil. Rozhodující složku celkové bilance představoval schodek dílčí bilance výnosů z přímých investic (-280,8 mld. Kč; Graf III.6.4), související zejména s výnosy ve formě dividend vyplacených nerezidentům a dále s odhadnutou výší zisku re-investovaného v ČR. Méně výrazným schodkem skončily rovněž výnosy z portfoliových investic. U výnosů z ostatních investic, zahrnujících výnosy z devizových rezerv ČNB a úroky z bankovních depozit, a u náhrad zaměstnancům, které zahrnují hlavně mzdy, byly naopak zaznamenány mírné přebytky. Meziroční zvýšení celkového schodku bilance výnosů bylo spojeno zejména s růstem schodku výnosů z přímých investic v důsledku vyšší hodnoty odhadovaného reinvestovaného zisku.

**Běžné převody** skončily v roce 2012 schodkem 1 mld. Kč (oproti mírnému přebytku v roce 2011). Nejvýznamnější složku z pohledu jejich salda představovaly soukromé převody. Jejich schodek -18,4 mld. Kč byl však téměř vyvážen přebytkem vládních převodů, spojeným hlavně s přebytkem převodů finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Čisté čerpání prostředků z fondů EU, vykazované na běžném účtu, dosáhlo 17,6 mld. Kč. Meziroční pokles salda běžných převodů nicméně souvisel zejména s nižšími příjmy v rámci vládních převodů.

### III.6.2 Kapitálový účet

Na rozdíl od běžných převodů zaznamenal **kapitálový účet** přebytek 51,7 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o 37 mld. Kč. Celkový přebytek byl spojen hlavně s čistým čerpáním příjmů z rozpočtu EU ve výši 55 mld. Kč. Rovněž meziroční zvýšení celkového přebytku souviselo s rychlým růstem příjmů kapitálových převodů s institucemi EU. Bilance obchodů s emisními povolenkami přešla naopak v meziročním srovnání z mírného přebytku do mírného schodku.

### III.6.3 Finanční účet

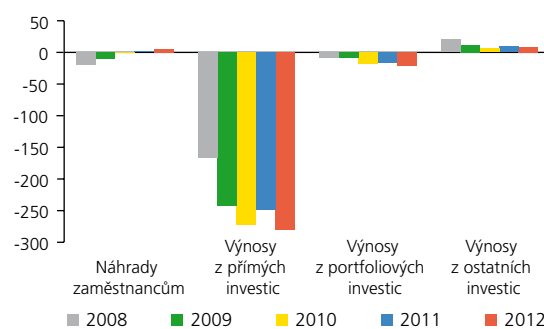
V roce 2012 skončil **finanční účet** platební bilance přebytkem 121,8 mld. Kč (Graf III.6.5). Přispěl k němu hlavně čistý příliv přímých a dále portfoliových investic. Přebytek přímých a portfoliových investic byl však zhruba z poloviny kompenzován čistým odlivem ostatních investic.

**Přímé investice** dosáhly v roce 2012 přebytku 181,1 mld. Kč, který se v důsledku růstu přílivu přímých investic ze zahraničí meziročně zvýšil o více než 134 mld. Kč (Graf III.6.6). Celkový příliv přímých zahraničních investic přesáhl 207 mld. Kč a souvisel především s předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku (118 mld. Kč). V důsledku významné operace v rámci spřízněných firem, spojené se změnou vlastnických vztahů, byly vykázány i vyšší investice do základního kapitálu. Meziroční změna v tocích základního kapitálu a zvýšení hodnoty reinvestovaného zisku současně i nejvýznamněji přispěly k růstu

GRAF III.6.4

#### BILANCE VÝNOSŮ

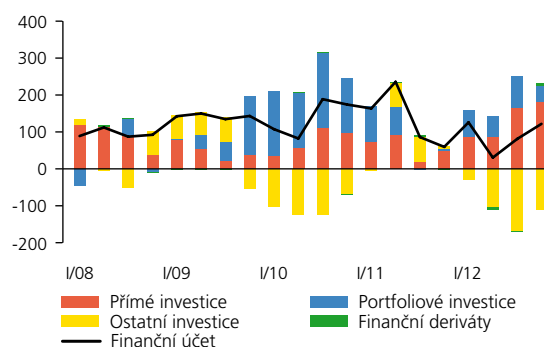
V rámci bilance výnosů došlo v roce 2012 zejména ke zvýšení schodku výnosů z přímých investic (roční kumulace v mld. Kč)



GRAF III.6.5

#### FINANČNÍ ÚČET

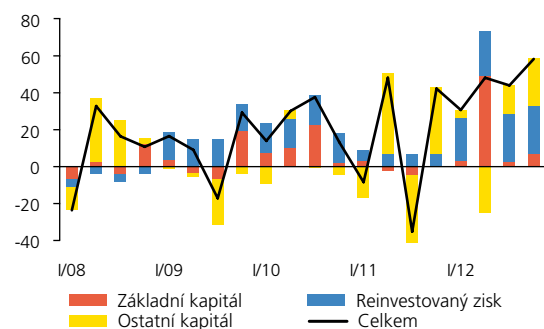
Přebytek finančního účtu byl v roce 2012 ovlivněn především růstem čistého přílivu přímých investic (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.6

#### PŘÍMÉ INVESTICE

K přebytku přímých investic za rok 2012 nejvýznamněji přispěl čistý příliv reinvestovaného zisku (v mld. Kč)

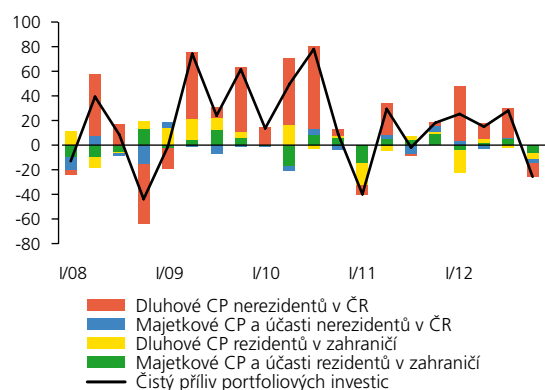


GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

Za rok 2012 zaznamenaly portfoliové investice čistý příliv vlivem zahraničních emisí dluhopisů

(v mld. Kč)

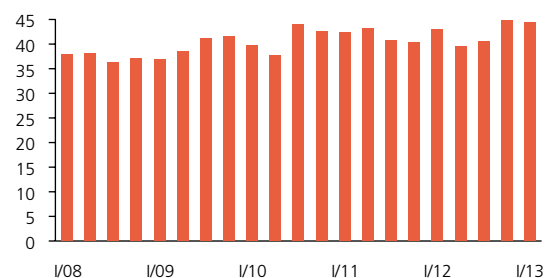


GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB se v prvním čtvrtletí 2013 proti předchozímu čtvrtletí v dolarovém vyjádření nepatrně snížily

(v mld. USD, stav ke konci čtvrtletí)



celkového přebytku. Reinvestovaný zisk představoval také rozhodující složku přímých investic tuzemských podniků v zahraničí. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv kapitálu ze zahraničí (tj. bez reinvestic) především do dopravy a skladování a dále pak do výroby motorových vozidel. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován hlavně do výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla.

Také **portfoliové investice** skončily v roce 2012 čistým přílivem, a to ve výši 42,6 mld. Kč (Graf III.6.7). Nejvýznamnější operace představovaly emise českých vládních a podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. Zahraniční emise těchto vládních a podnikových dluhopisů současně přispěly ke zvýšení celkového čistého přílivu o téměř 37 mld. Kč. Držba tuzemských korunových dluhopisů nerezidenty se však snížila. Mírně klesla i držba akcií zahraničními investory. Celkově dosáhl příliv portfoliových investic na straně pasiv 69 mld. Kč. Nákupy převážily i v obchodování se zahraničními cennými papíry tuzemskými investory. Byly spojeny zejména s navýšením držby dluhopisů. Nákup zahraničních akcií byl realizován jen v menším rozsahu.

Vypořádání kontraktů s **finančními deriváty** vedlo k čistému přílivu 8,6 mld. Kč. Při přechodu ze schodku do přebytku se saldo meziročně zvýšilo o téměř 12 mld. Kč.

U **ostatních investic** byl v roce 2012 zaznamenán čistý odliv zdrojů ve výši 110,6 mld. Kč. K celkovému schodku nejvýrazněji přispěl čistý odliv v sektoru měnových finančních institucí v rozsahu 79 mld. Kč, spojený zejména s nárůstem krátkodobých vkladů bank a úvěrů v zahraničí a se snížením krátkodobých zahraničních úložek v tuzemsku. Čistý odliv kapitálu (přes 29 mld. Kč) zaznamenal rovněž sektor podniků. Souvisel zejména 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 na straně aktiv.

Ke konci prvního čtvrtletí 2013 dosáhly **devizové rezervy** ČNB 892,1 mld. Kč, což představovalo mezičtvrtletní zvýšení o téměř 37 mld. Kč. Toto zvýšení bylo ovlivněno zejména kurzovými rozdíly a dále kladným saldem transakcí pro klienty ČNB a výnosy z devizových rezerv. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se naopak ve stejném období snížily o 0,4 mld. USD na 44,4 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly přes 44 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci roku 2012.

### III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 pokračoval pokles ekonomiky eurozóny, zatímco v USA došlo pouze ke zpomalení hospodářského růstu. Pro rok 2013 je očekáván mírný meziroční pokles HDP v eurozóně. V USA by měl růst HDP přesáhnout 2% úroveň, avšak jeho výsledné tempo bude záviset na intenzitě dopadu přijatých rozpočtových škrťů. Zejména vlivem poklesu cen energií došlo v březnu 2013 v eurozóně i USA ke zpomalení růstu spotřebitelských cen. V souvislosti s dubnovým poklesem ceny ropy Brent pod 100 USD za barel a stabilním vývojem jadrové inflace lze nadále očekávat utlumené inflační tlaky v rozvinutých ekonomikách. Za celý rok 2013 je v USA očekáván růst spotřebitelských cen o 1,9% a v eurozóně o 1,7%. Výsledky italských parlamentních voleb a finanční krize na Kypru vedly k oslabení eura vůči dolaru, od začátku dubna nicméně euro opět posílilo.

#### III.7.1 Eurozóna

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se v eurozóně prohloubil mezičtvrtletní i meziroční pokles **hospodářské aktivity**. Mezičtvrtletně se HDP snížil o 0,6% (po poklesu o 0,1% ve třetím čtvrtletí) zejména v důsledku hlubšího propadu domácí poptávky a poklesu příspěvku čistého vývozu. Ekonomická aktivita se snížila ve všech zemích eurozóny kromě Slovenska a Estonska. Meziroční pokles HDP se prohloubil z -0,6% na -0,9% kvůli nižšímu příspěvku čistého vývozu a snížení fixních investic (Graf III.7.1). Podle dubnového CF bude v prvním čtvrtletí 2013 pokračovat meziroční hospodářský pokles. Meziroční údaje o průmyslové výrobě a maloobchodním obratu za první dva měsíce letošního roku potvrzují očekávaný pokles HDP v prvním čtvrtletí. Průmyslová výroba se v průměru snížila obdobně jako v předchozím čtvrtletí, u maloobchodního obratu se rychlost jeho poklesu poněkud zmírnila. Také míra nezaměstnanosti za leden a únor se zvýšila proti čtvrtému čtvrtletí 2012 o 0,2 procentního bodu na 12%.

Pro zbytek letošního roku, zejména jeho druhou polovinu, dubnový CF očekává **zmírňování meziročního poklesu** s růstem ve čtvrtém čtvrtletí. Potvrzuje to též vývoj předstihových ukazatelů v průběhu prvního čtvrtletí 2013. Hodnoty všech sledovaných ukazatelů se v prvním čtvrtletí celkově zvýšily, což signalizuje přinejmenším mírné zlepšení hospodářského vývoje počínaje druhým čtvrtletím. Pro celý letošní rok dubnový CF snížil svůj odhad vývoje HDP proti lednovému CF o 0,3 procentního bodu na jeho pokles o 0,4% (Graf III.7.2). Očekává zejména hlubší propad spotřeby domácností a fixních investic, slabší růst vývozu a poněkud vyšší nezaměstnanost.

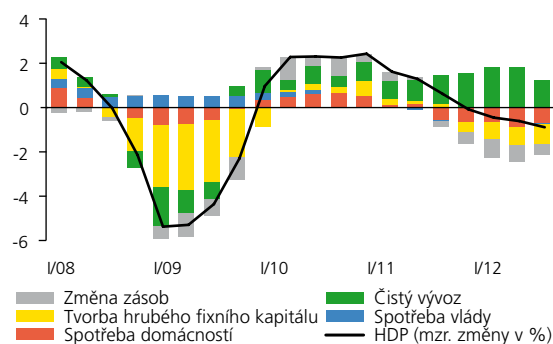
**Meziroční inflace** se v březnu dále snížila o 0,1 procentního bodu na 1,7% díky zpomalujícímu růstu cen energií (Graf III.7.3). Dubnový CF snížil proti lednovému CF svůj odhad průměrné inflace za celý letošní rok o 0,2 procentního bodu na 1,7% s tím, že dojde k jejímu dalšímu mírnému oslabení v příštím roce (Graf III.7.2). ECB ponechala v průběhu prvního čtvrtletí 2013 svou základní sazbu beze změny

GRAF III.7.1

#### HDP V EUROZÓNĚ

**Pokles HDP se ve čtvrtém čtvrtletí 2012 prohloubil vlivem výraznějšího poklesu investic a nižšího kladného salda čistého vývozu**

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

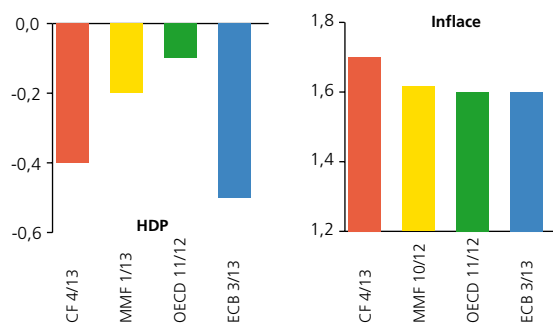


GRAF III.7.2

#### VÝHLEDY HDP A INFLACE PRO EUROZÓNU NA ROK 2013

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

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

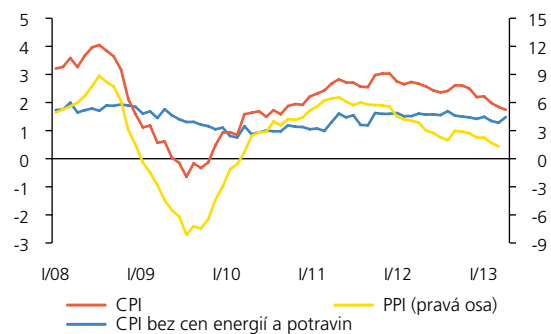


Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro ECB střed intervalu.

GRAF III.7.3

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V EUROZÓNĚ

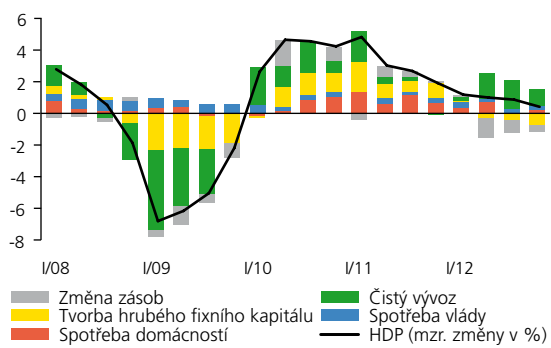
Růst spotřebitelských cen a cen průmyslových výrobců v průběhu prvního čtvrtletí 2013 postupně oslaboval (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.4

## HDP V NĚMECKU

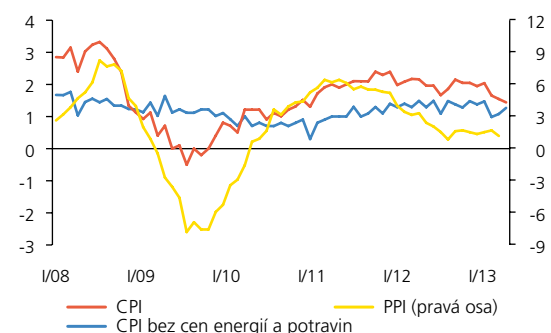
Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2012 zpomalil kvůli hlubšímu poklesu investic a nižšímu kladnému saldu čistého vývozu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno, zdroj: Datastream)



GRAF III.7.5

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V NĚMECKU

Růst spotřebitelských cen v průběhu prvního čtvrtletí 2013 postupně zpomaloval (meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



na úrovni 0,75 %. Prezident ECB Mario Draghi informoval po posledním zasedání Rady guvernérů 4. dubna, že vzhledem ke slabému ekonomickému vývoji ECB nevidí ve středním horizontu nebezpečí inflačních tlaků. Vývoj měnových a úvěrových agregátů tento názor podporuje. Meziroční tempo růstu agregátu M3 v únoru kleslo na 3,1 % a úvěry soukromému sektoru se snížily o 0,9 %.

V průběhu března a dubna projednala Eurogroup a „Trojka“ (EK, ECB a MMF) **žádost Kypru** o finanční pomoc ze záchranných fondů eurozóny ve výši 17,5 mld. EUR.<sup>52</sup> Podle schválené dohody Kypr obdrží pouze 10 mld. EUR s tím, že zbývající prostředky si musí obstarat z vlastních zdrojů. Kypr kromě jiného sníží platy ve státní správě i důchody, zvýší daně, ale největší část prostředků získá restrukturalizací bankovního sektoru. Ten bude silně omezen, Laiki Bank (druhá největší kyperská banka) bude uzavřena a Bank of Cyprus (největší banka) restrukturalizována. Přitom přijdou majitelé vkladů nad 100 tisíc EUR v těchto dvou ústavech o velkou část svých prostředků. Podle posledních informací budou finanční potřeby Kypru do roku 2016 vyšší, hovoří se o 23 mld. EUR. To by znamenalo, že si z vlastních zdrojů musí Kypr opatřit 13 mld. EUR. Majitelé velkých vkladů by tak utrpěli ještě větší ztráty. Odhaduje se, že kyperský HDP v letošním roce klesne o 8 % až 15 %.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se v **Německu** výrazně snížilo mezičtvrtletní i meziroční tempo růstu HDP. Po mezičtvrtletním růstu hospodářské aktivity o 0,2 % ve třetím čtvrtletí došlo v závěru roku k poklesu o 0,6 % zejména kvůli výraznému zhoršení salda čistého vývozu, jehož vliv byl jen částečně kompenzován silným růstem zásob. Meziročně se tempo růstu HDP snížilo o 0,5 procentního bodu na 0,4 % hlavně kvůli prohloubení poklesu fixních investic a snížení kladného příspěvku čistého vývozu, které převážilo nad nárůstem spotřeby domácností a zmírněním poklesu zásob (Graf III.7.4). Pro celý letošní rok dubnový CF (stejně jako lednový) očekává, že HDP vzroste o 0,7 % a v příštím roce o 1,7 %, což je výrazně lepší výhled než pro eurozónu jako celek. Za první dva měsíce letošního roku pokračoval v souvislosti s poklesem vývozu meziroční pokles průmyslové výroby (v průměru o 2,5 %), ale maloobchodní obrat přešel v důsledku nízké nezaměstnanosti a zvyšování reálných mezd k meziročnímu růstu (v průměru o 2,3 %).

**Inflace (CPI) se v Německu** v březnu dále snížila na 1,4 % díky zpomalování růstu cen energií (Graf III.7.5). Dubnový CF ji očekává pro rok 2013 na průměrné úrovni 1,7 %. V příštím roce by se měla poněkud zvýšit na 2 %.

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 došlo na **Slovensku** k opětovnému poklesu mezičtvrtletní i meziroční dynamiky HDP. Jeho hlavním faktorem bylo snížení ekonomické aktivity v eurozóně a v ČR, na nichž je slovenská

52 Finanční situace Kypru se zhoršila zejména v důsledku napojení kyperských bank na řecký finanční systém. Banky utrpěly ztráty hlavně při restrukturalizaci řeckých vládních dluhopisů v minulém roce.

ekonomika silně závislá. Na pokračující oslabování růstu HDP ukazují zpomalování růstu průmyslové výroby a pokles maloobchodního obratu v lednu a únoru letošního roku. Důsledkem jsou významný pokles zaměstnanosti a nárůst míry nezaměstnanosti. Dubnový CF snížil proti lednovému svůj výhled pro růst hospodářské aktivity v letošním roce z 1,5 % na 1,0 % a pro příští rok z 2,7 % na 2,4 %. Inflace se v březnu snížila na 1,9 % a dochází také ke zpomalování růstu cen průmyslových výrobců.

### III.7.2 Spojené státy

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 meziroční i mezičtvrtletní **růst HDP Spojených států** zpomalil na 1,7 %, resp. 0,1 %. Na zpomalení růstu se podílely dopady hurikánu Sandy, který zasáhl východní pobřeží Spojených států v říjnu 2012, a pokles výdajů ministerstva obrany. Z pohledu jednotlivých složek poptávky vykázaly největší dynamiku investice, které meziročně vzrostly o 7,2 %. Soukromá spotřeba vzrostla o 1,8 %, a udržela si tak tempo růstu z předchozích čtvrtletí. K růstu celkového HDP přispěly také zvýšené exporty. K meziročnímu poklesu o 1,8 % došlo naopak v případě vládní spotřeby (Graf III.7.6). Za celý rok 2012 dosáhl růst HDP 2,2 % a deficit běžného účtu činil 3 % HDP.

V březnu 2013 opět zrychlil **růst průmyslové výroby**, a vrátil se tak na průměr roku 2012. Naproti tomu předstihový indikátor PMI v průmyslu za březen poklesl a také výrazně zpomalil meziroční růst nominálních maloobchodních tržeb. Spotřebitelská důvěra je stále slabá, a to i přes mírné zlepšení na trhu práce, když březnová míra nezaměstnanosti poklesla na 7,6 %.

I když se na přelomu roku podařilo odvrátit možný negativní dopad výrazných restriktivních opatření na straně veřejných financí (fiscal cliff), tak pro další vývoj ekonomiky bude důležité, jak se do něj promítnou plošné škrtky vládního rozpočtu, které byly implementovány na začátku března 2013.<sup>53</sup> Prezident Obama také představil návrh rozpočtu na rok 2014. Rozpočtový schodek by se měl snížit z letošních 5,3 % HDP na 4,4 % v roce 2014. O způsobu jeho snížení však stále neexistuje shoda napříč politickým spektrem. Rozpočtový úřad Kongresu odhaduje, že vládní škrtky sníží hospodářský růst v roce 2013 o 0,6 procentního bodu (ze 2 % na 1,4 %). Podle dubnového CF je nicméně očekáván **v roce 2013 růst HDP** na přibližně stejné úrovni jako v roce 2012, tedy přes 2 %. Ještě optimističtější jsou pak očekávání Fedu (Graf III.7.7).

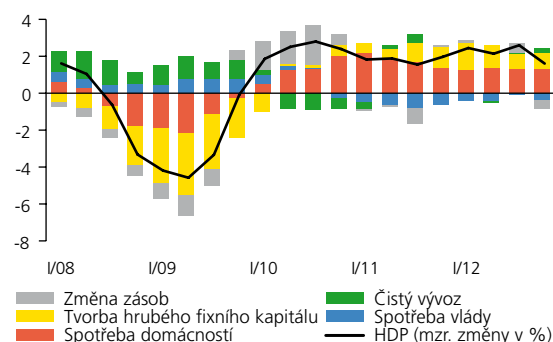
53 Automatické rozpočtové škrtky ve Spojených státech (tzv. sequester) byly zahájeny 1. března 2013. Jde o rozpočtové škrtky v určitých kategoriích federálních výdajů a jsou rovnoměrně rozloženy mezi výdaje na obranu a ostatní výdaje. Velké vládní programy jsou z nich nicméně vyloučeny (Social Security, Medicaid).

GRAF III.7.6

#### HDP VE SPOJENÝCH STÁTECH

Ve čtvrtém čtvrtletí 2012 se růst HDP snížil

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

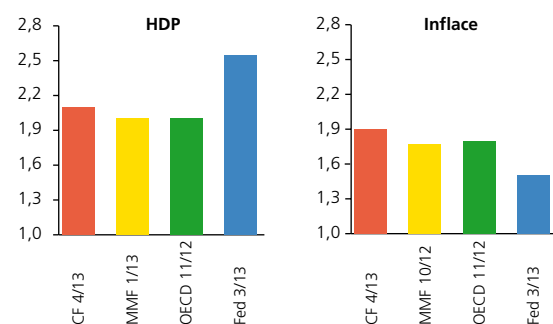


GRAF III.7.7

#### 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)



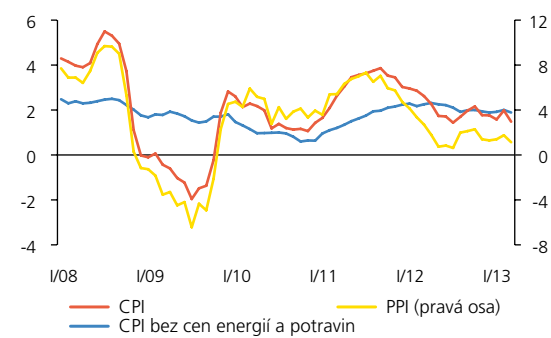
Poznámka: Na vodorovné ose údaje o poslední předpovědi ve formátu „Zdroj měsíc/rok publikace“. Pro Fed střed intervalu.

GRAF III.7.8

## INFLACE A CENY VÝROBCŮ V USA

Inflace se v březnu 2013 snížila

(meziroční změny v %, zdroj: Datastream)



Po únorovém výrazném nárůstu **spotřebitelských cen** v březnu meziroční inflace opět poklesla (na 1,5 %). Hlavním faktorem byly ceny energií, především benzínu, které v únoru nejprve „táhly“ celkový index nahoru a v březnu naopak dolů. Ceny energií jako celek klesly meziměsíčně o 2,6 %. Navíc při současném propadu ceny ropy se dá očekávat, že ceny energií budou táhnout celkový cenový index dolů i v dubnu. Inflace bez cen energií a potravin v březnu meziročně dosáhla 1,9 % a udržuje si dlouhodobě stabilní úroveň. Poslední vývoj tak nenaznačuje žádné výrazné inflační tlaky v ekonomice. S tím je v souladu také růst cen průmyslových výrobců, který v březnu výrazně meziročně zpomalil (Graf III.7.8). Za celý rok 2013 CF očekává, že se inflace spotřebitelských cen bude v průměru pohybovat na úrovni 1,9 %.

**Fed**, jehož výhled inflace dosahuje ještě nižší hodnoty, má tak volný prostor k pokračování v nákupech hypotečních a vládních dluhopisů (85 mld. USD měsíčně), dokud nedojde k podstatnému zlepšení na trhu práce. Meziroční růst peněžního agregátu M2 v březnu 2013 stagnoval na hodnotě z předchozího měsíce (6,8 %).

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

V prvním čtvrtletí 2013 měla na **kurz eura vůči hlavním světovým měnám** vliv nejen finanční krize na Kypru, ale i opatření zahraničních centrálních bank (Graf III.7.9). V lednu euro vůči americkému dolaru posilovalo zejména vlivem obav z dopadů „fiskálního útesu“ v USA, přičemž v prvním únorovém týdnu dosáhlo nejsilnější hodnoty za předchozích 15 měsíců. K následnému oslabení přispěly nejen výsledky italských parlamentních voleb, ale i vyjádření ECB o pokračujícím uvolněném nastavení měnové politiky. Ve druhé polovině března došlo k dalšímu oslabení eura vůči dolaru, když se nedařilo nalézt dohodu ohledně finanční pomoci Kypru. V prvním čtvrtletí 2013 se také naplno projevil efekt nového směřování japonské hospodářské politiky na kurz a japonský jen vůči hlavním světovým měnám oslaboval. Tento vývoj podpořil nový guvernér japonské centrální banky, který představil dodatečná nekonvenční opatření, jež by měla přispět k dosažení nového 2% inflačního cíle. Euro mírně posílilo také vůči britské libře, když i při slabém oživení Bank of England odmítla další rozšíření stávajícího programu kvantitativního uvolňování. Celkově v období od začátku roku do konce března 2013 euro vůči dolaru oslabilo o 3 %, zatímco vůči libře posílilo o 4 % a vůči jenu o 6 %.

**V první polovině dubna 2013** euro vůči hlavním měnám mírně posílilo. Zveřejnění dohody na záchraném plánu pro Kypr přineslo zmírnění napětí na finančních trzích. Na dubnovém zasedání ECB sice ponechala sazby beze změny a nová opatření neoznámila, ale zopakovala možná rizika pro růst a připravenost jednat v případě potřeby.

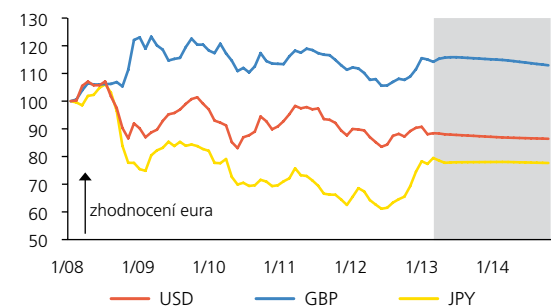
**Dubnový CF** očekává v horizontu jednoho roku mírné oslabení eura vůči americkému dolaru (na 1,27 USD/EUR). Vůči britské libře by euro také mělo v horizontu dvou let mírně oslabit, zatímco výhled vůči japonskému jenu CF očekává oslabení eura na březnovou úroveň a následnou stabilitu kurzu.

GRAF III.7.9

## KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

V prvním čtvrtletí 2013 euro posílilo nejvíce vůči japonskému jenu

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



### III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

V lednu a v první polovině února 2013 rostla **cena ropy Brent** v souvislosti se zvyšujícím se optimismem ohledně globálního ekonomického vývoje. Její nárůst byl dále podpořen napětím na Blízkém východě a slabší hodnotou dolaru. Cena ropy Brent se v polovině února pohybovala na devítiměsíčních maximech, kolem 118 USD/barel. Nicméně ve druhé polovině února začala cena opět klesat s tím, jak vzrostlo napětí v eurozóně kvůli krizi na Kypru a kvůli slabším předstihovým ukazatelům z Číny.

Dalším faktorem poklesu cen ropy byly pravidelné práce na zařízeních rafinerií, především v Evropě, což zmatně snížilo jejich poptávku po ropě. Cena klesala i **v průběhu března a na začátku dubna** a ve třetím dubnovém týdnu klesla dokonce těsně pod hranici 100 USD/barel kvůli obavám ze zpomalení růstu globální ekonomiky způsobeným slabšími než očekávanými čísly z čínské ekonomiky. Rozpětí cen mezi ropou Brent a WTI se pohybovalo v dubnu na minimech z července 2012 (pod 15 USD/barel). Za zúžením tohoto rozpětí stojí kromě snížení ceny ropy Brent současné zvýšení cen ropy WTI způsobené poklesem zásob na vnitrozemském terminálu v Cushingu a očekávaným navýšením kapacity ropovodu Seaway.

IEA mírně snížila svoji **předpověď růstu světové poptávky po ropě** v roce 2013, která by měla dosáhnout 90,6 mil. barelů za den. Oproti předchozímu roku jde o nárůst o 0,9 %, když by měl růst poptávky zemí mimo OECD více než vykompenzovat snížení poptávky v zemích OECD, především v Evropě a Japonsku. Nárůst poptávky o 0,9 % očekává ve své dubnové zprávě i OPEC. Zvýšená poptávka by měla být více než pokryta růstem těžby především v zemích mimo OPEC, zejména v USA a Kanadě. Průmyslové zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD poklesly na konci února sezonně o 32,9 mil. barelů na 2664 mil. barelů, přesto se již šestý měsíc držely nad pětiletým průměrem. Pokles byl způsoben nižším výstupem ropných produktů z rafinerií.

**Výhled cen ropy** na základě futures kontraktů zůstává klesající a od poloviny února se posouvá níže. Tento pokles je doprovázen nižším počtem čistých dlouhých pozic jak hedgeových fondů, tak „managed money“ fondů, které podle OPEC v březnu klesly oproti konci února o 17 %. Na základě futures kontraktů by se cena ropy měla pohybovat v ročním horizontu pod 100 USD/barel. Naproti tomu dubnový CF očekává v ročním horizontu nárůst cen ke 110 USD/barel.

Celkový **index energetických surovin** od září 2012 do února 2013 stagnoval (Graf III.7.12), v březnu a dubnu však s nižšími cenami ropy poklesl. I jeho výhled je mírně klesající, přičemž pokles cen ropy a zemního plynu má být výraznější než očekávaný nárůst cen uhlí.

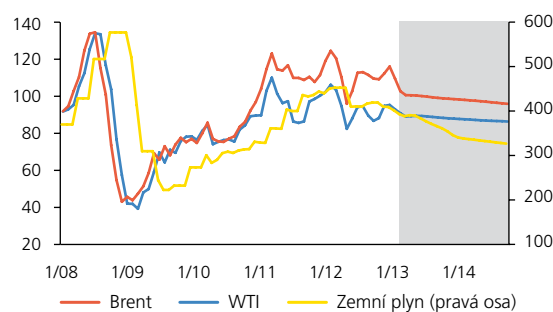
Také index **cen neenergetických komodit** v březnu a dubnu 2013 zaznamenal významný pokles, když se k poklesu cen potravinářských komodit pozorovanému od září 2012 připojil pokles cen průmyslových

GRAF III.7.10

#### DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

**Cena ropy Brent od února 2013 výrazně poklesla až k 100 USD/barel, ve výhledu je očekáván její další pozvolný pokles**

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

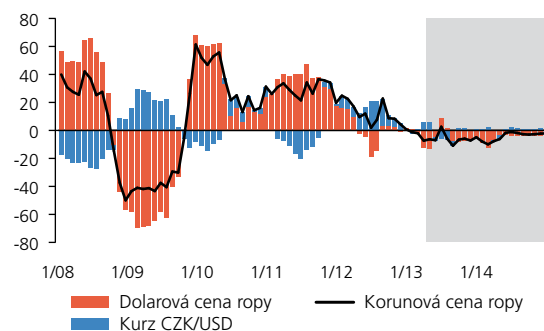


GRAF III.7.11

#### ROZKLAD DYNAMIKY VÝVOJE KORUNOVÉ CENY ROPY

**V prvním čtvrtletí 2013 cena ropy v korunovém vyjádření poklesla i přes oslabující korunu**

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



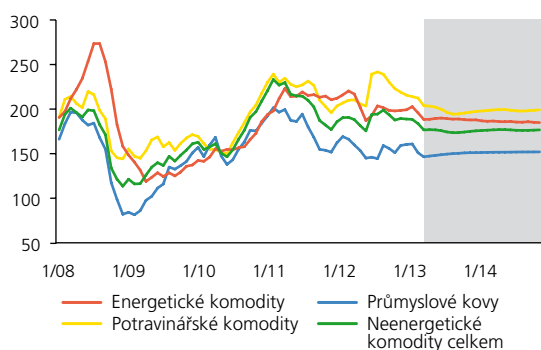


GRAF III.7.12

## CENY KOMODIT

V prvním čtvrtletí 2013 došlo k poklesu cen energetických i neenergetických surovin

(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).

surovin a kovů. Ceny potravin od letních maxim klesaly s očekáváním nové úrody a jejich výhled je nyní přibližně konstantní. Průmyslové kovy a komodity začaly klesat až ve druhé polovině února 2013, kdy došlo k přehodnocení výhledu globální ekonomiky směrem dolů. Výhled cen průmyslových kovů je mírně rostoucí kvůli rostoucímu výhledu hliníku, jehož cena se v dubnu pohybovala na tříletých minimech; výhled cen ostatních kovů je stagnující nebo klesající. Ceny průmyslových surovin se očekávají pouze mírně rostoucí, ceny kaučuku by se tedy neměly příliš vzdálit od nynějších tříletých minim.



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	21
Graf II.3.6	Změna prognózy HDP	21
Graf II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	23
Graf II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	24
Graf III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	25
Graf III.1.2	Inflace	27
Graf III.1.3	Vývoj složek inflace	27
Graf III.1.4	Struktura inflace	27
Graf III.1.5	Ceny potravin	28
Graf III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	28
Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	29
Graf III.2.2	Dovozní ceny	29
Graf III.2.3	Minerální paliva	29
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	30

Graf III.2.5	Ceny výrobců podle hlavních průmyslových skupin	30
Graf III.2.6	Ceny kovů a rafinérských výrobků	31
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	31
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	31
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	33
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	33
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	33
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	34
Graf III.3.5	Struktura spotřeby domácností	34
Graf III.3.6	Indikátory důvěry	34
Graf III.3.7	Investice podle sektorů	35
Graf III.3.8	Tvorba fixního kapitálu	35
Graf III.3.9	Investice do obydlí	35
Graf III.3.10	Čistý vývoz	36
Graf III.3.11	Vývoz a dovoz	36
Graf III.3.12	Podíly odvětví na růstu HPH	36
Graf III.3.13	Průmyslová produkce	37
Graf III.3.14	Bariéry růstu v průmyslu	37
Graf III.3.15	Nové průmyslové zakázky	37
Graf III.3.16	Ekonomický sentiment	38
Graf III.3.17	Potenciální produkt	38
Graf III.3.18	Mezera výstupu	38
Graf III.3.19	Příspěvky k růstu potenciálu	39
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	40
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	40
Graf III.4.3	Přepočtené počty zaměstnanců	40
Graf III.4.4	Míra nezaměstnanosti	41
Graf III.4.5	Beveridgeova křivka	41
Graf III.4.6	Vývoj produktivity v NH	42
Graf III.4.7	Mzdová náročnost produktu	43
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	44
Graf III.5.2	Hlavní složky peněžního agregátu M2 a rozpětí úrokových sazeb	44
Graf III.5.3	Struktura vkladů peněžního agregátu M2	44
Graf III.5.4	Zahraniční aktiva obchodních bank	45
Graf III.5.5	Úvěry nefinančním podnikům	46
Graf III.5.6	Úvěry domácnostem	46
Graf III.5.7	Zadluženost domácností	46
Graf III.5.8	Základní sazby ČNB	47
Graf III.5.9	Tržní úrokové sazby	47
Graf III.5.10	Úrokové diferenciály	47
Graf III.5.11	Výnosová křivka státních dluhopisů	48
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	48
Graf III.5.13	Úrokové sazby z úvěrů domácnostem	48
Graf III.5.14	Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb	49
Graf III.5.15	Ex ante reálné sazby	49
Graf III.5.16	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	49
Graf III.5.17	Základní ukazatele hospodaření	50
Graf III.5.18	Finanční závazky nefinančních podniků	51
Graf III.5.19	Struktura finančních aktiv domácností	51
Graf III.5.20	Realizované a nabídkové ceny bytů	52
Graf III.5.21	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	53
Graf III.6.1	Běžný účet	54

Graf III.6.2	Obchodní bilance	54
Graf III.6.3	Bilance služeb	54
Graf III.6.4	Bilance výnosů	55
Graf III.6.5	Finanční účet	55
Graf III.6.6	Přímé investice	55
Graf III.6.7	Portfoliové investice	56
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	56
Graf III.7.1	HDP v eurozóně	57
Graf III.7.2	Výhledy HDP a inflace pro eurozónu na rok 2013	57
Graf III.7.3	Inflace a ceny výrobců v eurozóně	58
Graf III.7.4	HDP v Německu	58
Graf III.7.5	Inflace a ceny výrobců v Německu	58
Graf III.7.6	HDP ve Spojených Státech	59
Graf III.7.7	Výhledy HDP a inflace pro USA na rok 2013	59
Graf III.7.8	Inflace a ceny výrobců v USA	60
Graf III.7.9	Kurz eura vůči hlavním měnám	60
Graf III.7.10	Dolarové ceny ropy a plynu	61
Graf III.7.11	Rozklad dynamiky vývoje korunové ceny ropy	61
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	17
Tab. II.2.4	Fiskální prognóza	18
Tab. II.4.1	Citlivostní scénář kurzu	22
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele dle IOFT a podniků	23
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele dle CF	23
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	25
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	26
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	26
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	30
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	42
Tab. III.5.1	Změny úvěrových podmínek bank	45
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	50

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 zápůjční 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
ČÚZK	Český úřad zeměměřický a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPH	daň z přidané hodnoty	NH	národní hospodářství
ECB	Evropská centrální banka	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	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 zápůjční úroková sazba (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	SRN	Spolková republika Německo
HP filtr	Hodrick-Prescottův filtr	USA	Spojené státy americké
HPH	hrubá přidaná hodnota	USD	americký dolar
IEA	International Energy Agency (Mezinárodní agentura pro energii)	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
ILO	International Labour Organization (Mezinárodní organizace práce)	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
IOFT	Inflační očekávání finančního trhu		
IRI	Institut regionálních informací		

<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:** rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti (ČSÚ) a podíl nezaměstnaných osob (MPSV). Obecná míra nezaměstnanosti je počítána jako podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle ve věkové skupině 15–64 let v metodice ILO (VŠPS). Podíl nezaměstnaných osob vyjadřuje poměr dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15–64 let k populaci stejného věku. Tento ukazatel od počátku roku 2013 nahradil předchozí míru registrované nezaměstnanosti.

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

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

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

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

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

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

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

**Poměr ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-income):** podíl ceny bytu (68 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	3 578,9	3 559,2	3 624,3
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	4,6	6,8	7,2	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,9	-1,2	-0,5	1,8
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	-3,5	-0,5	1,3
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	-1,0	0,4	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	-3,1	-3,7	-0,5
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	13,1	11,9	14,3	11,2	3,5	-10,5	15,0	9,4	4,1	0,4	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	2,1	-0,3	6,9
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	359,7	380,3	440,3
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	8,6	5,9	-0,7	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-7,4	-3,6	-7,6	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	3,8	8,1	10,8	10,0	2,7	-4,7	1,5	1,7	-0,9	-	-
<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	1,7	1,8
Regulované ceny (18,70 %)*	%, meziročně, průměr	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,6	4,7	8,6	2,7	2,6
Čistá inflace (81,30 %)*	%, meziročně, průměr	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,3	1,0	0,6	1,4
<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	1,5
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	-1,3	1,0
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	0,9	1,6
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	4,0	-0,3	0,5	3,3	1,9	2,3	-1,4	-0,8	1,3	0,6	1,3
<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	1,2	1,4
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	9,6	-10,0	1,3	16,4	10,8	-24,3	7,7	22,7	3,6	7,4	-2,0
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,7	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	32,7	42,1	18,6	12,6	34,3	-36,6	28,7	39,5	0,8	-4,9	-5,1
<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	2,7	1,0	3,1
Průměrná měsíční mzda	%, meziročně, reálné	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	2,3	0,7	0,5	-0,6	-0,6	1,3
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,2	2,0	1,1	1,8	1,6	-2,2	-2,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,8
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	3,7	0,6	0,2	2,4	4,3	2,6	-1,8	0,3	3,3	1,1	0,4
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	1,2	-7,2	-7,2	2,4	-3,3	5,4	-6,3	1,3	2,7	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	5,1	4,6	5,6	3,5	0,8	-2,8	3,5	1,6	-1,7	-0,3	2,4
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15–64	8,4	8,0	7,2	5,4	4,4	6,7	7,4	6,8	7,0	7,7	8,0
Podíl nezaměstnaných osob (MPSV)	%, průměr		6,6	6,1	4,9	4,1	6,2	7,0	6,7	6,8	7,7	8,2
<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	-124,6	-167,9	-91,8	-85,9
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,2	-4,4	-2,4	-2,2
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	847,8	885,4	948,1	1 023,4	1 104,3	1 286,0	1 437,0	1 569,0	1 758,9	1 847,3	1 925,3
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	45,8	48,1	48,5
<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	90,3	145,8	170,0	205,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-0,5	1,6	1,8	1,3	0,7	2,3	1,4	2,4	3,8	4,5	5,2
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	16,6	37,9	49,0	59,2	73,9	73,9	75,3	58,4	49,8	50,0	55,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-147,5	-30,9	-67,1	-156,9	-81,3	-89,3	-146,6	-104,0	-94,0	-50,0	-20,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-5,0	-1,0	-2,0	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,7	-2,4	-1,3	-0,5
<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	46,8	181,1	50,0	65,0
<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	19,7	19,9
Kč/EUR	průměr	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,6	25,1	25,6	25,3
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,4	-4,6	-2,0	1,5	2,1	-0,9
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-3,0	-5,6	-1,4	-3,8	-8,8	4,4	-3,2	-2,5	2,7	2,3	-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	1,4	1,2
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	4,3	4,2	-0,6	0,0
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M2	%, meziročně, průměr	8,8	6,0	9,5	11,6	9,5	5,7	4,3	3,6	5,6	3,6	3,1
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	0,3	0,6

\* 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	901,2	895,8	891,8	890,2	<b>888,1</b>	<b>888,7</b>	<b>890,1</b>	<b>892,3</b>	<b>896,6</b>	<b>901,9</b>	<b>908,9</b>	<b>916,9</b>
0,9	2,7	2,8	2,9	3,0	2,1	1,5	0,9	-0,4	-1,1	-1,5	-1,7	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>
1,0	0,3	0,9	1,6	0,4	0,6	1,0	0,6	-2,7	-3,4	-3,9	-4,1	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
1,5	1,7	0,2	-1,5	-0,6	-2,1	-4,1	-3,2	-2,3	-1,9	-0,4	0,8	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
-9,3	6,9	17,6	8,8	5,2	1,7	-4,0	-1,1	-2,4	0,2	-9,4	-0,4	<b>-3,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
13,9	16,6	15,6	14,2	16,4	11,1	6,9	4,0	6,4	4,1	4,3	1,4	<b>-4,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>
9,7	16,6	20,1	14,7	14,7	8,8	2,5	1,9	3,7	3,1	0,3	1,2	<b>-5,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>4,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>
53,5	54,2	38,0	61,3	72,1	74,2	70,0	77,7	94,9	84,1	100,1	80,6	<b>92,0</b>	<b>92,5</b>	<b>96,0</b>	<b>99,8</b>	<b>102,5</b>	<b>106,4</b>	<b>112,2</b>	<b>119,2</b>
4,7	9,6	9,7	10,4	10,8	8,2	2,3	2,6	2,7	-0,8	-0,8	-4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
-22,7	-8,4	-2,9	-2,3	5,7	-5,3	-9,1	-0,9	-10,0	-6,0	-6,2	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-
0,1	2,0	1,8	1,8	5,2	1,1	0,3	0,7	1,0	-2,0	-1,0	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9	1,8	1,9	2,4	2,7	3,2	3,3	2,8	-	-	-	-	-	-	-
0,7	1,1	1,9	2,1	1,7	1,8	1,7	2,4	3,7	3,4	3,3	2,8	1,7	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
0,8	2,3	3,6	3,8	4,4	4,0	4,5	5,9	9,7	9,4	8,2	7,1	3,5	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>
-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,0	1,2	1,2	1,7	1,3	1,0	0,9	0,6	0,6	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,2	4,1	3,6	4,5	3,5	2,5	2,8	2,7	3,0	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
18,1	13,3	7,0	8,7	10,8	9,1	9,5	10,2	8,0	5,8	6,4	3,8	-1,5	<b>-2,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
-0,3	0,1	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	1,5	0,9	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
-2,3	-0,8	-0,5	-1,9	-1,8	-1,5	-0,8	1,0	2,0	1,7	1,1	0,6	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
-1,4	1,3	2,2	3,0	5,4	6,0	5,6	5,2	3,6	1,8	1,6	1,6	1,2	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
-5,6	-2,8	8,2	22,7	32,4	32,3	19,2	7,1	-1,2	-2,9	5,6	12,7	14,5	<b>9,5</b>	<b>5,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,7	-	-	-	-	-	-	-
70,5	35,9	11,9	15,8	36,7	49,0	48,0	26,2	13,2	-7,2	-2,5	1,1	-4,5	<b>-2,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>-9,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>
2,8	3,1	2,2	0,7	2,4	2,4	2,4	2,4	3,4	2,3	1,5	3,7	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
2,1	1,9	0,3	-1,4	0,7	0,6	0,6	0,0	-0,3	-1,1	-1,7	0,9	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
-3,3	-2,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,3	0,6	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>
-2,3	-2,4	-0,1	-2,2	-1,1	1,1	0,1	1,0	3,2	3,3	2,5	4,1	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>
-8,0	-8,3	-4,6	-4,6	-1,6	1,2	2,9	2,7	0,1	2,8	2,9	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-
3,7	4,6	2,5	3,3	3,0	1,8	1,3	0,5	0,0	-2,0	-2,3	-2,2	<b>-1,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>
8,2	7,2	7,1	7,0	7,3	6,8	6,6	6,5	7,2	6,8	7,0	7,2	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>
7,6	6,8	6,6	6,9	7,4	6,5	6,4	6,4	7,1	6,5	6,6	7,0	8,0	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
31,0	22,9	-4,5	4,4	33,3	27,3	6,5	23,2	51,8	34,1	34,2	25,6	<b>52,0</b>	<b>44,0</b>	<b>37,0</b>	<b>37,0</b>	<b>61,0</b>	<b>53,0</b>	<b>45,0</b>	<b>46,0</b>
3,5	2,4	-0,5	0,4	3,7	2,8	0,7	2,3	5,7	3,5	3,5	2,6	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
18,3	24,8	15,3	16,9	13,3	18,6	16,1	10,4	14,7	11,4	13,9	9,9	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>11,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>11,0</b>
22,3	-28,1	-106,4	-34,5	32,9	-89,7	-29,9	-17,3	17,0	-26,1	-48,6	-36,3	<b>45,0</b>	<b>-27,0</b>	<b>-52,0</b>	<b>-16,0</b>	<b>37,0</b>	<b>-14,0</b>	<b>-37,0</b>	<b>-6,0</b>
2,5	-2,9	-11,0	-3,5	3,7	-9,3	-3,1	-1,7	1,9	-2,7	-5,0	-3,6	<b>5,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,6</b>
13,9	30,2	37,6	13,3	-8,4	48,1	-35,2	42,3	30,7	48,1	44,0	58,3	-	-	-	-	-	-	-	-
18,7	20,1	19,3	18,2	17,8	16,9	17,3	18,8	19,1	19,7	20,0	19,4	19,4	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>
25,9	25,6	24,9	24,8	24,4	24,3	24,4	25,3	25,1	25,3	25,1	25,2	25,6	<b>25,7</b>	<b>25,6</b>	<b>25,5</b>	<b>25,4</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,2</b>
-6,3	-4,0	-3,2	-4,8	-5,3	-4,3	-1,1	2,5	2,0	2,9	2,0	-0,8	2,1	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
-5,8	-3,1	-1,1	-2,8	-5,1	-4,7	-1,9	1,9	3,1	4,4	3,3	0,2	2,1	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>
-6,5	-0,3	2,2	1,0	0,8	-0,1	1,6	4,6	4,0	3,9	3,3	0,3	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
-4,4	2,5	5,8	4,7	4,7	2,4	3,5	6,5	5,7	5,7	4,7	1,0	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
3,5	5,0	4,8	4,1	3,4	2,6	3,8	4,8	6,1	5,8	5,7	5,0	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,50	0,05	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	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>

**Vydává:**

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

**Kontakt:**

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

<http://www.cnb.cz>

**Sazba a produkce:** Jerome s.r.o.

**Grafický design:** Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400 (Print)

ISSN 1804-2457 (Online)





