

ZPRÁVA O INFLACI / I

2011



# ZPRÁVA O INFLACI / I

---



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

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

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

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

Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 10. února 2011 a obsahuje informace dostupné k 21. lednu 2011. Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na [webových stránkách ČNB](#). Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci, záznamy z jednání bankovní rady a časové řady vybraných indikátorů hospodářského a měnového vývoje, dostupné v databázi ARAD.

Společný materiál Ministerstva financí a České národní banky předkládaný koncem každého roku k projednání ve vládě nesoucí název „[Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou](#)“, který býval v minulých letech přílohou první Zprávy o inflaci v následujícím roce, je od letošního roku dostupný jako samostatný dokument pouze na [webových stránkách ČNB](#). Tento materiál konstatuje, že za současných podmínek je velmi nepravděpodobné, že ČR bude ve střednědobém horizontu schopna plnit všechna maastrichtská konvergenční kritéria. Stejně tak je nejisté udržení a potřebné další zvyšování dosaženého stupně sladění české ekonomiky s eurozónou v nejbližších letech. Materiál tak dospěl k závěru, že nebylo dosaženo dostatečného pokroku při vytváření podmínek pro přijetí eura, aby mohlo dojít ke stanovení cílového data vstupu do eurozóny.

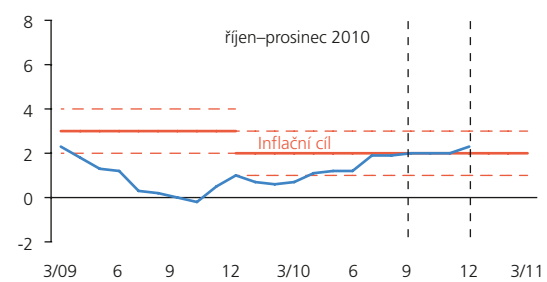


<b>PŘEDMLUVA</b>	<b>3</b>
<b>OBSAH</b>	<b>5</b>
<b>I SHRUTÍ</b>	<b>6</b>
<b>II PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA</b>	<b>9</b>
<b>II.1 Vnější předpoklady prognózy</b>	<b>9</b>
<b>II.2 Prognóza</b>	<b>11</b>
Box 1 Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	19
<b>II.3 Srovnání s minulou prognózou</b>	<b>21</b>
<b>II.4 Alternativy a citlivostní analýzy</b>	<b>23</b>
II.4.1 Alternativní scénář – vyšší růst cen komodit	23
II.4.2 Alternativní scénář – vyšší růst zahraniční ekonomické aktivity („německá lokomotiva“)	24
II.4.3 Alternativní scénář – nižší růst zahraniční ekonomické aktivity („prohloubení dluhové krize v eurozóně“)	25
II.4.4 Citlivostní scénář kurzu	25
<b>II.5 Prognózy ostatních subjektů</b>	<b>26</b>
<b>III SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>28</b>
<b>III.1 Inflace</b>	<b>28</b>
III.1.1 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	28
III.1.2 Současný vývoj inflace	30
<b>III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců</b>	<b>32</b>
III.2.1 Dovozní ceny	32
III.2.2 Ceny výrobců	32
<b>III.3 Poptávka a nabídka</b>	<b>36</b>
III.3.1 Domácí poptávka	36
III.3.2 Čistá zahraniční poptávka	38
III.3.3 Nabídka	39
III.3.4 Vývoj potenciálního produktu a odhad cyklické pozice ekonomiky	41
<b>III.4 Trh práce</b>	<b>42</b>
III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	42
III.4.2 Mzdy a produktivita	43
<b>III.5 Finanční a měnový vývoj</b>	<b>45</b>
III.5.1 Peníze	45
III.5.2 Úvěry	46
III.5.3 Úrokové sazby	47
III.5.4 Měnový kurz	50
III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků	50
III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností	51
III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí	53
<b>III.6 Platební bilance</b>	<b>55</b>
III.6.1 Běžný účet	55
III.6.2 Kapitálový účet	56
III.6.3 Finanční účet	56
<b>III.7 Vnější prostředí</b>	<b>58</b>
III.7.1 Eurozóna	58
III.7.2 Spojené státy	60
III.7.3 Kurz USD/EUR	61
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>71</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>76</b>

GRAF I.1

## PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

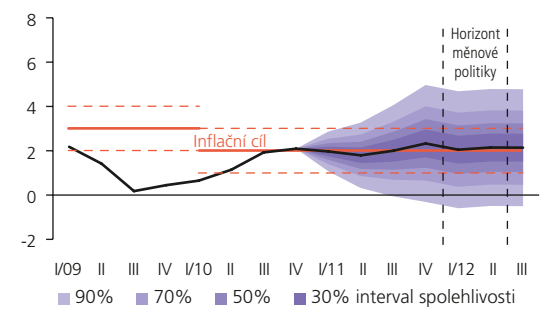
**Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zvýšila a v prosinci se dostala mírně nad inflační cíl ČNB**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.2

## PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

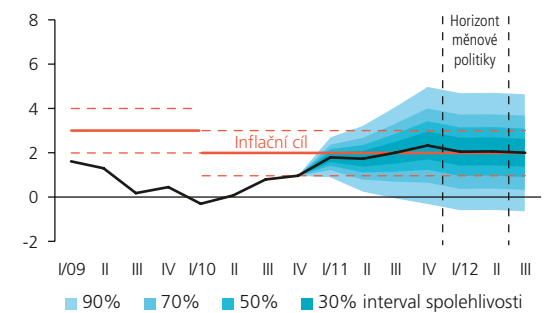
**Podle prognózy se bude celková inflace nacházet poblíž inflačního cíle**  
(meziroční změny v %)



GRAF I.3

## PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

**Měnověpolitická inflace se zvýší a bude se pohybovat v blízkosti inflačního cíle**  
(meziroční změny v %)



## I. SHRUTÍ

Oživení české ekonomiky pokračuje a je dočasně taženo zejména investicemi. Celková inflace se v prosinci 2010 zvýšila mírně nad úroveň cíle vlivem rostoucích světových cen komodit, zatímco inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou významné a růst dovozních cen statků s vyšším stupněm zpracování zůstává utlumený. Měnověpolitická inflace je nadále pod cílem. Česká ekonomika v letošním roce zpomalila svůj meziroční růst v důsledku fiskální konsolidace, odeznění přechodného investičního boomu a zpomalení hospodářského růstu v zahraničí. V příštím roce dojde ke zřetelnému zrychlení domácího hospodářského růstu v návaznosti na oživení zahraniční poptávky a odeznění vlivu fiskální konsolidace. Inflace se bude v nejbližších dvou letech pohybovat v blízkosti cíle. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011. Významná rizika prognózy se týkají zejména zahraničního vývoje.

**Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2010** dále zrychlila svůj meziroční růst na 2,8 %. K tomu přispěly zejména investice do zásob, mírně kladné byly rovněž příspěvky fixních investic a spotřeby domácností. Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 je očekáváno další zrychlení meziročního růstu na 3,5 %. Rostoucí výkon ekonomiky se projevil i ve výrazném zpomalení meziročního poklesu zaměstnanosti.

**Celková inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2010** zvýšila a v prosinci se dostala mírně nad inflační cíl ČNB (Graf I.1), měnověpolitická inflace se nadále pohybuje pod cílem. Za zvýšením inflace stálo zejména zrychlení růstu cen potravin a cen pohonných hmot, opačným směrem působilo prohloubení meziročního poklesu cen v rámci korigované inflace bez pohonných hmot. Dovozní nákladové tlaky se aktuálně koncentrují pouze do cen základních komodit, celkově je působení dovozních cen neutrální v důsledku vzájemné kompenzace zhodnocení kurzu a růstu zahraničních cen průmyslových výrobců. Domácí inflační tlaky jsou v současnosti nepatrné navzdory postupujícímu oživení ekonomické aktivity. Ziskové marže zůstávají nadále stlačené.

Tempo **ekonomického růstu v eurozóně** se ve třetím čtvrtletí 2010 snížilo. V letošním roce se očekává další postupné zpomalování hospodářského růstu v souvislosti s fiskálními úsporami ve většině zemí eurozóny. Tržní výhled úrokových sazeb v eurozóně je rostoucí zejména na delším konci, kde se oproti minulé prognóze zvyšuje v očekávání rychlejšího zpříšňování měnové politiky ECB. Fiskální problémy některých zemí eurozóny se promítly do výkyvů kurzu eura vůči dolaru. Podle aktuálního výhledu by se tento kurz měl v nejbližších dvou letech pohybovat mírně nad hodnotou 1,3 USD/EUR. Aktuální nárůst cen ropy je zřejmě výsledkem fundamentálních faktorů i zvýšeného zájmu finančních investorů, tržní výhled však již nepředpokládá výrazný růst.

**Celková inflace** se bude na celém horizontu **prognózy** nacházet poblíž inflačního cíle (Graf I.2). Na jednu stranu z ní odezní dopady změn



nepřímých daní. Na druhou stranu **měnověpolitická inflace**, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dále vzroste a bude se spolu s celkovou inflací pohybovat poblíž cíle (Graf I.3). K tomu budou přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu a postupným zvyšováním marží. Tyto tlaky budou částečně kompenzovány trendovým posilováním měnového kurzu, které z hlediska dovozních cen převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Dovozní ceny proto budou až do konce roku 2011 působit směrem k nižší čisté inflaci. V roce 2012 očekává prognóza další nárůst domácích nákladových tlaků v důsledku zrychlujícího růstu mezd i ekonomické aktivity. Ceny potravin ještě krátkodobě vzrostou, po odeznění vlivu vysokých cen zemědělských výrobců však jejich meziroční růst zvolní. Podobně se budou vyvíjet i ceny pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot postupně poroste a ze záporných hodnot se vymaní ve třetím čtvrtletí 2011.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních **úrokových sazeb** poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011 (Graf I.4). Nízká hladina úrokových sazeb bude mimo jiné odrážet dopady fiskální konsolidace v letošním roce a nízkou úroveň zahraničních úrokových sazeb na kratším konci prognózy. Postupné posilování **kurzu koruny** na prognóze je dáno zejména nízkým výhledem zahraničních sazeb na kratším konci prognózy, v jehož důsledku bude po většinu prognózovaného období přetrvávat kladný úrokový diferenciál (Graf I.5).

**Očekávaný růst ekonomiky** v letošním roce dosáhne 1,6 %, což oproti předpokládané hodnotě 2,4 % za rok 2010 znamená zpomalení (Graf I.6). Toto zpomalení bude způsobeno fiskální restrikcí, výpadkem investic do výstavby solárních elektráren a obnovy zásob a zpomalením růstu zahraniční ekonomické aktivity. Se zrychlením dynamiky zahraniční poptávky a odezněním vlivu konsolidace veřejných rozpočtů v roce 2012 pak zřetelně zrychlí i růst českého HDP, a to na 3,0 %.

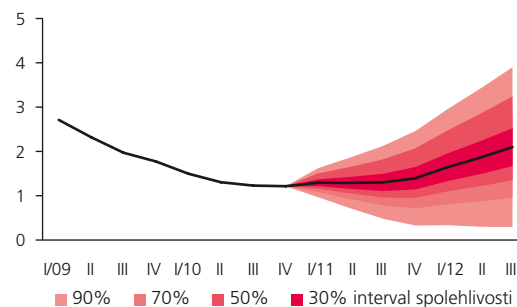
Dopady zpomalení růstu HDP a fiskální restrikce se projeví i na **trhu práce**. Meziroční růst zaměstnanosti proto po překmitu do kladných hodnot počátkem roku 2011 následně opět zpomalí k nulové hodnotě. Obecná míra nezaměstnanosti by měla v obou následujících letech pozvolna klesat, zejména však v důsledku poklesu pracovní síly. Růst mezd v podnikatelské sféře bude postupně zrychlovat, naopak mzdy v nepodnikatelské sféře budou v roce 2011 v důsledku úsporných fiskálních opatření klesat a v roce 2012 zhruba stagnovat.

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik významných rizik zahraničního vývoje, která vedla ke zpracování tří alternativních scénářů. První z nich – **scénář vyšších cen komodit** – předpokládá o 20 % vyšší globální ceny všech významných skupin komodit ve srovnání se základním scénářem. Na tento šok ECB reaguje okamžitým zvýšením svých základních sazeb, které tlumí nárůst průmyslových cen v eurozóně. Zároveň dochází k útlumu zahraniční ekonomické aktivity, což spolu s vysokými zahraničními sazbami působí na oslabení

GRAF I.4

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

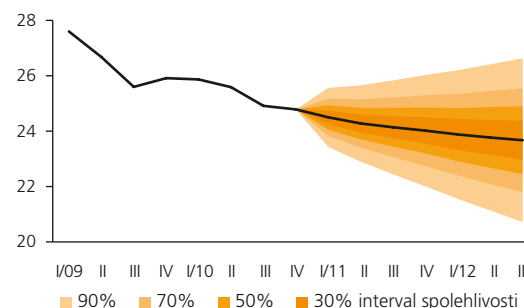
S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011 (3M PRIBOR v %)



GRAF I.5

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

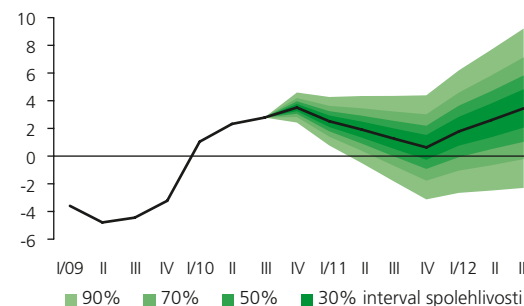
Nominální měnový kurz na horizontu prognózy postupně posiluje (CZK/EUR)



GRAF I.6

## PROGNÓZA RŮSTU HDP

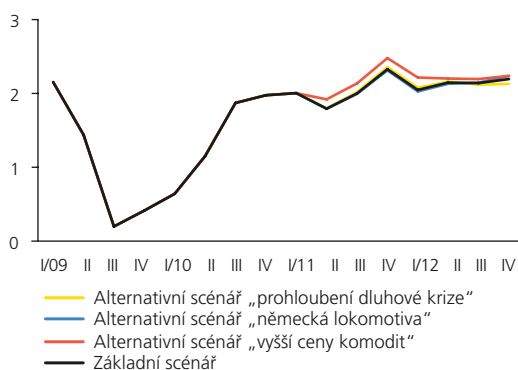
Růst HDP v roce 2011 zpomalí v důsledku fiskální restrikce, pomalejšího růstu zahraniční poptávky a nižší dynamiky investic (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF I.7

## CELKOVÁ INFLACE – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A ALTERNATIV

Celková inflace se od základního scénáře viditelně liší jen u scénáře cen komodit (meziroční změny v %)



kurzu koruny v celém horizontu prognózy. Slabší kurz lehce vylepšuje cenovou konkurenceschopnost tuzemských vývozců, avšak vliv oslabené zahraniční poptávky převažuje v celém horizontu prognózy a vede k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři (o 0,5 procentního bodu v letošním roce a o 0,4 procentního bodu v roce 2012). Domácí inflace se mírně zvyšuje zejména v oblasti regulovaných cen energií, zatímco v rámci tržních cen se zhruba kompenzuje vliv vyšších dovozních cen a utlumené domácí ekonomické aktivity (Graf I.7). Tento scénář vyvolává bezprostřední nárůst domácích tržních úrokových sazeb, které v celém horizontu prognózy leží výše v porovnání se základním scénářem.

## Scénář vyššího zahraničního růstu („německá lokomotiva“)

předpokládá, že růst v eurozóně v roce 2011 bude nadále silně těžit ze „strojového“ tempa německého vývozu. Celoroční ekonomický růst v letech 2011–2012 proto bude o 0,5 procentního bodu vyšší než v základním scénáři. Vyšší zahraniční ekonomický růst je doprovázen zpříšňováním měnové politiky v eurozóně. Rychlejší růst zahraniční poptávky a zlepšení salda výkonové bilance vede k posílení kurzu koruny v celém horizontu prognózy. Tlak na posilování kurzu je přitom jen částečně tlumen růstem zahraničních sazeb. Růst domácího HDP je rychlejší oproti základnímu scénáři (Graf I.8) o 0,8 procentního bodu v roce 2011 a o 0,9 procentního bodu v roce 2012. Dynamičtější růst ekonomiky však neznamena vyšší domácí inflaci, neboť je kompenzován silnějším kurzem koruny. Úrokové sazby jsou v roce 2011 téměř shodné se základním scénářem, teprve v roce 2012 leží výše (Graf I.9).

## Scénář nižšího zahraničního růstu („prohloubení dluhové krize v eurozóně“)

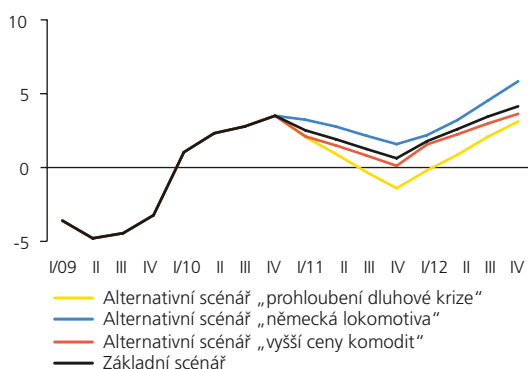
popisuje situaci, kdy ekonomický růst v eurozóně je silně tlumen prohloubením dluhové krize a jím vynucenou výraznější fiskální restrikcí. Scénář je simulován tak, aby celoroční růst zahraniční ekonomické aktivity v letech 2011–2012 byl o 1 procentní bod nižší oproti základnímu scénáři. Výpadek zahraniční poptávky doprovázený poklesem eurových sazeb se na delším konci prognózy promítá do nižší hladiny domácích úrokových sazeb a slabšího kurzu koruny. Růst HDP je v porovnání se základním scénářem nižší v roce 2011 o 1,3 procentního bodu, v roce 2012 o 1,5 procentního bodu. Z pohledu inflace je ale pomalejší hospodářský růst vyvážen slabším měnovým kurzem.

Na svém měnověpolitickém zasedání 3. února 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů **ponechat úrokové sazby beze změny**. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako významná, spojená se zahraničním vývojem, mířící oběma směry a v souhrnu vyrovnaná. Proinflační riziko představují vyšší ceny komodit, naopak protiinflačním rizikem je aktuální posílení kurzu koruny.

GRAF I.8

## RŮST HDP – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A ALTERNATIV

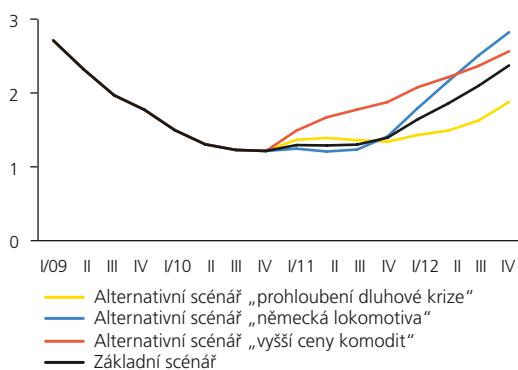
Prognózu růstu HDP obestírají oboustranná rizika (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF I.9

## 3M PRIBOR – POROVNÁNÍ ZÁKLADNÍHO SCÉNÁŘE A ALTERNATIV

Vyšší ceny komodit mají okamžitý dopad do domácích tržních úrokových sazeb, zbývající scénáře ovlivňují pouze delší výhled sazeb (v %)



## II. PROGNOZA, JEJÍ ZMĚNY A RIZIKA

### II.1 VNĚJŠÍ PŘEDPOKLADY PROGNOZY

*Ekonomické oživení v eurozóně by mělo pokračovat i v letošním a příštím roce. Od druhé poloviny roku 2011 se však do růstu HDP začne naplno promítat fiskální konsolidace v jednotlivých členských státech. Poměrně rychlý růst cen napříč komoditními trhy se odrazil v aktuálním vývoji spotřebitelských cen i cen výrobců a spolu s tím se zvýšil i jejich výhled pro první polovinu letošního roku. Tržní výhled tříměsíční sazby EURIBOR je nadále postupně rostoucí, přičemž zvyšující se inflace jej posouvá směrem k dřívějšímu zpřísnování měnové politiky. Kurz eura vůči dolaru je v současnosti volatilní, jeho výhled však nevykazuje znatelný trend. Ceny ropy i ostatních komodit ve čtvrtém čtvrtletí 2010 značně vzrostly, další výrazný růst cen se však do konce roku 2012 nepředpokládá.*

**Výhled efektivní ekonomické aktivity v eurozóně** naznačuje pokračující oživení v letošním a příštím roce (Graf II.1.1).<sup>1</sup> Vyšší dynamika růstu se koncentruje především do první poloviny letošního roku, poté se do výsledků ekonomické aktivity již naplno promítne fiskální konsolidace v jednotlivých členských státech eurozóny. Růstové výhledy se pro roky 2011 a 2012 pohybují v průměru kolem 2,2 %, a to především zásluhou německé ekonomiky, jež tvoří podstatnou část efektivního ukazatele. Důvěra ve výsledky německého průmyslu stále přetrvává a je podporována i předstihovými ukazateli. Výhled je ovšem zatížen značnými obousměrnými riziky (viz alternativní scénáře v kapitolách II.4.2 a II.4.3).

**Výhled růstu efektivního ukazatele výrobních cen eurozóny** (Graf II.1.2) je ovlivněn především nedávným růstem cen potravinářských, průmyslových i energetických surovin. Tento vliv se projevuje především začátkem letošního roku, kdy se prognóza cen průmyslových výrobců posouvá směrem nahoru, a poté odeznívá s tím, jak se předpokládá zklidnění na komoditních trzích. V souhrnu byl průměrný růst efektivního ukazatele výrobních cen pro rok 2011 přehodnocen o 0,4 procentního bodu nahoru, a meziroční růst se tak očekává na úrovni 2,9 %. V roce 2012 by měl růst výrobních cen zvolnit na 2,3 %. Nejistota v podobě možného déle trvajícího růstu cen komodit je zachycena v alternativním scénáři „vyšší růst cen komodit“ (viz kapitola II.4.1).

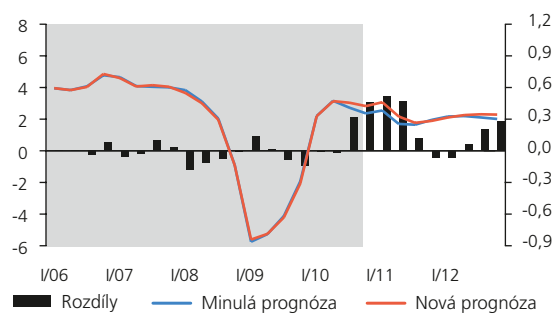
**Inflace spotřebitelských cen v eurozóně** vzrostla rychleji, než předpokládala minulá prognóza – údaj za prosinec 2010 ve výši 2,2 % již překračuje definici cenové stability ECB (těsně pod 2 %). V efektivním ukazateli inflace v eurozóně (Graf II.1.3) mají největší váhu země s aktuálně umírněným cenovým vývojem, přesto se jeho výhled posunul

<sup>1</sup> Výhled zahraničních veličin, který čerpáme z průzkumu analytiků Consensus Forecasts (CF) a cen tržních kontraktů, byl aktualizován k 10. lednu 2011. Šedá plocha v grafech odděluje známou minulost od výhledu. Tato konvence je používána v celé této Zprávě.

GRAF II.1.1

#### EFEKTIVNÍ HDP EUROZÓNY

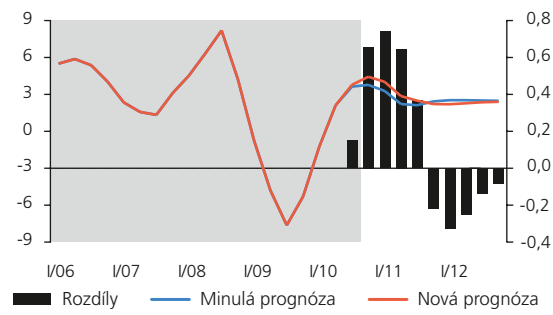
**Během první poloviny roku 2011 růst zpomalí, když ekonomická aktivity bude tlumena fiskální restrikcí**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.2

#### EFEKTIVNÍ PPI EUROZÓNY

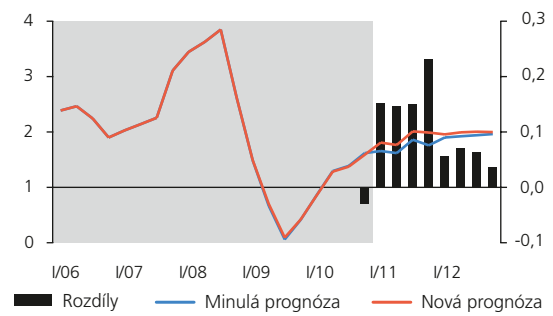
**Výhled růstu průmyslových cen je pro rok 2011 ovlivněn zvýšením cen komodit včetně energií**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)



GRAF II.1.3

#### EFEKTIVNÍ CPI EUROZÓNY

**Výhled efektivní inflace leží u hranice 2 % a oproti minulé prognóze se zvýšil**  
(meziroční změny v %, rozdíly v procentních bodech – pravá osa)

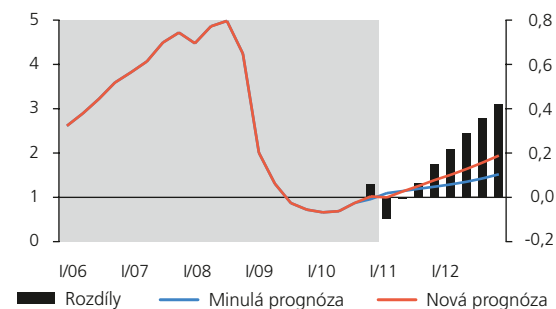


GRAF II.1.4

## 3M EURIBOR

Tržní výhled sazeb je postupně rostoucí a oproti minulé prognóze odráží očekávání rychlejšího zpřísnění měnové politiky

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



vzhůru. Vyšší očekávaný meziroční růst cen v eurozóně je ovlivněn jednak daty publikovanými počátkem ledna, zároveň se do něj promítá vývoj cen surovin. Letos by tedy spotřebitelské ceny měly vzrůst o 1,9 %, v roce 2012 pak o 2,0 %.

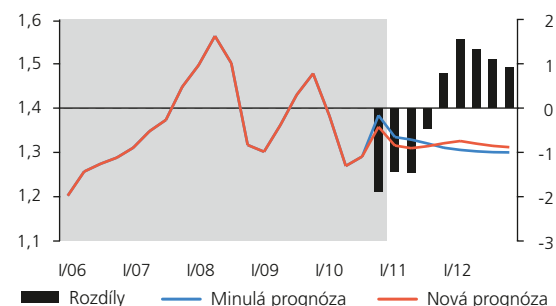
**Trajektorie sazeb 3M EURIBOR** je nadále postupně rostoucí a oproti minulé prognóze se posouvá směrem nahoru (Graf II.1.4). V letošním roce je sice růst sazeb ještě umírněný, ale v závěru roku 2011 se očekává jeho zrychlení a na konci roku 2012 by tříměsíční sazba měla vzrůst až na 1,9 % (zatímco minulé prognóza předpokládala růst jen na 1,5 %). Tato tržní očekávání jsou pro letošní rok v souladu s názorem analytiků přispívajících do průzkumu Consensus Forecasts. Převážná většina z nich v současnosti neočekává zvyšování základní sazby ECB do konce roku 2011 a první zvýšení se tedy předpokládá až za tímto horizontem. Průzkum mezi analytiky i propočít tržního výhledu sazeb se ovšem uskutečnily 10. ledna 2011, tedy tři dny před měnovým zasedáním ECB. Následné vyjádření prezidenta ECB upozornilo na rizika inflace a mohlo posunout očekávání analytiků i trhu směrem k dřívějšímu zvyšování sazeb.

GRAF II.1.5

## KURZ EURA K DOLARU

Výhled kurzu eura vůči dolaru se pohybuje mírně nad 1,3 USD/EUR a oproti minulé prognóze se příliš nemění

(USD/EUR, rozdíly v % – pravá osa)



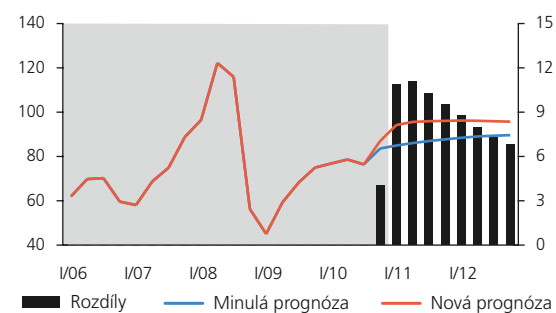
**Kurz eura vůči dolaru** v průběhu listopadu 2010 oslaboval vlivem fiskálních problémů v některých členských státech eurozóny. Od prosince do první poloviny ledna byl jeho vývoj volatilní a bez výraznějšího trendu. Rovněž výhled nepředpokládá žádný trendový vývoj a kurz by se měl po celém horizontu pohybovat mírně nad hodnotou 1,3 USD/EUR (Graf II.1.5). Oproti minulé předpovědi je tak euro jen nepatrně slabší v letošním roce a silnější v roce 2012. Rizikem pro euro je možné pokračování fiskálních problémů v eurozóně. Naopak pokud v USA nebude omezen program kvantitativního uvolňování, mohl by přebytek likvidity začít nafukovat cenovou bublinu aktiv, což by vedlo k oslabení dolaru.

GRAF II.1.6

## CENA ROPY BRENT

Cena ropy i její výhled vzrostly zřejmě i v důsledku ukládání přebytečné likvidity do ropných derivátů

(USD/barel, rozdíly v % – pravá osa)



Na základě tržních výhledů je očekáván již jen pozvolný růst **ceny ropy Brent** na hodnoty těsně pod hranicí 100 USD/barel a poté stagnace až do konce roku 2012 (Graf II.1.6). Oproti předpokladu z minulé prognózy jde o přehodnocení směrem vzhůru v průměru o cca 9 %. Výhled cen ropy Brent je v souladu s očekáváním analytiků Consensus Forecasts, kteří rovněž předpokládají jen mírný růst ceny ropy WTI. Ta je v současné době levnější než Brent o více než 5 USD/barel z důvodu vysokých zásob v USA. Za vysokými cenami ropy v současnosti stojí kromě pokračujícího oživení globální ekonomiky pravděpodobně i ukládání přebytečné likvidity do ropných derivátů.

## II.2 PROGNOZA

Celková inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dosáhla v průměru 2,1 %, přičemž měnověpolitická inflace byla 1,0 %. Dovození nákladové tlaky se aktuálně koncentrují pouze do cen komodit, zatímco celkově jsou v důsledku vzájemné kompenzace zhodnocení kurzu a růstu zahraničních cen průmyslových výrobců neutrální. Domácí inflační tlaky jsou v současnosti nepatrné navzdory postupujícímu oživení ekonomické aktivity. Na prognóze se budou celková i měnověpolitická inflace pohybovat v blízkosti 2% cíle. K tomu budou přispívat postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu a postupným zvyšováním marží. Ty budou částečně kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu, které z hlediska dovozních cen převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. V roce 2011 dojde ke zpomalení růstu HDP na 1,6 %. Toto zpomalení bude způsobeno fiskální restrikcí, výpadkem investic do zásob a výstavby solárních elektráren a zpomalením růstu zahraniční ekonomické aktivity. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011.

Meziroční **celková inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dosáhla v průměru 2,1 %. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, činila v průměru 1,0 %. V následujících čtvrtletích se budou celková i měnověpolitická meziroční inflace nacházet v blízkosti inflačního cíle (Graf II.2.1). K návratu měnověpolitické inflace na cíl bude přispívat růst regulovaných cen a cen potravin.

Meziroční **růst regulovaných cen** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zůstal zhruba na stejné úrovni jako v předešlém čtvrtletí a dosáhl 3,8 %. V prvním čtvrtletí 2011 prognóza předpokládá zrychlení meziročního růstu regulovaných cen na 4,6 %, a to především vlivem vyšších cen elektřiny (Graf II.2.2). Do konce roku 2011 by se pak měl růst regulovaných cen pohybovat v rozmezí 3,5–4,5 % s následným postupným zpomalováním v roce 2012 (Tab. II.2.1). Hlavními zdroji růstu regulovaných cen v letech 2011 a 2012 budou růst regulovaného nájemného, zvýšení cen elektřiny na počátku roku 2011 a pozvolný růst cen ostatních energií. Riziko vyššího růstu regulovaných cen energií je součástí alternativního scénáře „vyšší růst cen komodit“ (viz kapitola II.4.1).

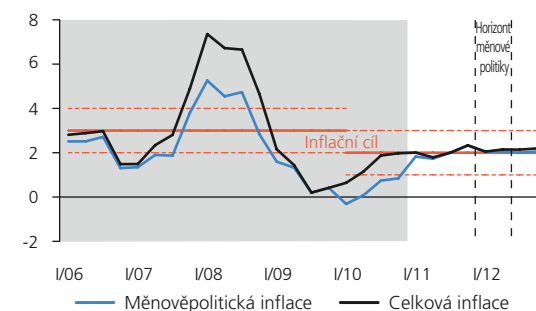
Meziroční inflaci budou v oblasti **změn nepřímých daní** od ledna 2011 ovlivňovat již pouze zpožděné dopady zvýšení spotřební daně a DPH u cigaret (v prvním čtvrtletí 2011 ve výši cca 0,2 procentního bodu, tento efekt vymizí ve třetím čtvrtletí 2011). V samotném roce 2011 prognóza nepředpokládá změny nepřímých daní. Počátkem roku 2012 pak počítá, stejně jako v minulé prognóze, pouze s harmonizačním zvýšením spotřebních daní u cigaret s příspěvkem do inflace mírně nad 0,1 procentního bodu.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Riziko možného zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012 bylo analyzováno v jednom z citlivostních scénářů ve Zprávě o inflaci IV/2010.

GRAF II.2.1

### CELKOVÁ A MĚNOVĚPOLITICKÁ INFLACE

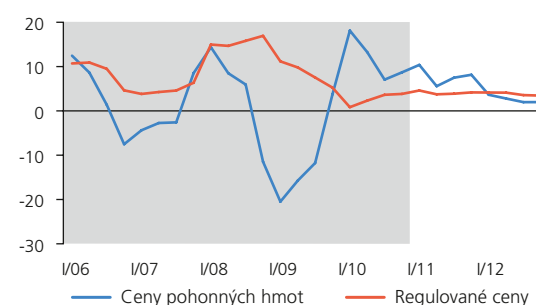
Celková i měnověpolitická inflace se budou nacházet poblíž inflačního cíle (meziroční změny v %)



GRAF II.2.2

### REGULOVANÉ CENY A CENY PH

Růst regulovaných cen v letošním roce lehce zrychlí (meziroční změny v %, bez primárních dopadů změn nepřímých daní)



TAB. II.2.1

### PROGNOZA ADMINISTRATIVNÍCH VLIVŮ

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

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

	2010		2011		2012	
	skutečnost		progn.		progn.	
Regulované ceny <sup>a)</sup>	3,8	0,66	4,3	0,74	3,4	0,62
z toho (hlavní změny):						
Regulované nájemné	16,8	0,23	15,0	0,24	15,0	0,27
Ceny elektřiny	-2,5	-0,09	5,0	0,17	3,0	0,11
Ceny zemního plynu	6,7	0,16	3,4	0,08	1,0	0,03
Ceny tepla	3,3	0,08	2,0	0,05	2,0	0,05
Regulované ceny ve zdravotnictví	7,8	0,16	4,0	0,08	2,0	0,04
Primární dopady změn daní v neregulovaných cenách		1,02		0,00		0,14

a) včetně dopadu změn nepřímých daní

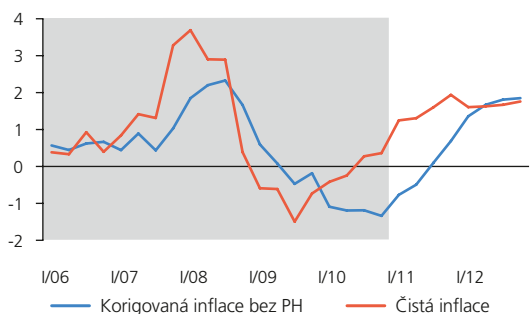


GRAF II.2.3

## ČISTÁ INFLACE A KORIGOVANÁ INFLACE BEZ PH

Korigovaná inflace bez pohonných hmot překmitne do kladných hodnot ve třetím čtvrtletí 2011

(meziroční změny v %)



**Čistá inflace** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pokračovala ve svém růstu a dosáhla meziročně hodnoty 0,4 % (Graf II.2.3). Za tímto vývojem stál především pokračující poměrně vysoký růst cen potravin a cen pohonných hmot. Vývoj cen komodit (včetně cen zemědělských výrobců) bude spolu s pozvolným obnovováním domácích nákladových tlaků a narovnáváním marží přispívat k nárůstu čisté inflace. Tyto vlivy však budou během roku 2011 zčásti kompenzovány postupným posilováním měnového kurzu a později též opětovným zpomalením růstu cen potravin.

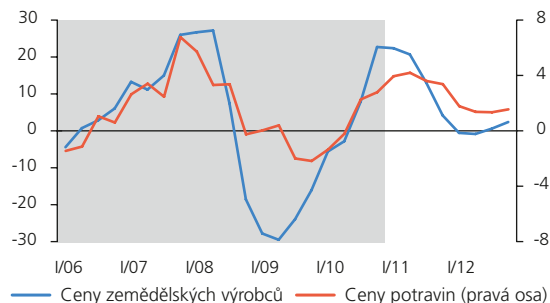
Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 záporná, když prohloubila svůj pokles na -1,3 %. Tyto nízké hodnoty jsou v souladu s protiinflačním působením vnějších nákladových tlaků (s výjimkou cen komodit, které se však prozatím promítají pouze na počátku výrobního řetězce), utlumenými domácími nákladovými tlaky a slabou domácí poptávkou udržující marže podniků na stlačené úrovni. Na počátku prognózy již dojde k pozvolnému zvyšování korigované inflace bez pohonných hmot, přičemž do kladných hodnot překmitne ve třetím čtvrtletí 2011. Pak bude dále zrychlovat až k 2 % úrovni v závěru roku 2012.

GRAF II.2.4

## CENY POTRAVIN A ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Růst cen zemědělských výrobců již dosáhl vrcholu, růst cen potravin ale ještě dále zrychlí

(meziroční změny v %)



Meziroční růst cen **potravin** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dále zrychlil. Hlavní příčinou byla reakce na vysoký růst cen zemědělských výrobců. Aktuální růst spotřebitelských cen potravin je přitom nižší, než by odpovídalo pozorovanému růstu cen výrobců. Z hlediska výhledu do budoucna je důležité i to, že v minulosti došlo k navýšení marží prodejců potravin, kteří jen částečně reagovali na předešlý pokles vstupních cen. Prodejci tedy mají stále určitý prostor pro tlumení růstu nákladů; u ostatních složek čisté inflace takový prostor není. Tento faktor bude sice tlumit růst cen potravin na prognóze, ale i přesto meziroční růst cen potravin v prvním čtvrtletí 2011 dosáhne cca 4 % (Graf II.2.4). Po odeznění vlivu rostoucích cen zemědělských komodit meziroční růst cen potravin zvolní a v roce 2012 se bude pohybovat okolo 1,5 %.

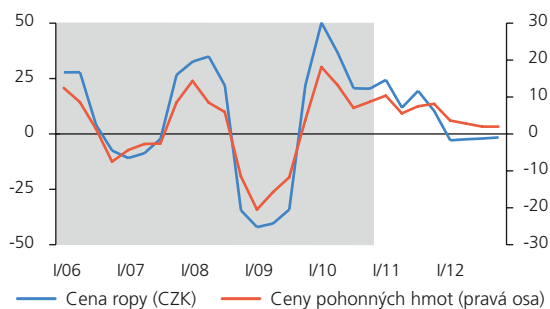
Meziroční růst cen **pohonných hmot** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zrychlil a jeho zrychlení prognóza předpokládá i v prvním čtvrtletí 2011 (Graf II.2.5), což je důsledek růstu světových cen ropy a benzínů z přelomu let 2010 a 2011. Vzhledem ke stagnujícím tržním výhledům cen ropy a benzínů a očekávanému zhodnocení koruny se v následujícím období bude růst cen pohonných hmot snižovat až na 2 % na konci roku 2012.

GRAF II.2.5

## INFLACE CEN PH A CENA ROPY

Aktuální vysoký růst cen pohonných hmot bude postupně odeznívat

(meziroční změny v %)



**Úrokové sazby** na peněžním trhu ve čtvrtém čtvrtletí 2010 stagnovaly, sazby s delší splatností se zvýšily. S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011 (Graf II.2.6). Nízká hladina úrokových sazeb bude mimo jiné odrážet dopady fiskální konsolidace v roce 2011 a nadále nízkou úroveň zahraničních úrokových sazeb na kratším konci prognózy.

**Koruna vůči euru** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v průměru mírně posílila, ačkoli v samotném závěru roku dočasně oslabila. Za jejími výkyvy stál

zejména vývoj sentimentu zahraničních investorů, jenž se měnil v závislosti na rizicích v USA a Evropě. Krátkodobá prognóza pro první čtvrtletí 2011 předpokládá průměrnou úroveň měnového kurzu na úrovni 24,5 CZK/EUR. Postupné posilování kurzu na prognóze (Graf II.2.7) je dáno zejména nízkým výhledem zahraničních sazeb na kratším konci prognózy, v jehož důsledku bude po většinu prognózovaného období přetrvávat kladný úrokový diferencál. Na zhodnocování koruny bude mít vliv také příznivý výhled výkonové bilance na rok 2011 odrážející mimo jiné pokles dovozů fotovoltaických panelů a utlumenou domácí poptávku. K posilování kurzu přispěje též pokles rizikové prémie vlivem fiskální konsolidace a obnovení reálné konvergence od roku 2012.

Výše uvedená prognóza inflace a s ní konzistentní trajektorie úrokových sazeb odráží hodnocení aktuální situace ekonomiky a její výhled do budoucna. Na základě pozorovaných dat odhadujeme ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mírně kladný mezičtvrtletní růst **nominálních mezních nákladů v sektoru spotřebních statků** (Graf II.2.8). Působení dovozních cen je (s výjimkou bezprostředního dopadu světových cen komodit) aktuálně neutrální, přičemž zhodnocení měnového kurzu se vzájemně kompenzuje s rostoucí zahraniční inflací. Tlaky z domácí ekonomiky, aproximované růstem cen mezispotřeby, jsou nepatrné. Odhadovaný vývoj exportně specifické technologie souvisí s přetrvávajícím rozdílem ve vývoji cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků (tzv. Balassův-Samuelsonův efekt) a působí tradičně ve směru kladné inflace.

Na začátku prognózy je růst nominálních mezních nákladů ve spotřebitelském sektoru mírný. Tlaky z domácí ekonomiky se obnovují, jsou však na začátku prognózy nadále tlumeny nízkým růstem mezd a zpomalením tempa ekonomického oživení. Působení dovozních cen překmitne do protiinflační polohy (vliv posilujícího měnového kurzu převáží nad předpokládaným růstem cen průmyslových výrobců v eurozóně). Od začátku roku 2012 očekává prognóza spolu s opětovným oživením zahraniční poptávky i české ekonomiky další nárůst domácích nákladových tlaků.

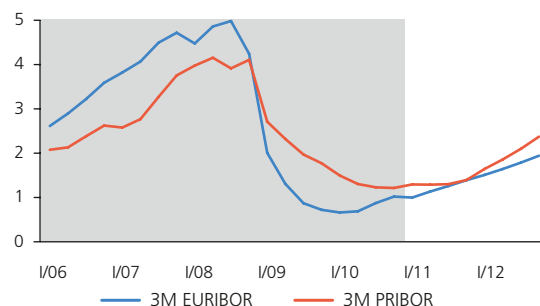
**Nominální mezní náklady v sektoru mezispotřeby** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 mezičtvrtletně rostly, když se příspěvek ceny kapitálu dostal v důsledku vyšší investiční aktivity přechodně do kladných hodnot. Růst nominálních mezd byl jen částečně kompenzován růstem prací zhodnocující technologie (Graf II.2.9), který je v souladu s pozorovaným růstem národohospodářské produktivity práce. Domácí nákladové tlaky se začnou postupně obnovovat vlivem růstu mezd a od roku 2012 též robustnějšího oživení ekonomické aktivity. Záporný příspěvek ceny kapitálu v roce 2011 je dán především očekávaným mezičtvrtletním poklesem investic (vliv odeznění výstavby solárních elektráren a zpomalení obnovy zásob).

**Marže v sektoru spotřebitelských statků** jsou ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nadále hodnoceny jako stlačené pod rovnovážnou úroveň (Graf II.2.10). V prvním čtvrtletí 2011 bude pokračovat stagnace mezer marží na aktuálních hodnotách, především v důsledku nízkého

GRAF II.2.6

## PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

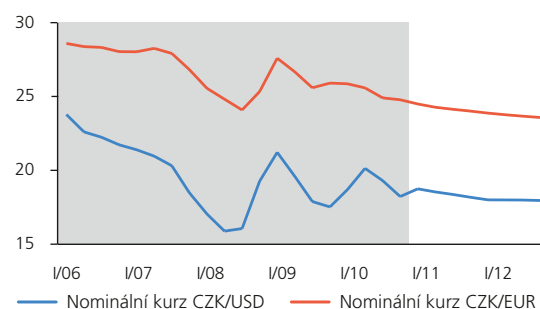
S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011 (3M PRIBOR a 3M EURIBOR v %)



GRAF II.2.7

## PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU

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

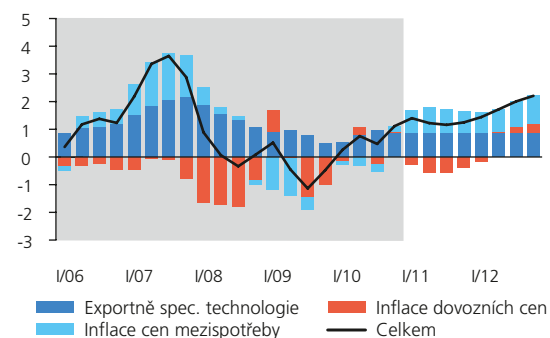


GRAF II.2.8

## NÁKLADY SPOTŘEBITELSKÉHO SEKTORU

Obnovující se tlaky z domácí ekonomiky budou v roce 2011 částečně kompenzovány protiinflačním působením dovozních cen

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

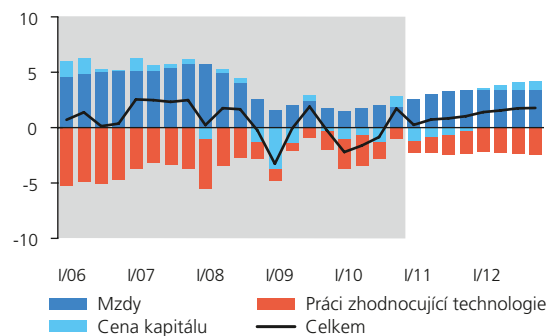


GRAF II.2.9

## NÁKLADY SEKTORU MEZISPOTŘEBY

Domácí nákladové tlaky budou přispívat k růstu cen mezispotřeby jen mírně

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

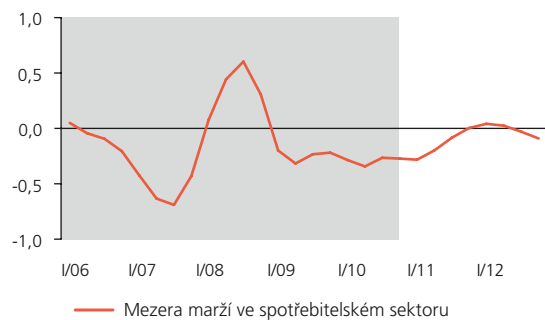


GRAF II.2.10

## MEZERA MARŽÍ VE SPOTŘEBITELSKÉM SEKTORU

Marže podniků se budou od druhého čtvrtletí 2011 postupně navracet k rovnovážné úrovni

(v %)

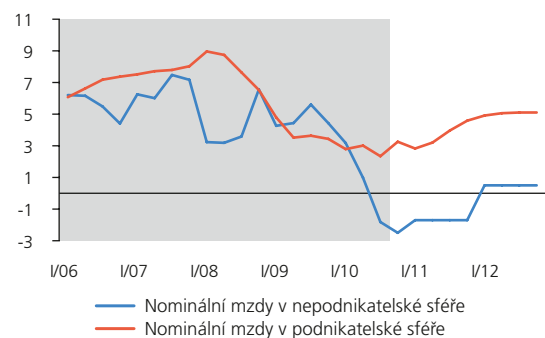


GRAF II.2.11

## PRŮMĚRNÁ NOMINÁLNÍ MZDA

Růst mezd v podnikatelském sektoru začne zrychlovat, zatímco v nepodnikatelské sféře dojde v roce 2011 k poklesu mezd

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



růstu mezd. Od druhého čtvrtletí roku 2011 pak bude docházet k postupnému návratu marží na jejich rovnovážnou úroveň prostřednictvím vyšší inflace i pomalého růstu nákladů.

**Produktivita práce** na úrovni národního hospodářství, která během prvního čtvrtletí roku 2010 přešla k meziročnímu růstu, bude růst i v celém horizontu prognózy. Její vývoj ale bude odrážet zpomalení ekonomického růstu v roce 2011 a přerývané oživení zaměstnanosti, a proto její meziroční růst v průběhu letošního roku dočasně zpomalí.

Průměrná **nominální mzda v podnikatelské sféře** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vzrostla dle předpokladů prognózy o 3,3 %, za celý rok 2010 o 2,7 %.<sup>3</sup> V roce 2011 mzda poroste o 3,7 %, v roce 2012 meziroční tempo růstu mezd v podnikatelské sféře dále zrychlí až k 5 % (Graf II.2.11). Toto zrychlení bude odrážet především oživení ekonomické aktivity.

Průměrná **mzda v nepodnikatelské sféře** v roce 2010 meziročně poklesla o 0,2 % vlivem přijatých vládních úsporných opatření. Pro čtvrté čtvrtletí 2010 prognóza předpokládá meziroční pokles o 2,5 %. V letošním roce by mělo dojít v rámci fiskální konsolidace k poklesu objemu mezd a platů v nepodnikatelské sféře v rozsahu cca -3,4 %. Ten bude podle našeho odhadu realizován z poloviny poklesem zaměstnanosti, takže dojde ke snížení průměrné mzdy o 1,7 %. V roce 2012 se meziroční růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře zvýší na 0,5 %.

**Reálný HDP ve třetím čtvrtletí 2010** meziročně vzrostl o 2,8 % (mezičtvrtletně o 1,0 %), což znamená zrychlení tempa růstu ve srovnání s předchozím čtvrtletím. Podle minulé prognózy měl být růst za třetí čtvrtletí 2010 jen o 0,1 procentního bodu nižší. K meziročnímu růstu HDP přispěla nejvíce hrubá tvorba kapitálu hlavně díky investicím do zásob, příspěvek fixních investic však byl také kladný (Graf II.2.12). Ve stejném směru působila i spotřeba domácností. Příspěvky čistého vývozu a spotřeby vlády byly naopak záporné.

**Růst ekonomické aktivity** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pravděpodobně mírně zrychlil (Graf II.2.13). K tomu by mělo přispět mezičtvrtletní zrychlení spotřeby domácností a čistého vývozu. Tvorba hrubého kapitálu by měla naopak mezičtvrtletně zpomalit. Meziroční růst HDP za čtvrté čtvrtletí 2010 podle prognózy dosáhne 3,5 %, a v souhrnu za celý rok 2010 pak 2,4 %. V roce 2011 očekává predikce snížení tempa růstu HDP na 1,6 % v důsledku zpomalení všech složek domácí

3 Rizikem této krátkodobé prognózy je odhad dopadu daňové optimalizace, kdy prostřednictvím mezd je vyplácena i část zisků firem. Nižší daňová sazba DPFO (aktuálně 15 %) vůči sazbě DPPO (aktuálně 19 %) spolu se stropy pro odvody na zdravotní a sociální pojištění způsobuje, že pro majitele, který je současně zaměstnancem firmy, je od roku 2008 výhodnější si zisk vyplatit formou mzdy. Efekt této daňové optimalizace se koncentruje do konce roku. V roce 2010 byl silně patrný již v listopadových datech mezd v průmyslu. Vzhledem k příznivým výsledkům hospodaření nefinančních podniků a narůstajícímu využití této formy daňové optimalizace bude v roce 2010 její efekt patrně vyšší v porovnání s rokem 2009. Příspěvek tohoto vlivu k meziročnímu růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2010 odhadujeme do výše 1 procentního bodu.



poptávky. V případě spotřeby domácností a vlády dojde ke zpomalení, resp. poklesu zejména kvůli dopadu vládních úsporných opatření. U investic by měly odeznít efekty doplňování zásob a investic do solárních elektráren z konce roku 2010.<sup>4</sup> Příspěvek čistého vývozu bude působit proti zpomalování meziročního tempa růstu HDP, když za celý rok 2011 bude neutrální oproti mírně zápornému příspěvku v roce 2010. V roce 2012 by mělo dojít ke zvýšení příspěvků k růstu HDP ve všech výdajových složkách a tempo růstu HDP zřetelně zrychlí na 3,0 %. Nejvýznamnější příspěvek by měl mít čistý vývoz díky zrychlení zahraniční poptávky při současně mírnějším oživení domácí poptávky. V kladném směru bude přispívat i spotřeba domácností v důsledku rychlejšího růstu mezd.

Oživení ekonomické aktivity během roku 2010 se projevilo dalším výrazným zpomalením meziročního poklesu **zaměstnanosti** v průběhu třetího čtvrtletí 2010. Prognóza předpokládá, že již ve čtvrtém čtvrtletí 2010 došlo k nepatrnému meziročnímu nárůstu celkové zaměstnanosti, který bude pokračovat až do třetího čtvrtletí 2011 (Graf II.2.14). Poté růst zaměstnanosti vlivem zpomalení dynamiky meziročního HDP a propouštění ve veřejné sféře opět poklesne. K částečnému oživení zaměstnanosti bude nadále docházet především vlivem růstu exportně orientované výroby v průmyslové sféře. Sektor služeb, který má na celkové zaměstnanosti větší váhu (59 %) a v loňském roce významně brzdil její pokles, již patrně nebude zasažen výraznějším propadem zaměstnanosti.

Sezonně očištěná **obecná míra nezaměstnanosti** ve třetím čtvrtletí 2010 stagnovala. Prognóza předpokládá její postupný pokles z 7,3 % v roce 2010 na 6,8 %, resp. 6,6 % v letech 2011 a 2012 (Graf II.2.15). Uvedený vývoj odráží odeznění poklesu zaměstnanosti i očekávané snížení pracovní síly v důsledku klesající populace v produktivním věku. **Míra registrované nezaměstnanosti** ve třetím čtvrtletí 2010 poklesla, avšak ve čtvrtém čtvrtletí 2010 opět vzrostla. Je to do značné míry způsobeno změnami v legislativě a následnou reakcí uchazečů o práci na tyto změny. Část z nově registrovaných nezaměstnaných se namísto registrace v lednu 2011 zaregistrovala již v prosinci 2010.<sup>5</sup> Na prognóze je vývoj míry registrované nezaměstnanosti podobný jako v případě obecné míry nezaměstnanosti. Rizikem prognózy pro oba ukazatele je odhad dopadů fiskální konsolidace (míru nezaměstnanosti zvýší přibližně o 0,2 procentního bodu, tento efekt postupně odezní), pro obecnou míru je rizikem i vliv výše uvedených změn v zákoně o zaměstnanosti.

Oživení meziročního růstu reálné **spotřeby domácností** v roce 2010 se pravděpodobně v roce 2011 zastaví a růst spotřeby zpomalí. Oživení ve druhém a třetím čtvrtletí 2010 lze vysvětlit zejména snížením

4 Rizikem prognózy je však možnost, že část z těchto investic bude realizována ještě v prvním čtvrtletí 2011.

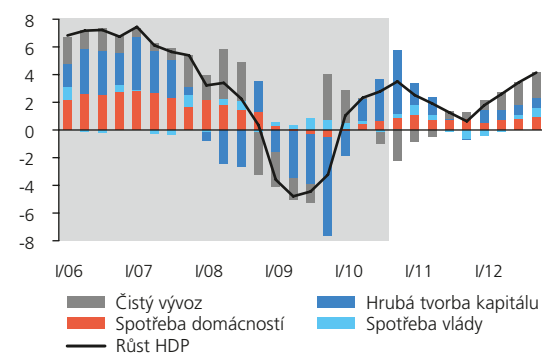
5 Vzhledem k možnosti si jako nezaměstnaný přivydělat v rámci tzv. nekolidujícího zaměstnání až polovinu minimální mzdy bylo do konce roku 2010 možné, aby jedna osoba byla vedena podle statistik MPSV jako nezaměstnaný, zatímco v rámci statistiky VŠPS jako zaměstnaný. Tato možnost je od 1.1.2011 zrušena, u zaregistrovaných před tímto datem trvá i nadále. Lze očekávat, že toto opatření přispěje v delším horizontu ke sblížení obou měr nezaměstnanosti.

GRAF II.2.12

### PROGNOZA STRUKTURY MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

**Příspěvek čistého vývozu v průběhu letošního roku překmitne do kladných hodnot**

(meziročně v %, příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěno)

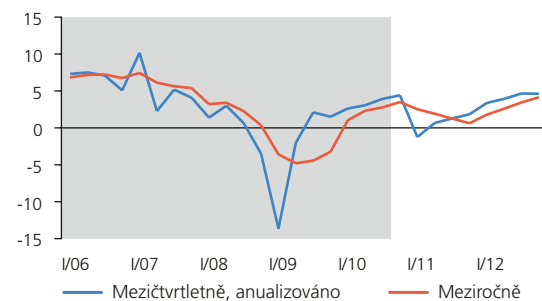


GRAF II.2.13

### PROGNOZA RŮSTU HDP

**Růst HDP v roce 2011 zpomalí vlivem fiskální konsolidace a nižšího růstu celkových investic**

(změny v %, sezonně očištěno)

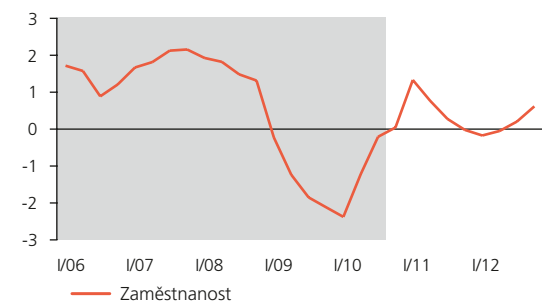


GRAF II.2.14

### CELKOVÁ ZAMĚSTNANOST

**Oživení celkové zaměstnanosti bude přerývané**

(meziroční změny v %)

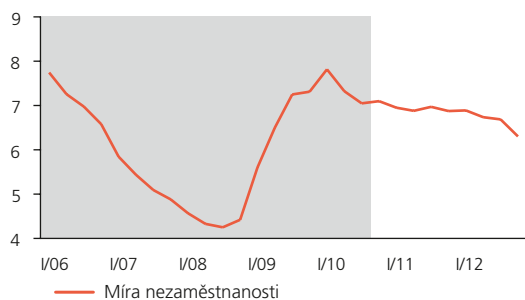


GRAF II.2.15

## OBCENÁ MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Míra nezaměstnanosti bude pozvolna klesat

(v %, sezonně očištěno)

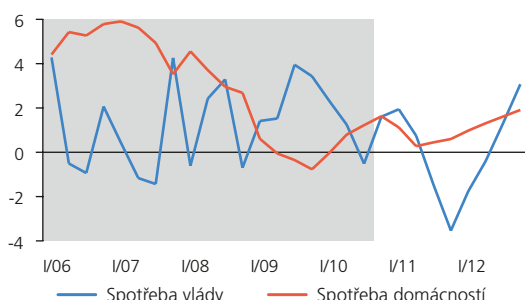


GRAF II.2.16

## REÁLNÁ SPOTŘEBA DOMÁCNOSTÍ A VLÁDY

Růst spotřeby domácností se udrží v kladných hodnotách, zatímco spotřeba vlády výrazně klesne

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

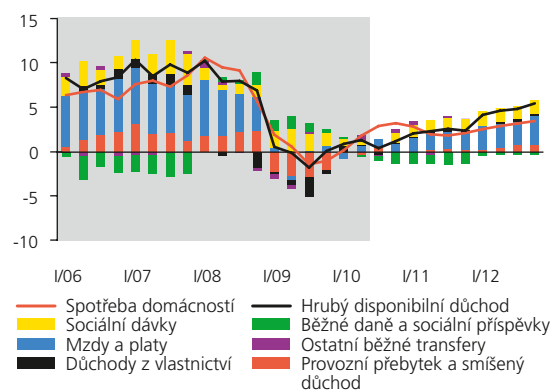


GRAF II.2.17

## NOMINÁLNÍ DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Hrubý disponibilní důchod bude růst hlavně z titulu obnoveného zvyšování objemu mezd a platů

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



míry úspor oproti předchozím rokům z důvodu vyhlazování spotřeby v čase. Současně platí, že trvá datová nejistota v údajích reálné spotřeby domácností (viz Box ve Zprávě o inflaci IV/2010). V první polovině roku 2011 budou úsporná opatření vlády tlumit růst disponibilního důchodu. Ke zpomalení růstu spotřeby bude též přispívat očekávané pozvolné zvýšení míry úspor z aktuálně nízkých hodnot a růst deflátoru spotřeby. Výsledný růst reálné spotřeby za rok 2011 dosáhne 0,6 %, v roce 2012 pak lze z důvodu rychlejšího růstu objemu mezd a odeznění vlivu fiskální konsolidace očekávat jeho zrychlení na 1,5 % (Graf II.2.16).

Vývoj spotřeby domácností na prognóze určuje zejména **hrubý disponibilní důchod**. Celkový objem mzdových prostředků bude pokračovat v pozvolném nárůstu (Graf II.2.17). Prognóza očekává další zrychlování růstu průměrné mzdy v soukromém sektoru a mírný růst počtu zaměstnanců. Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře bude v průběhu roku 2011 přispívat záporně. Sociální dávky, které jsou druhou nejvýznamnější složkou disponibilního důchodu, budou vykazovat také kladný příspěvek zejména z důvodu růstu výdajů na důchody, který převáží nad škrtů v oblasti státní sociální podpory. Provozní přebytek a smíšený důchod související s vývojem zisků drobných podnikatelů bude mít na prognóze nepatrný až mírně kladný příspěvek. Běžné daně a sociální příspěvky budou vykazovat záporné příspěvky do disponibilního důchodu, a to zejména v roce 2011 v důsledku konsolidačních opatření vlády. V roce 2012 pak tento dopad odezní. Celkový růst hrubého disponibilního důchodu bude postupně zrychlovat, což je důležitým předpokladem pro oživení nominální spotřeby.

Domácnosti začnou od roku 2011 opět postupně zvyšovat **míru úspor**, která v průběhu krize poklesla v důsledku vyhlazování spotřeby v čase. Od roku 2011 postupně vymizí rozdíl mezi rychlejším růstem spotřeby a pomalejším růstem disponibilního důchodu a v roce 2012 již poroste rychleji disponibilní důchod.

Začínající zpomalení růstu reálné **spotřeby vlády** v první polovině roku 2010 vyústilo v mírný pokles o 0,5 % za třetí čtvrtletí 2010. Pro čtvrté čtvrtletí 2010 prognóza předpokládá opět mírný růst. Vlivem úsporných fiskálních opatření meziroční růst spotřeby vlády v roce 2011 nejdříve zpomalí a ke konci roku poklesne do výrazně záporných hodnot. Její reálný růst se pak obnoví až ve druhé polovině roku 2012.

**Hrubá tvorba kapitálu** ve třetím čtvrtletí 2010 vzrostla vysokým meziročním tempem 14,4 %. K růstu přispěla hlavně tvorba zásob, ale i fixní investice, které vykázaly oživení po dlouhém období poklesů. Pro čtvrté čtvrtletí roku 2010 očekává prognóza další zrychlení růstu hrubé tvorby kapitálu na meziroční hodnotu 22,8 %. Na počátku roku 2011 však meziroční růst hrubé tvorby kapitálu výrazně zpomalí kvůli odeznění vlivu instalací fotovoltaických panelů a slábnoucímu příspěvku změny stavu zásob (Graf II.2.18). Fixní investice i hrubá tvorba kapitálu celkem budou růst od druhé poloviny roku 2011 a v průběhu 2012 umírněným mezičtvrtletním tempem.

**Vývoz zboží a služeb** v reálném vyjádření ve třetím čtvrtletí 2010 vzrostl meziročně o 14,1 %. Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 očekává prognóza další meziroční zrychlení vývozu (Graf II.2.19), avšak v mezičtvrtletním vyjádření dojde ke zpomalení v návaznosti na prognózu vývoje zahraniční poptávky. V roce 2011 by měla dynamika vývozu dále zpomalit, opětovné oživení prognóza předpokládá až v roce 2012. Průběh prognózy vývozu vychází z profilu očekávaného růstu zahraniční efektivní poptávky.

Při zrychlujícím růstu vývozu a hrubých investic, které představují nejvíce dovozně náročné výdajové složky HDP, ve třetím čtvrtletí 2010 výrazně vzrostl i **dovoz zboží a služeb** (o 16,6 %). Prognóza očekává výrazné zpomalení růstu dovozu v roce 2011, když odráží především očekávaný vývoj vývozu a hrubé tvorby kapitálu.

Při výrazném zrychlení růstu dovozu oproti vývozu vykázal **čistý vývoz** ve třetím čtvrtletí 2010 záporný příspěvek k meziročnímu růstu HDP (-0,9 procentního bodu). Pro čtvrté čtvrtletí 2010 očekáváme další prohloubení záporného příspěvku na -2,2 procentního bodu. V záporných – avšak méně výrazných – hodnotách zůstane i v první polovině roku 2011, poté překmitne příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP do kladných hodnot a bude postupně narůstat. Na konci prognózy dosáhne příspěvek čistého vývozu 1,9 procentního bodu k meziročnímu růstu HDP.

Prognóza platební bilance předpokládá zhruba stagnaci deficitů **běžného účtu** na roky 2011 i 2012 na úrovni roku 2010 (Tab. II.2.2). V relativním vyjádření to představuje mírný pokles z cca 3 % HDP v roce 2010 na cca 2,7 % v roce 2012. Mírné zvyšování přebytku výkonové bilance<sup>6</sup> v obou letech bude přibližně kompenzováno růstem deficitu bilance výnosů. Mírné meziroční zvýšení salda výkonové bilance v roce 2011 bude souviset se zpomalením tempa růstu dovozů (vliv odeznění dovozů pro fotovoltaiku) a pomalým růstem domácí poptávky (důsledek restriktivní fiskální politiky). Opačným směrem bude působit poměrně výrazný meziroční růst cen surovin na světových trzích, zejména paliv. V roce 2012 by k dalšímu mírnému zvýšení přebytku výkonové bilance mělo přispět oživení zahraniční poptávky. Zvyšující se deficit bilance výnosů v obou letech bude především důsledkem pokračujícího růstu zisků nerezidentů z přímých zahraničních investic v ČR a růstu úrokových nákladů spojených s růstem objemu zahraničního financování státního dluhu. Bilance běžných převodů by měla stagnovat. Proti sobě bude působit vyšší čisté čerpání zdrojů z EU a prohloubení záporného salda soukromých převodů.

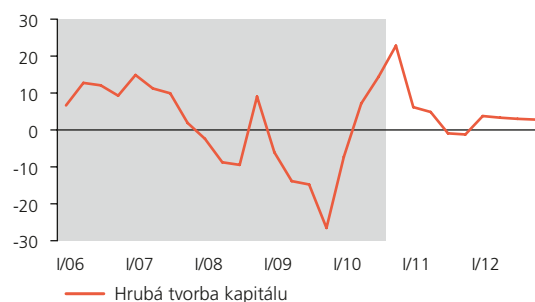
6 Tj. obchodní bilance a bilance služeb.

GRAF II.2.18

### HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU

V letošním roce dojde k výraznému zpomalení růstu celkových investic vlivem útlumu investic do výstavby solárních elektráren a obnovy zásob

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

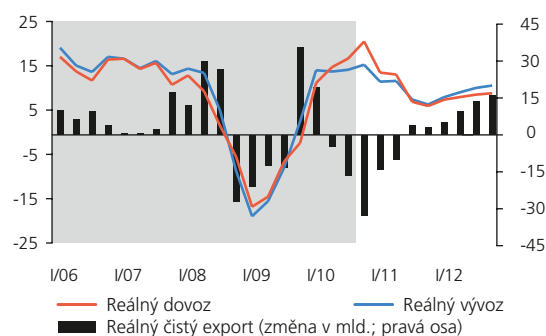


GRAF II.2.19

### REÁLNÝ VÝVOZ A DOVOZ

Pokles dovozů fotovoltaických panelů se odrazí v poklesu tempa růstu dovozu

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



TAB. II.2.2

### PROGNOZA PLATEBNÍ BILANCE

Zvýšení přebytku výkonové bilance bude kompenzováno rostoucím schodkem bilance výnosů

(v mld. Kč)

	2009 skut.	2010 odhad	2011 progn.	2012 progn.
A. BĚŽNÝ ÚČET	-37,0	-105,0	-110,0	-110,0
Obchodní bilance	180,6	200,0	220,0	240,0
Bilance služeb	27,0	-35,0	-40,0	-40,0
Bilance výnosů	-230,9	-260,0	-280,0	-300,0
Běžné převody	-13,7	-10,0	-10,0	-10,0
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	41,0	38,0	48,0	48,0
C. FINANČNÍ ÚČET	123,9	177,0	145,0	140,0
Přímé investice	26,4	125,0	90,0	105,0
Portfoliové investice	113,8	160,0	110,0	70,0
Finanční deriváty	-7,7			
Ostatní investice <sup>a)</sup>	-8,6	-55,0	-15,0	5,0
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-38,4			
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-60,6	-58,0	-18,0	-13,0

a) bez operací bankovního sektoru

TAB. II.2.3

## FISKÁLNÍ PROGNOZA

Započatá fiskální konsolidace povede ke znatelnému snížení deficitu vládního sektoru v roce 2011

(v % nominálního HDP)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
Příjmy vládního sektoru	40,2	41,0	41,6	41,2
Výdaje vládního sektoru	45,9	46,1	45,9	45,4
z toho: úrokové platby	1,3	1,2	1,4	1,6
SALDO VLÁDNÍHO SEKTORU	-5,8	-5,1	-4,3	-4,2
z toho:				
primární saldo <sup>a)</sup>	-4,5	-3,9	-2,9	-2,6
mimořádné jednorázové operace	0,4	-0,1	-0,2	-0,1
UPRAVENÉ SALDO <sup>b)</sup>	-6,1	-5,0	-4,2	-4,1
Cyklická složka (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	0,0	-0,3	-0,7	-0,6
Strukturální saldo (metoda ESCB) <sup>c)</sup>	-6,2	-4,7	-3,5	-3,4
Fiskální pozice v p.b. (metoda ESCB) <sup>d)</sup>	-2,0	1,5	1,2	0,0
Cyklická složka (metoda EK) <sup>c)</sup>	-0,9	-0,5	-0,5	-0,1
Strukturální saldo (metoda EK) <sup>c)</sup>	-5,3	-4,5	-3,6	-4,0
Fiskální pozice v p.b. (metoda EK) <sup>d)</sup>	-1,2	0,8	0,9	-0,4
Dluh vládního sektoru	35,3	39,3	41,9	44,0

a) saldo vládního sektoru snížené o úrokové platby

b) upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

c) odhad ČNB

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

TAB. II.2.4

## PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Míra nezaměstnanosti bude v letech 2011 a 2012

postupně klesat

(meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	-0,8	-0,2	0,8	3,2
Zaměstnanost celkem	-1,4	-0,9	0,6	0,2
Míra nezaměstnanosti (v %) <sup>a)</sup>	6,7	7,3	6,8	6,6
Produktivita práce	-3,0	3,3	1,0	2,9
Průměrná nominální mzda	4,0	2,2	2,7	4,2
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	3,2	2,7	3,7	5,0
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-1,0	-2,8	-2,9	-2,7
M2	6,2	4	6,4	7,7

a) dle metodiky ILO

Deficit běžného účtu bude financován mírně vyšším přebytkem kapitálového účtu v důsledku silícího přílivu prostředků ze zdrojů EU a na finančním účtu čistým přílivem přímých a portfoliových investic. Čistý příliv **přímých investic** se v roce 2011 oproti roku 2010 mírně sníží zejména vlivem mírného růstu investic rezidentů v zahraničí a očekávaného snížení přílivu úvěrů od zahraničních mateřských společností. V roce 2012 prognóza opět očekává mírný meziroční růst celkového salda přímých investic. Ekonomický růst by měl oživit zájem o investice v ČR, zároveň by se měl snížit odliv kapitálu v souvislosti s rozhodnutím společnosti ČEZ o přesměrování investic ze zahraničí do tuzemska. V oblasti **portfoliových investic** dojde k výraznému poklesu kladného salda vlivem nižší potřeby zahraničního financování fiskálního deficitu a poklesu zahraničního financování ČEZu. K poklesu celkového kladného salda portfoliových investic by měl přispívat i obnovený zájem rezidentů o investování v zahraničí. Na horizontu prognózy nadále nejsou patrná výraznější rizika v oblasti vnější nerovnováhy české ekonomiky.

Výše popsaný očekávaný budoucí vývoj ekonomiky se odráží ve výhledu **hospodaření vládního sektoru** pro roky 2011 a 2012 (Tab. II.2.3). Očekávaný výsledek hospodaření vládního sektoru za rok 2010 byl zpřesněn na základě dostupných údajů ze čtvrtletních národních účtů a pokladního plnění státního a místních rozpočtů v loňském roce. Pro rok 2010 předpokládá prognóza ČNB znatelný meziroční pokles **deficitu vládního sektoru** na 5,1 % HDP, a to v důsledku účinnosti předloni schváleného (tzv. Janotova) úsporného fiskálního balíčku. Součástí uvedeného balíčku bylo zvýšení nepřímých daní, které však zejména u spotřebních daní na pohonné hmoty nepřineslo do pokladního plnění rozpočtu tolik prostředků, kolik bylo původně odhadováno. Na druhé straně však došlo v roce 2010 k výrazné úspoře nákladů na obsluhu vládního dluhu vlivem nižších úrokových sazeb z vládních dluhopisů a k získání dodatečného příjmu z prodeje emisních povolenek v předpokládané výši cca 6 mld. Kč.<sup>7</sup>

V roce 2011 by pak mělo dojít k dalšímu urychlení poklesu schodku na úroveň 4,3 % HDP vlivem působení konsolidačních opatření přijatých koncem loňského roku v souvislosti se schválením státního rozpočtu na rok 2011. Jejich restriktivní působení na domácí ekonomickou aktivitu odpovídá minulé prognóze, a to jak z hlediska výše, tak způsobu zachycení v predikci makroekonomického vývoje. Nadále tedy očekáváme, že celkový dopad konsolidačních opatření do růstu HDP bude pro rok 2011 činit -0,8 procentního bodu, když hlavním kanálem fiskální restriktce bude spotřeba vlády a spotřeba domácností. Současně platí, že konsolidace veřejných rozpočtů bude mít postupně i mírné pozitivní nabídkové efekty a povede ke snížení rizikové premie země. Nově jsou do fiskální prognózy pro tento rok zapracována opatření zaměřená na omezení podpory solární energetiky. Ta mají zhruba srovnatelné dopady jak na příjmovou, tak výdajovou stranu rozpočtů.

<sup>7</sup> Příjmy z emisních povolenek se nicméně klasifikují jako mimořádné operace, nemají tedy vliv na strukturální schodek.

Prognóza pro rok 2012 je založena na předpokladu nezměněné fiskální politiky oproti roku 2011 a očekává jen mírný pokles deficitu vládního sektoru na 4,2 % HDP v důsledku zrychlování ekonomického růstu.

**Strukturální schodek** vládního sektoru se v roce 2010 pohyboval mírně pod 5 % HDP a v letech 2011–2012 poklesne na hodnoty kolem 3–4 % HDP. Očekávaný vývoj deficitů vládního sektoru povede k nárůstu vládního dluhu z 35,3 % HDP v roce 2009 na 44 % HDP v roce 2012. Bližší pohled na prognózu vládního dluhu, úrokových plateb (dluhové služby) a na výsledky citlivostních analýz vládního zadlužení nabízí Box 1.

Rizikem prognózy ve směru nižšího deficitu vládního sektoru v roce 2012 zůstává přijetí dodatečných **konsolidačních opatření**, jež by měla vést k dosažení 3% referenční hodnoty do roku 2013, jak vyplývá z procedury při nadměrném schodku. Pro rok 2012 je další nejistotou fiskální prognózy možné spuštění důchodové reformy, plánované na počátek roku 2012, a způsob jejího financování.

#### BOX 1

##### Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy

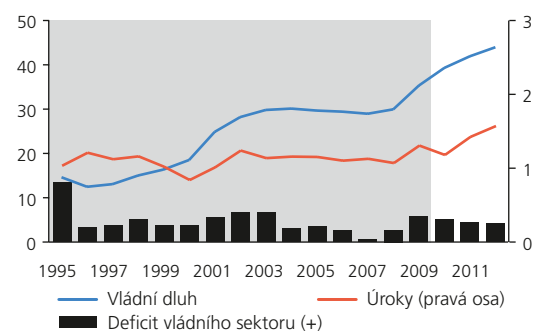
Vývoj vládního dluhu a dluhové služby na pozadí hospodaření vládního sektoru zobrazuje Graf 1. Po období stabilního vládního zadlužení v poměru k HDP v letech 2002–2008 dochází v posledních dvou letech k nárůstu tohoto poměru v důsledku zvýšených deficitů vládního sektoru i pomalého růstu nominálního HDP. Poměr dluhové služby k HDP, který na minulosti vykazoval relativně stabilní výši kolem 1 % HDP, se v roce 2009 výrazně zvýšil, poté však v roce 2010 klesl, když došlo k úspoře nákladů na obsluhu dluhu z titulu nižších úrokových sazeb z vládních dluhopisů. Tato úspora se již v příštích letech neočekává.

Východiskem **prognózy vládního dluhu** je výhled hospodaření vládního sektoru. Vedle salda vládního sektoru za daný rok ovlivňují změnu vládního dluhu položky „stock-flow adjust-ment“ (SFA), které uvádí Tab. 1. Pro účely prognózy jsou predikovány rozsahem nejvýznamnější položky: čisté pořízení oběživa a vkladů, akcií a ostatních majetkových účastí a ostatních finančních aktiv, čisté pořízení ostatních závazků a vliv ocenění dluhu v cizí měně. Prognóza položek SFA vychází z výhledu vybraných ukazatelů makroekonomické prognózy (nominální HDP a měnové kurzy), z předpokladů o vývoji státního rozpočtu (např. o plánované privatizaci, půjčkách EIB) a z dalších doplňkových informací (např. v minulosti o čerpání rezervních fondů organizačních složek státu). Pro prognózu vybraných položek SFA jsou specifikovány jednoduché ekonometrické modely, v některých případech je využita trendová projekce, resp. průměr minulých let. Konkrétně např. položka oběživo a vklady je navázána na privatizační příjmy a čerpání rezervních fondů.

GRAF 1 (Box)

##### VLÁDNÍ DLUH, ÚROKY A SALDO HOSPODAŘENÍ VLÁDNÍHO SEKTORU

Vládní zadlužení na horizontu prognózy výrazně roste v návaznosti na očekávané deficity vládního sektoru (v % nominálního HDP)



TAB. 1 (Box)

## POLOŽKY „STOCK-FLOW ADJUSTMENT“

Vládní dluh ČR roste o částku nižší, než odpovídá deficitu vládního sektoru

(v % nominálního HDP)

	2009 skut.	2010 progn.	2011 progn.	2012 progn.
A. Vládní deficit (+) / přebytek (-) (EDP)	5,8	5,1	4,3	4,2
B. Stock-flow adjustments (SFA=1+2+3) <sup>a)</sup>	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
1. Čisté pořízení finančních aktiv	0,3	0,3	0,4	0,4
Oběživo a vklady	-1,4	0,0	0,0	0,0
Cenné papíry jiné než akcie	0,1	0,0	0,0	0,0
Půjčky	0,0	0,0	0,0	0,0
Akcie a ostatní majetkové účasti	-0,2	0,0	0,0	0,0
Ostatní finanční aktiva	1,7	0,4	0,4	0,4
2. Úpravy	-0,9	-0,8	-0,8	-0,6
Čisté pořízení finančních derivátů	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté pořízení ostatních závazků	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Emise cenných papírů nad/pod nom. hodnotu	0,2	0,0	0,0	0,0
Rozdíl mezi aktuálním a hotovostním úrokem	-0,3	0,0	0,0	0,0
Zpětné odkoupení dluhu nad/pod nom. hodnotu	0,0	0,0	0,0	0,0
Vliv ocenění dluhu v cizí měně	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Ostatní změny výše dluhu	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Statistické diskrepance	-0,4	0,0	0,0	0,0
C. Změna vládního dluhu (A+B)	4,8	4,7	3,9	3,9

a) záporná hodnota znamená, že vládní dluh vzrostl o částku nižší, než by odpovídalo deficitu vládního sektoru (nebo se snížil více, než by implikoval přebytek)

Akcie a ostatní majetkové účasti jsou nepřímo úměrné privatizačním příjmům. U ostatních finančních aktiv se předpokládá růst úměrný HDP.

**Prognóza dluhové služby** (úroků) vychází z prognózy vládního dluhu a trajektorie „efektivní“ úrokové sazby. Efektivní úroková sazba (Graf 2) je v prvním roce prognózy nastavena jako vážený průměr výnosů dlouhodobých dluhopisů a krátkodobých výnosů ze státních pokladničních poukázek a dluhopisů se splatností do jednoho roku, v dalších letech zohledňuje vedle uvedené výchozí úrovně též očekávaný vývoj krátkodobých sazeb dle aktuální prognózy. Po poklesu v roce 2010 tak efektivní sazba roste ve vazbě na očekávaný růst měnověpolitických sazeb. Samotný propočít úrokových plateb probíhá několika iteracemi, které zajišťují vzájemnou konzistenci úrovně dluhu, placených úroků a salda vládního sektoru.

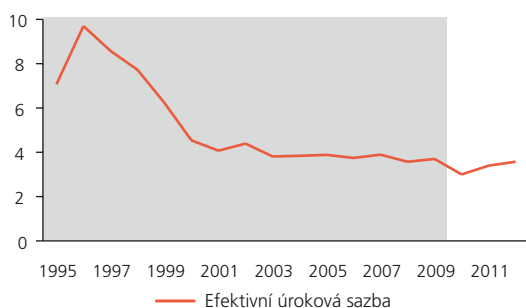
Vzhledem k nejistotám budoucího vývoje je vhodné provést **citlivostní analýzy** změny úrokových sazeb a podílu vládního dluhu na HDP. První analýza měří dopad zvýšení výnosů vládních dluhopisů o 1 procentní bod do salda hospodaření vládního sektoru. Výpočet předpokládá, že změna sazeb má vliv jen na dluh s úrokovou refixací do jednoho roku. Z aktuálních výsledků vyplývá relativně nízký dopad do salda hospodaření vládního sektoru, a to v kumulativní výši přibližně 0,1, 0,2 a 0,3 % HDP v horizontu tří let. Druhá citlivostní analýza měří citlivost úrokových plateb na jednorázové zvýšení podílu vládního dluhu na HDP o 5 procentních bodů při nezměněných úrokových sazbách. V současnosti takové zvýšení vládního dluhu implikuje pro rok 2011 nárůst úroků o cca 0,2 % HDP.

GRAF 2 (Box)

## EFEKTIVNÍ ÚROKOVÁ SAZBA Z VLÁDNÍHO DLUHU

Efektivní úroková sazba po poklesu v roce 2010 mírně vzroste

(v %)





### II.3 SROVNÁNÍ S MINULOU PROGNOZOU

Celkově jsou změny oproti minulé prognóze malé. Dochází k nepatrnému zvýšení predikce celkové inflace pro rok 2011 při mírně vyšší trajektorii tržních úrokových sazeb na delším konci predikce. Změna výhledu zahraničí vytváří tlaky na vyšší domácí úrokové sazby, opačným směrem působí vliv počátečních podmínek, především z důvodu nižšího pozorovaného růstu mezd. Na začátku predikovaného období se tyto tlaky kompenzují, na delším konci prognózy vliv zahraničí převládá. Meziroční tempo růstu HDP bude v letech 2011 i 2012 mírně vyšší vlivem zlepšeného výhledu zahraničí. Tempo růstu mezd v podnikatelské sféře se významně nepřehodnocuje, stejně jako prognóza měnového kurzu.

Prognóza meziroční **celkové inflace** se oproti minulé predikci významně nezměnila, její trajektorie se nachází jen nepatrně výše (Graf II.3.1).

Výhled růstu **regulovaných cen** je v roce 2011 nižší z důvodu menšího zvýšení cen elektrické energie v prvním čtvrtletí 2011. Tento efekt v roce 2011 převládá nad vyšším růstem regulovaného nájemného, který naopak ve změně prognózy regulovaných cen dominuje v roce 2012.

Prognóza **čisté inflace** v roce 2011 je oproti minulé predikci mírně vyšší (Graf II.3.2). Tato změna je způsobena především očekávaným rychlejším krátkodobým růstem cen pohonných hmot. V roce 2012 se prognóza čisté inflace nemění.

Celkové inflační tlaky jsou hodnoceny podobně jako v minulé prognóze, pouze **mezera marží v sektoru spotřeby** zůstává mírně stlačená i v prvním čtvrtletí 2011. Hlavním důvodem pro déle trvající útlum marží je vyšší růst nákladových tlaků odrážející zejména vysoký růst cen komodit. Od druhého čtvrtletí 2011 se marže podobně jako v minulé predikci postupně navrací ke své rovnovážné úrovni.

U výhledu **zahraničí** došlo ke změnám u všech hlavních proměnných. Výhled zahraničních sazeb 3M EURIBOR se zhruba od poloviny roku 2011 zvyšuje. Zahraniční poptávka byla v roce 2010 oproti původním předpokladům vyšší, k podobnému přehodnocení dochází i pro rok 2011, v roce 2012 se prognóza výrazně nemění. Oproti minulé prognóze je v celém roce 2011 též vyšší tempo růstu cen průmyslových výrobců. Celkový efekt změny výhledu zahraničí na změnu budoucí trajektorie domácích tržních sazeb je na celém horizontu prognózy kladný, i když na začátku prognózy je jeho výše zanedbatelná.

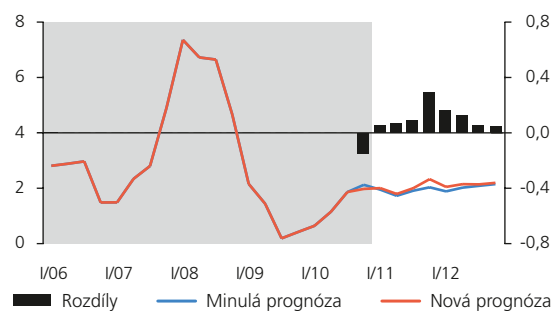
Prognóza tržních **úrokových sazeb** se až do třetího čtvrtletí 2011 nemění, od konce tohoto roku se pak mírně zvyšuje (Graf II.3.3). Kladný příspěvek nového zahraničního výhledu je zejména v roce 2011 kompenzován záporným příspěvkem počátečních podmínek, který plyne z nižšího růstu mezd v roce 2010 a z revizí dat národních účtů. V roce 2012 směrem k lehce nižším sazbám působí nižší budoucí spotřeba vlády, která však při odeznívajícím působení počátečních pod-

GRAF II.3.1

#### ZMĚNA PROGNOZY CELKOVÉ INFLACE

V roce 2011 dochází k nepatrnému zvýšení prognózy celkové inflace

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

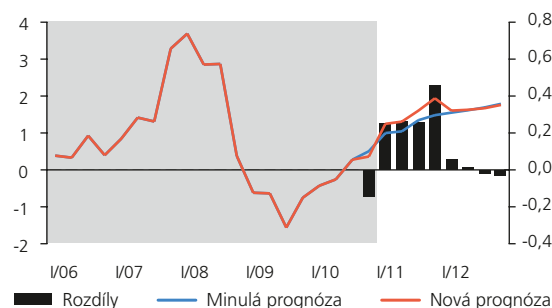


GRAF II.3.2

#### ZMĚNA PROGNOZY ČISTÉ INFLACE

Mírné zvýšení prognózy čisté inflace je způsobeno především vyšším růstem cen pohonných hmot

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

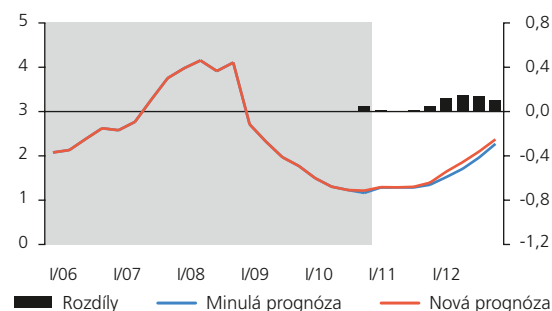


GRAF II.3.3

#### ZMĚNA TRAJEKTORIE ÚROKOVÝCH SAZEB

Prognóza tržních úrokových sazeb se od konce roku 2011 mírně zvyšuje

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

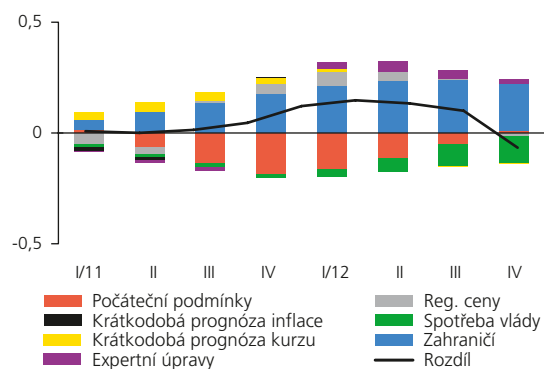


GRAF II.3.4

## ROZKLAD ZMĚN PROGNOZY ÚROKOVÝCH SAZEB

Změny jednotlivých faktorů jsou málo významné a navíc se zčásti kompenzují

(3M PRIBOR, v procentních bodech)



mínek nepřeváží nad efektem výhledu zahraničí. Vliv změn ostatních faktorů na tržní úrokové sazby není významný (Graf II.3.4).

Predikce nominálního **kurzu koruny k euru** se výrazně nemění (Graf II.3.5). Skutečnost za čtvrté čtvrtletí 2010 byla sice oproti minulé prognóze slabší, tento vliv je však kompenzován krátkodobou prognózou kurzu, jenž zohledňuje výrazné zhodnocení kurzu v lednu 2011.

Prognóza meziročního růstu **hrubého domácího produktu** se mírně zvyšuje (Graf II.3.6). Za přehodnocení stojí zejména vyšší růst zahraniční ekonomické aktivity odrážející se ve vyšším příspěvku čistého vývozu do růstu HDP, a v menší míře také revize růstu investic v první polovině roku 2010.

Nová prognóza očekává oproti minulé prognóze mírně vyšší růst **spotřeby domácností**. Důvodem je zlepšený očekávaný vývoj na trhu práce (vyšší výhled zaměstnanosti při zhruba stejném výhledu průměrných mezd).

Vzhledem k revizi časové řady objemu a cen investic v první polovině roku 2010 se **hrubá tvorba kapitálu** nachází na výrazně vyšších hodnotách, a to i přes mírně nižší mezičtvrtletní tempo růstu ve čtvrtém čtvrtletí 2010. Investice do solárních elektráren se na konci roku 2010 nacházely na horní hranici intervalu odhadovaném v minulé prognóze. Nová prognóza proto očekává výraznější propad investic v prvním čtvrtletí 2011<sup>8</sup> a poté jejich opětovný mírně vyšší růst oproti minulé prognóze.

Tempa růstu **vývozu a dovozu** jsou vlivem revize dat i nových údajů přehodnocena na prognóze významně směrem nahoru. Na začátku roku 2011 dojde, podobně jako u investic, k vyššímu skokovému snížení růstu dovozu oproti minulé prognóze. Na delším konci prognózy jsou tempa růstu vývozu a dovozu podobná jako v minulé prognóze.

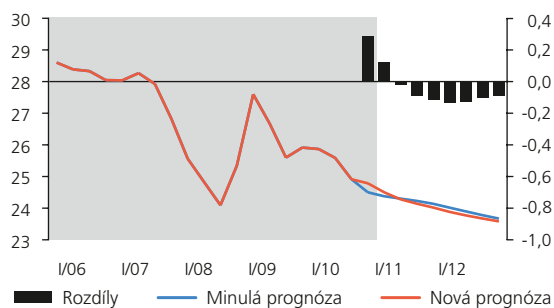
Prognóza růstu průměrné **nominální mzdy** v podnikatelském sektoru v roce 2011 se oproti minulé prognóze mírně snižuje v důsledku nízkých pozorovaných mezd ve druhé polovině roku 2010.<sup>9</sup> Vyšší ekonomická aktivita však přispěje k vyššímu růstu mezd od konce roku 2011 (Graf II.3.7).

GRAF II.3.5

## ZMĚNA PROGNOZY KURZU

Změny v prognóze kurzu nejsou významné

(CZK/EUR, rozdíly v CZK – pravá osa)

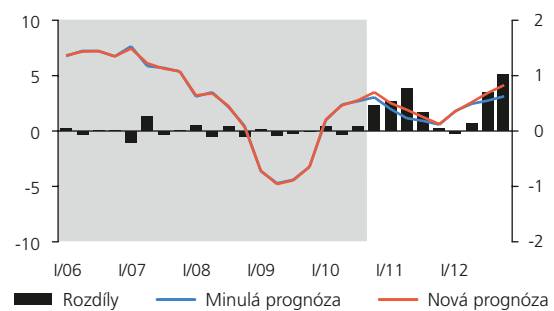


GRAF II.3.6

## ZMĚNA PROGNOZY HDP

Prognóza meziročního růstu hrubého domácího produktu se na celém horizontu mírně zvyšuje

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



8 K tomuto výraznějšímu propadu však dojde z důvodu revize historických dat z vyšší hladiny investic než v minulé prognóze.

9 K jednorázovému skoku ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dochází pouze z důvodu daňové optimalizace firem, přičemž tento faktor nemá přímý vliv na náklady firem.



## II.4 ALTERNATIVY A CITLIVOSTNÍ ANALÝZY

V průběhu zpracování prognózy bylo identifikováno několik významných rizik, která vedla ke zpracování tří alternativních scénářů. Všechny jsou motivovány různými možnými variantami vývoje v zahraničí. Tyto alternativní scénáře zahraničního vývoje byly modelovány za použití modelu NiGEM. Jedná se o celosvětový model několika ekonomických celků umožňující simulovat kompletní odezvu zahraničních veličin na šoky. Standardně byl zpracován i citlivostní scénář kurzu.

### II.4.1 Alternativní scénář – vyšší růst cen komodit

Tento scénář kvantifikuje riziko dalšího **nárůstu komoditních cen**. Ceny zemědělských i energetických surovin v posledních měsících značně rostly, ale v některých případech (např. ropa) jsou zatím stále pod svými maximy z roku 2008. Navíc pokračující kvantitativní uvolňování měnové politiky zejména v USA a odklon od investic do vládních dluhopisů poskytují dostatek likvidity, která může být umisťována do komoditních derivátů a dále tak podporovat růst cen. Modelový aparát NiGEM obsahuje pět cenových indexů komodit, které byly od prvního čtvrtletí 2011 úrovnově zvýšeny o 20 % oproti základnímu scénáři na období čtyř let. Tento jednorázový šok do cenové hladiny komodit se poté dále propaguje jednotlivými kanály transmise ve světové ekonomice. Měnové autority včetně ECB na uvedený šok reagují okamžitým zvýšením svých sazeb. Růst průmyslových cen proto zůstává relativně utlumený a růst ekonomické aktivity je zpomalen reakcí měnové politiky. Cenový šok do komodit, který se v NiGEMu projevuje ve všech ekonomických celcích, má zároveň jen zanedbatelný vliv na vzájemné kurzy měn. Výsledky simulace jsou uvedeny v tabulce Tab. II.4.1 ve formě odchylek od předpokladů základního scénáře prognózy.

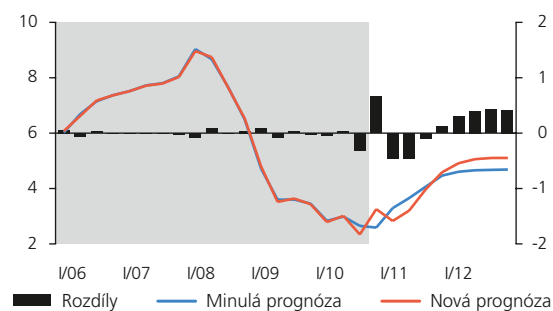
Dopady výše uvedeného scénáře vývoje v zahraničí do **domácího ekonomického vývoje** jsou uvedeny v tabulce Tab. II.4.2 (rovněž vyjádřené ve formě odchylek od základního scénáře prognózy). Růst cen komodit způsobuje nárůst dovozních cen i regulovaných cen od začátku horizontu prognózy. Utlumená zahraniční poptávka a vysoké zahraniční sazby, které vedou k zápornému úrokovému diferenciatu, působí na oslabení kurzu koruny v celém horizontu prognózy. Oslabený kurz a růst zahraničních cen vyvolává změnu struktury celkových inflačních tlaků. Dovozní ceny působí ve druhé polovině roku 2011 proinflačně. Čistá inflace se však zvyšuje jen mírně z důvodu utlumených tlaků z domácí ekonomiky, které se obnovují jen velmi pomalu, protože růst mezd je omezen slabou domácí ekonomickou aktivitou. Oslabení kurzu lehce zlepšuje cenovou konkurenceschopnost vývozců, avšak vliv oslabené zahraniční poptávky převáží v celém horizontu prognózy a vede k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři. Postupný nárůst domácích tržních úrokových sazeb je reakcí na růst zahraničních sazeb a odráží těž promítání cen komodit do domácí inflace.

GRAF II.3.7

### ZMĚNA PROGNOZY NOMINÁLNÍCH MEZD

Změna prognózy nominálních mezd v podnikatelském sektoru není významná

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



TAB. II.4.1

### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍHO RŮSTU CEN KOMODIT – ZAHRAJNÍ VĚLIČINY

Měnové autority vč. ECB v reakci na vyšší ceny komodit zvyšují úrokové sazby, což tlumí nárůst inflace a zpomaluje dynamiku HDP

(odchylky od základního scénáře)

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

TAB. II.4.2

### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍHO RŮSTU CEN KOMODIT – DOMÁCÍ EKONOMIKA

Vyšší úrokové sazby zpomalují ekonomický růst, takže inflace zůstává i přes slabší kurz umírněná

(odchylky od základního scénáře)

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

TAB. II.4.3

**ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍHO ZAHRAŇIČNÍHO RŮSTU – ZAHRAŇIČNÍ VELIČINY**

**Vyšší ekonomická aktivita vede k nárůstu zahraničních sazeb**  
(odchylky od základního scénáře)

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

**II.4.2 Alternativní scénář – vyšší růst zahraniční ekonomické aktivity („německá lokomotiva“)**

Tento scénář kvantifikuje důsledky pokračujícího **růstu efektivního ukazatele ekonomického růstu** v eurozóně. V současnosti dobré výsledky Číny, Indie i jiných zemí, především asijských, mají pozitivní vliv na exportní výkonnost hlavně německé ekonomiky, která má velký podíl v efektivním ukazateli zahraničního ekonomického růstu. Je přitom možné, že tento vývoj bude pokračovat i v roce 2011 a nedojde k tak výraznému zpomalení zahraničního růstu, s jakým počítá základní scénář prognózy založený na výhledu lednového CF. V modelu NiGEM je tento scénář simulován pozitivním šokem především do německého čistého exportu (částečně i francouzského a italského) tak, aby celoroční ekonomický růst v letech 2011–2012 byl o 0,5 procentního bodu vyšší než v základním scénáři. Vyšší ekonomický růst vyvolává v delším období tlaky na růst inflace, a je proto doprovázen zpříšňováním měnové politiky. Ta inflační tlaky tlumí, a tak se trajektorie zahraničního efektivního PPI příliš nemění. Euro oproti americkému dolaru v tomto scénáři lehce posiluje (Tab. II.4.3.).

Rychlejší růst efektivní zahraniční poptávky doprovázený mírným růstem zahraničních sazeb se okamžitě přelévá do **domácí ekonomiky**. Nárůst zahraniční poptávky a zlepšení salda výkonové bilance vede k nižší rizikové prémii a tudíž k posílení kurzu koruny v celém horizontu prognózy. Tlak na posilování kurzu je jen částečně tlumen růstem zahraničních sazeb, které vedou k otevírání lehce záporného úrokového diferenciálu. Dovozní ceny působí protiinflačně až do začátku druhé poloviny roku 2012, přičemž zhodnocení nominálního kurzu převáží nad vyššími zahraničními cenami. Tlaky z domácí ekonomiky v důsledku oživení ekonomické aktivity naopak narůstají. Domácí nákladové tlaky se obnovují již od počátku prognózy, protože oživující ekonomická aktivita vede k růstu mzdových nákladů. Působení dovozních cen a domácích inflačních tlaků se navzájem kompenzuje, dopady do inflace jsou proto zanedbatelné. Růst zahraniční poptávky se projevuje ve všech složkách HDP kladně s výjimkou vládních výdajů (předpoklad o fiskální restrikci zůstává nezměněn). K růstu HDP výrazně přispívá zejména zvýšení čistého vývozu. Ve vývoji domácích úrokových sazeb zpočátku lehce převažuje protiinflační vliv posilujícího kurzu koruny nad rychlejším ekonomickým růstem. Od začátku roku 2012 však oživení domácí ekonomické aktivity dominuje a měnová politika reaguje zvýšením úrokových sazeb (Tab. II.4.4.).

TAB. II.4.4

**ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ VYŠŠÍHO ZAHRAŇIČNÍHO RŮSTU – DOMÁCÍ EKONOMIKA**

**Vyšší zahraniční poptávka působí na rychlejší růst HDP a posilování kurzu, z pohledu inflace se tyto dva faktory kompenzují**

(odchylky od základního scénáře)

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

### II.4.3 Alternativní scénář – nižší růst zahraniční ekonomické aktivity („prohloubení dluhové krize v eurozóně“)

Třetí alternativní scénář popisuje situaci, kdy ekonomický růst v eurozóně je tlumen **fiskálními restrikcemi**. Ta vyplývá buď z potenciálních obtíží při emisích vládních dluhopisů nebo ze snahy vlád se takovému vývoji vyhnout snížením rozpočtových schodků. S ohledem na strnulost vládní spotřeby v modelu NiGEM byl šok vložen i do soukromé spotřeby, která by ve skutečnosti byla tlumena prostřednictvím nižších sociálních podpor a mezd v nepodnikatelském sektoru, případně oslabením důvěry spotřebitelů. Scénář je simulován tak, aby celoroční růst zahraniční ekonomické aktivity v letech 2011–2012 byl o 1 procentní bod nižší oproti základnímu scénáři. Nižší růst nutí ECB udržovat nižší sazby. Kurz eura vůči americkému dolaru je lehce slabší, což v kratším horizontu tlačí na mírně vyšší růst cen průmyslových výrobců v eurozóně, ten však v delším období klesá vlivem utlumené ekonomické aktivity (Tab. II.4.5).

Výpadek efektivní zahraniční poptávky doprovázený poklesem zahraničních sazeb se okamžitě přelévá do **domácí ekonomiky**. 3M PRIBOR je výrazně ovlivněn snížením 3M EURIBORu. Kladný úrokový diferenciál tlačí na zhodnocení kurzu koruny, nižší zahraniční poptávka naopak prostřednictvím zhoršení čistého vývozu působí směrem ke slabšímu kurzu, přičemž druhý zmíněný efekt převažuje. Proto také domácí úrokové sazby leží dočasně nepatrně výše, a až následně se oproti základnímu scénáři snižují. Pokles zahraniční poptávky se negativně projevuje ve všech složkách HDP (kromě vládních výdajů). Celkové tempo růstu HDP výrazně klesá, a to nejvíce vlivem poklesu čistého vývozu. Domácí inflace se v tomto scénáři téměř nemění (Tab. II.4.6).

### II.4.4 Citlivostní scénář kurzu

Citlivostní scénář kvantifikuje dopady **odlišného kurzového vývoje**. Tento citlivostní scénář předpokládá v prvním čtvrtletí prognózy výkyv nominálního kurzu o  $\pm 3$  % oproti základnímu scénáři při stejných úrokových sazbách v prvním čtvrtletí prognózy jako v základním scénáři. Hodnota kurzu je tak 23,8 CZK/EUR, resp. 25,2 CZK/EUR oproti 24,5 CZK/EUR v základním scénáři.

V tabulce jsou uvedeny výsledky simulace se silnějším kurzem, vyjádřené v odchylkách od základního scénáře prognózy (Tab. II.4.7). Scénář slabšího nominálního kurzu vede ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

Zhodnocení kurzu vede k poklesu dovozních cen na začátku horizontu prognózy, a tedy k nižší inflaci. Implikovaná trajektorie sazeb leží proto oproti základnímu scénáři níže. Zhodnocení kurzu také zhoršuje cenovou konkurenceschopnost vývozců a vede v roce 2011 k poklesu růstu HDP oproti základnímu scénáři. V reakci na uvolnění měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP postupně roste a také inflace se vrací na hodnoty základního scénáře.

Tab. II.4.5

#### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍHO ZAHRANIČNÍHO RŮSTU – ZAHRANIČNÍ VELIČINY

Nižší ekonomická aktivita vede k poklesu zahraničních sazeb (odchylky od základního scénáře)

	Zahr. inflace PPI (v p.b.)	3M EURIBOR (v p.b.)	Efektivní HDP (v p.b.)	Křížový kurz (USD/EUR)
I/11	0,1	-0,1	-1,2	-0,1
II/11	0,2	-0,2	-0,9	-0,1
III/11	0,2	-0,3	-0,7	-0,1
IV/11	0,2	-0,3	-0,6	-0,1
I/12	0,1	-0,4	-0,5	-0,1
II/12	-0,1	-0,5	-0,9	-0,1
III/12	-0,3	-0,6	-1,0	-0,1
IV/12	-0,4	-0,8	-1,1	-0,1

Tab. II.4.6

#### ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘ NIŽŠÍHO ZAHRANIČNÍHO RŮSTU – DOMÁCÍ EKONOMIKA

Nižší zahraniční poptávka vede k pomalejšímu růstu vývozu a HDP, navzdory slabšímu kurzu koruny (odchylky od základního scénáře)

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

Tab. II.4.7

#### CITLIVOSTNÍ SCÉNÁŘ KURZU

Zhodnocení kurzu vede k dočasně nižší inflaci a zpomalení růstu HDP oproti základnímu scénáři, úrokové sazby se snižují (odchylky od základního scénáře)

	Inflace CPI (mzr. v %)	3M PRIBOR (v p.b.)	HDP (v p.b.)	Nominální kurs (CZK/EUR)
I/11	0,0	0,0	-0,2	-0,7
II/11	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3
III/11	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1
IV/11	-0,2	-0,3	-0,1	0,0
I/12	-0,2	-0,1	0,2	0,0
II/12	-0,1	0,0	0,3	-0,1
III/12	-0,1	0,0	0,2	-0,1
IV/12	0,0	0,1	0,1	-0,1

TAB. II.5.1

## OČEKÁVANÉ UKAZATELE IOFT A PODNIKŮ

Inflační očekávání se pohybují nad cílem ČNB

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

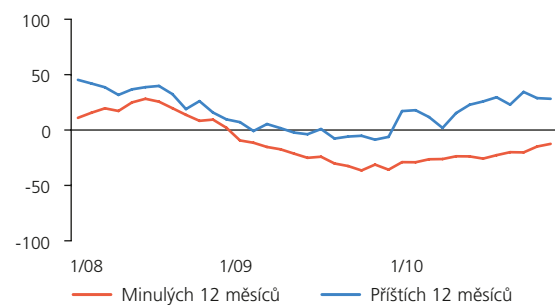
	9/10	10/10	11/10	12/10	1/11
IOFT:					
Index spotř. cen	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Reálný HDP v roce 2010	1,9	1,9	2,1	2,3	
Reálný HDP v roce 2011	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1
Nominální mzdy v roce 2010	2,2	2,3	2,3	2,3	
Nominální mzdy v roce 2011	3,2	2,7	2,6	2,4	2,4
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,2	24,1	24,1	24,0	24,0
2T repo (v %)	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
1R PRIBOR (v %)	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4
Podniky:					
Index spotř. cen	2,4			2,5	
Index spotř. cen v horizontu 3R	2,3			2,5	

GRAF II.5.1

## VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE

Inflační očekávání domácností ve druhé polovině roku 2010 stagnovala

(zdroj: European Commission Business and Consumer Survey)



TAB. II.5.2

## OČEKÁVANÉ UKAZATELE CF

Analytici v rámci CF předpokládají růst ekonomiky tempem lehce nad 2 %

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

	9/10	10/10	11/10	12/10	1/11
Reálný HDP v roce 2010	1,8	1,8	2,0	2,3	
Reálný HDP v roce 2011	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Nominální mzdy v roce 2010	2,3	2,4	2,4	2,3	
Nominální mzdy v roce 2011	3,4	3,3	3,1	3,0	2,9
Kurz CZK/EUR (úroveň)	24,5	24,4	24,1	24,2	24,2
3M PRIBOR (v %)	1,7	2,0	1,7	1,7	1,8

## II.5 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Inflační očekávání v ročním i tříletém horizontu během čtvrtého čtvrtletí 2010 zhruba stagnovala a v obou sledovaných horizontech přesahují 2% inflační cíl. Analytici očekávají růst HDP v letošním roce lehce nad 2%, během následujících dvanácti měsíců posílení kurzu koruny a nárůst základních sazeb ČNB. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb.

**Inflace očekávaná analytiky** finančního trhu<sup>10</sup> i podnikovými manažery v ročním horizontu během čtvrtého čtvrtletí 2010 a v lednu 2011 zhruba stagnovala a nadále se pohybovala nad 2% cílem ČNB platným pro období od ledna 2010 (Tab. II.5.1). Očekávání inflace v tříletém horizontu u analytiků stagnovala, podnikoví manažeri je mírně zvýšili. Také tato dlouhodobější očekávání se nadále pohybují nad inflačním cílem ČNB.

Indikátor **domácnostmi vnímané inflace** se – i přes nepatrný nárůst v závěru roku 2010 – již delší dobu pohybuje v záporných hodnotách (Graf II.5.1).<sup>11</sup> To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců spíše nerostly. Indikátor očekávané inflace se od začátku roku 2010 pohybuje v kladných hodnotách, během čtvrtého čtvrtletí 2010 se příliš neměnil. Tento vývoj signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, mírně převyšuje počet těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v minulosti.

**Analytici v rámci IOFT i CF** předpokládají, že v letošním roce HDP poroste tempem mírně nad 2% (Tab. II.5.1 a Tab. II.5.2). Plánované vládní úspory a snižování mezd ve veřejném sektoru se odrážejí v nízkých predikcích analytiků týkajících se růstu mezd. V porovnání s hodnotou měnového kurzu koruny z konce ledna převážně domácí analytici dotazovaní v šetření IOFT i převážně zahraniční analytici dotazovaní v šetření CF očekávají v ročním horizontu silnější kurz, a to zhruba o 2,3%, resp. 1,5%. Před únorovým zasedáním bankovní rady ČNB všech dvanáct analytiků oslovených v rámci IOFT očekávalo, že na tomto zasedání se základní sazby nezmění. V ročním horizontu všichni analytici předpokládají nárůst oproti stávající úrovni, jejich odhady repo sazby se pohybují v rozmezí 1,00 až 1,75%. Prognózy úrokových sazeb tak nezaznamenaly v posledních měsících výraznější změny.

V **porovnání s novou prognózou ČNB** analytici očekávají zhruba o půl procentního bodu vyšší tempo růstu reálného HDP pro letošní rok. Rovněž inflace očekávaná v ročním horizontu se u analytiků pohybuje na vyšší hladině. Predikce měnového kurzu v ročním horizontu je

<sup>10</sup> ČNB sleduje prostřednictvím svých statistických šetření očekávání analytiků finančního trhu ohledně vývoje základních makroekonomických ukazatelů a inflační očekávání podnikových manažerů. V Tab. II.5.1 jsou uvedeny průměrné hodnoty z těchto šetření.

<sup>11</sup> ČNB využívá kvalitativní hodnocení domácností ohledně minulé a budoucí inflace zjišťované v rámci European Commission Business and Consumer Survey (viz Box 2 ve Zprávě o inflaci z července 2007).

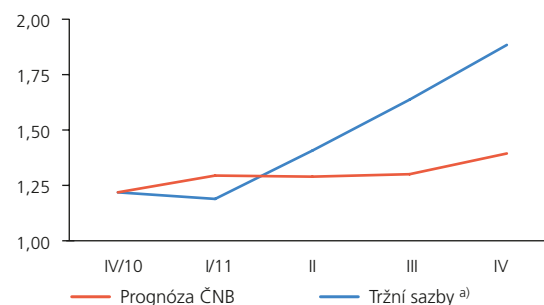
u analytiků IOFT slabší o 0,4 % než v prognóze ČNB, u analytiků CF je slabší o 1,2 %. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby v ročním horizontu se pohybují na mírně vyšší hladině, než odpovídá trajektorii sazeb 3M PRIBOR konzistentní s prognózou ČNB.

Graf II.5.2 ukazuje **srovnání očekávaných tržních 3M sazeb** s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy ČNB. Výhled sazeb FRA se (kromě nejkratšího horizontu) pohybuje nad prognózovanými sazbami, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje. Pravděpodobným důvodem je trhem očekávaný vyšší výhled repo sazby.

GRAF II.5.2

**SROVNÁNÍ SAZEB FRA S PROGNOZOU ČNB**

**Výhled sazeb FRA se pohybuje nad prognózovanými sazbami**  
(v %)



a) pro IV/10 a I/11 3M PRIBOR, pro II/11 až IV/11 průměrné hodnoty sazeb FRA 3\*6, 6\*9 a 9\*12 za 10 posledních obchodních dní k 21.1.2011

## III. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ

## III.1 INFLACE

Celková meziroční inflace dosáhla v prosinci 2010 hodnoty 2,3 %, a nacházela se tak mírně nad úrovní cíle ČNB. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, dosáhla v prosinci 2010 hodnoty 1,1 %. Zvýšení meziroční inflace bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2010 především důsledkem zrychlení meziročního růstu cen potravin a pohonných hmot. Největší podíl na dosažené meziroční inflaci ale stále měly administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny. Tržní ceny, měřené čistou inflací, dále vzrostly. V podmínkách stále ještě slabé spotřebitelské poptávky a převážně klesajících dovozních cen finálních produktů pro spotřebitelský trh byl ale jejich meziroční růst nadále nízký, a to i přes proinflační tlaky ze strany cen komodit.

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

**Celková inflace** se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nacházela zhruba na úrovni inflačního cíle ČNB (Graf III.1.1). Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba **zpětně analyzovat prognózy** a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v minulosti. Pro plnění inflačního cíle ve čtvrtém čtvrtletí roku 2010 je přítom nutné zkoumat především období zhruba od dubna 2009 do prosince 2009 (tzv. rozhodné období), protože měnová politika se soustředí na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se však z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy ze Zprávy o inflaci III/2009 s následným cenovým vývojem.

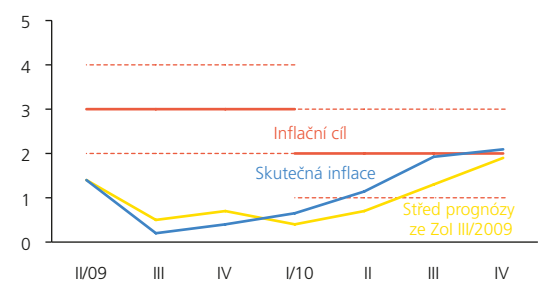
**Prognóza ze Zprávy o inflaci III/2009** očekávala, že celková inflace do konce roku 2009 poklesne a bude se pohybovat na nízkých, avšak nadále kladných hodnotách. Inflace se měla snížit především vlivem zpomalení růstu regulovaných cen a částečně i útlumu reálné ekonomické aktivity. V roce 2010 měla inflace začít růst a k novému 2% inflačnímu cíli se měla dostat na konci roku 2010 (Graf III.1.1). K tomu mělo přispět zejména očekávané mírné oživení ekonomické aktivity a postupný obnovený růst téměř všech složek inflace.

Celková **inflace ve skutečnosti** ve druhé polovině roku 2009 klesla na ještě nižší hladinu v porovnání s prognózou. V roce 2010 se hodnota celkové inflace naopak pohybovala nad prognózou, přičemž u jednotlivých skupin spotřebitelských cen byly patrné odchylky v obou směrech. V proinflačním směru nejvíce působily změny nepřímých daní platné od 1. 1. 2010, o kterých bylo rozhodnuto až ve druhé polovině roku 2009, a prognóza je proto nemohla zachytit. Naopak ve směru nižší inflace výrazně působila korigovaná inflace bez PH, u které se projevil nižší domácí inflační tlaky a přetrvávající pokles cen dovážených komodit s vyšším stupněm zpracování (Tab. III.1.1).

GRAF III.1.1

## SROVNÁNÍ PROGNÓZY INFLACE SE SKUTEČNOSTÍ

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nacházela lehce nad prognózou ze Zol III/2009 (meziroční změny v %)



TAB. III.1.1

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Změny nepřímých daní působily ve směru vyšší inflace, výrazně nižší oproti prognóze byla naopak korigovaná inflace bez PH (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza Zol III/2009	Skutečnost 4. čtvrtletí 2010	Příspěvek k celkovému rozdílu
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,9	2,1	0,2
z toho:			
regulované ceny	2,0	3,8	0,3
primární dopady změn nepřímých daní	0,0	1,0	1,0
ceny potravin <sup>a)</sup>	1,8	2,8	0,3
ceny pohonných hmot (PH) <sup>a)</sup>	4,7	8,7	0,2
korigovaná inflace bez PH <sup>a)</sup>	1,7	-1,3	-1,6

a) bez primárních dopadů změn nepřímých daní



Na vývoji domácí inflace se významně podílely **vnější ekonomické faktory**. Zahraniční poptávka se zotavila rychleji ve srovnání s předpoklady prognózy a působila na rychlejší růst domácího HDP. Vyšší ceny ropy vedly k vyšší domácí inflaci. Naopak zahraniční úrokové sazby se na celém horizontu prognózy pohybovaly na nižších úrovních. Pokles zahraniční inflace byl zpočátku hlubší, později ceny v zahraničí rostly rychleji (Tab. III.1.2).

Rovněž **úrokové sazby i měnový kurz** se lišily od předpokladů prognózy. Mírně přísnější působení reálných úrokových sazeb v roce 2009 se po snížení měnověpolitických sazeb a s nárůstem inflace změnilo na více uvolněné. Měnový kurz se zejména ve druhém pololetí 2010 pohyboval na silnějších úrovních v porovnání s hodnotami očekávanými prognózou (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. Propad v zahraniční poptávce nebyl tak výrazný a její rychlejší zotavení se prostřednictvím vývozního kanálu odrazilo v domácím ekonomickém vývoji. Předpoklad o pokračujícím poklesu inflace na konci roku 2009 se naplnil, její nárůst od začátku roku 2010 však byl rychlejší. Oživení ekonomické aktivity v roce 2010 a zejména změny nepřímých daní tak přispěly k tomu, že na konci roku 2010 se celková inflace nacházela mírně nad inflačním cílem.

Pro rozhodování bankovní rady o **měnověpolitických sazbách** je vedle prognózy důležité i posouzení jejích rizik. Na svých jednáních mezi dubnem 2009 a prosincem 2009 bankovní rada shledávala rizika prognóz nejdříve jako vyrovnaná, poté jako protiinflační a v posledním čtvrtletí 2009 byla rizika prognóz označena jako mírně proinflační. Rozhodnutí bankovní rady vedla k následujícímu nastavení úrokových sazeb. Na začátku rozhodného období úrokové sazby klesaly zhruba v souladu s prognózami. Naopak v závěru roku 2009 byly sazby vyšší, než implikovala prognóza ze 7. SZ 2009, přičemž tato prognóza poměrně výrazně přehodnotila trajektorii úrokových sazeb směrem dolů. V souhrnu měnová politika nezabránila tomu, že měnověpolitická inflace se pohybuje stále poměrně výrazně pod 2% cílem ČNB. Z tohoto pohledu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika během roku 2009 měla být uvolněnější.

TAB. III.1.2

## NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRA NIČÍ

Zahraniční poptávka a ceny ropy přispěly k vyšší inflaci (meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

		III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
HDP v eurozóně <sup>a, b, c</sup>	p	-4,7	-3,2	0,9	0,3	0,1	0,3
	s	-4,2	-2,1	2,2	3,1	3,0	-
PPI v eurozóně <sup>b, c</sup>	p	-6,0	-3,7	-0,7	1,3	2,2	2,3
	s	-7,6	-5,3	-1,2	2,1	3,8	4,4
3M EURIBOR (v %)	p	1,0	1,0	1,1	1,2	1,6	2,4
	s	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	1,0
Kurz USD/EUR (úroveň)	p	1,40	1,37	1,37	1,37	1,37	1,37
	s	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,36
Cena ropy Brent (USD/barel)	p	62,6	61,9	64,0	65,8	67,1	68,3
	s	68,3	75,0	76,8	78,6	76,4	86,9

p – předpoklad, s – skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel podle definice prognózy ze Zol III/2009

TAB. III.1.3

## NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČÍN

Domácí ekonomická aktivita v roce 2010 rostla rychleji, než předpokládala prognóza

		III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
3M PRIBOR (v %)	p	1,8	1,6	1,7	1,7	1,7	1,9
	s	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2
Kurz CZK/EUR (úroveň)	p	26,1	25,9	25,8	25,7	25,7	25,6
	s	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8
Reálný HDP <sup>a)</sup> (mzr. změny v %)	p	-4,6	-2,9	1,2	1,2	0,2	0,4
	s	-4,4	-3,2	1,0	2,3	2,8	-
Nominální mzdy <sup>b)</sup> (mzr. změny v %)	p	1,4	0,3	0,4	1,8	3,1	3,7
	s	4,6	5,2	2,3	2,4	2,0	-

p – prognóza, s – skutečnost

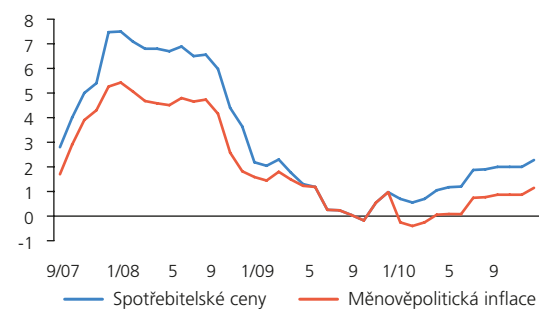
a) sezonně očištěno

b) v podnikatelském sektoru

GRAF III.1.2

## INFLACE

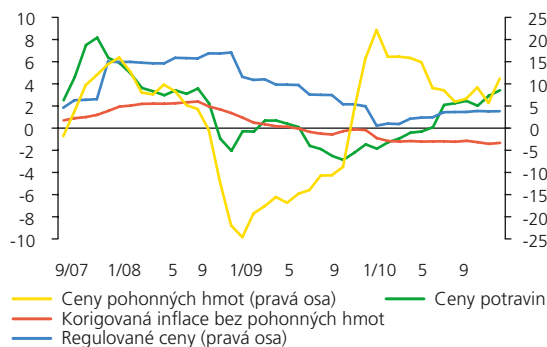
Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se meziroční inflace dále zvýšila (meziroční změny v %)



GRAF III.1.3

## VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

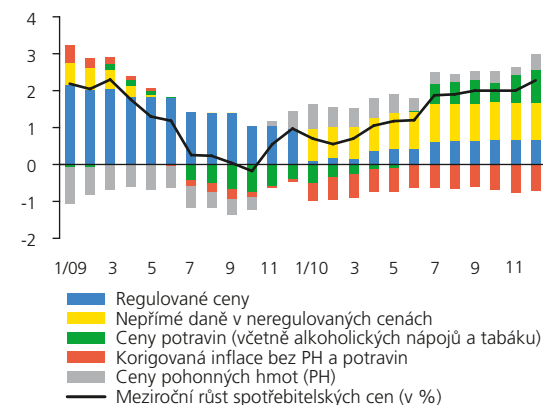
Ke zvýšení inflace přispěly ceny potravin a ceny pohonných hmot (meziroční změny v %)



GRAF III.1.4

## STRUKTURA INFLACE

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



## III.1.2 Současný vývoj inflace

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 se **meziroční inflace**<sup>12</sup> dále mírně zvýšila. V prosinci byla oproti září o 0,3 procentního bodu vyšší a dosáhla 2,3 % (Graf III.1.2). Na jejím zvýšení se podílelo především zrychlení meziročního růstu cen potravin a cen pohonných hmot. Tyto změny byly částečně kompenzovány prohloubením meziročního poklesu cen v rámci korigované inflace bez pohonných hmot. Příspěvek dopadů změn daní zůstal na úrovni třetího čtvrtletí (Graf III.1.4).

Z hlediska **struktury meziroční inflace** se však na dosaženém růstu cenové hladiny nadále převážně podílely administrativní vlivy, tj. dopady změn nepřímých daní a regulované ceny, jejichž příspěvek dosáhl v prosinci 1,7 procentního bodu (Graf III.1.4). Podíl tržních cen na meziroční inflaci byl podstatně nižší a činil 0,6 procentního bodu.

V rámci administrativních vlivů dominoval i ve čtvrtém čtvrtletí vliv **změn nepřímých daní**, k nimž došlo s platností od 1. ledna 2010. Tato opatření zahrnovala zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod a zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, piva, lihovin a cigaret. Celkově byla meziroční inflace v prosinci 2010 zhruba z poloviny tvořena primárními dopady nepřímých daní, takže **měnověpoliticky relevantní inflace** dosáhla 1,1 % (Graf III.1.2). V následujícím textu je hodnocen vývoj hlavních položek inflace bez dopadu změn daní.

Meziroční růst **regulovaných cen** byl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 více-méně stabilní (v prosinci 3,8 %; Graf III.1.3). K významnější změně došlo pouze u ceny zemního plynu pro domácnosti (snížení o 0,2 % v říjnu) a u položek s regulovanými cenami ve zdravotnictví. Nejvýraznější příspěvek k meziročnímu růstu regulovaných cen vykázal v závěru roku 2010 vysoký růst regulovaného nájemného (v prosinci o 16,8 %), cen zemního plynu (o 6,7 %) a cen regulovaných položek ve zdravotnictví (o 7,8 %).

Za uvedených okolností se na dalším zvýšení inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2010 podílely **tržní ceny**, měřené čistou inflací. Oproti září jejich meziroční růst zrychlil o 0,4 procentního bodu na 0,7 % v prosinci. Za touto změnou stálo zrychlení růstu cen potravin a pohonných hmot, přičemž korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstala na výrazně záporných hodnotách. Vývoj korigované inflace tak nadále potvrdzoval významné působení stále ještě velmi umírněné spotřebitelské poptávky a absenci nákladových inflačních tlaků z domácí ekonomiky. Rovněž převážně klesající dovozní ceny finálních produktů pro spotřebitelský trh, odrážející mimo jiné vliv předchozího posílení měnového kurzu, přispívaly k udržení nízké inflace. Rychlý meziroční růst světových cen surovin a potravin se zatím promítl jen do spotřebitelských cen pohonných hmot a v omezené míře do cen potravin.

12 Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.



Pokračující zrychlování meziročního růstu **cen potravin** v průběhu čtvrtého čtvrtletí (z 2,5 % v září na 3,4 % v prosinci; Graf III.1.5) bylo odrazem zpožděného a v omezené míře probíhajícího promítání rostoucích cen zemědělských výrobců<sup>13</sup> do spotřebitelských cen na maloobchodním trhu. Největší dopady těchto rostoucích nákladových tlaků do domácích cen byly pozorovány u pekárenských výrobků a obilovin, zeleniny a ovoce.<sup>14</sup>

Meziroční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** byla na rozdíl od cen potravin i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nadále výrazně záporná a její pokles se prohloubil (z -1,1 % v září na -1,3 % v prosinci; Graf III.1.6). K tomu přispěl především vývoj cen obchodovatelných statků bez pohonných hmot, jejichž výrazný meziroční pokles ve čtvrtém čtvrtletí dále zesílil (z -4,3 % v září na -4,6 % v prosinci). Z historického pohledu šlo o nejnižší hodnotu zaznamenanou od počátku sledování této časové řady. Nejvíce se na tomto vývoji podílely ceny ve skupině doprava, rekreace, kultura a odívání a obuv. Také opětovné zmírnění růstu cen neobchodovatelných statků, zahrnujících zejména služby, přispělo ke snížení korigované inflace. Jejich prosincový meziroční růst o 0,9 % rovněž představuje z historického pohledu jednu z nejnižších hodnot.

Meziroční růst **cen pohonných hmot** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zrychlil (z 6,6 % v září na 11,2 % v prosinci; bez vlivu daní). Toto zrychlení bylo především důsledkem prudkého zvýšení cen ropy a benzínů na evropských burzách v závěru roku 2010. Působení tohoto vlivu se projevilo nejvíce v prosinci, kdy spotřebitelské ceny pohonných hmot vzrostly meziměsíčně o 4,6 %.

Spotřebitelské ceny v členění podle hlavních **skupin spotřebního koše** rostly nejrychleji ve skupině zdraví (v prosinci o 6,3 % vč. vlivu změn daní). Největší příspěvek k meziroční inflaci však ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vykázala skupina potraviny a nealkoholické nápoje kvůli zesílenému růstu cen potravin a zvýšení nepřímých daní na počátku roku 2010 a skupina bydlení v důsledku rychlé deregulace nájemného (Graf III.1.7).

Z pohledu mezinárodního srovnání spotřebitelské ceny měřené **HICP** rostly v ČR ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nadále pomaleji než v průměru zemí EU. Tento rozdíl se však dále zmenšil, když podle posledního odhadu Eurostatu se růst HICP v ČR zvýšil z 1,8 % v září na 2,3 % v prosinci, zatímco v průměru zemí EU dosahoval v září 2,2 % a v prosinci podle předběžného odhadu 2,6 %.

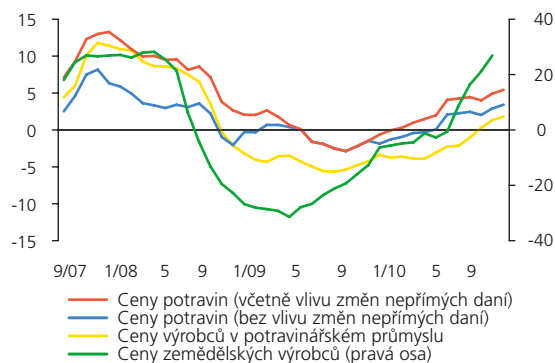
<sup>13</sup> Blíže viz část III.2 Dovozní ceny a ceny výrobců.

<sup>14</sup> Ceny pekárenských výrobků a obilovin v prosinci meziročně vzrostly o 5 %, zeleniny o 34 % a ovoce zhruba o 12 %.

GRAF III.1.5

## CENY POTRAVIN

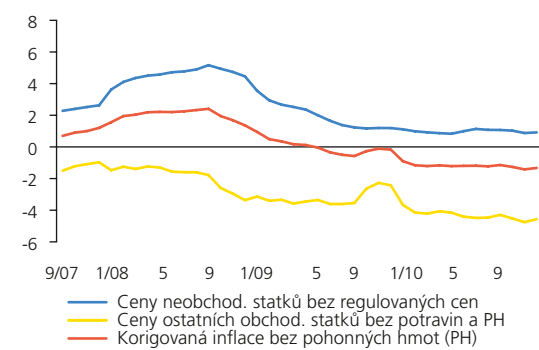
Růst cen potravin ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zřetelně zrychlil (meziroční změny v %)



GRAF III.1.6

## KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT

Meziroční pokles cen v rámci korigované inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 prohloubil (meziroční změny v %)

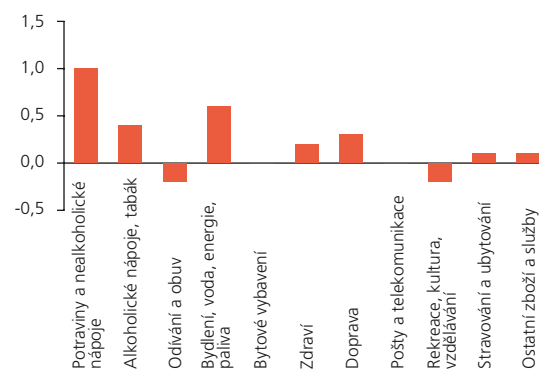


GRAF III.1.7

## CENY VE SPOTŘEBNÍM KOŠI

Ceny ve skupinách potraviny a nealkoholické nápoje a bydlení nejvíce přispěly k meziroční inflaci

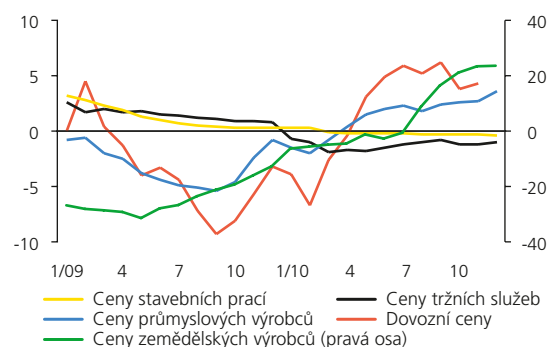
(prosinec 2010, příspěvky v procentních bodech včetně změn nepřímých daní)



GRAF III.2.1

## DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pokračoval zřetelný růst dovozních cen i cen průmyslových a zemědělských výrobců (meziroční změny v %)



## III.2 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

V podmínkách trvalého výrazného oživení růstu cen klíčových surovin na světových trzích dovozní ceny pokračovaly ve zřetelném meziročním růstu. V převážné většině skupin ceny dovozu meziročně rostly. Vysoký růst zejména energetických a neenergetických surovin a polotovarů se promítal především do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Celkově tak ceny průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dále zrychlily svůj meziroční růst; ceny produktů s vyšší přidanou hodnotou ale nadále převážně klesaly nebo vykazovaly jen mírný růst. Růst cen zemědělských výrobců dále prudce zrychlil. Pouze ceny stavebních prací a tržních služeb setrvaly při stále ještě nízké domácí poptávce v poklesu.

## III.2.1 Dovozní ceny

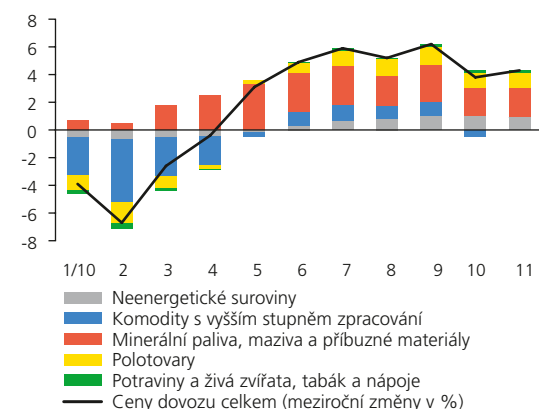
Dovozní ceny pokračovaly v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2010 v meziročním růstu, který je pozorován od května 2010 (Graf III.2.2). Hlavní příčinou byl trvalý rychlý růst cen klíčových komodit na světových trzích. Dynamika meziročního růstu dovozních cen se nicméně oproti září částečně zmírnila (na 4,3 % v listopadu) zejména v důsledku změn ve vývoji kurzu koruny.

Na dosaženém meziročním růstu dovozních cen se nadále nejvýrazněji podílely ceny dovážených **minerálních paliv**. Jejich příspěvek se ale oproti září znatelně snížil, což bylo ovlivněno pokračujícím oslabováním meziročního růstu světových cen ropy z hodnot přesahujících úroveň 60 % v první polovině roku 2010 až na 11,2 % v listopadu (Graf III.2.3). Světové ceny zemního plynu, následující vývoj cen ropy zpravidla se zpožděním, však ještě pokračovaly v říjnu a listopadu v rychlém meziročním růstu přesahujícím úroveň 30 %. Dopad vysokých světových cen ropy a zemního plynu do dovozních cen minerálních paliv byl v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí zároveň tlumen meziročním zmírněním oslabení kurzu CZK/USD (Graf III.2.3). V souhrnu se tak meziroční růst dovozních cen minerálních paliv oproti září zmírnil, dosahoval však stále dvouciferných hodnot (20,3 % v listopadu).

GRAF III.2.2

## DOVOZNÍ CENY

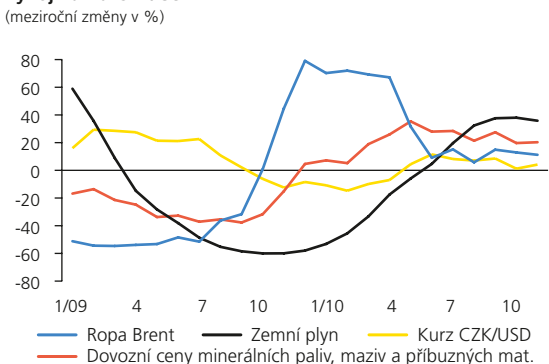
Růst dovozních cen byl nadále tažen především cenami dovážených surovin a polotovarů (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF III.2.3

## MINERÁLNÍ PALIVA

K oslabení růstu dovozních cen energetických surovin přispěl vývoj kurzu CZK/USD (meziroční změny v %)



V podmínkách silné poptávky po surovinách (zejména kovech) na světových trzích pokračoval ve čtvrtém čtvrtletí i vysoký růst cen dovážených **polotovarů**. Přestože se tempo jejich meziročního růstu vlivem vývoje kurzu koruny částečně zmírnilo z vysokých zářijových hodnot (z 6 % na 5,1 % v listopadu), jejich příspěvek k meziročnímu růstu dovozních cen stále přesahoval 1 procentní bod. Příspěvek rostoucích dovozních cen **potravín** (o 4,1 % v listopadu), odrážejících výrazné oživení cen těchto komodit na světových trzích, byl naopak jen nevýrazný. Také ve skupině **neenergetických surovin** pokračoval rychlý meziroční růst dovozních cen, který nadále dosahoval výrazných hodnot (v listopadu o 34,2 %). Při posuzování dosažené meziroční dynamiky je však rovněž nutné přihlídnout k velmi nízké úrovni srovnatelné základny předchozího roku.

Pouze u dovozních cen **komodit s vyšším stupněm zpracování** se příspěvek k celkovému meziročnímu růstu dovozních cen změnil na počátku čtvrtého čtvrtletí 2010 v záporný (Graf III.2.2). Hlavní příčinu této zřetelné změny lze vidět především ve výrazném meziročním posílení měnového kurzu CZK/EUR, který převážil nad vlivem dosaženého meziročního růstu výrobních cen průmyslového spotřebního zboží, strojů a dopravních prostředků v zemích hlavních obchodních partnerů.

### III.2.2 Ceny výrobců

#### Ceny průmyslových výrobců

Ve vývoji **cen průmyslových výrobců** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 bylo patrné pokračování pozvolného trendu k zesilování jejich meziročního růstu, započatého v dubnu 2010. Podle posledních údajů za prosinec zrychlil jejich meziroční růst oproti září o 1,2 procentního bodu na 3,6 % (Graf III.2.4).

Základní pohled na příčiny a **strukturu růstu cen** průmyslových výrobců se oproti předchozí zprávě nemění. Na dosaženém meziročním růstu se nadále převážně podílely rychle rostoucí dovozní ceny významných energetických i neenergetických vstupů, které se výrazně promítaly do cen výrobců stojících na počátečních stupních výrobního řetězce. Naopak v převážné většině odvětví průmyslu s vyšší přidanou hodnotou nebylo ani ve čtvrtém čtvrtletí pozorováno výrazné promítání rychlého růstu cen těchto vstupů do cen výrobců.

**Ceny v ostatních odvětvích průmyslu** tak pokračovaly v mírném meziročním růstu nebo klesaly. Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl přítom v jejich vývoji patrný jen velmi mírný posun směrem k oslabení poklesu, resp. zesílení růstu. Z uvedeného lze odvodit, že ceny výrobců v průmyslu zatím nenaznačovaly přítomnost znatelnějších inflačních tlaků. Většina podniků tak zřejmě nadále vytvářela prostor pro tvorbu zisku spíše snižováním mzdové náročnosti produkce než růstem cen.

Nejrychleji nadále rostly ceny v **odvětví koku a rafinérských ropných výrobků**, a také jejich příspěvek k dosaženému meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců byl nejvyšší (v prosinci 1,5 procentního bodu). Zrychlil také cenový růst v chemickém průmyslu, kde je řada výrob závislá na produktech z ropy (Graf III.2.6). Také příspěvek rychle rostoucích cen v **odvětví obecných kovů a kovodělných výrobků** (v prosinci o 10,1 %) k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců byl nadále významný a dosáhl 1,3 procentního bodu. Hlavní příčinou byly nadále rostoucí ceny dovážených polotovarů na bázi kovů (Graf III.2.5). Rychle rostly ve čtvrtém čtvrtletí i ceny v **odvětví těžby nerostných surovin** (v prosinci o 7,6 %), jejich podíl na růstu cen průmyslových výrobců byl ale stále nízký.

Tab. III.2.1

#### STRUKTURA VÝVOJE DOVOZNÍCH CEN

**Ceny rostly ve většině skupin dovozu, u komodit s vyšší přidanou hodnotou však opět klesaly**

(meziroční změny v %)

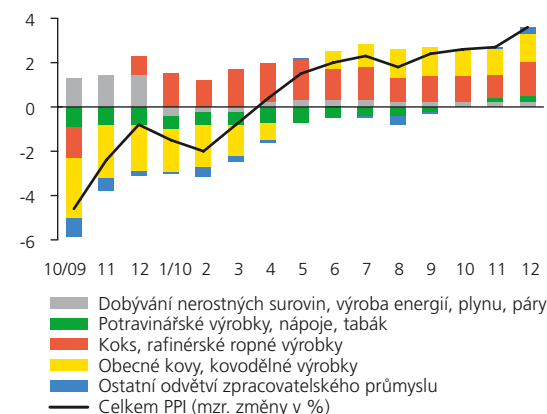
	8/10	9/10	10/10	11/10
DOVOZ CELKEM	5,2	6,2	3,8	4,3
z toho:				
potraviny a živá zvířata	3,2	5,0	3,2	4,1
nápoje a tabák	-2,6	-2,9	-1,6	-2,0
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	29,3	38,0	37,6	34,2
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	21,4	27,5	19,7	20,3
živočišné a rostlinné oleje	3,7	5,6	9,6	10,9
chemikálie a příbuzné výrobky	1,2	2,3	0,4	1,6
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	5,3	6,0	4,9	5,1
stroje a dopravní prostředky	2,0	1,6	-0,6	-0,1
průmyslové spotřební zboží	-0,1	0,5	-1,9	-1,5

GRAF III.2.4

#### CENY PRŮMYSLVÝCH VÝROBCŮ

**Růst cen průmyslových výrobců dále zrychlil**

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

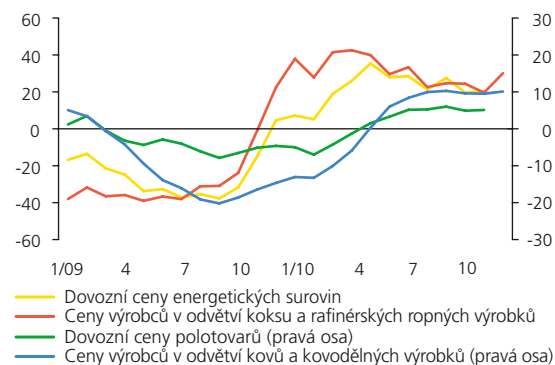


GRAF III.2.5

#### CENY KOVŮ A RAFINÉRSKÝCH VÝROBKŮ

**Vysoký růst cen dovážených polotovarů a minerálních paliv se rychle promítal do cen výrobců na počátečních stupních výrobního řetězce**

(meziroční změny v %)

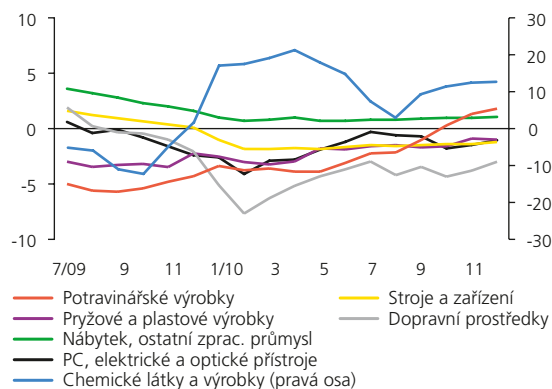


GRAF III.2.6

## ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

U výrobků s vyšší přidanou hodnotou převažoval mírný růst nebo pokles cen

(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



Významnou změnu představovalo obnovení meziročního růstu cen v **potravinářském průmyslu** (z -1 % v září na 1,8 % v prosinci), v reakci na pokračující růst světových i domácích cen zemědělských a potravinářských komodit.<sup>15</sup> V ostatních odvětvích průmyslu, zahrnujících převážně výrobu produktů s vyšší přidanou hodnotou, ceny výrobců ve čtvrtém čtvrtletí nadále převážně mírně rostly nebo meziročně klesaly.<sup>16</sup> Ceny zůstaly v meziročním poklesu i v **odvětví elektřiny, plynu a páry** (v prosinci o 1,3 %).

## Ceny zemědělských výrobců

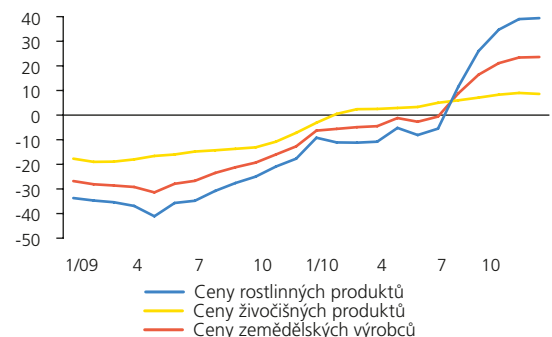
Vývoj **cen zemědělských výrobců** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 svědčil o pokračujícím výrazném růstu, který byl pozorován od srpna 2010 (Graf III.2.7). Podle údajů za prosinec se růst domácích cen zemědělských výrobců zvýšil oproti srpnu 2010 téměř o 15 procentních bodů na 23,6 %. Tato trajektorie vývoje byla pozorována především u cen rostlinných výrobků, jejichž meziroční růst dosáhl v prosinci výrazných 39,4 %. Naproti tomu k oživení meziročního růstu cen živočišných výrobků došlo již v únoru 2010, ale v následujících měsících byl jejich vývoj pozvolnější než u rostlinných výrobků (v prosinci 8,6 %).

GRAF III.2.7

## CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ

Ceny zemědělských výrobců dále výrazně rostly

(meziroční změny v %)



Hlavní příčiny popsaného vývoje cen domácích zemědělských výrobců se oproti předchozí zprávě nemění. Především to bylo oživení růstu **cen agrárních komodit na světových trzích**, které je pozorováno od druhé poloviny roku 2009. Na obnovení růstu světových cen zemědělských komodit působilo ekonomické oživení ve světě a uvolnění globální měnové podmínky (viz kapitola III.7.4). Nepříznivé klimatické podmínky u hlavních producentů rostlinné výroby zároveň vedly ke snížení světových zásob produktů rostlinné výroby. Uvedené faktory přispěly ve druhé polovině roku 2010 k výraznému nárůstu světových cen produktů rostlinné výroby, zejména obilovin a olejnin. Z pohledu domácích cen byl obnovený růst světových cen těchto komodit jen částečně kompenzován meziročním posílením měnového kurzu CZK/EUR v průběhu roku 2010. K růstu cen zemědělských výrobců navíc přispěl i výrazný růst cen některých komodit s tradičně kolísavým vývojem (ovoce, zelenina a brambory).

15 V rámci odvětví potravinářského průmyslu byl vývoj cen značně různorodý. V prosinci rychle meziročně rostly zejména ceny mlýnských a škrobářských výrobků (16,7 %), rostlinných a živočišných olejů a tuků (17,5 %), mléčných výrobků (4,5 %) a průmyslových krmiv (10,3 %). Pouze ve třech z dvanácti sledovaných oborů ceny výrobců v tomto odvětví v prosinci meziročně klesaly.

16 Ceny výrobců meziročně klesaly zejména v odvětví strojů a zařízení, dopravních prostředků, PC a elektronických a optických přístrojů, pryžových a plastových a farmaceutických výrobků.

### Ostatní cenové okruhy produkční sféry

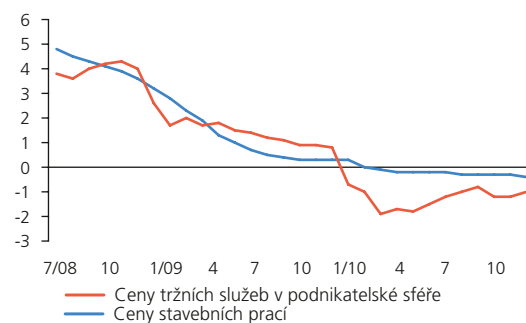
V podmínkách trvající utlumené poptávky po stavebních investicích **ceny stavebních prací** pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v mírném meziročním poklesu, který v prosinci činil 0,4 % (Graf III.2.8). Růst cen materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví však dále zrychlil (v prosinci na 2,7 %). Je pravděpodobné, že jejich růst byl nadále ovlivňován zejména rostoucími cenami dovážených polotovarů.

Také **ceny tržních služeb** setrvaly ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v meziročním poklesu (v prosinci o 1 %). Ve struktuře byly pozorovány jak služby s mírně rostoucími, tak převážně mírně klesajícími cenami. Cenový růst pokračoval zejména u služeb v nákladní dopravě, poštovních a kurýrních služeb a právních a účetnických služeb. Naproti tomu ceny klesaly například u architektonických služeb, služeb v oblasti nemovitostí a zejména reklamních služeb a průzkumu trhu, které vykazovaly před krizí vysokou dynamiku růstu.

GRAF III.2.8

#### OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

**Ceny stavebních prací a tržních služeb setrvaly i ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v meziročním poklesu**  
(meziroční změny v %)

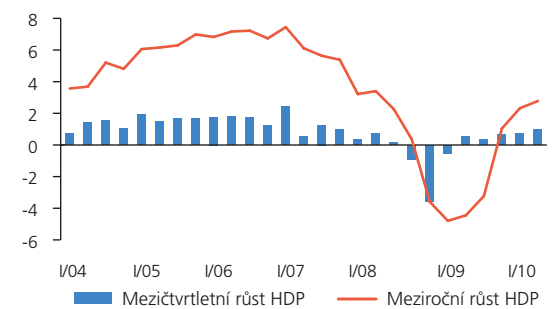


GRAF III.3.1

## HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT

## Růst produktu ve třetím čtvrtletí 2010 dále zrychlil

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

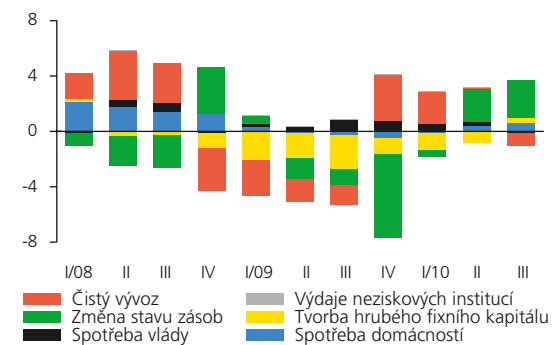


GRAF III.3.2

## STRUKTURA MEZIROČNÍHO RŮSTU HDP

## K růstu HDP nejvíce přispěla změna stavu zásob

(příspěvky v procentních bodech, sezonně očištěné údaje)

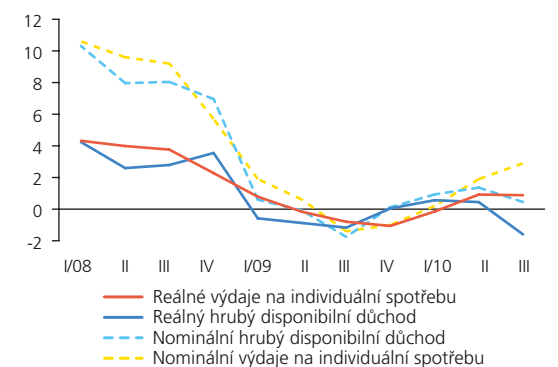


GRAF III.3.3

## VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU

## Růst spotřeby domácností pokračoval i ve třetím čtvrtletí 2010

(meziroční změny v %)



## III.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

Ve třetím čtvrtletí 2010 meziroční reálný růst hrubého domácího produktu zrychlil o 0,5 procentního bodu na 2,8%.<sup>17</sup> Rovněž v mezičtvrtletním srovnání (zvýšení o 1,0 %) rostl produkt rychleji než v předchozím čtvrtletí. K dosaženému meziročnímu růstu produktu opět nejvíce přispěla tvorba hrubého kapitálu a v jejím rámci zejména změna stavu zásob. Také výdaje na konečnou spotřebu se částečně podílely na růstu hrubého domácího produktu. Pouze příspěvek čistého vývozu byl ve třetím čtvrtletí záporný. Na straně nabídky se podílel na pokračujícím ekonomickém růstu především průmysl a také příspěvek sektoru služeb byl kladný.

## III.3.1 Domácí poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2010 pokračoval obnovený růst **domácí poptávky**, na kterém se stejně jako v předchozím čtvrtletí nejvýznamněji podílela výrazná meziroční změna tvorby zásob (Graf III.3.2). V podstatně menší míře podpořila meziroční růst domácí poptávky také spotřeba domácností a tvorba fixního kapitálu, která v předchozích devíti čtvrtletích meziročně klesala.

## Konečná spotřeba

Oživení růstu **spotřeby domácností** následující po jejím zřetelném útlumu v roce 2009 pokračovalo i ve třetím čtvrtletí 2010 (Graf III.3.3). Podle sezonně očištěných údajů ČSÚ zesílil meziroční růst reálných spotřebních výdajů domácností ve třetím čtvrtletí na 1,2 %, což bylo o 0,5 procentního bodu více než v předchozím čtvrtletí. Jejich nárůst byl zaznamenán u předmětů střednědobé spotřeby (meziročně o 5,8 %) a služeb, zatímco v ostatních kategoriích výdaje domácností klesaly.

Popsaný vývoj byl dosažen při velmi nízké dynamice meziročního růstu nominálního **hrubého disponibilního důchodu domácností**, která zvolnila na 0,5 %, a zároveň znatelně rychleji nominálně rostoucích spotřebních výdajích (o 2,9 %). V důsledku zvýšení inflace<sup>18</sup> se pak reálný hrubý disponibilní důchod ve třetím čtvrtletí meziročně snížil (o 1,6 %), avšak reálná spotřeba domácností si udržela kladnou dynamiku růstu (Graf III.3.3).

Domácnosti tak nadále vyrovnávaly dopad slábnoucích příjmů do spotřebních výdajů především nižší tvorbou hrubých **úspor** z běžných příjmů, což se projevilo v pokračujícím sestupném trendu míry úspor (na 9 %<sup>19</sup> ve třetím čtvrtletí; Graf III.3.5).

17 Hodnocení výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů národních účtů ČSÚ.

18 Měřené deflátorem spotřeby domácností.

19 Sezonně očištěný údaj ČNB.



Bližší pohled do **struktury růstu hrubého disponibilního důchodu** ve třetím čtvrtletí 2010 naznačuje, že jeho nízký růst byl výsledkem souběhu více faktorů. Na jeho růstu se v rozhodující míře podílel mírný růst objemu mezd a platů (Graf III.3.4), jejichž meziroční dynamika ve třetím čtvrtletí zrychlila na 1,6 % díky vývoji mezd v podnikatelském sektoru. Kladný příspěvek k růstu hrubého disponibilního důchodu znamenala také druhá nejvýznamnější složka příjmů domácností – příjmů z hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu. Ostatní složky disponibilního důchodu ve třetím čtvrtletí v souladu s očekáváním ČNB jeho meziroční růst brzdily, což se týkalo zejména placených daní a sociálních příspěvků.

Na základě **předstihových indikátorů** lze v závěru roku 2010 nadále předpokládat umírněný meziroční růst spotřeby domácností. Poslední listopadové sezonně očištěné údaje o tržbách v maloobchodu potvrzují pokračování jejich reálného růstu, který je však nadále tažen jen prodejem v motoristickém segmentu. Umírněný růst spotřeby domácností podporují i výsledky šetření ČSÚ o důvěře spotřebitelů, které naznačují jen mírné zlepšení tohoto indikátoru v průběhu čtvrtého čtvrtletí (Graf III.3.14).

**Výdaje vládního sektoru na konečnou spotřebu** se ve třetím čtvrtletí 2010 meziročně reálně snížily o 0,5 %. Poprvé od konce roku 2008 tak došlo k poklesu vládních výdajů, což bylo zřejmě odrazem postupné realizace úsporných opatření vlády.

### Investice

Ve třetím čtvrtletí 2010 došlo ke zřetelnému zvýšení investiční aktivity v ekonomice. Po období dvouletého poklesu, spojeném s finanční a hospodářskou krizí a nejistotami ohledně budoucího ekonomického vývoje, **fixní investice** meziročně vzrostly o 1,7 % (Graf III.3.6).<sup>20</sup> Na této změně se podílely všechny sledované složky fixních investic s výjimkou investic do dopravních prostředků.<sup>21</sup> Obnovení růstu fixních investic bylo pravděpodobně podpořeno investicemi do fotovoltaických elektráren a zčásti i zlepšujícími se výhledy zahraniční poptávky a postupně se zvyšujícím využitím stávajících výrobních kapacit. Obezřetný přístup bank při poskytování úvěrů, jako další významný faktor vývoje investic, však přetrvával.

Tato významná změna dosavadního trendu byla pozorována především v sektoru **nefinančních podniků**, kde byla i ve třetím čtvrtletí realizována více než polovina celkových investic. Dosažený meziroční růst investic byl v tomto sektoru vysoký (9 %),<sup>22</sup> avšak z pohledu velmi nízké srovnávací základny předchozího roku jej lze vnímat spíše jako

20 Na tomto výsledku se podílely i revize údajů za první pololetí roku 2010.

21 Investice do dopravních prostředků ve třetím čtvrtletí 2010 meziročně poklesly o 30,1 %.

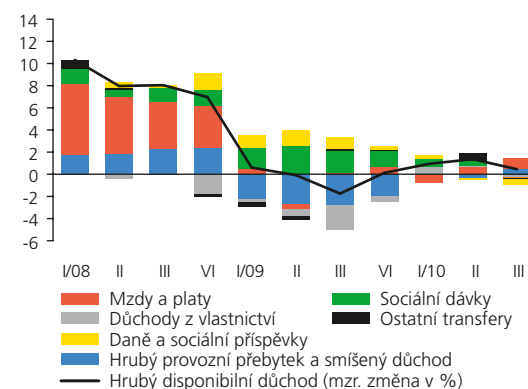
22 Stálé ceny, propočten ČNB.

GRAF III.3.4

### DISPONIBILNÍ DŮCHOD

Tempo růstu nominálního disponibilního důchodu domácností se snížilo pod úroveň 1 %

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

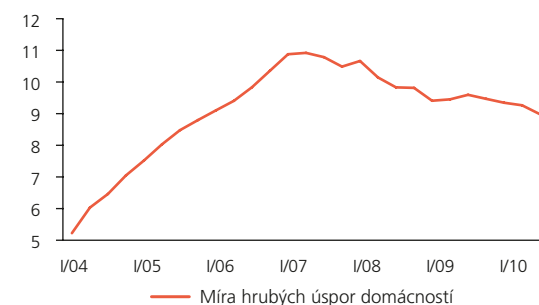


GRAF III.3.5

### MÍRA HRUBÝCH ÚSPOR

Míra úspor se ve třetím čtvrtletí 2010 dále snížila

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

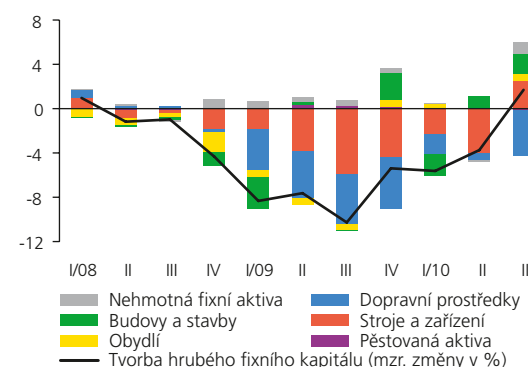


GRAF III.3.6

### TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Ve třetím čtvrtletí 2010 došlo k obnovení růstu fixních investic

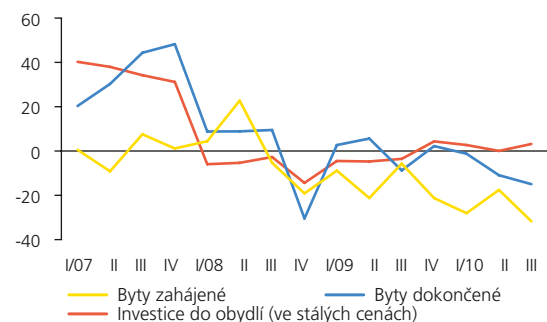
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stálé ceny roku 2000)



GRAF III.3.7

## INVESTICE DO OBYDLÍ

Investice do obydlí ve třetím čtvrtletí 2010 rostly, avšak bytová výstavba pokračovala v poklesu (meziroční změny v %)



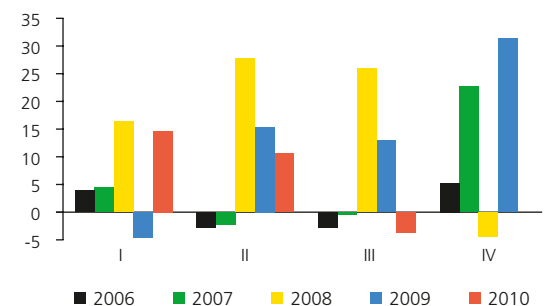
umírněné oživení.<sup>23</sup> Výsledky konjunkturálního šetření ČNB z prosince 2010 nenaznačují zásadnější změny ve vývoji investiční aktivity sektoru nefinančních podniků v dalším období, když pouze malá část respondentů z některých odvětví signalizuje zvýšení objemu investic v následujících dvanácti měsících.<sup>24</sup>

Naopak investice v **sektoru domácností** setrvaly ve třetím čtvrtletí v meziročním poklesu, který se opět prohloubil na téměř 10 %. Investice do obydlí, které tvoří významnou složku celkových investic domácností, ale pokračovaly po stagnaci ve druhém čtvrtletí v růstu, který dosáhl ve třetím čtvrtletí 3,2 % (Graf III.3.7). Přesto však zřejmě nelze v nejbližším období očekávat znatelné zesílení růstových tendencí v poptávce po investicích do bydlení. Nasvědčují tomu výrazně klesající počty dokončených a zahájených bytů, odrážející zejména vnímavou nejistotu na tomto trhu z pohledu developerů ovlivněnou značnou „zásobou“ dokončených neprodaných bytů. Zároveň je nutné nadále počítat s obezřetností bank při poskytování nových hypotečních úvěrů a jen pozvolně se měnícími podmínkami na trhu práce.

GRAF III.3.8

## ČISTÁ ZAHRAŇIČNÍ POPTÁVKA

Ve třetím čtvrtletí 2010 se čistý vývoz meziročně výrazně snížil (v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)



Rovněž **investice vládních institucí** pokračovaly ve třetím čtvrtletí 2010 v meziročním poklesu, který dosáhl 3,3 %. Hlavní příčinou byla pravděpodobně úsporná opatření vlády, která se dotkla zejména investic směřovaných do rozvoje infrastruktury.

Ve vývoji **zásob** bylo patrné pokračování trendu z předchozích čtvrtletí. Reálná změna tvorby zásob se ve třetím čtvrtletí 2010 dále výrazně zvýšila a ze všech výdajových složek HDP se nejvíce podílela na jeho meziročním růstu (Graf III.3.2). Výrazné oživení tvorby zásob v průběhu roku 2010 zřejmě souviselo zejména s růstem zahraniční poptávky a postupným obnovením předkrizového stavu zásob v průmyslu a zejména v jeho vývozně orientovaných odvětvích.

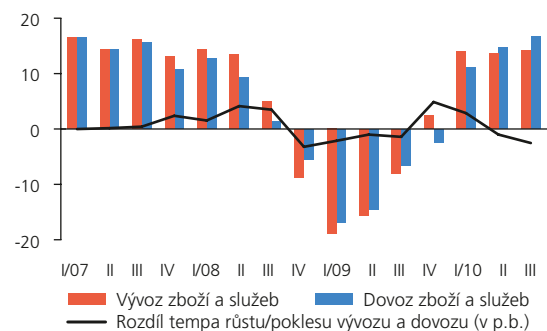
## III.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Ve třetím čtvrtletí 2010 se pokles **čistého vývozu zboží a služeb**<sup>25</sup>, patrný již v předchozím čtvrtletí, dále prohloubil. Čistý vývoz přešel do schodku 3,6 mld. Kč a meziročně se snížil (o 16,5 mld. Kč); v mezičtvrtletním srovnání pak klesl o více než 14 mld. Kč (Graf III.3.8). Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu tak byl na rozdíl od počátku roku 2010 záporný.

GRAF III.3.9

## VÝVOZ A DOVOZ

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



23 Ve třetím čtvrtletí 2009 se investice v sektoru nefinančních podniků meziročně snížily o 18,4 % a ve čtvrtém čtvrtletí 2009 o 20 %.

24 Ve zpracovatelském průmyslu 66 % respondentů neočekává změnu objemu investic v následujících 12 měsících, 16 % respondentů počítá s jejich zvýšením a 18 % s jejich poklesem. Ve stavebnictví a nákladní dopravě většina respondentů očekává pokles investic (53 %, resp. 46 %), ale v nákladní dopravě 27 % respondentů očekává jejich zvýšení. Hlavními limitujícími faktory budoucích investičních výdajů jsou nadále nejistoty ohledně budoucí poptávky a nedostatek vlastních zdrojů (ve zpracovatelském průmyslu 65 %, resp. 50 % respondentů).

25 V cenách roku 2000, sezonně očištěno.



**Celkový vývoz** si udržel vysokou dynamiku růstu, avšak ve srovnání s předchozím čtvrtletím se zvýšil jen mírně (o 0,4 procentního bodu na 14,1 %). Rychlý růst vývozu, zejména vývozu zboží, souvisel s pokračujícím růstem vnější poptávky, odrážejícím zotavení ekonomického výkonu v zemích našich hlavních obchodních partnerů. Částečně byl však ještě ovlivněn efektem nízké základny předchozího roku v důsledku světové hospodářské krize.

Pokles čistého vývozu ve třetím čtvrtletí souvisel se zvýšením předstihu meziročního růstu dovozu před růstem vývozu (Graf III.3.9). Další zrychlení tempa růstu **celkového dovozu** oproti předchozímu čtvrtletí (o 1,9 procentního bodu na 16,6 %) bylo spojeno se zesílením růstu celkové domácí poptávky, hlavně po dovozu zboží pro investiční účely (mimo jiné pro výstavbu fotovoltaických elektráren) a pro mezispotřebu k zajištění výroby komodit pro vývoz. Dovošní náročnost HDP se tak ve třetím čtvrtletí výrazně zvýšila, meziročně o více než 13 procentních bodů.

### III.3.3 Nabídka

V mezičtvrtletním srovnání rostla **hrubá přidaná hodnota** v základních cenách již páté čtvrtletí v řadě a od prvního čtvrtletí 2010 vykazovala i meziroční růst (o 3,7 % ve třetím čtvrtletí), který byl však stále ještě významně ovlivňován efektem nízké srovnávací základny z krizového roku 2009 (Graf III.3.10).

Na zesilujícím růstu hrubé přidané hodnoty se nejvíce podílelo **odvětví průmyslu**, jehož příspěvek se díky příznivému vývoji ve zpracovatelském průmyslu ve třetím čtvrtletí výrazně zvýšil (na 3,1 procentního bodu). Mírně se zvýšil i příspěvek odvětví těžby a výroby a rozvodu energií (Graf III.3.10). Růst přidané hodnoty v průmyslu byl dosažen při celkově rychlém meziročním růstu průmyslové výroby, na kterém se podílela většina odvětví průmyslu. I když byla dynamika růstu průmyslové výroby nadále významně ovlivňována efektem nízké srovnávací základny, její objem se rovněž postupně zvyšoval (Graf III.3.11). Předkrizové úrovně však ještě nedosáhla. Její růst byl tažen zejména zahraniční poptávkou, což se projevilo v silném meziročním růstu reálného vývozu (o 14,7 %).<sup>26</sup> V souladu s pokračujícím růstem produkce se také postupně zvyšovalo využití výrobních kapacit v průmyslu (Graf III.3.11).

Podle posledních dostupných údajů průmyslová produkce v listopadu meziročně vzrostla o 12,6 %.<sup>27</sup> Její růst byl nadále významně podporován zahraniční poptávkou, což indikovaly rychle rostoucí tržby z přímého vývozu.<sup>28</sup> Pokračování tohoto trendu naznačují i nejnovější do-

<sup>26</sup> Rozumí se reálný růst vývozu zboží podle národních účtů ČSÚ.

<sup>27</sup> Jedná se o sezonně očištěný údaj.

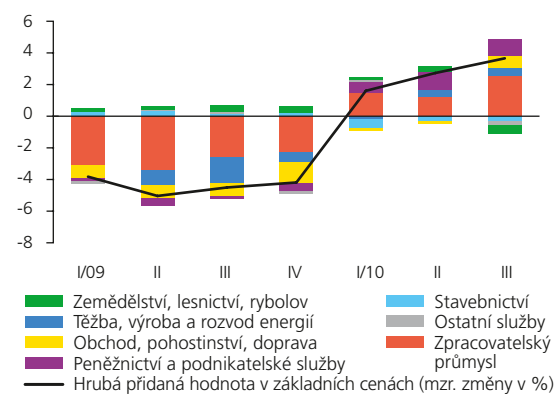
<sup>28</sup> V listopadu se tržby z přímého vývozu meziročně zvýšily v běžných cenách o 22,8 % a na celkových tržbách průmyslových podniků se podílely téměř 50 %.

GRAF III.3.10

#### PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HPH

**Na růstu přidané hodnoty se nejvíce podílel průmysl, avšak i příspěvek tržních služeb byl významný**

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)

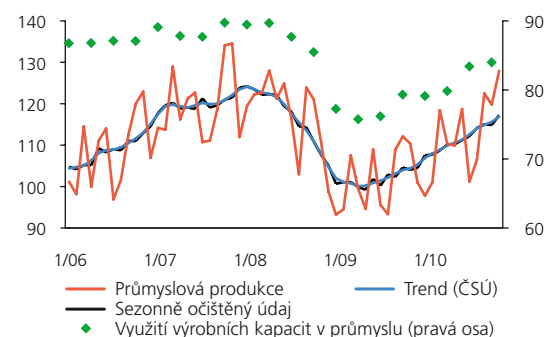


GRAF III.3.11

#### PRODUKCE A VYUŽITÍ KAPACIT

**Rostoucí využití výrobních kapacit koresponduje s vývojem průmyslové produkce**

(bazický index, rok 2005 = 100, plné využití kapacit = 100)

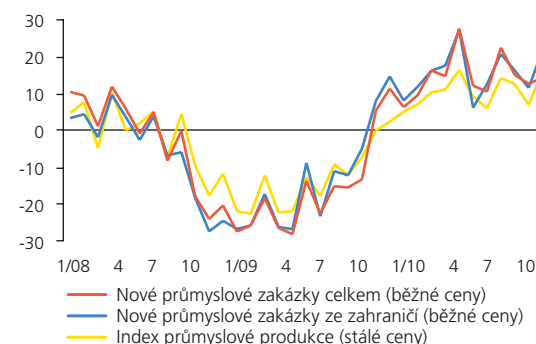


GRAF III.3.12

#### NOVÉ PRŮMYSLOVÉ ZAKÁZKY

**Pokračuje růst nových zakázek v průmyslu**

(meziroční změny v %)

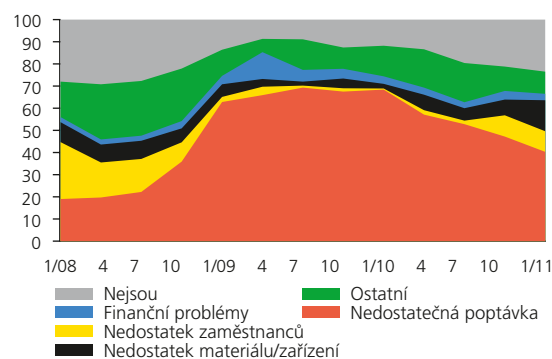


GRAF III.3.13

## BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU

Vliv nedostatečné poptávky jako nejdůležitější bariéry růstu produkce se snižuje

(zdroj: ČSÚ)



stupné údaje o vývoji **nových průmyslových zakázek**, podle kterých rostou nejrychleji zakázky ze zahraničí (Graf III.3.12). Přesto je stále ještě podnikateli vnímána jako hlavní bariéra růstu produkce nedostatečná poptávka, i když její vliv postupně slábne (Graf III.3.13).

Příspěvek **odvětví služeb a obchodu** k meziročnímu růstu celkové hrubé přidané hodnoty se ve třetím čtvrtletí 2010 také zvýšil (na 1,5 procentního bodu; Graf III.3.10). Pokračující růst přidané hodnoty v odvětví dopravy, skladování a telekomunikací a v odvětví služeb pro podniky korespondoval s vývojem průmyslové výroby. Také v odvětví obchodu se již přidaná hodnota ve třetím čtvrtletí meziročně zvýšila, přičemž údaje o tržbách v maloobchodě naznačují, že roste zejména prodej automobilů. Ani poslední listopadové údaje o vývoji tržeb v maloobchodě zatím nesignalizují znatelné změny ve vývoji spotřebitelské poptávky v nejbližším období, naznačují spíše pokračování prodeje v motoristickém segmentu a stagnaci tržeb z prodeje ostatního zboží.

Vývoj přidané hodnoty ve **stavebnictví** byl i ve třetím čtvrtletí brzděn vývojem poptávky po stavebních pracích. Mezičtvrtletní nárůst přidané hodnoty byl jen velmi mírný (0,1 %). V meziročním srovnání přidaná hodnota setrvala v meziročním poklesu (Graf III.3.10). Podle posledních údajů jen mírný meziměsíční růst a slabý meziroční pokles objemu stavební produkce v listopadu zatím nesignalizuje zásadní změnu dosavadního vývoje. Přispělo k tomu inženýrské stavitelství, ve kterém se projevuje omezení výstavby dopravních staveb financovaných z veřejných zdrojů. Váhově významnější pozemní stavitelství sice vykázalo v posledních měsících meziroční růst produkce, avšak údaje o orientační hodnotě povolených staveb neposkytují důvod ke zlepšení výhledu vývoje ve stavebnictví v nejbližším období. Zároveň se zhoršují očekávání podnikatelů ve stavebnictví (Graf III.3.14).

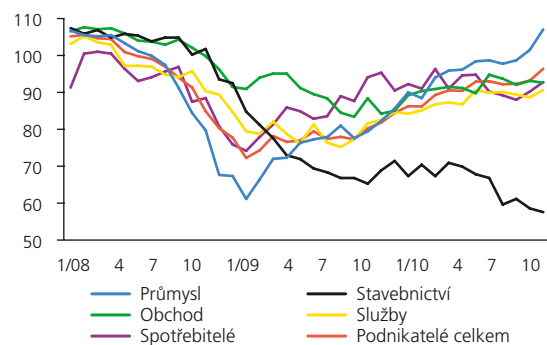
Podle výsledků konjunkturálního šetření ČSÚ se v listopadu a prosinci celkový podnikatelský **indikátor důvěry** zvýšil. Nejvýrazněji bylo jeho zvýšení patrné u podnikatelů v průmyslu a mírně se zlepšily i výhledy ve službách. V obchodě důvěra podnikatelů spíše stagnovala. Pouze ve stavebnictví ve čtvrtém čtvrtletí 2010 dále zesílila negativní očekávání (Graf III.3.14).

GRAF III.3.14

## INDIKÁTORY DŮVĚRY

V závěru roku 2010 se zvýšila zejména důvěra podnikatelů v průmyslu

(průměr roku 2005 = 100, zdroj: ČSÚ)



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

Podle propočtu **Cobbovy-Douglasovy produkční funkce**<sup>29</sup> se ve třetím čtvrtletí 2010 mírně zvýšilo meziroční tempo růstu potenciálního produktu (Graf III.3.15), a to přibližně na hodnotu 1,4 %<sup>30</sup>. Odpovídající mezeru výstupu se dále mírně přivřela na -1,3 % (oproti -1,7 % v prvním čtvrtletí 2010)<sup>30</sup>. Výpočty naznačují další mírné zrychlení růstu potenciálního produktu a pozvolné přivírání mezery výstupu koncem roku 2010, které však bude vystřídáno opětovným zpomalením tempa růstu potenciálního produktu a mírným rozevřením mezery výstupu do záporu v souvislosti s očekávaným zpomalením růstu HDP v roce 2011 (Graf III.3.16). V roce 2012 pravděpodobně nastane opět zlepšení vývoje a na jeho konci by mohlo dojít k překmitu mezery výstupu do kladných hodnot.

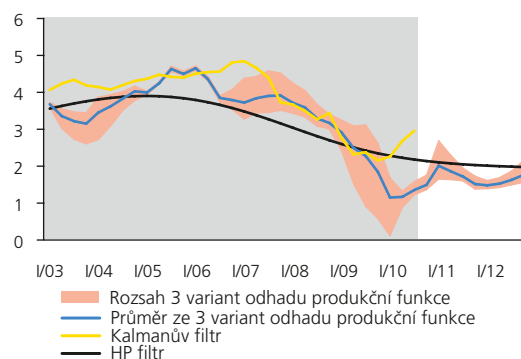
Podle základní varianty výpočtu produkční funkce ve třetím čtvrtletí ještě pokračovalo mírné zpomalování meziročního tempa růstu potenciálního produktu, avšak ve čtvrtém čtvrtletí už pravděpodobně tempo růstu potenciálu i v této variantě zrychlilo. Rozklad na **příspěvky jednotlivých faktorů** vstupujících do produkční funkce v této základní variantě ukazuje, že za zpomalením meziročního růstu potenciálu stál záporný příspěvek rovnovážné zaměstnanosti (Graf III.3.17), který se však v průběhu roku 2011 zmírní. Příspěvek kapitálu zůstává téměř nulový. Hlavním faktorem růstu potenciálního produktu tak nadále zůstává souhrnná produktivita.

Alternativní odhad pomocí **HP filtru**<sup>31</sup> nadále naznačuje o něco vyšší hodnotu růstu potenciálu (2,2 % ve třetím čtvrtletí 2010) a méně otevřenou mezeru výstupu (-1,2 %). Naopak v odhadu potenciálního produktu pomocí **Kalmanova filtru** se prosazuje vliv nízké pozorované inflace vedoucí k výraznějšímu otevření mezery výstupu do záporu (-5 % ve třetím čtvrtletí 2010) při rychlejšímu růstu potenciálního produktu (3 % ve třetím čtvrtletí 2010). Výrazný rozptyl mezi výsledky jednotlivých metod nadále ukazuje velkou míru nejistoty při odhadech aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.

GRAF III.3.15

#### POTENCIÁLNÍ PRODUKT

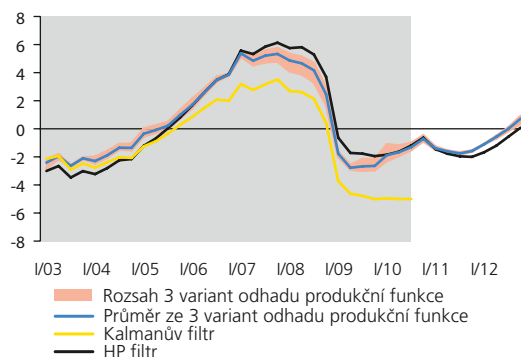
Ve třetím čtvrtletí 2010 mírně vzrostlo odhadované tempo růstu potenciálního produktu (meziroční změny v %)



GRAF III.3.16

#### MEZERA VÝSTUPU

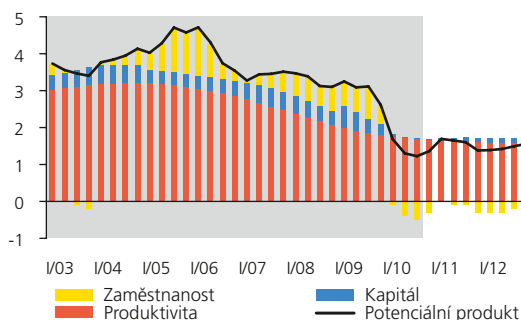
Mezera výstupu se v roce 2010 mírně přivřela (v % z potenciálního produktu)



GRAF III.3.17

#### PŘÍSPĚVKY K RŮSTU POTENCIÁLU

Příspěvek zaměstnanosti k růstu potenciálu zůstává záporný (meziroční změny v %)



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

30 Průměry ze tří variant výpočtu.

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

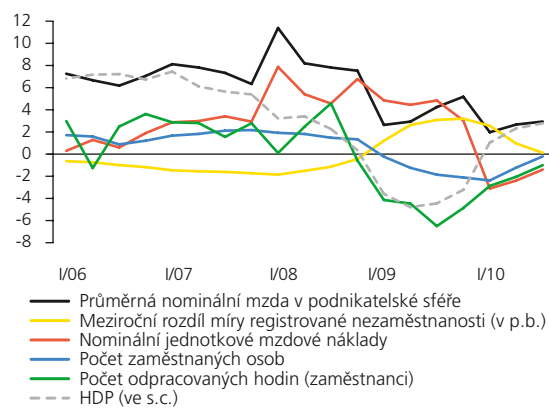
## III.4 TRH PRÁCE

Výrazné zmírnění meziročního poklesu zaměstnanosti a její mezičtvrtletní růst se ve třetím čtvrtletí 2010 projeví v dalším snížení míry obecné i registrované nezaměstnanosti. V prosinci se však míra registrované nezaměstnanosti opět zvýšila, zejména v souvislosti s přijetím přísnějších opatření pro čerpání podpory v nezaměstnanosti od roku 2011. Meziroční růst průměrné mzdy zpomalil v důsledku vývoje mezd v nepodnikatelském sektoru. Zároveň bylo ve třetím čtvrtletí zaznamenáno zpomalení růstu národohospodářské produktivity práce. Při dalším zřetelném zrychlení ekonomické aktivity a současně jen mírném nárůstu objemu mezd a platů se mzdová náročnost produktu i ve třetím čtvrtletí 2010 meziročně snížila.

GRAF III.4.1

## INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Při pokračujícím hospodářském oživení se pokles zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2010 zřetelně zmírnil (meziroční změny v %, procentních bodech)



## III.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pokračující oživení hospodářského růstu se ve třetím čtvrtletí 2010 projevilo v dalším zřetelném oslabení meziročního poklesu **celkové zaměstnanosti** oproti předchozímu čtvrtletí (z -1,2 % ve druhém čtvrtletí na -0,2 % ve třetím čtvrtletí; Graf III.4.1). V absolutním vyjádření to znamenalo zmírnění meziročního poklesu počtu zaměstnaných osob o 51 tis. osob oproti předchozímu čtvrtletí.<sup>32</sup> V mezičtvrtletním srovnání<sup>33</sup> již zaměstnanost druhé čtvrtletí v řadě vykazovala růst, který ve třetím čtvrtletí dosáhl 0,5 %.

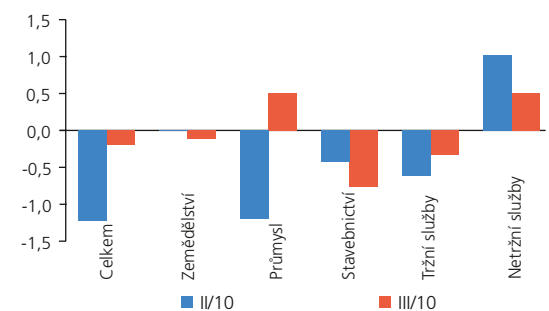
Postupné překonávání nepříznivých tendencí z období hospodářského poklesu bylo patrné především ve skupině **zaměstnanců**<sup>34</sup>, kteří tvoří zhruba 80 % z celkového počtu zaměstnaných osob v ekonomice (dle VŠPS). Ve třetím čtvrtletí 2010 se meziroční pokles počtu zaměstnanců zmírnil oproti druhému čtvrtletí 2010 na polovinu (-1,3 %), což potvrzovalo změnu trendu započatou ve druhém čtvrtletí. Dopad stále ještě klesajícího počtu zaměstnanců do celkové zaměstnanosti byl i ve třetím čtvrtletí částečně tlumen nárůstem počtu podnikatelů (o 5,2 %).<sup>35</sup>

K výrazné změně v zaměstnanosti došlo ve třetím čtvrtletí v odvětví **průmyslu**, které bylo v období krize nejvíce zasaženo propadem poptávky. Ve třetím čtvrtletí byl již příspěvek průmyslu k celkové meziroční změně zaměstnanosti kladný, zatímco ještě v předchozím čtvrtletí zde počty zaměstnaných zřetelně klesaly (Graf III.4.2).<sup>36</sup> Tento kladný příspěvek byl dosažen při meziročním nárůstu počtu zaměstnaných o 1,8 % (tj. o 25 tis. osob). Ke zvýšení poptávky po práci došlo ve třetím čtvrtletí především ve zpracovatelském průmyslu (meziroční nárůst

GRAF III.4.2

## ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Ve třetím čtvrtletí 2010 došlo k obnovení růstu zaměstnanosti v průmyslu (příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví)



32 Ve druhém čtvrtletí 2010 se počet zaměstnaných osob meziročně snížil o 60,3 tis. osob, ve třetím čtvrtletí již jen o 9,6 tis. osob.

33 Po sezonním očistění.

34 Včetně členů produkčních družstev.

35 Zaměstnanci po ztrátě zaměstnání často hledají hlavní uplatnění v samostatné podnikatelské činnosti.

36 Podle VŠPS.

o 29,5 tis. osob), kde byla zřejmá souvislost zejména s výrazným oživením poptávky po českém vývozu.

Ve **službách** celkově rostla zaměstnanost již druhé čtvrtletí v řadě, její meziroční nárůst byl však i ve třetím čtvrtletí mírný a dosáhl 0,3 % (tj. necelých 9 tis. osob). V mezičtvrtletním srovnání byl její růst vyšší a dosáhl 0,5 %. Nejvíce se zaměstnanost meziročně zvýšila ve zdravotní a sociální péči a v oblasti informačních a komunikačních činností (o 11,5 tis., resp. 10,3 tis. osob).

Za uvedených okolností se **obecná míra nezaměstnanosti**<sup>37</sup> ve třetím čtvrtletí 2010 v mezičtvrtletním srovnání dále snížila na 7,1 %, což bylo v převážné míře taženo mezičtvrtletním zvýšením zaměstnanosti. Obdobný vývoj zaznamenala ve třetím čtvrtletí i **míra registrované nezaměstnanosti** (MPSV), avšak ve čtvrtém čtvrtletí se opětovně zvýšila o 0,4 procentního bodu na 9,4 % (Graf III.4.3). Tento nárůst byl zřejmě způsoben především změnami v zákonu o zaměstnanosti<sup>38</sup>, které přiměly uchazeče o práci zaregistrovat se na úřadech práce ještě před koncem roku 2010.

Působení nových přísnějších podmínek pro získávání podpory v nezaměstnanosti od počátku roku 2011 se projevilo i ve vývoji **Beveridgeovy křivky** na konci roku 2010 (Graf III.4.4). Poté, co se v předchozích měsících počet nezaměstnaných pohyboval při jen nepatrných změnách počtu volných pracovních míst v úzkém okolí jedné hodnoty, v závěru roku se Beveridgeova křivka posunula skokově směrem doprava.

### III.4.2 Mzdy a produktivita

Po mírném zrychlení ve druhém čtvrtletí 2010 se meziroční **růst průměrné nominální mzdy** ve třetím čtvrtletí opět zmírnil na 2 %, což je nejnižší hodnota dosažená od počátku srovnatelné časové řady. Růst reálné průměrné mzdy se přiblížil k nulové hodnotě (0,1 %). Za zpomalením růstu průměrné nominální mzdy v ekonomice stál vývoj mezd v nepodnikatelském sektoru, kde průměrná mzda ve třetím čtvrtletí poklesla o 1,8 % (Tab. III.4.1). V podnikatelském sektoru naopak meziroční růst průměrné nominální mzdy lehce zrychlil na 2,9 %, avšak reálně se vlivem inflace zmírnil na 1 %.

Umírněný růst průměrné nominální mzdy v současné fázi hospodářského cyklu byl výsledkem souběhu více faktorů, zejména nízké úrovně poptávky ve většině odvětví, značné převahy nabídky práce nad poptávkou po práci, a také realizace úsporných opatření ve veřejném

<sup>37</sup> Měřené metodikou ILO dle VŠPS, sezonně očištěno ČNB.

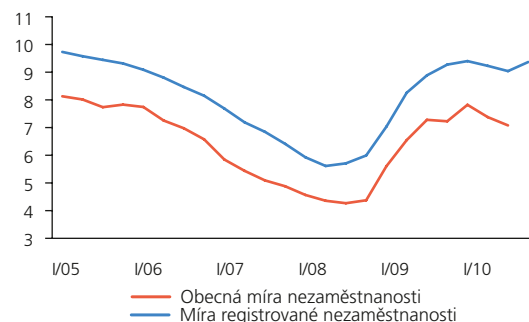
<sup>38</sup> Tyto změny se týkaly především snížení podpory v nezaměstnanosti pro celé období podpory na 45 % při výpovědi formou dohody se zaměstnavatelem či vlastní výpovědi. Kromě toho uchazeči o zaměstnání zaregistrovaní po 1. 1. 2011 si již nemohou při podpoře vydělat příjem až do výše 50 % minimální mzdy (tj. 4 000 Kč) a pokud uchazeč dostane od zaměstnavatele odstupné, nárok na podporu v nezaměstnanosti mu vzniká až po uplynutí doby čerpání odstupného.

GRAF III.4.3

#### MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Zvýšení míry registrované nezaměstnanosti na konci roku 2010 bylo ovlivněno zpřísněním podmínek pro podporu v nezaměstnanosti od roku 2011

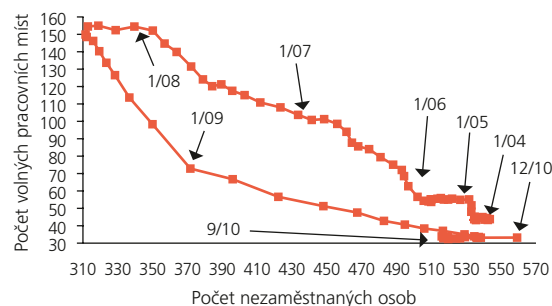
(v %, sezonně očištěné údaje, zdroj: MPSV, ČSÚ, propočít ČNB)



GRAF III.4.4

#### BEVERIDGEOVA KŘIVKA

Vlivem nových administrativních opatření došlo v prosinci 2010 ke zvýšení počtu registrovaných nezaměstnaných osob (sezonně očištěné počty v tis.)



TAB. III.4.1

#### MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Ve třetím čtvrtletí 2010 NJMN setrvaly v poklesu (meziroční změny v %)

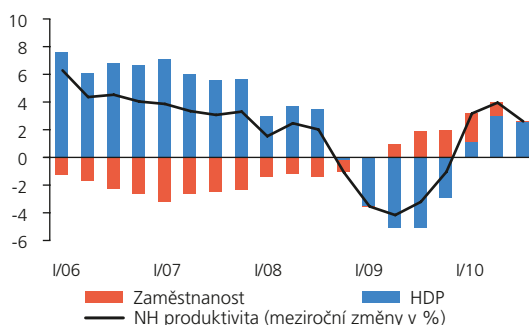
	IV/09	I/10	II/10	III/10
Průměrná mzda ve sled. organizacích				
nominální	5,2	2,2	2,4	2,0
reálná	4,8	1,5	1,2	0,1
Průměrná mzda v podnikatelské sféře				
nominální	5,2	2,0	2,7	2,9
reálná	4,8	1,3	1,5	1,0
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře				
nominální	4,4	3,2	1,0	-1,8
reálná	4,0	2,3	-0,1	-3,6
NHPP	-1,0	3,2	4,0	2,6
NJMN	3,0	-3,1	-2,4	-1,4

GRAF III.4.5

## VÝVOJ PRODUKTIVITY V NH

## Růst produktivity ve třetím čtvrtletí 2010 zpomalil

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



sektoru. Kromě toho řada podniků čelila nákladovým šokům plynoucím ze silného oživení růstu cen klíčových surovin na světových trzích. V těchto podmínkách přistupovali zaměstnavatelé ke zvyšování mezd jen v malém rozsahu a naopak v některých odvětvích došlo ke snížení průměrné mzdy (v oblasti vzdělávání, ve veřejné správě, obraně a v peněžnictví a pojišťovnictví).

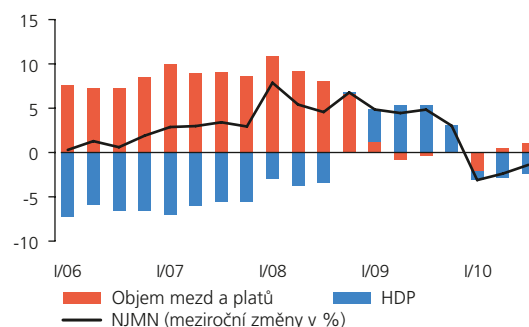
Růst **národohospodářské produktivity práce** ve třetím čtvrtletí zpomalil na 2,6%.<sup>39</sup> Obdobně jako v předchozím čtvrtletí byl převážně podpořen růstem HDP, příspěvek klesající zaměstnanosti byl již nevýrazný (Graf III.4.5). V rámci odvětví byly nadále vykazovány značné rozdíly ve vývoji produktivity, zejména v důsledku rozdílného vývoje poptávky v jednotlivých odvětvích. V průmyslu rostla produktivita i ve třetím čtvrtletí velmi rychle (meziročně o 11,8%), avšak ve stavebnictví v důsledku útlumu poptávky v pozemním i inženýrském stavitelství produktivita již třetí čtvrtletí v řadě klesala. V ostatních sektorech, s výjimkou netržních služeb, se produktivita zřetelně zvýšila.

GRAF III.4.6

## NJMN

## Na meziročním poklesu NJMN se podílel pokračující růst HDP

(příspěvky v procentních bodech, meziroční změny v %)



Za uvedených okolností **mzdová náročnost produktu** nadále klesala. K meziročnímu poklesu nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN) o 1,4% přispěl i ve třetím čtvrtletí pokračující meziroční růst hrubého domácího produktu (Graf III.4.6). Jeho vliv byl jen částečně kompenzován mírným nárůstem objemu mezd a platů,<sup>40</sup> ke kterému došlo při souběhu dalšího zřetelnějšího oslabení poklesu zaměstnanosti a zpomalení růstu průměrné mzdy. Nejvíce se mzdová náročnost produktu snížila v průmyslu (o 6,7%), kde byl rychlý růst přidané hodnoty doprovázen výrazně pomalejším růstem objemu mezd a platů. Nominální jednotkové mzdové náklady klesaly i v řadě dalších odvětví (obchodu, pohostinství a dopravě, tržních a finančních službách). Pouze v netržních službách se NJMN mírně zvýšily.

<sup>39</sup> Výpočet produktivity a NJMN je proveden na sezonně neočištěných datech.

<sup>40</sup> Ve třetím čtvrtletí 2010 meziroční růst objemu mezd a platů dosáhl 1,1% oproti 0,5% ve druhém čtvrtletí 2010.



### III.5 FINANČNÍ A MĚNOVÝ VÝVOJ

Meziroční růst peněžní zásoby dále mírně zpomalil, a inflační tlaky plynoucí z vývoje peněžní zásoby tak zůstávají slabé. Celkové úvěry pozvolna ožívají. V tom se odráží další zmírňování poklesu stavu úvěrů nefinančním podnikům. Pokles nových úvěrů na bydlení se zmírnil v důsledku růstu úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let zaznamenaného u velkých bank. Klientské úrokové sazby převážně stagnovaly s výjimkou úrokových sazeb z úvěrů na bydlení, které klesaly. To zřejmě odráželo pokles vnímání rizika ze strany bank v podmínkách stagnace úrokových sazeb peněžního trhu a minulého poklesu výnosů desetiletých vládních dluhopisů. Klientské rizikové prémie jsou stále vyšší než v předkrizovém období. Finanční indikátory podniků se nadále meziročně zlepšují. Solventnost podniků i domácností v meziročním srovnání roste.

#### III.5.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 v průběhu čtvrtého čtvrtletí dále mírně klesal a v listopadu dosáhl 3,6 % (Graf III.5.1).<sup>41</sup> Přetrvávající umírněný peněžní růst implikuje slabé inflační tlaky plynoucí z vývoje peněžní zásoby.

Ve struktuře peněžního agregátu M2 přetrvávalo poměrně vysoké tempo růstu transakčních peněz zahrnutých v peněžním agregátu M1, i když v listopadu vlivem vysoké základny loňského roku jejich růst meziročně zpomalil na 13,1 %. Pokračovaly přesuny termínovaných vkladů především se splatností do dvou let do jednodenních vkladů. Oběživo nadále meziročně nepatrně rostlo. Poptávka po transakčních penězích je ovlivňována mírným růstem ekonomiky a nízkou hladinou úrokových sazeb. Vysoké tempo růstu termínovaných vkladů s dohodnutou splatností nad dva roky v důsledku poklesu úrokových výnosů z těchto vkladů dále postupně zpomalovalo. Meziroční pokles vkladů s výpovědní lhůtou se prohloubil (Tab. III.5.1).

Růst celkového objemu bankovních vkladů se v listopadu 2010 zvýšil na 2,7 % meziročně. Poměr bankovních vkladů k úvěrům dosahoval téměř 140 %. Meziroční dynamika vkladů nefinančních podniků zpomalila na 4,7 %.<sup>42</sup> Lze předpokládat, že vývoj podnikových vkladů bude nadále pozitivně ovlivňován růstem ekonomiky, i když ten v roce 2011 dočasně zpomalí. Meziroční růst vkladů domácností rovněž pozvolně klesal a v listopadu činil 4,4 %. V tom se projevoval nižší růst nominálních příjmů ve třetím čtvrtletí při přetrvávající zvýšené míře nezaměstnanosti a klesající míře úspor. Vklady finančních neměnových institucí se od roku 2008 až na krátkodobé kolísání výrazněji nemění (Graf III.5.2).

41 Meziroční růst harmonizovaného peněžního agregátu M3 po nedávném mírném zrychlení rovněž zpomalil na 0,3 %. Jeho nižší tempo růstu oproti národnímu agregátu M2 je důsledkem vyšší poptávky po dlouhodobých termínovaných vkladech, které v harmonizovaném M3 na rozdíl od národního M2 nejsou zahrnuty.

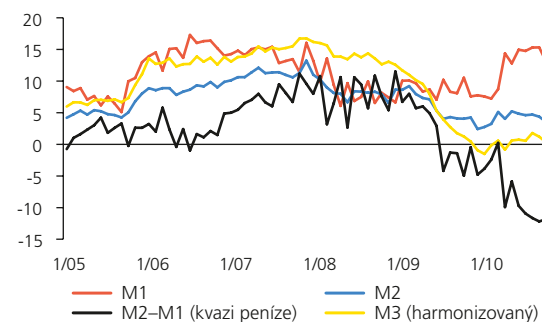
42 Ve zpomalení růstu vkladů podniků se projevoval vliv základny roku 2009; měsíční tok vkladů podniků byl v listopadu 2010 poměrně výrazně kladný.

GRAF III.5.1

#### PENĚŽNÍ AGREGÁTY

Růst peněžního agregátu M2 se snížil

(meziroční změny v %)



TAB. III.5.1

#### STRUKTURA PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ

Dynamika růstu transakčních peněz zůstává vysoká

(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, meziroční změny v %)

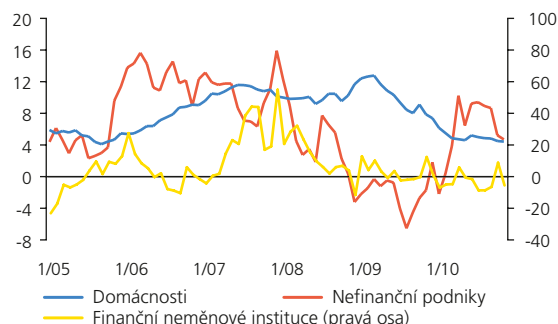
	II/10	III/10	10/10	11/10	Podíly na M2 v % 11/10
M1	12,0	15,0	15,3	13,1	67,5
Oběživo	-0,9	0,7	1,0	0,7	12,9
Jednodenní vklady	15,8	19,1	19,4	16,5	54,6
M2-M1 (kvazi peníze)	-5,2	-10,7	-12,2	-11,8	32,5
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-3,6	-0,6	-2,7	-1,2	19,2
nad 2 roky	57,3	55,6	51,1	47,9	7,0
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	-6,9	-22,4	-23,9	-24,7	12,8
nad 3 měsíce	-7,9	-18,8	-19,3	-20,2	11,0
Repo operace	-1,4	-39,1	-44,1	-44,3	1,8
Repo operace	-13,4	-25,6	-2,2	9,7	0,5
M2	4,8	4,7	4,4	3,6	100,0

GRAF III.5.2

#### VKLADY DLE SEKTORŮ V RÁMCI M2

Vklady podniků i domácností mírně rostou

(meziroční změny v %)



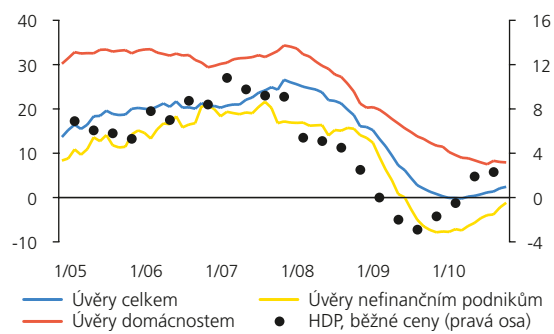


GRAF III.5.3

## STAVY ÚVĚRŮ PODNIKŮM A DOMÁCNOSTEM

Úvěry podnikům a domácnostem celkově mírně rostou

(meziroční změny v %)

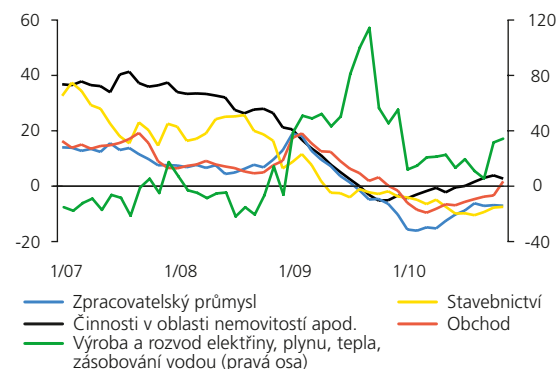


GRAF III.5.4

## ÚVĚRY PODNIKŮM DLE ODVĚTVÍ

Nejvýrazněji rostou úvěry do energetiky

(meziroční změny v %)



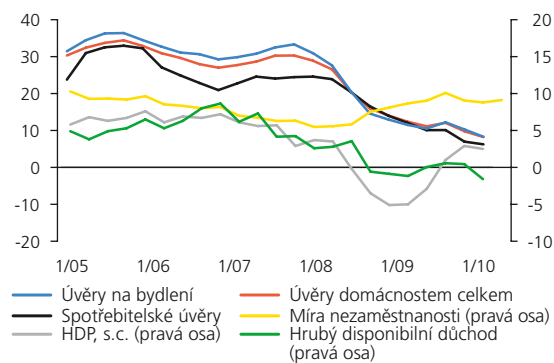
Poznámka: Časové řady stavebnictví a činností v oblasti nemovitostí byly z důvodu změny metodiky v roce 2009 upraveny.

GRAF III.5.5

## ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM

Růst úvěrů domácnostem dále mírně zpomalil

(reálné meziroční změny v %)



## III.5.2 Úvěry

Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem pozvolna oživojí. Meziroční růst stavu úvěrů se v listopadu mírně zvýšil na 2,4 % a po úpravě o netransakční faktory dosáhl 3,1 % (Graf III.5.3). Obdobně se vyvíjejí i nové úvěry. Pozvolný růst úvěrů byl zaznamenán i v eurozóně, kde dosahoval obdobně nízké hodnoty 2,0 %.

Úvěry nefinančním podnikům meziročně stále nepatrně klesají, jejich snížení se však zmírnilo a v listopadu dosáhlo 1,2 %. Pokračovalo zmírňování poklesu krátkodobých úvěrů se splatností do jednoho roku při přetrvávajícím růstu dlouhodobých úvěrů. Z hlediska odvětví meziročně nejrychleji rostl objem úvěrů poskytnutých do odvětví energetiky (Graf III.5.4), mírně se zvýšily rovněž úvěry poskytnuté odvětví obchodu a činností v oblasti nemovitostí. Celkový objem úvěrů energetice se zvýšil v roce 2009 cca o 12 mld. Kč a v roce 2010 zhruba o 19 mld. Kč, což představuje dle odhadu 0,3 %, resp. 0,5 % HDP, a pravděpodobně souvisel především s financováním fotovoltaických elektráren. Úvěry zpracovatelskému průmyslu stále klesají, i když mírněji než v předchozím období. Pokračuje rovněž propad úvěrů do stavebnictví. Nové podnikové úvěry se vyvíjely z hlediska dynamiky obdobně jako stavy úvěrů.

Prosincový **konjunkturální průzkum** ukazuje, že procento průmyslových podniků, které očekávají zvýšení úvěrů v následujícím blízkém období, činí 7 %, přičemž se změnami nepočítá 43 % a snížení očekává 20 % (30 % podniků nebude mít úvěry dle svých očekávání). Obnovení pozvolného meziročního růstu úvěrů podnikům lze očekávat na počátku roku 2011.

Meziroční růst stavu **úvěrů poskytnutých domácnostem** v listopadu mírně zpomalil a dosáhl 7,9 %. Pomaleji rostly úvěry na bydlení při stagnaci tempa růstu spotřebitelských úvěrů. Přetrvávající umírněná poptávka domácností po úvěrech je ovlivňována poměrně vysokou mírou nezaměstnanosti a oslabováním dynamiky nominálních i reálných příjmů (Graf III.5.5). Pokračující pozvolné snižování úrokových sazeb však přispívá ke zmírňování poklesu nových úvěrů na bydlení (Graf III.5.6). Nové úvěry na bydlení přitom u velkých bank již rostou, zatímco u ostatních skupin bank nadále klesají. To se projevuje růstem hypotečních úvěrů, zatímco úvěry ze stavebního spoření nadále klesají. Zvyšují se především nové úvěry na bydlení s fixací sazby od jednoho do pěti let. Podle Hypoindexu se v prosinci 2010 meziročně zřetelně zvýšil objem a počet hypotečních úvěrů. Za celý rok 2010 nově poskytnuté hypotéky poprvé od roku 2007 meziročně vzrostly o cca 13 %. V posledních měsících se zmírňuje i pokles nových spotřebitelských úvěrů, což souvisí pravděpodobně s růstem tržeb nepotravinářského zboží v maloobchodu. Oživování úvěrů domácnostem je stále tlumeno zvýšenými klientskými rizikovými premiemi (viz níže).

Poměry **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech jsou nadále zvýšené. U úvěrů nefinančním podnikům tento poměr dosahuje 8,8 %, u spotřebitelských úvěrů vzrostl na 12,2 % a u úvěrů na bydlení stagnuje na úrovni 3,2 %. Vlivem ekonomického oživení však nesplácené úvěry

rostou meziročně výrazně pomaleji než v průběhu nedávné ekonomické krize. Celkový objem úvěrů v selhání dosáhl v listopadu 124 mld. Kč.

### III.5.3 Úrokové sazby

#### Měnověpolitické úrokové sazby

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2010 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. S touto prognózou a jejími předpoklady byla konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy. Bilance rizik základního scénáře minulé prognózy byla na listopadovém i prosincovém zasedání bankovní rady vnímána jako vyrovnaná. V souladu s tím bankovní rada na svém listopadovém i prosincovém zasedání rozhodla ponechat **základní úrokové sazby** beze změny. S účinností od 7. května 2010 je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace nastavena na 0,75 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 1,75 % (Graf III.5.7).

Na svém měnověpolitickém zasedání 3. února 2011 bankovní rada rozhodla většinou hlasů ponechat úrokové sazby beze změny. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako významná, spojená se zahraničním vývojem, mířící oběma směry a v souhrnu vyrovnaná. Proinflační riziko představují vyšší ceny komodit, naopak protiinflačním rizikem je aktuální posílení kurzu koruny.

#### Úrokové sazby na finančním trhu

Od začátku května, kdy došlo k jejich poklesu po snížení repo sazby, úrokové sazby na peněžním trhu stagnovaly či nepatrně klesaly. Sazby s delší splatností (IRS a výnosy dluhopisů) ve čtvrtém čtvrtletí 2010 rostly. Výnosy českých státních dluhopisů následovaly nárůst německých vládních dluhopisů, který pokračoval i v lednu 2011 zejména vlivem obav z budoucích inflačních tlaků a zesílené důvěry v hospodářské oživení. Růst tuzemských dluhopisových výnosů podpořila i příznivá domácí makro data. Aktuální výraznější nárůst IRS je reakcí na nárůst zahraničních sazeb s delší splatností. Derivátové sazby FRA po poklesu vyvolaném reakcí na listopadové měnověpolitické zasedání (odsun zpřísnění měnové politiky) rostou, a korigují tak svůj předešlý pokles. Jejich současný růst je způsobený zejména nárůstem evropských FRA. Tržní výhled 3M sazeb dle kotací FRA je v nejbližším období rostoucí. Celkově se tento výhled v celém horizontu pohybuje nad trajektorií konzistentní se základním scénářem nové prognózy (viz kapitola I a II) s tím, že s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

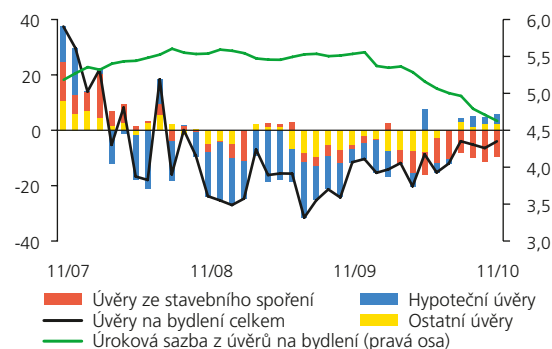
Průměrná hodnota **sazby 3M PRIBOR** za čtvrté čtvrtletí 2010 dosáhla 1,2 % a byla v souladu s minulou prognózou. Úrokové sazby na peněžním trhu byly nadále ovlivněny kreditní premií. Rozpětí 3M PRIBOR–2T repo sazba v průměru za čtvrté čtvrtletí 2010 činilo

GRAF III.5.6

#### ÚVĚRY DOMÁCNOSTEM NA BYDLENÍ

**Pokles nových úvěrů na bydlení se zmírnil zejména vlivem růstu hypotečních úvěrů**

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

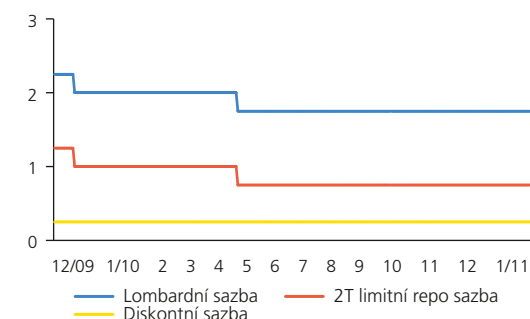


GRAF III.5.7

#### ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB

**ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2010 základní sazby nezměnila**

(v %)

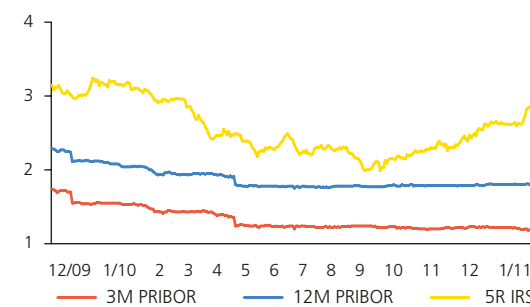


GRAF III.5.8

#### TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

**Úrokové sazby na peněžním trhu se téměř nezměnily, IRS sazby vzrostly**

(v %)

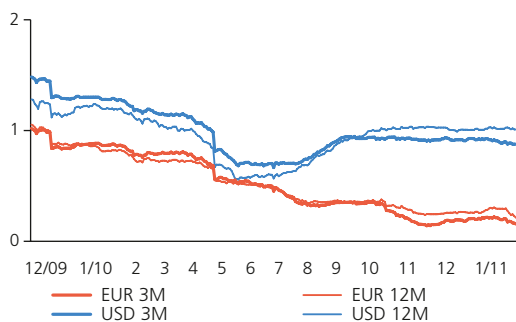


GRAF III.5.9

## ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY

Úrokové diferenciály vůči euru nejprve dále poklesly a následně stagnovaly

(v procentních bodech)

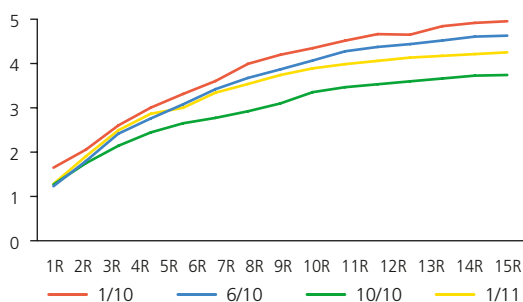


GRAF III.5.10

## VÝNOSOVÁ KŘIVKA STÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Výnosová křivka se od října 2010 posunula výše

(v %)

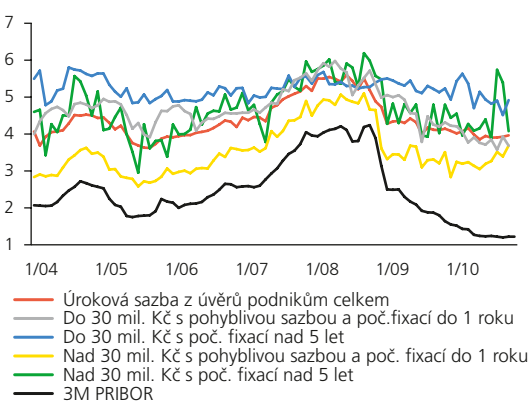


GRAF III.5.11

## ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚŘŮ PODNIKŮM

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům po nedávném poklesu většinou stagnují

(nové obchody, v %)



0,46 procentního bodu. Na této úrovni se uvedené rozpětí ustálilo po již zmíněném květnovém snížení repo sazby, aktuálně se pohybuje nepatrně pod úrovní 0,45 procentního bodu.

Celkově v roce 2010 úrokové sazby PRIBOR klesly ve všech splatnostech o 0,3 procentního bodu, což odpovídá jediné (květnové) úpravě repo sazby o 0,25 procentního bodu. V případě úrokových sazeb IRS byl pokles výraznější, v nejdělsích splatnostech dosáhl až 0,8 procentního bodu.

**Výnosová křivka PRIBOR** se během čtvrtého čtvrtletí 2010 nezměnila a její kladný sklon zůstal zachován. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v prosinci 2010 činilo zhruba 0,9 procentního bodu. Během ledna výnosová křivka na peněžním trhu stagnovala. **Výnosová křivka IRS** naopak během čtvrtého čtvrtletí 2010 i na počátku roku 2011 zestrměla a posunula se po celé délce výše. Průměrné rozpětí 5R – 1R činilo v prosinci 1,1 procentního bodu, rozpětí 10R – 1R dosáhlo 1,6 procentního bodu.

Krátkodobé **úrokové diferenciály** se vůči oběma hlavním světovým měnám (PRIBOR/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) nadále udržovaly v kladných hodnotách (Graf III.5.9). Vůči eurovým sazbám nejprve pokračovaly v poklesu a dále víceméně stagnovaly, zatímco vůči dolařovým sazbám zhruba stagnovaly po celou dobu. Úrokový diferenciál 3M PRIBOR – 3M EURIBOR ve čtvrtém čtvrtletí 2010 činil průměrně 0,2 procentního bodu, k 21. 1. dosahoval rovněž 0,2 procentního bodu.

Na primárním **trhu státních dluhopisů** se ve sledovaném období uskutečnilo celkem šest aukcí dluhopisů. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 33,4 mld. Kč. Ve většině uskutečněných aukcí byla vysoká poptávka. V lednu se uskutečnila úspěšná aukce dluhopisů s variabilním kuponem a se splatností v roce 2016, přičemž rozdíl oproti 6M PRIBORu ve srovnání s aukcí srovnatelného dluhopisu z počátku roku 2009 byl výrazně níže a snížilo se i rozpětí nejnížší a nejvyšší ceny. Výnosová křivka státních dluhopisů se (s výjimkou nejkratšího konce) posunula na vyšší hladinu a zvýšil se její pozitivní sklon (Graf III.5.10).

**Klientské úrokové sazby**

Klientské **úrokové sazby z nových úvěrů** za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí převážně stagnovaly s výjimkou sazby z úvěrů na bydlení, která klesala. Klientské rizikové premie byly nadále vyšší než v předkrizovém období, a to nejvíce u domácností, i když je možno pozorovat náznaky poklesu vnímání rizika ze strany bank. Vývoj rizikových přírážek v následujícím období bude záviset na vývoji míry nezaměstnanosti a na síle ekonomického růstu. Klientské úrokové sazby jsou v ČR nadále nad úrovní úrokových sazeb v eurozóně.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** kolísala v závěru roku 2010 okolo hodnoty 4 % (Graf III.5.11). Sazby tak zůstávají na nejnížší úrovni od roku 2004. Zastavování poklesu bylo zaznamenáno u sazeb se všemi fixacemi s výjimkou dlouhodobé sazby z vel-

kých úvěrů – jedná se však o poměrně úzkou kategorii úvěrů spojenou s úvěrovými kontrakty některých velkých podniků, u nichž banky zpravidla uplatňují individuální přístup. Sazba z kontokorentních úvěrů stagnovala. Ve vývoji sazeb podniků se odráží stagnace sazeb peněžního trhu a postupné zvyšování výnosů z vládních dluhopisů s delší splatností. Rozpětí celkových podnikových a tržních sazeb zůstalo zvýšené. V eurozóně úroková sazba z podnikových úvěrů aktuálně roste vlivem vývoje sazeb peněžního trhu, a odráží tak růst nákladů na získávání krátkodobých zdrojů pro financování bank.

U domácností naopak pokračoval mírný pokles **úrokové sazby z úvěrů na bydlení**, která dosáhla v listopadu 2010 úrovně 4,6 %. Nejvýrazněji se snižovaly sazby s fixací od jednoho roku do pěti let, pokles sazby s fixací do jednoho roku se zmírnil a sazba s fixací nad deset let nepatrně rostla v důsledku zvyšování dlouhodobých úrokových sazeb finančního trhu (Graf III.5.12).<sup>43</sup> Podle Hypoindexu pokračoval klesající trend úrokových sazeb z úvěrů na bydlení i v prosinci 2010. Rozpětí mezi sazbou z úvěrů na bydlení s krátkou fixací a tržní sazbou 1R PRIBOR po minulém snížení stagnovalo. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a výnosem desetiletého vládního dluhopisu pokleslo v důsledku růstu výnosu vládního dluhopisu (Graf III.5.13). Sazby z úvěrů na bydlení dosahovaly zhruba úrovně roku 2006. V eurozóně sazby z úvěrů na bydlení mírně rostly u jednorozhodných fixací, zatímco u ostatních fixací dále klesaly k historickým minimům.

**Úroková sazba ze spotřebitelských** a kontokorentních úvěrů v listopadu 2010 přetrvávala na úrovni 14,7 %, resp. 18,7 %, což nadále odráží vysoké riziko vnímané ze strany bank.

Průměrná úroková sazba z **vkladů** v závěru roku 2010 stagnovala na úrovni 0,9 %. U domácností dosahovala 1,1 % a u nefinančních podniků se pohybovala okolo 0,5 %.

**Marže** mezi úrokovými sazbami z úvěrů a vkladů z nových obchodů ovlivňující ziskovost bank se po zářijovém zvýšení pohybuje na úrovni 6,2 procentního bodu. U podnikových úvěrů a vkladů marže přetrvává ve výši 3,5 procentního bodu, u úvěrů na bydlení a vkladů domácností nepatrně poklesla na 3,6 procentního bodu, zatímco u spotřebitelských úvěrů činí 13,6 procentního bodu.

**Reálné klientské úrokové sazby**<sup>44</sup> v průběhu čtvrtého čtvrtletí převážně stagnovaly. Reálné sazby z nových úvěrů v listopadu oproti srpnu výrazně poklesly a dosáhly 2,3 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů zhruba stagnují kolem úrovně -0,8 % (Graf III.5.14).

43 To se projevuje v dalším růstu nových úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let zaznamenaném především u velkých bank. Podíl těchto úvěrů na celkových nových úvěrech se tak zvýšil na 51,5 % při mírném zvýšení podílu nových úvěrů s fixací sazby do jednoho roku na 21,1 %. Naopak podíl nových úvěrů s delšími fixacemi klesal.

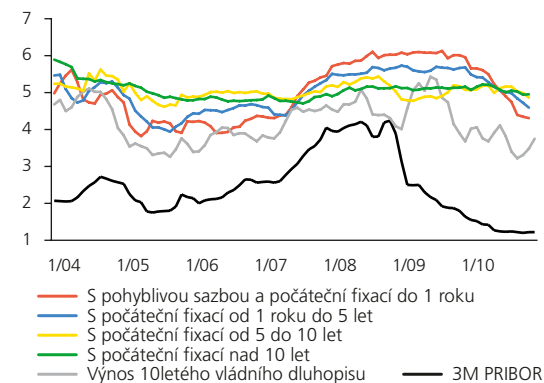
44 Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby z úvěrů jsou deflovány růstem cen průmyslových výrobců prognózovaným ČNB; nominální úrokové sazby z vkladů a sazby PRIBOR jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

GRAF III.5.12

### ÚROKOVÉ SAZBY Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení dále mírně klesaly

(nové obchody, v %)

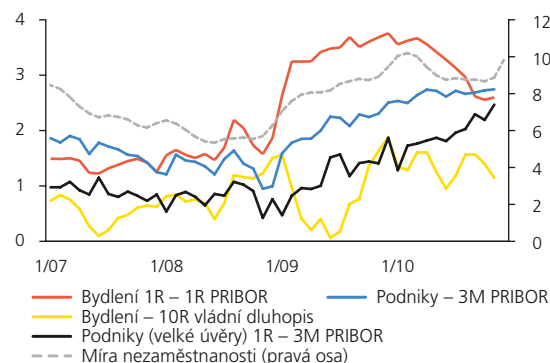


GRAF III.5.13

### ROZPĚTÍ ÚROKOVÝCH SAZEB Z ÚVĚRŮ

Rozpětí mezi klientскими a tržními sazbami jsou stále zvýšená

(v procentních bodech, v %)

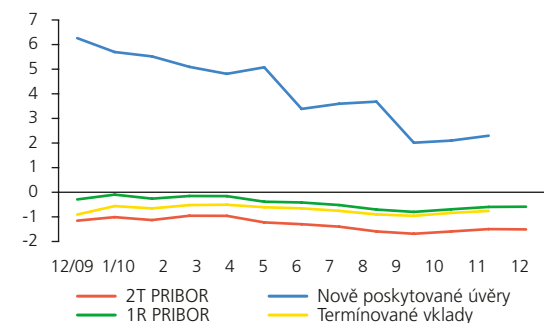


GRAF III.5.14

### EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů ve čtvrtém čtvrtletí 2010 stagnovaly

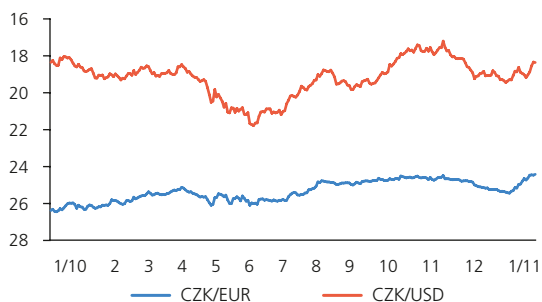
(v %)



GRAF III.5.15

## MĚNOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

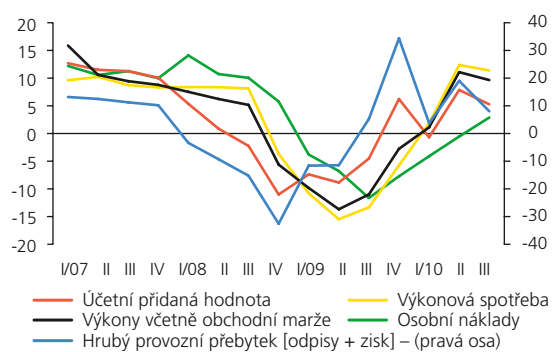
Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 koruna vůči euru i dolaru oslabila, v lednu však rychle posílila



GRAF III.5.16

## ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODAŘENÍ

Ve třetím čtvrtletí 2010 pokračoval růst účetní přidané hodnoty i hrubého provozního přebytku (meziroční změny v %)



TAB. III.5.2

## UKAZATELE HOSPODAŘENÍ PODNIKŮ

Materiálová náročnost výkonů dále vzrostla, avšak mzdová náročnost stále klesala

(v mld. Kč, v %, meziroční změny v % a v procentních bodech)

	3.Q 2009	3.Q 2010	Meziroční změny v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) <sup>a)</sup>	1 161,7	1 273,8	9,7
Osobní náklady (mld. Kč)	176,8	181,9	2,9
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	831,6	926,3	11,4
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	330,1	347,5	5,3
Tržby (mld. Kč)	1 510,6	1 647,0	9,0
	<b>v %</b>	<b>v %</b>	<b>Meziroční změny v p.b.</b>
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě <sup>a)</sup>	53,6	52,3	-1,2
Podíl výkonové spotřeby na výkonech <sup>a)</sup>	71,6	72,7	1,1
Podíl osobních nákladů na výkonech <sup>a)</sup>	15,2	14,3	-0,9
Podíl přidané hodnoty na výkonech <sup>a)</sup>	28,4	27,3	-1,1

a) propočten ČNB

## III.5.4 Měnový kurz

Průměrný **kurz koruny vůči euru** dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 hodnoty 24,8 CZK/EUR, což představovalo jeho meziroční posílení o 4,5%. Zatímco v říjnu se kurz pohyboval okolo hodnoty 24,6 CZK/EUR, od poloviny listopadu do konce roku oslabil až na 25,4 CZK/EUR (Graf III.5.15). Začátek roku 2011 však přinesl rychlé posílení domácí měny a v polovině ledna se kurz pohyboval kolem hodnoty 24,3 CZK/EUR.

Vývoj koruny je i nadále ovlivňován sentimentem zahraničních investorů, který se mění v závislosti na rizicích v USA a v Evropě. Zatímco v USA jsou pečlivě sledována data o ekonomickém vývoji a jejich implikace pro kvantitativní uvolňování měnové politiky, pro Evropu zůstává hlavním faktorem dluhová krize v některých členských zemích. V prosinci ratingová agentura Moody's snížila hodnocení Irsku o pět stupňů z Aa1 na Baa1 s negativním výhledem a zahájila revizi hodnocení závazků Španělska s možností snížení ratingu. Pokračují však nákupy dluhopisů ze strany ECB a úspěšně dopadla i lednová aukce portugalských státních dluhopisů<sup>45</sup>.

Průměrný **kurz koruny vůči dolaru** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 činil 18,3 CZK/USD, což představovalo mezičtvrtletní posílení o 5,4 %, meziročně se však jednalo o oslabení o 4,1 %. Od začátku listopadu dolar na světových trzích posiloval, vývoj vůči koruně byl navíc umocňován jejím oslabováním vůči euru. V průběhu čtvrtletí tak koruna oslabila z hodnoty cca 17 CZK/USD na počátku listopadu na cca 19 CZK/USD na konci roku 2010. Hlavním faktorem byly zprávy o vládní dluhové krizi v Evropě. V lednu 2011 kurz po úspěšné aukci portugalských dluhopisů posílil až na 18,3 CZK/USD.

## III.5.5 Ekonomické výsledky nefinančních podniků

Ve třetím čtvrtletí 2010 nedošlo v segmentu **nefinančních podniků s 50 a více zaměstnanci**<sup>46</sup> k výrazným změnám ve vývoji hlavních ukazatelů finančního hospodaření oproti předchozímu čtvrtletí. Tempo jejich meziročního růstu se sice zmírnilo, nicméně díky přetrvávajícímu vlivu nízké srovnávací základny z předchozího roku zůstalo poměrně vysoké. Dosažené úrovně těchto ukazatelů stejně jako v předchozím čtvrtletí signalizovaly zlepšování ekonomické situace sledované skupiny podniků. V meziročním srovnání rostly rychle zejména tržby a výkony, které však byly doprovázeny ještě výraznějším růstem výkonové spotřeby. Účetní přidaná hodnota tak rostla pomaleji než v předchozím čtvrtletí (Graf III.5.16). Osobní náklady poprvé po šesti čtvrtletích poklesly meziročně vzrostly, a přispěly tak podle propočtů ČNB ke zpomalení meziročního růstu hrubého provozního přebytku.

45 Úspěchem skončily i aukce španělských a italských dluhopisů, ale ty nebyly tak sledovány, a proto nevyvolaly tak velkou odezvu.

46 Segment podniků s 50 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2010 přes 9,2 tisíce nefinančních podniků.



Vývoj **materiálové náročnosti** byl ve třetím čtvrtletí 2010 ovlivněn zejména pokračujícím rychlým růstem dovozních cen energetických a neenergetických surovin a polotovarů na bázi kovů. Zvyšující se ceny těchto vstupů byly hlavním zdrojem tlaků na růst nákladů výrobců, který přispěl i ve třetím čtvrtletí k meziročnímu nárůstu materiálové náročnosti výkonů o 1,1 procentního bodu (Tab. III.5.2). Náklady se přitom nadále zvyšovaly především u výrobců stojících na počátku výrobního řetězce.

Naopak **mzdová náročnost** výkonů ve třetím čtvrtletí 2010 stále ještě meziročně klesala (o 0,9 procentního bodu), i když osobní náklady se po delším období poklesu meziročně zvýšily. Jejich meziroční růst byl však ve srovnání s rychlým růstem výkonů jen mírný (2,9 %; Tab. III.5.2).

Údaje za užší segment **velkých podniků** (s 250 a více zaměstnanci<sup>47</sup>) ukazují ve třetím čtvrtletí opět rychlejší růst tržeb, výkonů, účetní přidané hodnoty i hrubého provozního přebytku ve velkých podnicích než v širším segmentu podniků.

### III.5.6 Finanční pozice podniků a domácností

Celkové **podnikové financování** se ve třetím čtvrtletí meziročně snížilo o 0,9 % a jejich vnější financování kleslo o 1,9 %<sup>48</sup>. Na tomto snížení měly podíl vedle poklesu transakcí i netransakční faktory (spojené zejména s přeceněním). Dále se zmírnil meziroční pokles úvěrů a zpomalila dynamika emise dluhových cenných papírů. Ostatní závazky klesaly (Graf III.5.17). Trend vyššího využívání tržního financování tudíž zpomalil. V rámci podnikových úvěrů se zmírňoval pokles domácích bankovních úvěrů, úvěrů čerpaných ze zahraničí i úvěrů od ostatních podniků při nepatrném růstu úvěrů od nebankovních institucí (Graf III.5.18). I přesto ve třetím čtvrtletí mírně vzrostl poměr dluhu k vlastnímu jmění podniků zejména vlivem poklesu vlastního jmění (v tom se projevovala restrukturalizace majetkové struktury některých významných podniků).

Meziroční růst **finančních investic podniků** se ve třetím čtvrtletí snížil na 2,6 %. Podniky držely více volných zdrojů ve formě ostatních aktiv (obvykle spojených s platbami z obchodního styku, ale i s některými netransakčními vlivy) při nepatrně nižším růstu oběživa a vkladů. Příspěvky ostatních složek finančních aktiv byly záporné (Graf III.5.19). Podíl finančních investic podniků na celkových finančních investicích v ekonomice se tak dále mírně snížil na 22,4 %.<sup>49</sup>

47 Segment podniků s 250 a více zaměstnanci tvořilo ke konci třetího čtvrtletí 2010 téměř 1,7 tisíce nefinančních podniků.

48 Současně s údaji za třetí čtvrtletí 2010 byly publikovány revidované údaje finančních účtů za druhé čtvrtletí 2010. Vnější financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, kotované akcie a ostatní závazky. Financování celkem představuje veškeré finanční závazky podniků.

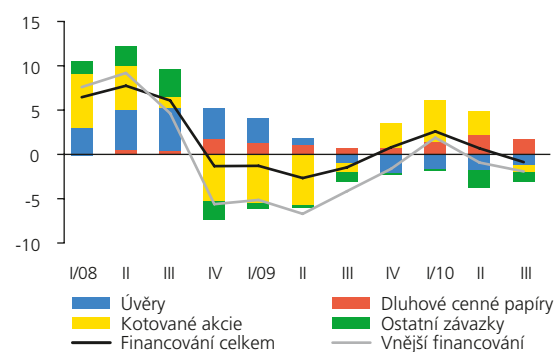
49 Ve struktuře finančních investic v celém národním hospodářství dosahují investice nefinančních podniků 22 %, domácností 16 %, finančních institucí 32 %, vládních institucí 11 % a nerezidentů 19 %. Ve třetím čtvrtletí vzrostl oproti předchozímu čtvrtletí zejména

GRAF III.5.17

#### FINANCOVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Celkové financování podniků mírně klesalo**

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

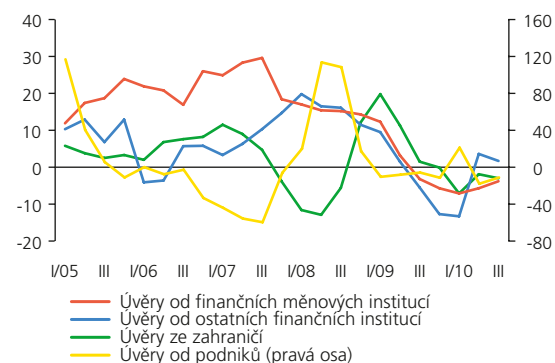


GRAF III.5.18

#### DOMÁCÍ A ZAHRA NIČNÍ PODNIKOVÉ ÚVĚRY

**Úvěry od domácích bank i ze zahraničí klesají, jejich pokles se však zmírňuje**

(meziroční změny v %)

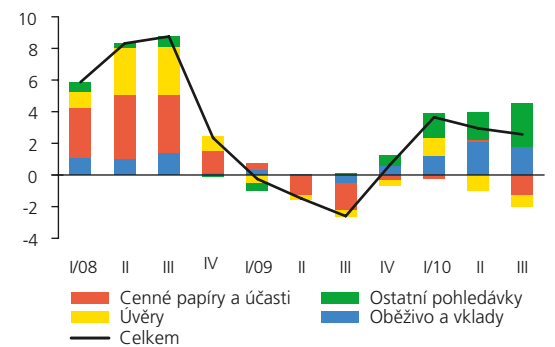


GRAF III.5.19

#### FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

**Nepatrně se snížil růst likvidních finančních aktiv ve formě oběživa a vkladů**

(příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %)



TAB. III.5.3

## FINANČNÍ INDIKÁTORY PODNIKŮ

## Solventnost podniků meziročně rosla

	I/2010	II/2010	III/2010	III/2010
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v %			Stav v mlrd. Kč
Vlastní jmění (emitované účasti)	6,1	3,5	-0,9	3 691,5
Úvěry	-4,8	-5,4	-3,7	1 441,3
Dluhové cenné papíry	38,9	58,1	44,0	261,8
Kotované akcie	18,0	4,7	-8,3	649,4
Ostatní závazky	-0,4	-4,1	-2,4	2 292,8
Financování celkem <sup>1)</sup>	2,6	0,7	-0,9	7 687,4
Finanční aktiva	3,6	2,9	2,6	4 575,8
Podniky celkem <sup>a)</sup>	Meziroční změny v p.b.			Indiká- tory v %
Pohotová likvidita <sup>2)</sup>	33,2	32,2	24,5	150,7
Solventnost <sup>3)</sup>	4,5	5,3	3,7	114,5
Finanční páka <sup>4)</sup>	-2,8	-0,7	4,3	124,0

a) propočten ČNB

1) Finanční závazky celkem

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

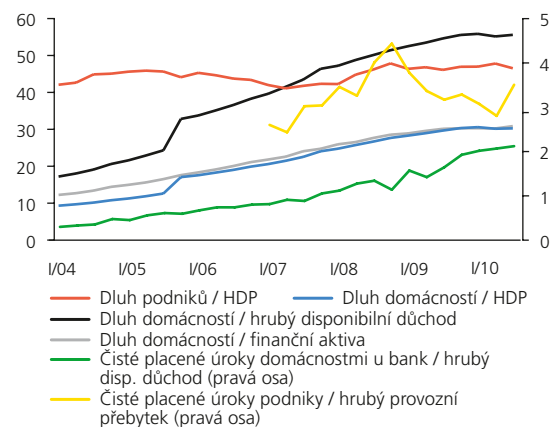
3) Finanční aktiva celkem / závazky bez účasti

4) Finanční aktiva celkem / emitované účasti

GRAF III.5.20

## DLUH A ČISTÉ ÚROKOVÉ PLATBY

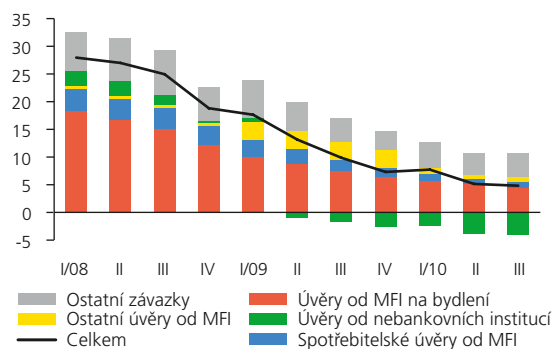
Čisté úrokové platby u domácností kolísají okolo 2 % příjmu, zatímco u podniků dosahují 4 % hrubého provozního přebytku (v %)



GRAF III.5.21

## FINANCOVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

Tempo růstu zadluženosti domácností se dále lehce snížilo (příspěvky v procentních bodech a meziroční změny v %)



Poměr **dluhu nefinančních podniků** (úvěry a emitované dluhové cenné papíry k HDP) ve třetím čtvrtletí mírně poklesl na 46,5 %<sup>50</sup> (Graf III.5.20). Úrokové zatížení podniků se po nedávném snižování naopak zvýšilo v důsledku mírného meziročního zpomalení růstu hrubého provozního přebytku.

**Finanční indikátory nefinančních podniků** signalizují, že pozvolné meziroční zlepšování solventnosti a pohotové likvidity podniků zaznamenané od konce roku 2009 se ve třetím čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí nepatrně zmírnilo (Tab. III.5.3.). Mezera financování podniků (tj. čisté výpůjčky), představující rozdíl mezi vnitřními zdroji (tj. hrubé úspory) a výdaji na reálné investice (tj. tvorbu hrubého kapitálu), se ve třetím čtvrtletí dostala zejména vlivem poklesu hrubých úspor do záporných hodnot. Celkově se finanční pozice podniků ve třetím čtvrtletí výrazně nezměnila, což odráží zejména mírný růst ekonomiky.

**Zadluženost domácností** ve třetím čtvrtletí zhruba stagnovala. V poměru k HDP dosáhla 30,3 % a k hrubému disponibilnímu důchodu 55,6 % (Graf III.5.20). Čisté úrokové platby (tj. rozdíl placených a přijatých úrokových plateb z bankovních úvěrů a vkladů) v poměru k hrubému disponibilnímu důchodu přetrvávaly na úrovni 2,1 %, přičemž úrokové náklady činily 3,1 % a úrokové příjmy 1 %. Meziroční růst úrokových plateb se přitom zmírnil, stejně tak se zmírnil i růst hrubého disponibilního důchodu, přičemž úrokové příjmy poklesly. Meziroční růst celkového financování domácností zejména v důsledku dalšího snížení kladného příspěvku úvěrů na bydlení zpomalil na 4,8 % (Graf III.5.21).

Meziroční dynamika **finančních investic domácností** se po zvýšení v předchozím čtvrtletí následně opětovně snížila na 5,4 %. Mírně poklesl příspěvek investic domácností do oběživa a vkladů, výrazněji do dluhových cenných papírů a účastí při stagnaci příspěvku investic do pojistných a technických rezerv.

**Finanční indikátory domácností** ukazují, že solventnost domácností (poměr celkových finančních aktiv k celkovým závazkům) ve třetím čtvrtletí mírně klesla, když dosáhla úrovně 264 %. Finanční aktiva domácností tak nadále výrazně převyšují finanční pasiva. Finanční pozice domácností byla v roce 2010 negativně ovlivňována přetrvávající zvýšenou mírou nezaměstnanosti a nižším růstem příjmů.

podíl finančních investic u finančních a vládních institucí.

50 Po zohlednění ostatních závazků (souvisejících zejména se závazky z obchodního styku) poměr dluhu podniků k HDP dosahuje 109 %.



### III.5.7 Vývoj na trhu nemovitostí

Nabídkové **ceny bytů** ve čtvrtém čtvrtletí 2010 v Praze dále poklesly (dle údajů ČSÚ mezičtvrtletní pokles dosáhl 2,2 %), ve zbytku ČR mírně rostly (mezičtvrtletně o 0,2 %). V meziročním vyjádření pak **nabídkové ceny bytů** klesaly jak v Praze, tak ve zbytku ČR, i když mírněji než ve druhé polovině roku 2009, kdy jejich meziroční pokles kulminoval (Graf III.5.22). Nově byly revidovány údaje pro **realizační ceny bytů** za rok 2009 (za Prahu byly zvýšeny o 0,9 %, pro zbytek ČR jsou po revizi vyšší o 1,5 %) a zároveň byl zveřejněn jejich odhad pro první pololetí roku 2010, dle kterého se meziroční pokles realizačních cen bytů výrazně zmírnil a odpovídá již poklesu cen nabídkových.

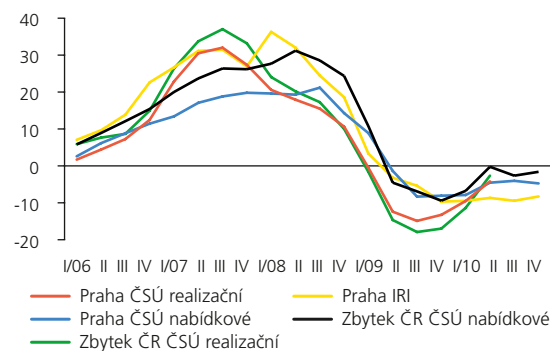
Pokles cen nemovitostí související s útlumem poptávky na trhu bydlení byl provázen také snížením počtu transakcí na nemovitostním trhu. Počet předmětů řízení o vkladu vlastnického práva do katastru nemovitostí (publikovaný Českým úřadem zeměměřičským a katastrálním; ČÚZK) ve čtvrtém čtvrtletí poklesl meziročně o 8,2 %. Na nižší poptávku na trhu nemovitostí zareagovala rovněž nižší nabídka, když **počet dokončených bytů** za období leden – listopad poklesl meziročně o 3,2 %, zatímco **počet zahájených bytů** o 26,1 %. Útlum výstavby se přitom dotýkal především bytů v bytových domech (u dokončených bytů o 13,7 % a zahájených bytů o 50,2 %). Na druhou stranu však ke konci roku došlo k částečnému oživení nabídky, když v říjnu a v listopadu rostl počet dokončených bytů o 11,5 %, resp. o 24,4 %.

Ukazatele udržitelnosti vývoje cen nemovitostí se v návaznosti na pokles cen opět snížily (Graf III.5.24). **Podíl ceny bytu a mezd** (price-to-income) poklesl mezi třetím a čtvrtým čtvrtletím o 0,9 % (od svého vrcholu z prvního čtvrtletí 2009 poklesl již o 22,9 %). **Podíl ceny bytu a tržního nájemného** (price-to-rent) poklesl o 4,1 % (od svého maxima ze třetího čtvrtletí 2008 se snížil již o 10,1 %). Ukazatele udržitelnosti cen nemovitostí tak spolu s výsledky regresní analýzy využívající makroekonomické a demografické determinanty cen nemovitostí naznačují, že trh bytů již zřejmě dosáhl svého dna. Nadále tak předpokládáme jako nejpravděpodobnější scénář nejprve stagnaci cen bytů po zbytek roku 2010 a od druhé poloviny roku 2011 pak postupný růst cen nemovitostí. Vedle postupného zlepšování makroekonomické situace v ČR by k pozvolnému oživení trhu bytů mohlo napomoci uvažované zvýšení snížené sazby DPH, před kterým by mohlo dojít ke krátkodobému zvýšení prodeje rozestavěných bytů v developer-ských projektech.

GRAF III.5.22

#### REALIZAČNÍ A NABÍDKOVÉ CENY BYTŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí 2010 pokračoval meziroční pokles cen bytů (meziroční změny v %, zdroj: ČSÚ, Institut regionálních informací)

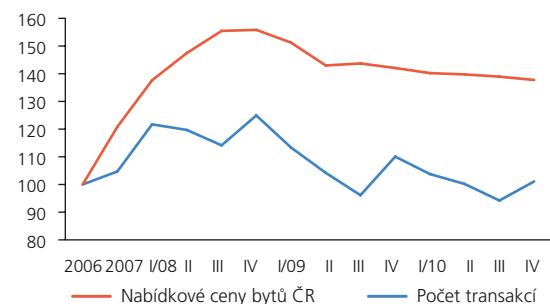


GRAF III.5.23

#### POČTY TRANSAKČÍ NA TRHU NEMOVITOSTÍ

Pokles cen byl v roce 2010 doprovázen klesajícím počtem transakcí na trhu nemovitostí

(průměr 2006 = 100, za roky 2008–2010 čtvrtletní data počtu transakcí anu-  
alizována, zdroj: ČSÚ, ČÚZK)

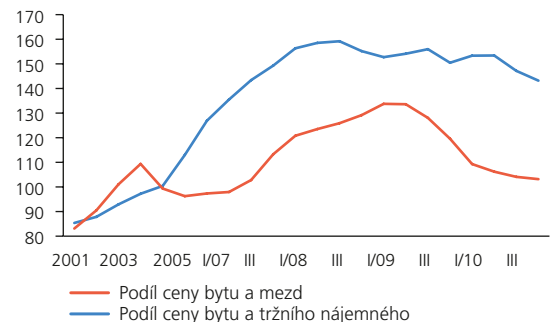


GRAF III.5.24

#### UKAZATELE UDRŽITELNOSTI CEN BYTŮ

Ukazatele udržitelnosti cen bytů se snižovaly

(průměr 2000–2007 = 100)

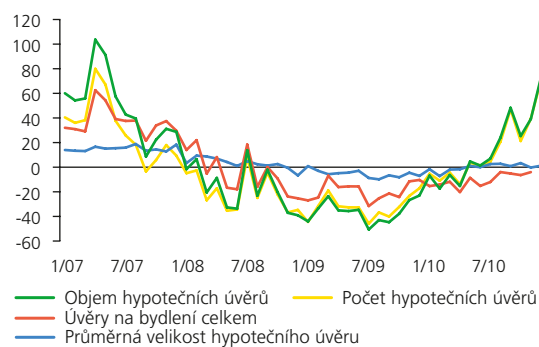


GRAF III.5.25

## RŮSTY NOVÝCH ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

Došlo k oživení růstu hypotečních úvěrů

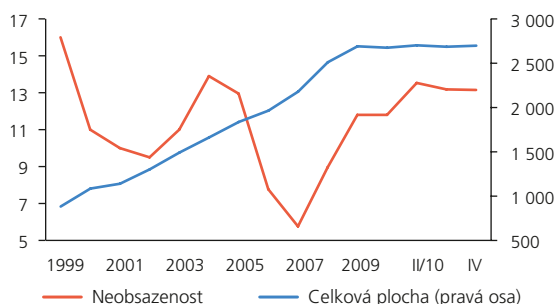
(meziroční změny v %, zdroj: ČNB – úvěry na bydlení, hypindex.cz – hypoteční úvěry)



GRAF III.5.26

## SITUACE NA KANCELÁŘSKÉM TRHU

Míra neobsazenosti na kancelářském trhu zůstává vysoká navzdory stagnaci nové nabídky

(neobsazenost v %, plocha v tis. m<sup>2</sup>, zdroj: King Sturge, Prague Research Forum)

Počátky oživení na trhu nemovitostí naznačuje i obnovení růstu nových **hypotečních úvěrů** (údaje podle Fincentrum Hypoindex; Graf III.5.25). Meziroční dynamika těchto úvěrů je výrazně vyšší než růst celkových nových úvěrů na bydlení dle statistik ČNB<sup>51</sup> a přibližuje se již hodnotám z roku 2007. Oproti tomuto období, kdy byl růst hypotečních úvěrů tažen zhruba ze třetiny růstem průměrné výše úvěrů a ze dvou třetin růstem jejich počtu, je však v současnosti růst průměrné výše úvěrů zanedbatelný, což souvisí i s výše diskutovaným poklesem cen bytů.

Situace **sektoru komerčních nemovitostí** byla ve čtvrtém čtvrtletí 2010 obdobná jako v předchozím průběhu roku, tj. docházelo k postupnému oživení trhu po předchozích výrazných propadech z roku 2009. K oživení poptávky přispívá především segment logistických nemovitostí, u kterých vzrostla hrubá poptávka (tzv. gross take-up) ve třetím čtvrtletí 2010 meziročně o 78 % (údaje King Sturge). V segmentu logistických nemovitostí rovněž dochází k poklesu míry neobsazenosti, která se od konce roku 2009 snížila o výrazných 5,7 procentních bodů na 11,9 % ke konci třetího čtvrtletí. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo po více než roce i k obnovení nové výstavby skladovacích a logistických ploch (74 000 m<sup>2</sup>; údaj podle CB Richard Ellis).

Hrubá poptávka v **sektoru kancelářských nemovitostí** nadále klesá (ve třetím čtvrtletí mezičtvrtletně o cca 5 %). Čistá poptávka<sup>52</sup>, která byla v prvním pololetí záporná (-23 800 m<sup>2</sup>), však již ve třetím čtvrtletí 2010 dosáhla kladné hodnoty (+10 528 m<sup>2</sup>). Tato změna byla dána především výrazným poklesem podílu renegociací. Nabídka nových kancelářských budov zůstává velmi nízká (nejnižší od roku 1995), což se projevuje ve stagnaci celkové kancelářské plochy (Graf III.5.26). Míra neobsazenosti kancelářských ploch v druhém pololetí mírně poklesla na 13,2 %, v mezinárodním srovnání však zůstává relativně vysoká.

51 Narodil od údajů Fincentrum Hypoindexu, který pokrývá pouze nové hypoteční úvěry pro fyzické osoby, nové úvěry na bydlení dle statistik ČNB pokrývají vedle domácností také neziskové instituce sloužící domácnostem a navíc obsahují rovněž úvěry ze stavebního spoření. Vyšší dynamika hypotečních úvěrů dle Hypoindexu tak může být projevem substituce mezi hypotečními úvěry a úvěry ze stavebního spoření.

52 Tzv. net take-up; narodil od hrubé poptávky jsou zde odečteny renegociace starých smluv.

### III.6 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním až třetím čtvrtletí 2010 bylo charakteristické výrazné meziroční prohloubení schodku běžného účtu (na 3,3 % HDP oproti 1,1 % HDP ve stejném období 2009)<sup>53</sup> spojené s meziročním snížením přebytku výkonové bilance a nárůstem schodku bilance výnosů. Příčinou zvýšení deficitu běžného účtu byl především rychlý růst cen surovin na světových trzích (zejména paliv) a růst objemu vyplacených dividend nerezidentům z přímých zahraničních investic. Ve směru zmírnění růstu schodku běžného účtu působilo snížení schodku běžných převodů (vyšší čerpání zdrojů EU). Na finančním účtu bylo patrné výrazné meziroční zvýšení salda přímých investic (z mírně záporného salda v roce 2009 na přebytek téměř 100 mld. Kč) a růst přebytku portfoliových investic (vlivem meziročně vyšších nákupů tuzemských dluhopisů nerezidenty).

#### III.6.1 Běžný účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2010 dosáhl **běžný účet** platební bilance schodku 90,8 mld. Kč.<sup>54</sup> V meziročním srovnání se schodek prohloubil o 61,3 mld. Kč v důsledku přechodu bilance služeb z přebytku do schodku (Graf III.6.1) a vlivem zvýšení deficitu bilance výnosů.

**Přebytek obchodní bilance** se ve sledovaném období meziročně mírně zvýšil, když dosáhl hodnoty 152,2 mld. Kč. Saldo obchodní bilance bylo výrazně ovlivněno cenovým vývojem, spojeným zejména s výrazně zápornými směnnými relacemi nerostných paliv. Jenom tento vliv představoval negativní dopad na saldo obchodní bilance cca 50 mld. Kč. Relativně rychlý hospodářský růst u hlavních obchodních partnerů se odrazil v nominálním růstu vývozu zboží, který se i přes mírné posílení kurzu koruny zvýšil v meziročním vyjádření na 16,2 %. Zejména vlivem růstu většiny cen surovin na světových trzích (a zčásti též dovozů pro fotovoltaiku) však tempo růstu dovozu bylo ještě mírně vyšší než vývozu (16,8 %). Růst cen se promítl do meziročního zhoršení salda především u dílčích bilancí minerálních paliv (SITC 3) a chemických produktů (SITC 5). Naopak nejvýraznější meziroční zlepšení bilance bylo patrné u průmyslových výrobků (SITC 8; Graf III.6.2).

**Bilance služeb** skončila schodkem ve výši 25,4 mld. Kč a její meziroční zhoršení činilo 52,2 mld. Kč (Graf III.6.3). Celkový schodek byl způsoben rychlým růstem schodku dílčí bilance ostatních služeb, spojeným s nárůstem výdajů ve skupině ostatních služeb obchodní

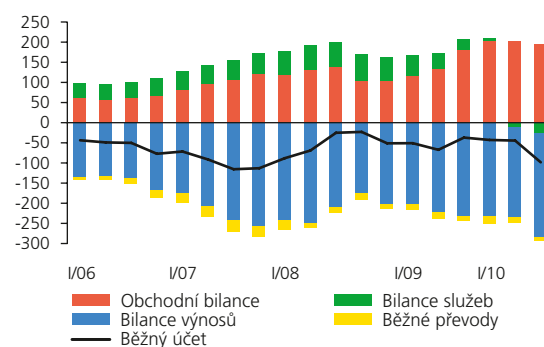
53 Jak však bylo avizováno, data běžného účtu za roky 2009 a 2010 mohou doznat výrazných revizí kvůli zachycení operací nadnárodních podniků registrovaných v ČR pouze k platbě DPH.

54 K tomuto období se vztahují veškerá čísla v kapitole III.6, pokud není uvedeno jinak.

GRAF III.6.1

#### BĚŽNÝ ÚČET

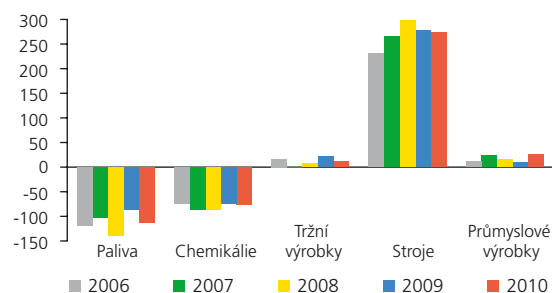
Roční schodek běžného účtu se ve třetím čtvrtletí 2010 výrazně zvýšil zejména vlivem vývoje bilance výnosů (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)



GRAF III.6.2

#### OBCHODNÍ BILANCE

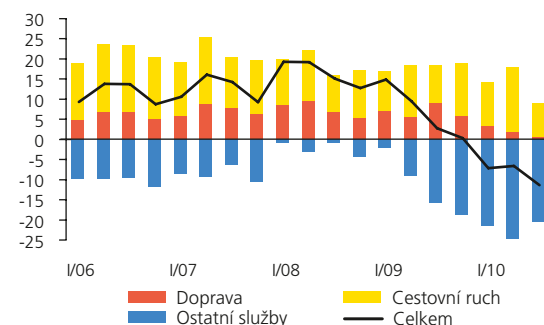
Vývoj přebytku obchodní bilance za leden až říjen 2010 byl nejvýrazněji ovlivněn růstem schodku ve skupině minerálních paliv (kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.3

#### BILANCE SLUŽEB

Schodek bilance služeb ve třetím čtvrtletí 2010 byl důsledkem vývoje ostatních služeb, zejména položky „branding“ (v mld. Kč)

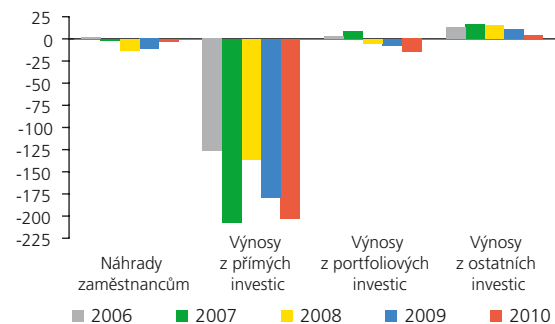


GRAF III.6.4

## BILANCE VÝNOSŮ

Schodek bilance výnosů byl v prvním až třetím čtvrtletí 2010 nejvýznamněji ovlivněn prohloubením schodku výnosů z přímých investic

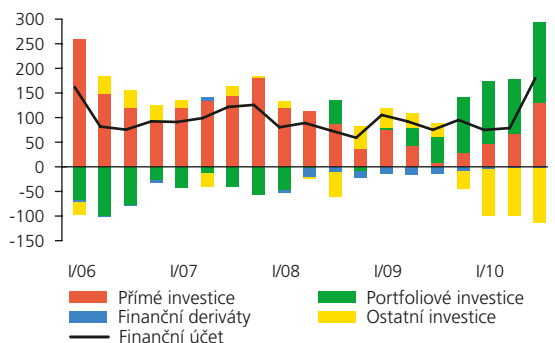
(kumulace od počátku roku v mld. Kč)



GRAF III.6.5

## FINANČNÍ ÚČET

Roční přebytek finančního účtu se ve třetím čtvrtletí 2010 vlivem vývoje přímých a portfoliových investic výrazně zvýšil (roční klouzavé úhrny v mld. Kč)

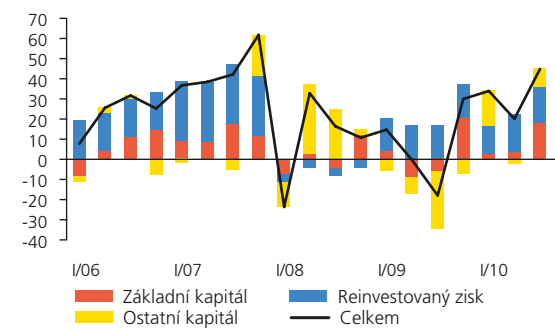


GRAF III.6.6

## PŘÍMÉ INVESTICE

Přebytek přímých investic ve třetím čtvrtletí 2010 byl nejvýznamněji ovlivněn čistým přílivem základního kapitálu a reinvestovaného zisku

(v mld. Kč)



povahy.<sup>55</sup> V menším rozsahu se snížil i přebytek bilance dopravy vlivem rychlejšího růstu výdajů než příjmů. Přebytek cestovního ruchu se naopak mírně zvýšil vlivem mírného růstu příjmů a poklesu výdajů.

**Bilance výnosů** dosáhla schodku 215,8 mld. Kč, který se tak meziročně zvýšil téměř o 30 mld. Kč. Zhruba tři čtvrtiny tohoto prohloubení schodku způsobila dílčí bilance výnosů z přímých investic ve výši -202,4 mld. Kč (Graf III.6.4), a to výhradně vlivem růstu vyplacených dividend nerezidentům. Ve směru zhoršení bilance výnosů působilo také zhoršení salda výnosů z portfoliových investic spojené zejména s růstem držby tuzemských cenných papírů v rukou nerezidentů a v menší míře též poklesem držby zahraničních cenných papírů rezidenty. Ke zmírnění meziročního nárůstu celkového schodku bilance výnosů přispělo snížení záporného salda náhrad zaměstnancům v důsledku poklesu mzdových nákladů na zahraniční pracovníky v tuzemsku.

**Běžné převody** vykázaly schodek ve výši 1,8 mld. Kč, což představovalo meziroční zlepšení o 5,7 mld. Kč, které bylo výhradně důsledkem meziročního zlepšení salda finančních toků mezi ČR a rozpočtem EU. Naopak v oblasti soukromých převodů se záporné saldo dále poměrně výrazně prohloubilo.

## III.6.2 Kapitálový účet

**Kapitálový účet** dosáhl přebytku 26,3 mld. Kč, který byl jen mírně vyšší (o 0,9 mld. Kč) než ve stejném období roku 2009. Jeho nejvýznamnější složku představovaly čisté příjmy vládního sektoru z fondů EU, které se však na rozdíl od části příjmů vykazovaných v rámci běžného účtu meziročně nepatrně snížily. Meziroční růst celkového salda byl způsoben vyššími prodeji emisních povolenek v rámci soukromého sektoru.

## III.6.3 Finanční účet

**Finanční účet** platební bilance (Graf III.6.5) skončil přebytkem ve výši 129,5 mld. Kč. Jeho nejvýznamnější složku představoval čistý příliv portfoliových investic, koncentrovaný téměř výhradně do dluhopisů, a dále čistý příliv přímých investic. Přebytek finančního účtu byl zmírňován odlivem kapitálu formou ostatních investic bankovního a ostatních sektorů. V meziročním srovnání se přebytek finančního účtu více než zdvojnásobil zejména vlivem přechodu přímých investic z nepatrně záporného salda do přebytku téměř 100 mld. Kč.

55 Výrazným poklesem salda bilance služeb je kompenzován růst přebytku obchodní bilance související s operacemi ovlivněnými ekonomickou globalizací, které přispívají k vyššímu růstu jejího přebytku i obratu, aniž by odrážely tuzemskou ekonomickou výkonnost. Korekce bilance zboží o přidanou hodnotu vykázanou v obchodní bilanci, která náleží nerezidentům, je zachycována v rámci výdajů na ostatní služby v položce branding. Její výše za první až třetí čtvrtletí 2010 byla odhadnuta na cca 65 mld. Kč. Bez této položky by tedy bilance služeb byla stále v přebytku. V současné době ČNB a ČSÚ připravují narovnání časové řady výkonové bilance (zejména půjde o protisměrnou úpravu salda bilance zboží a služeb a odstranění růstu schodku bilance služeb). Revidovaná data za roky 2009–2010 budou zveřejněna v březnu 2011 spolu s daty za letošní čtvrtletí.

Čistý příliv **přímých investic** dosáhl 98,9 mld. Kč (Graf III.6.6) a v meziročním srovnání se zvýšil o 102,5 mld. Kč. Na meziročním nárůstu salda se v rozhodující míře podílelo zvýšení přílivu kapitálu ze zahraničí do ČR, v menší míře také pokles odlivu. Těžištěm zvýšení přílivu byla výrazná změna v tocích ostatního kapitálu nerezidentů v ČR (poskytnuté, resp. splácené úvěry), když poměrně silný odliv kapitálu (splácení úvěrů zahraničním mateřským společnostem) byl vystřídán mírným přílivem. Příliv přímých zahraničních investic do ČR dosáhl hodnoty 117,4 mld. Kč. Více než polovinu celkového přílivu představoval reinvestovaný zisk.

Odvětvová struktura přílivu je oproti období 1998 až 2008 poměrně výrazně odlišná, investice směřují především do nemovitostí, finančního sektoru a výroby elektřiny, plynu a vody. Již druhý rok nebyly realizovány větší investice (ani reinvestice) do zpracovatelského průmyslu. Rovněž přímé investice tuzemských podniků v zahraničí (18,5 mld. Kč) byly nejvíce ovlivněny výší reinvestovaného zisku. Odliv kapitálu do zahraničí byl orientován především do odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody. Na meziroční snížení odlivu kapitálu měla vliv změna investiční strategie společnosti ČEZ (preferenci tuzemských investic) a zpoždění jedné její velké investice v Rumunsku.

**Portfoliové investice** skončily čistým přílivem 149 mld. Kč (Graf III.6.7), který se v meziročním srovnání zvýšil přibližně o polovinu. V rozhodující míře se na tomto vývoji podílely investice nerezidentů do tuzemských dluhových cenných papírů, které dosáhly hodnoty 136,9 mld. Kč (převážně do dluhopisů vlády a vládou ovládaných firem a institucí) a meziročně se zvýšily o cca 90 mld. Kč. Na straně aktiv pokračoval pokles držby zahraničních cenných papírů rezidenty (dluhopisů), ovšem ve výrazně nižším rozsahu než ve stejném období roku 2009.

Čistý odliv kapitálu v podobě **finančních derivátů** činil 1,9 mld. Kč. Meziročně se zmírnil o více než 6 mld. Kč.

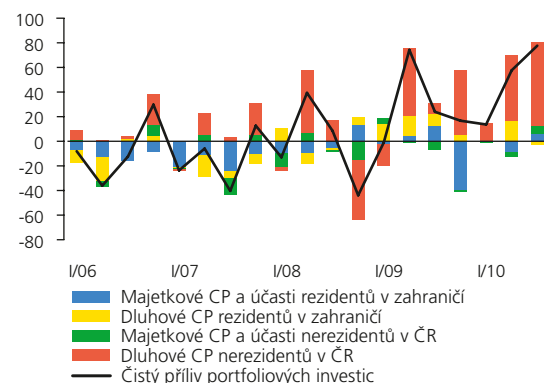
U **ostatních investic** došlo ve sledovaném období k čistému odlivu kapitálu (-116,5 mld. Kč), jehož rozsah se meziročně téměř ztrojnásobil. Těžiště odlivu kapitálu představoval podnikatelský a bankovní sektor. Operace vlády byly nevýznamné a celkový odliv velmi mírně snižovaly. Meziroční výrazné zvýšení odlivu bylo způsobeno především růstem dlouhodobých zahraničních aktiv tuzemských bank a růstem krátkodobých (obchodních) úvěrů, resp. depozit ostatních sektorů v zahraničí.

**Devizové rezervy** ČNB dosáhly ke konci roku 2010 výše 793,9 mld. Kč, což představovalo zvýšení oproti konci roku 2009 o 29,6 mld. Kč. V dolarovém vyjádření se ve stejném období zvýšily o 0,7 mld. USD na 42,3 mld. USD (Graf III.6.8). Devizové rezervy ČNB pokrývaly 47,4 % veškerých dluhových závazků tuzemských subjektů vůči zahraničí ke konci třetího čtvrtletí.

GRAF III.6.7

## PORTFOLIOVÉ INVESTICE

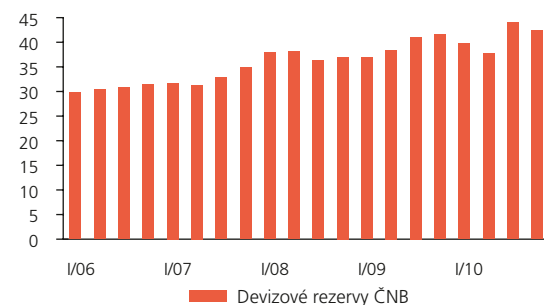
Ve třetím čtvrtletí 2010 dosáhly portfoliové investice zejména vlivem nákupu dluhopisů nerezidenty výrazného čistého přílivu  
(v mld. Kč)



GRAF III.6.8

## DEVIZOVÉ REZERVY ČNB

Devizové rezervy ČNB v USD se ve čtvrtém čtvrtletí 2010 oproti předchozímu čtvrtletí snížily  
(v mld. USD)



### III.7 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Mezičtvrtletní tempo ekonomického růstu v eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2010 snížilo, když německý HDP podle očekávání neudržel neobvykle vysokou růstovou dynamiku z druhého čtvrtletí. Očekává se další postupné zpomalování hospodářského růstu v důsledku realizace fiskálních úspor ve většině zemí eurozóny. V USA naopak ekonomické oživení zesílilo, což se projevilo ve zlepšení výhledu na nejbližší dva roky. Jak v eurozóně, tak v USA došlo ke konci roku 2010 ke zrychlení růstu spotřebitelských cen i cen výrobců. Hlavním důvodem byl rychlý růst světových cen komodit (zejména energetických) v posledním čtvrtletí roku 2010. Kurz eura v tomto období oslabil vlivem fiskálních problémů některých členských zemí eurozóny a dopad vysokých cen komodit na eurozónu tak ještě zesílil.

#### III.7.1 Eurozóna

Ve třetím čtvrtletí 2010 došlo v eurozóně k prudkému snížení mezičtvrtletního tempa **růstu HDP** na 0,3 % oproti 1 % v předchozím čtvrtletí. Zpomalil růst spotřeby domácností a investic, rychleji naopak rostla spotřeba vlády a zvýšilo se saldo čistého vývozu. Meziroční tempo hospodářského růstu se ve třetím čtvrtletí snížilo o 0,1 procentního bodu na 1,9 % (Graf III.7.1). Růst průmyslové výroby se v listopadu mírně zvýšil na 7,4 % a dosavadní průměr ve čtvrtém čtvrtletí tak zůstává přibližně na úrovni předchozích tří měsíců. Růst maloobchodního obrátu v listopadu mírně oslabil, míra nezaměstnanosti se v říjnu a listopadu oproti třetímu čtvrtletí zvýšila o 0,1 procentního bodu na 10,1 %.

Podle **lednového Consensus Forecasts (CF)** je pro čtvrté čtvrtletí 2010 odhadován mezičtvrtletní i meziroční růst na úrovni třetího čtvrtletí. Pro celý rok 2010 CF zvýšil odhad ekonomického růstu proti říjnovému CF o 0,1 procentního bodu na 1,7 %, stejně jako pro letošní rok na 1,5 %. Hlavní brzdou případného rychlejšího hospodářského růstu bude vynucená fiskální restrikce v řadě zemí eurozóny a propad nebo velmi nízký růst v některých periferních zemích (zejména Řecko, Irsko, Portugalsko). Obdobně odhaduje růst v letošním roce i ECB, EK, MMF a OECD.

**Meziroční inflace v eurozóně (HICP)** se v prosinci 2010 zvýšila proti listopadu o 0,3 procentního bodu na 2,2 %. Příčinou byly zejména vyšší ceny energií. Ty byly také důvodem rychlejšího růstu cen průmyslových výrobců, jejichž meziroční růst se v listopadu zvýšil na 4,5 %. Pro celý rok 2011 lednový CF zvýšil odhad inflace proti říjnovému CF o 0,2 procentního bodu na 1,8 %. Predikce ECB je shodná.

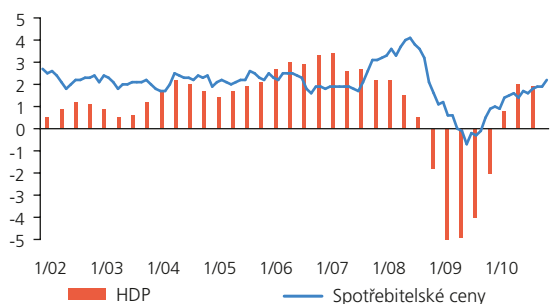
Rada guvernérů **ECB** ponechala 13. ledna 2011 svou základní sazbu beze změny na úrovni 1 % (která platí již od května 2009). Vzhledem ke zvýšení inflace nad 2 % hladinu však byla její vyjádření vyhodnocena trhem jako poněkud „jestřábí“. Rada se ale zároveň shodla, že toto zvýšení je důsledkem vyšších cen energií a jedná se o přechodný faktor, jehož

GRAF III.7.1

#### HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

Ve třetím čtvrtletí 2010 meziroční růst HDP eurozóny oslabil a inflace se v průběhu čtvrtého čtvrtletí dále zvýšila

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)





vliv v průběhu letošního roku odezní a neohrozí tak cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu. Tento závěr potvrzuje též vývoj měnových agregátů, jejichž růst zůstává slabý. Meziroční tempo růstu agregátu M3 se v listopadu zvýšilo na 1,9 % (z 0,9 % v říjnu) a tempo růstu úvěrů soukromému sektoru na 2 % (z 1,5 %). Také inflační očekávání zůstávají ukotvena na úrovni, která je v souladu s definicí cenové stability.

Mezičtvrtletní **růst německé ekonomiky** ve třetím čtvrtletí 2010 zpomalil na 0,7 % z 2,3 % v předchozím čtvrtletí. Snížil se zejména přírůstek investic a poklesl také růst spotřeby domácností. Spotřeba vlády naopak zrychlila. Růst vývozu i dovozu výrazně zpomalil a kladné saldo čistého vývozu se zvýšilo pouze slabě. Meziroční hospodářský růst zůstal ve třetím čtvrtletí na úrovni 3,9 % (Graf III.7.2), po Slovensku druhý nejvyšší v eurozóně. Pro čtvrté čtvrtletí 2010 lze očekávat udržení tempa ekonomického růstu na přibližně stejné úrovni jako ve třetím čtvrtletí. Průměrný meziměsíční růst průmyslové výroby byl za říjen a listopad sice vyšší než ve třetím čtvrtletí (1,1 % proti 0,5 %) a v listopadu se zvýšila zaměstnanost meziměsíčně (o 0,1 %) i meziročně (o 1,1 %), ale mimořádně chladné počasí v prosinci ekonomický růst pravděpodobně přibrzdilo.

Pro celý rok 2010 uveřejnil Spolkový statistický úřad svůj první odhad hospodářského růstu, podle něhož se HDP proti roku 2009 zvýšil o 3,6 %, spotřeba domácností o 0,5 % a spotřeba vlády o 2,2 %. Vývoz vzrostl o 14,5 % a dovoz o 13 %, a vnější poptávka byla tedy nejdůležitějším faktorem vysoké hospodářské dynamiky. Deficit veřejných rozpočtů dosáhl 3,5 % HDP. Pro letošní rok **lednový CF** předpovídá zpomalení hospodářského růstu v Německu na 2,5 % (proti říjnovému CF to znamená zvýšení o 0,5 procentního bodu) a pro příští rok na 1,8 %. Stejný odhad prezentovala OECD, zatímco německá vláda a EK očekávají v roce 2011 růst HDP nižší o 0,5 procentního bodu. V prosinci se zvýšilo tempo růstu spotřebitelských cen na 1,9 % z 1,6 % v listopadu. Hlavním důvodem vyšší inflace jsou vysoké ceny energií a dalších komodit. Ty jsou také příčinou vyššího tempa růstu cen průmyslových výrobců (v prosinci 4,4 %).

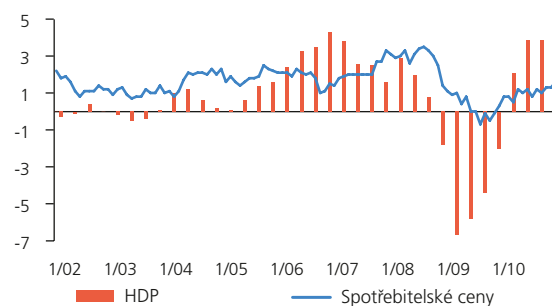
Ve třetím čtvrtletí 2010 zůstalo mezičtvrtletní **tempo růstu slovenského HDP** beze změny na úrovni 1 %. Zrychlil sice růst všech složek domácí poptávky, to však bylo kompenzováno zhoršením salda čistého vývozu. Meziroční hospodářský růst mírně oslabil o 0,2 procentního bodu na 4,2 % (Graf III.7.3), ale toto tempo zůstává nejvyšší v eurozóně. Je výsledkem silného růstu investic a vládní spotřeby. Ve čtvrtém čtvrtletí lze očekávat mírné zpomalení mezičtvrtletního i meziročního růstu. Dynamika průmyslové výroby v říjnu proti průměru třetího čtvrtletí poněkud oslabila a maloobchodní obrat se snížil meziročně i meziměsíčně. Růst průmyslových objednávek však v říjnu zůstal na úrovni třetího čtvrtletí a stavební výroba po řadě měsíců dosáhla v říjnu a listopadu kladných meziměsíčních i meziročních hodnot. Nezaměstnanost stagnovala v listopadu již třetí měsíc v řadě na úrovni 14,5 %.

GRAF III.7.2

## HDP A INFLACE V NĚMECKU

**Meziroční tempo růstu německého HDP se ve třetím čtvrtletí 2010 udrželo na vysoké úrovni 3,9 %, inflace ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla**

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)

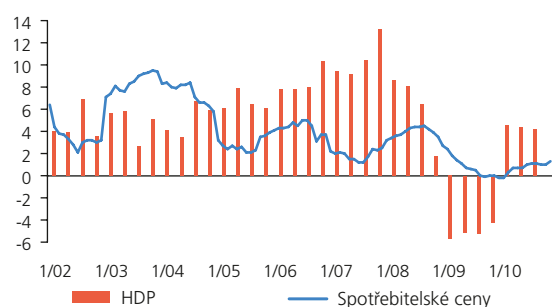


GRAF III.7.3

## HDP A INFLACE NA SLOVENSKU

**Slovenská ekonomika byla ve třetím čtvrtletí 2010 nejrychleji rostoucí ekonomikou eurozóny, meziroční inflace se ve čtvrtém čtvrtletí dále zvyšovala**

(meziroční změny v %, zdroj: Eurostat)

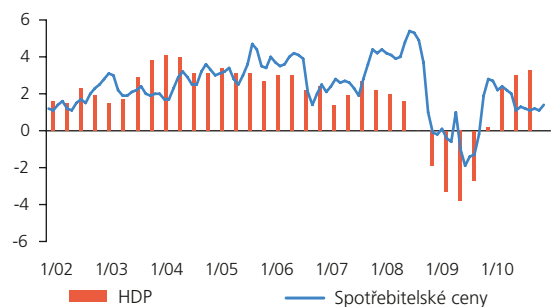




GRAF III.7.4

## HDP A INFLACE V USA

Ve třetím čtvrtletí 2010 se meziroční růst amerického HDP dále zvýšil, inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2010 nepatrně vzrostla (meziroční změny v %, zdroj: BEA, BLS)



Pro celý rok 2010 předpovídá **prosincový CF** 4% růst slovenského HDP a pro letošní rok predikuje jeho mírné zpomalení na 3,4 % v návaznosti na pomalejší růst německé ekonomiky, na kterou je Slovensko silně ekonomicky navázáno. Inflace se v prosinci meziročně zvýšila o 0,2 procentního bodu na 1,3 %. Hlavní příčinou jsou i zde akcelerující ceny energií a dalších komodit.

## III.7.2 Spojené státy

Ve třetím čtvrtletí 2010 **mezičtvrtletní tempo růstu HDP** v USA zrychlilo o 0,2 procentního bodu na 0,6 %. Všechny složky domácí poptávky pokračovaly v růstu. Pokles růstu dovozu ve srovnání s vývozem a s hodnotou dovozu z minulého čtvrtletí způsobil významné zlepšení čistého vývozu proti předchozímu čtvrtletí. Tempo meziročního růstu HDP se zvýšilo na 3,3 % (Graf III.7.4). Údaje za čtvrté čtvrtletí lze předpokládat též pozitivní, jak naznačuje zrychlení růstu průmyslové výroby (meziměsíční prosincový růst se zvýšil z 0,2 % na 0,8 %) a nižší průměrný měsíční deficit obchodní bilance. V důsledku mírného poklesu vysoké míry nezaměstnanosti (v prosinci 9,4 %), vytvoření většího než očekávaného počtu pracovních míst v prosinci (297 tis.) a pozitivnější spotřebitelské nálady se očekává posílení spotřeby domácností. Zrychlení ekonomického růstu naznačují i prosincové hodnoty předstihových ukazatelů, které signalizují zvýšení průmyslové produkce i důvěry spotřebitelů.

**Lednový CF** zvýšil odhad ekonomického růstu v USA pro celý rok 2011 proti říjnu o 0,8 procentního bodu na 3,2 %. Pro rok 2012 odhaduje tempo růstu na 3,3 %. Pro rok 2011 zvýšil odhad jak podnikových investic, tak i očekávanou spotřebu domácností. Například MMF ve své říjnové prognóze však není tak optimistický.

**Inflace v prosinci** vzrostla o 0,3 procentního bodu na 1,4 %. Hlavním zdrojem cenového růstu přitom bylo zvýšení cen energií. Jádřová inflace zůstává na 0,8 %, tedy na nejnižší hodnotě od roku 1966. Na svém zasedání 14. prosince 2010 FOMC ponechal základní sazbu Fedu na úrovni 0 % – 0,25 % a vzhledem k vysoké nezaměstnanosti a absenci inflačních tlaků znovu naznačil, že ji na této úrovni ponechá po delší dobu. Hlavní pozornost byla věnována obnovení kvantitativního uvolňování a schválení pokračování nákupů cenných papírů do konce druhého čtvrtletí 2011. Schválený objem nákupů dosahuje 600 mld. USD.

Lednová předpověď Consensus Forecasts očekává v letošním roce průměrnou inflaci v USA 1,7 %, v příštím roce 1,8 %.

### III.7.3 Kurz USD/EUR

**Ve čtvrtém čtvrtletí 2010** kurz eura vůči dolaru nejprve mírně posiloval (Graf III.7.5). V listopadu se trend obrátil a euro prudce oslabilo. V prosinci kurz USD/EUR kolísá v intervalu 1,30–1,34. Vůči britské libře byl vývoj kurzu eura obdobný. Celkem tak euro vůči dolaru v průběhu čtvrtého čtvrtletí oslabilo z úrovně 1,37 na hodnoty kolem 1,34 USD/EUR (tedy o cca 2,2 %). O 1,5 % oslabilo euro oproti britské libře a nejvíce vůči japonskému jenu (cca o 5 %), a to i přesto, že výkyvy kurzu eura vůči jenu byly za celé čtvrtletí nejméně výrazné.

**V první dekádě ledna 2011** se euro propadlo z 1,34 na 1,29 USD/EUR. Důvodem byly obavy investorů, že některá další ohrožená evropská země požádá o mezinárodní finanční pomoc. Po rozhodnutí ECB o nákupu portugalských dluhopisů se však vývoj obrátil. Příznivý sentiment vůči euru podpořila i zpráva o nejrychlejším růstu německého HDP za posledních dvacet let, úspěšná aukce nových portugalských dluhopisů a vyjádření Číny a Japonska o možném nákupu evropských dluhopisů. V polovině ledna se tak kurz eura vrátil na hodnoty ze začátku roku.

**Lednový Consensus Forecasts** očekává setrvání kurzu mírně nad hranicí 1,3 USD/EUR pro celé prognózované období.

### III.7.4 Cena ropy a dalších komodit

**Cena ropy Brent** od září trendově roste (Graf III.7.6). Výkyvy kolem tohoto trendu odrážejí zejména vývoj kurzu dolaru, když posilující dolar znamená dočasný pokles ceny ropy a naopak. Na začátku prosince cena ropy Brent překonala hranici 90 USD/b a v první dekádě ledna se pohybovala v intervalu 93 až 95 USD/b. Vysoké ceny jsou jak výsledkem fundamentálních faktorů, tak zvýšeného zájmu finančních investorů. Zdá se, že globální ekonomika překonala své dno a investoři a spekulanti se tudíž nemusí obávat náhlého „kolapsu“ cen ropy a vrací se na trh. Ani pokles ceny z důvodu rychlého posílení dolaru není příliš pravděpodobný.

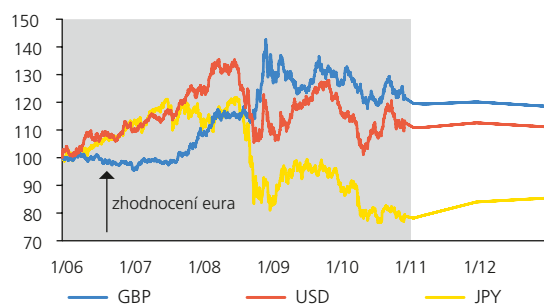
Mezinárodní agentura pro energii (IEA) ve své aktuální zprávě přehodnotila **očekávanou spotřebu ropy v roce 2011** opět směrem vzhůru. Spotřeba by měla vzrůst o 1,4 mil. barelů za den (odhad kartelu OPEC je s hodnotou 1,2 mil. barelů denně konzervativnější). Za rok 2010 vzrostla spotřeba ropy o 2,7 mil. barelů za den v důsledku robustního ekonomického růstu v Asii, vyšší poptávky v zemích OECD a studeného počasí na severní polokouli. To je rovněž více, než činila ještě nedávná očekávání. Globální nabídka ropy se naopak ke konci roku 2010 mírně snížila, zejména vlivem poklesu dodávek ze zemí mimo OPEC (např. v důsledku dočasného uzavření ropovodu na Aljašce nebo požáru v továrně na zpracování kanadských ropných písků).

GRAF III.7.5

#### KURZ EURA VŮČI HLAVNÍM MĚNÁM

Vývoj kurzu USD/EUR je v současnosti volatilní, předpověď nevykazuje žádný trend

(2. leden 2006 = 100, zdroj: Datastream, předpověď Consensus Forecasts)

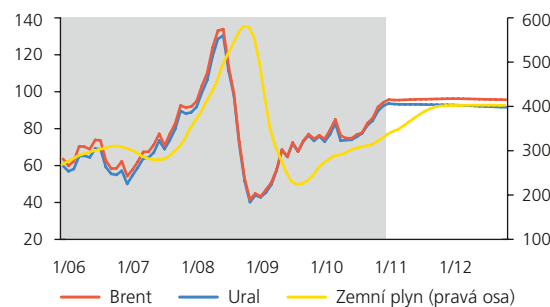


GRAF III.7.6

#### DOLAROVÉ CENY ROPY A PLYNU

Dle tržních výhledů by cena ropy Brent měla po celém horizontu předpovědi stagnovat na dosažených lednových hodnotách

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

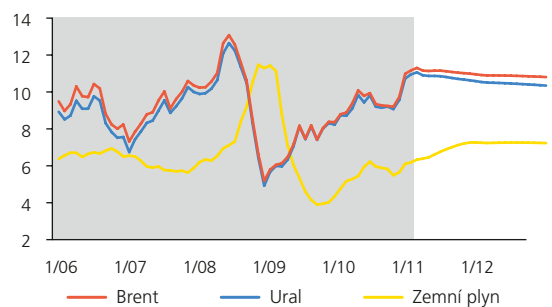


GRAF III.7.7

## KORUNOVÉ CENY ROPY A PLYNU

V důsledku posilující koruny by měly korunové ceny ropy postupně mírně klesat

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



Dodávky ze zemí OPEC naopak pokračovaly v prosinci v rostoucím trendu, a to i přesto, že na svém prosincovém zasedání kartel ponechal své již více než dva roky platné těžební kvóty beze změny. V důsledku vyšší těžby se dostala efektivní rezervní kapacita kartelu OPEC poprvé za dva roky pod 5 mil. barelů za den. To je však stále vysoko nad hodnotami z období, kdy cena ropy dosahovala historického maxima a kdy se rezervní kapacita pohybovala pod 1 mil. barelů denně. Zásoby ropy a ropných produktů v zemích OECD v listopadu mírně poklesly, ale s úrovní necelých 59 dnů spotřeby byly stále vysoko. Předběžná data však dle IEA ukazují na výrazný pokles za prosinec.

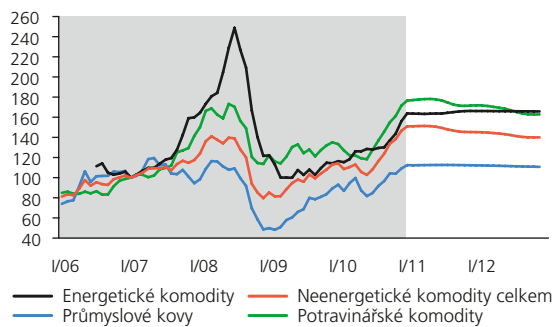
**Tržní výhledy na základě futures kontraktů** na ropu Brent se oproti minulé prognóze posunuly o cca 9 % výše, ale do konce roku 2012 již předpovídají zhruba stabilitu ceny v intervalu 95 až 100 USD/barel. Obdobné závěry plynou z průzkumu lednového Consensus Forecasts pro cenu ropy WTI, vezmeme-li v úvahu, že cena ropy v USA je díky tamním vysokým zásobám v současnosti výrazně nižší než cena ropy Brent<sup>56</sup>. V korunovém vyjádření by cena ropy mohla díky posilující koruně mírně klesat (Graf III.7.7).

GRAF III.7.8

## CENY KOMODIT

V závěru loňského roku rostly ceny komodit rychle, jejich další nárůst se však neočekává

(leden 2007 = 100, zdroj: Bloomberg)



Ceny **neenergetických komodit** vykazují meziměsíční růst již od července loňského roku (Graf III.7.8). Ceny **energetických komodit** začaly růst až v říjnu 2010, přičemž jejich tempo růstu se v závěru roku ještě výrazně zvýšilo. V prosinci tak činil meziměsíční nárůst cen energetických komodit 8,6 %, zatímco ceny potravinářských komodit rostly o 6,5 % a ceny průmyslových kovů o 5,0 %. Z potravinářských komodit vzrostla v prosinci nejvíce cena pšenice, o něco méně se zvýšily ceny kávy a cukru. Z průmyslových kovů rostla nejvíce cena mědi a v menším rozsahu cena niklu. Ceny zbývajících kovů rostly pouze mírně. Pokud jde o výhled, ceny průmyslových kovů a energetických komodit by měly stagnovat na dosažených lednových úrovních. U cen potravin je od poloviny letošního roku s novou úrodou očekáván jejich pokles.

Za současnými vysokými cenami komodit stojí částečně uvolněná měnová politika ve vyspělých zemích. Investoři využívají nízkých úrokových sazeb a peněžní prostředky investují na komoditních trzích. Tato spekulativní poptávka pak zesiluje vliv fundamentálních faktorů. Vyšší reálná poptávka plyne z (očekávaného) globálního ekonomického oživení, když k výraznému zlepšení výhledu na letošní rok došlo zejména ve Spojených státech. Povodně v Austrálii naopak vážně narušily globální nabídku koksovateľného uhlí, které představuje velmi důležitou komoditu k výrobě oceli.

<sup>56</sup> Banka Goldman Sachs naopak již na počátku prosince zvýšila odhad průměrné ceny ropy v roce 2011 na 100 USD/barel a na 110 USD/barel v roce 2012. Analytici JPMorgan očekávají v letošním roce cenu „jen“ 93 USD/barel, ale její nárůst v roce 2012 až na 120 USD/barel.



Graf	I.1	Plnění inflačního cíle	6
Graf	I.2	Prognóza celkové inflace	6
Graf	I.3	Prognóza měnověpolitické inflace	6
Graf	I.4	Prognóza úrokových sazeb	7
Graf	I.5	Prognóza měnového kurzu	7
Graf	I.6	Prognóza růstu HDP	7
Graf	I.7	Celková inflace – porovnání základního scénáře a alternativ	8
Graf	I.8	Růst HDP – porovnání základního scénáře a alternativ	8
Graf	I.9	3M PRIBOR – porovnání základního scénáře a alternativ	8
Graf	II.1.1	Efektivní HDP eurozóny	9
Graf	II.1.2	Efektivní PPI eurozóny	9
Graf	II.1.3	Efektivní CPI eurozóny	9
Graf	II.1.4	3M EURIBOR	10
Graf	II.1.5	Kurz eura k dolaru	10
Graf	II.1.6	Cena ropy Brent	10
Graf	II.2.1	Celková a měnověpolitická inflace	11
Graf	II.2.2	Regulované ceny a ceny PH	11
Graf	II.2.3	Čistá inflace a korigovaná inflace bez PH	12
Graf	II.2.4	Ceny potravin a zemědělských výrobců	12
Graf	II.2.5	Inflace cen PH a cena ropy	12
Graf	II.2.6	Prognóza úrokových sazeb	13
Graf	II.2.7	Prognóza měnového kurzu	13
Graf	II.2.8	Náklady spotřebitelského sektoru	13
Graf	II.2.9	Náklady sektoru mezispotřeby	14
Graf	II.2.10	Mezera marží ve spotřebitelském sektoru	14
Graf	II.2.11	Průměrná nominální mzda	14
Graf	II.2.12	Prognóza struktury meziročního růstu HDP	15
Graf	II.2.13	Prognóza růstu HDP	15
Graf	II.2.14	Celková zaměstnanost	15
Graf	II.2.15	Obecná míra nezaměstnanosti	16
Graf	II.2.16	Reálná spotřeba domácností a vlády	16
Graf	II.2.17	Nominální disponibilní důchod	16
Graf	II.2.18	Hrubá tvorba kapitálu	17
Graf	II.2.19	Reálný vývoz a dovoz	17
Graf	II.3.1	Změna prognózy celkové inflace	21
Graf	II.3.2	Změna prognózy čisté inflace	21
Graf	II.3.3	Změna trajektorie úrokových sazeb	21
Graf	II.3.4	Rozklad změn prognózy úrokových sazeb	22
Graf	II.3.5	Změna prognózy kurzu	22
Graf	II.3.6	Změna prognózy HDP	22
Graf	II.3.7	Změna prognózy nominálních mezd	23
Graf	II.5.1	Vnímaná a očekávaná inflace	26
Graf	II.5.2	Srovnání sazeb FRA s prognózou ČNB	27
Graf	III.1.1	Srovnání prognózy inflace se skutečností	28
Graf	III.1.2	Inflace	30
Graf	III.1.3	Vývoj složek inflace	30
Graf	III.1.4	Struktura inflace	30
Graf	III.1.5	Ceny potravin	31
Graf	III.1.6	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	31
Graf	III.1.7	Ceny ve spotřebním koši	31

Graf III.2.1	Dovozní ceny a ceny výrobců	32
Graf III.2.2	Dovozní ceny	32
Graf III.2.3	Minerální paliva	32
Graf III.2.4	Ceny průmyslových výrobců	33
Graf III.2.5	Ceny kovů rafinérských výrobků	33
Graf III.2.6	Zpracovatelský průmysl	34
Graf III.2.7	Ceny zemědělských výrobců	34
Graf III.2.8	Ostatní cenové okruhy	35
Graf III.3.1	Hrubý domácí produkt	36
Graf III.3.2	Struktura meziročního růstu HDP	36
Graf III.3.3	Výdaje domácností na spotřebu	36
Graf III.3.4	Disponibilní důchod	37
Graf III.3.5	Míra hrubých úspor	37
Graf III.3.6	Tvorba fixního kapitálu	37
Graf III.3.7	Investice do obydlí	38
Graf III.3.8	Čistá zahraniční poptávka	38
Graf III.3.9	Vývoz a dovoz	38
Graf III.3.10	Podíly odvětví na růstu HPH	39
Graf III.3.11	Produkce a využití kapacit	39
Graf III.3.12	Nové průmyslové zakázky	39
Graf III.3.13	Bariéry růstu v průmyslu	40
Graf III.3.14	Indikátory důvěry	40
Graf III.3.15	Potenciální produkt	41
Graf III.3.16	Mezera výstupu	41
Graf III.3.17	Příspěvky k růstu potenciálu	41
Graf III.4.1	Indikátory trhu práce	42
Graf III.4.2	Zaměstnanost podle odvětví	42
Graf III.4.3	Míra nezaměstnanosti	43
Graf III.4.4	Beveridgeova křivka	43
Graf III.4.5	Vývoj produktivity v NH	44
Graf III.4.6	NJMN	44
Graf III.5.1	Peněžní agregáty	45
Graf III.5.2	Vklady dle sektorů v rámci M2	45
Graf III.5.3	Stavy úvěrů podnikům a domácnostem	46
Graf III.5.4	Úvěry podnikům dle odvětví	46
Graf III.5.5	Úvěry domácnostem	46
Graf III.5.6	Úvěry domácnostem na bydlení	47
Graf III.5.7	Základní sazby ČNB	47
Graf III.5.8	Tržní úrokové sazby	47
Graf III.5.9	Úrokové diferenciály	48
Graf III.5.10	Výnosová křivka státních dluhopisů	48
Graf III.5.11	Úrokové sazby z úvěrů podnikům	48
Graf III.5.12	Úrokové sazby z úvěrů na bydlení	49
Graf III.5.13	Rozpětí úrokových sazeb z úvěrů	49
Graf III.5.14	Ex ante reálné sazby	49
Graf III.5.15	Měnový kurz CZK/EUR a CZK/USD	50
Graf III.5.16	Základní ukazatele hospodaření	50
Graf III.5.17	Financování nefinančních podniků	51
Graf III.5.18	Domácí a zahraniční podnikové úvěry	51
Graf III.5.19	Finanční investice nefinančních podniků	51
Graf III.5.20	Dluh a čisté úrokové platby	52
Graf III.5.21	Financování domácností	52

Graf III.5.22	Realizační a nabídkové ceny bytů	53
Graf III.5.23	Počty transakcí na trhu nemovitostí	53
Graf III.5.24	Ukazatele udržitelnosti cen bytů	53
Graf III.5.25	Růsty nových úvěrů na bydlení	54
Graf III.5.26	Situace na kancelářském trhu	54
Graf III.6.1	Běžný účet	55
Graf III.6.2	Obchodní bilance	55
Graf III.6.3	Bilance služeb	55
Graf III.6.4	Bilance výnosů	56
Graf III.6.5	Finanční účet	56
Graf III.6.6	Přímé investice	56
Graf III.6.7	Portfoliové investice	57
Graf III.6.8	Devizové rezervy ČNB	57
Graf III.7.1	HDP a inflace v eurozóně	58
Graf III.7.2	HDP a inflace v Německu	59
Graf III.7.3	HDP a inflace na Slovensku	59
Graf III.7.4	HDP a inflace v USA	60
Graf III.7.5	Kurz eura vůči hlavním měnám	61
Graf III.7.6	Dolarové ceny ropy a plynu	61
Graf III.7.7	Korunové ceny ropy a plynu	62
Graf III.7.8	Ceny komodit	62



Tab. II.2.1	Prognóza administrativních vlivů	11
Tab. II.2.2	Prognóza platební bilance	17
Tab. II.2.3	Fiskální prognóza	18
Tab. II.2.4	Prognóza vybraných veličin	18
Tab. II.4.1	Alternativní scénář vyššího růstu cen komodit – zahraniční veličiny	23
Tab. II.4.2	Alternativní scénář vyššího růstu cen komodit – domácí ekonomika	23
Tab. II.4.3	Alternativní scénář vyššího zahraničního růstu – zahraniční veličiny	24
Tab. II.4.4	Alternativní scénář vyššího zahraničního růstu – domácí ekonomika	24
Tab. II.4.5	Alternativní scénář nižšího zahraničního růstu – zahraniční veličiny	25
Tab. II.4.6	Alternativní scénář nižšího zahraničního růstu – domácí ekonomika	25
Tab. II.4.7	Citlivostní scénář kurzu	25
Tab. II.5.1	Očekávané ukazatele IOFT a podniků	26
Tab. II.5.2	Očekávané ukazatele CF	26
Tab. III.1.1	Naplnění prognózy inflace	28
Tab. III.1.2	Naplnění předpokladů o zahraničí	29
Tab. III.1.3	Naplnění prognózy klíčových veličin	29
Tab. III.2.1	Struktura vývoje dovozních cen	33
Tab. III.4.1	Mzdy, produktivita, NJMN	43
Tab. III.5.1	Struktura peněžních agregátů	45
Tab. III.5.2	Ukazatele hospodaření podniků	50
Tab. III.5.3	Finanční indikátory podniků	52

BEA	Bureau of Economic Analysis	HICP	harmonizovaný cenový index
BLS	Bureau of Labor Statistics	HP filtr	Hodrick-Prešcottův filtr
CF	Consensus Forecasts	IEA	Mezinárodní agentura pro energii
CP	cenné papíry	ILO	International Labour Organization
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	IOFT	Inflační očekávání finančního trhu
CZK, Kč	česká koruna	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
ČEZ	České energetické závody	JPY	japonský jen
ČNB	Česká národní banka	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
ČR	Česká republika	M1, M2	peněžní agregát
ČSÚ	Český statistický úřad	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČÚZK	Český úřad zeměměřičský a katastrální	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
DPFO	daň z příjmu fyzických osob	NH	národní hospodářství
DPH	daň z přidané hodnoty	NHPP	národohospodářská produktivita
DPPO	daň z příjmu právnických osob	NiGEM	National Institute Global Econometric Model
EDP	excessive deficit procedure	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ECB	Evropská centrální banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EIB	Evropská investiční banka	OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
EK	Evropská komise	PH	pohonné hmoty
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	PPI	ceny průmyslových výrobců
ESCB	Evropský systém centrálních bank	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba
EU	Evropská unie	(1T, 1M, 1R)	(jednotýdenní, jednoměsíční, jednoroční)
EUR	euro	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SFA	stock-flow adjustment
Fed	centrální banka USA	SITC	Standardní mezinárodní klasifikace zboží
FOMC	Federal Open Market Committee	USA	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
GBP	britská libra	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)

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

Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	leden 2006
Implikace zadluženosti domácností pro spotřebu	(box)	duben 2006
Efektivní ukazatele zahraničního vývoje	(box)	červenec 2006
Ceny ropy a benzínu v prognóze ČNB	(box)	červenec 2006
Role peněžních agregátů v prognózách ČNB	(box)	říjen 2006
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	říjen 2006
Vývoj zaměstnanosti cizích státních příslušníků	(box)	leden 2007
Rozšíření jádrového predikčního modelu o vliv reálných mezd	(box)	leden 2007
Nový spotřební koš od ledna 2007	(box)	duben 2007
Financování nefinančních podniků	(box)	duben 2007
Uplatnění výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní	(box)	duben 2007
Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky	(příloha)	duben 2007
Vztah úrokových sazeb a struktury nových úvěrů na bydlení	(box)	červenec 2007
Nový přístup ČNB ke sledování inflačních očekávání domácností v České republice	(box)	červenec 2007
Příčiny, průběh a dopady současných turbulencí na světových finančních trzích	(box)	říjen 2007
Zadluženost domácností podle příjmových skupin v roce 2006 a její dopad do spotřeby	(box)	říjen 2007
Příčiny výrazného oživení růstu světových cen obilnin	(box)	říjen 2007
Fiskální opatření a jejich dopad na ekonomický vývoj v roce 2008	(box)	říjen 2007
Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2007
Změny v provádění a v komunikaci měnové politiky	(box)	I/2008
Publikování trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou a využití věřiových grafů	(box)	I/2008
Statistika čtvrtletních finančních účtů – nová statistika v ČNB	(box)	I/2008
Změny v jádrovém predikčním modelu ČNB	(box)	I/2008
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2008
Nový strukturální model „g3“	(box)	II/2008
Společná dohoda vlády ČR a ČNB a Aktualizovaná strategie řešení kurzových dopadů devizových příjmů státu	(příloha)	II/2008
Sektorová a produkční struktura modelu g3	(box)	III/2008
Zrušení 50haléřových mincí a jeho možný dopad do cen	(box)	III/2008
Vliv dosud rychle rostoucích světových cen energetických zdrojů na inflaci v ČR	(box)	IV/2008
Tvorba cen v modelu g3	(box)	IV/2008
ČNB začne zveřejňovat prognózovanou trajektorii nominálního měnového kurzu	(příloha)	IV/2008
Publikování číselné prognózy měnového kurzu	(box)	I/2009
Vývoj měnového kurzu v modelu g3	(box)	I/2009
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2009
Transmise úrokových sazeb finančního trhu do klientských úrokových sazeb	(box)	II/2009
Aproximace zahraničního vývoje po vstupu Slovenska do eurozóny	(box)	II/2009
Měnová politika v modelu g3	(box)	II/2009
Prognózy analytiků z dotazníků IOFT: ohlédnutí za uplynulými deseti lety	(box)	II/2009
Nekonvenční měnová politika vybraných centrálních bank	(box)	III/2009
Financování a finanční investice podniků a domácností	(box)	III/2009
Vliv hospodářské recese na veřejné finance v ČR	(box)	III/2009
Vývoj investic do bydlení v průběhu hospodářského cyklu	(box)	IV/2009
Vliv regulovaných cen a dalších administrativních opatření na inflaci v letech 2008–2009 a očekávání jejich dalšího vývoje	(box)	IV/2009
Exit strategie z nekonvenčních nástrojů měnové politiky v pojetí vybraných centrálních bank	(box)	I/2010
Nejistoty ohledně výpočtu potenciálního produktu	(box)	I/2010
Revize čtvrtletních finančních účtů	(box)	I/2010
Rozdíly ve vývoji klientských úrokových sazeb v ČR a v eurozóně	(box)	I/2010
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2010
Vyhodnocení přesnosti výhledů efektivního HDP a CPI eurozóny – porovnání prognóz	(box)	II/2010
Revize výdajových složek HDP	(box)	II/2010
Podnikatelský a spotřebitelský sentiment v současné fázi ekonomického vývoje dle ukazatelů ČSÚ a ČNB	(box)	II/2010
Aktualizace spotřebního koše od ledna 2010	(box)	II/2010
Vliv nových instalací fotovoltaických elektráren na ekonomickou aktivitu	(box)	IV/2010
Analýza vývoje spotřeby domácností	(box)	IV/2010
Úvěry související s reálním trhem v současné fázi hospodářského cyklu	(box)	IV/2010
Prognóza vládního dluhu, dluhové služby a citlivostní analýzy	(box)	I/2011

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány ve Zprávě o inflaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (<http://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/index.html>).

**Běžný účet platební bilance:** zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

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

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

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

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

**Dezinflace:** snižování inflace.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Lombardní sazba:** měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. záůjční facility.

**Marže výrobců:** v příslušném sektoru jsou převrácenou hodnotou jejich reálných mezních nákladů. Růst nominálních nákladů výrobce bez odpovídajícího růstu ceny produkce způsobuje pokles obchodní marže, a tedy růst reálných mezních nákladů. Pokud by byly ceny v odvětví dokonale flexibilní, cena by byla v každém okamžiku tvořena konstantními maržemi k mezním nominálním nákladům. O „mezeře“ marží ve spotřebitelském sektoru hovoříme proto, že se jedná o odchylku od dlouhodobé úrovně marží.

**Měnové podmínky:** představují souhrnné působení úrokových sazeb a měnového kurzu na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. Úrokové sazby a měnový kurz nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

**Měnověpolitická inflace:** inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

**Měnověpolitické úrokové sazby:** krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Mezi ně patří dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

**Míra inflace:** přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

**Míra nezaměstnanosti:** vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a registrovanou míru nezaměstnanosti zjišťovanou MPSV.

**Nabídkové ceny nemovitostí:** Ceny nabídek prodeje nemovitosti 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.

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

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

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

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

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

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

**Podíl ceny bytu a mezd (také ukazatel price-to-income):** Podíl ceny bytu (68 m<sup>2</sup>) a součtu roční mzdy v daném regionu za poslední čtyři čtvrtletí. Při vyšších úrovních ukazatele bývají obvykle ceny bytů nadhodnoceny.

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

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

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

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

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

**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											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
<b>POPTÁVKA A NABÍDKA</b>												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2 286,0	2 368,4	2 470,8	2 628,5	2 812,2	2 984,7	3 053,3	2 930,6	3 001,3	3 048,5	3 139,8
HDP	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	2,4	1,6	3,0
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,2	5,9	2,8	2,6	5,2	4,9	3,4	-0,2	0,8	0,6	1,5
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	6,7	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,5	1,1	2,6	1,1	-0,6	0,5
Tvorba hrubého kapitálu	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,5	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,4	-3,2	-15,5	8,6	2,1	3,2
Vývoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	2,0	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	14,3	9,1	9,4
Dovoz zboží a služeb	% , meziročně, reálné, sez. očištěno	4,9	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	15,8	9,7	8,2
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-146,4	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	20,1	2,8	47,2
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	% , meziročně, reálné	4,1	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6	-	-	-
Stavební produkce	% , meziročně, reálné	3,0	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	% , meziročně, reálné	1,7	7,3	3,9	8,1	10,9	9,9	2,7	-4,7	-	-	-
<b>CENY</b>												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	% , konec období	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	-	-
Spotřebitelské ceny	% , meziročně, průměr	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	2,0	2,1
Regulované ceny (17,15 %)*	% , meziročně, průměr	5,7	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,7	4,1	3,8
Čistá inflace (82,85 %)*	% , meziročně, průměr	0,8	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,0	1,5	1,7
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (25,63 %)*	% , meziročně, průměr	-0,9	-1,2	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,9	3,8	1,5
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)*	% , meziročně, průměr	2,4	0,6	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-1,2	-0,1	1,7
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	% , meziročně, průměr	-9,3	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,8	7,9	2,6
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	% , meziročně, průměr	1,8	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	2,0	2,0
Deflátor HDP	% , meziročně, sez. očištěno	2,8	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,5	-0,6	1,8	1,7
<i>Díličí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	% , meziročně, průměr	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-3,1	1,2	4,6	2,3
Ceny zemědělských výrobců	% , meziročně, průměr	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	5,6	15,1	0,4
Ceny stavebních prací	% , meziročně, průměr	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,2	-0,2	-	-
Cena ropy Brent	% , meziročně, průměr	2,2	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	28,7	20,1	0,3
<b>TRH PRÁCE</b>												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, nominálně	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8	4,0	2,2	2,7	4,2
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	% , meziročně, reálné	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4	3,0	0,8	0,6	2,0
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	% , meziročně	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-2,0	0,2	0,3
Nominální jednotkové mzdové náklady	% , meziročně	4,6	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,3	-2,2	1,3	1,4
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	% , meziročně	0,5	3,4	-4,5	-4,0	-5,6	0,9	0,3	4,5	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	% , meziročně	1,9	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	3,3	1,0	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	% , průměr, věk 15+	-	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	6,9	6,7
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	% , průměr	-	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	9,3	8,8	8,0
<b>VEŘEJNÉ FINANCE</b>												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-209,0	-188,9	-165,7	-168,4
Deficit veřejných financí / HDP**	% , nominálně	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,8	-5,1	-4,3	-4,2
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	695,0	768,3	847,8	885,4	948,3	1 023,8	1 104,9	1 280,4	1 452,2	1 601,7	1 759,1
Veřejný dluh / HDP**	% , nominálně	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3	39,3	41,9	44,0
<b>VNĚJŠÍ VZTAHY</b>												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	102,7	180,6	200,2	220,0	240,0
Obchodní bilance / HDP	% , nominálně	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	5,0	5,4	5,8	6,0
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	21,9	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	27,0	-35,4	-40,0	-40,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0	-104,8	-110,0	-110,0
Běžný účet platební bilance / HDP	% , nominálně	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-1,0	-2,8	-2,9	-2,7
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	270,9	53,5	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	26,5	125,0	90,0	105,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	19,1	18,5	18,0
Kč/EUR	průměr	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,2	23,7
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	-	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,5	-3,9	-1,7
Kč/EUR	% , meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-	-3,1	-5,5	-1,3	-3,9	-8,9	4,3	-3,4	-5,7	-2,2
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	% , meziročně, průměr	-6,6	0,8	3,6	-1,5	-1,2	1,4	-4,6	0,2	-1,0	-0,4	0,3
Dovozní ceny	% , meziročně, průměr	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	2,0	1,8	-0,1
<b>PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY</b>												
M2	% , meziročně, průměr	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	4,0	6,4	7,7
2 T repo sazba	% , konec období	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	-	-
3 M PRIBOR	% , průměr	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,3	1,3	2,0

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

\*\* kalkulace ČNB

- údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognozuje

- zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				čtvrtletí roku 2012			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
760,2	765,8	767,0	760,2	732,9	729,1	732,9	735,7	740,5	746,1	753,3	761,5	759,1	760,4	762,8	766,3	772,6	780,1	789,1	798,0
3,2	3,4	2,3	0,4	-3,6	-4,8	-4,4	-3,2	1,0	2,3	2,8	3,5	2,5	1,9	1,3	0,6	1,8	2,6	3,4	4,1
4,5	3,7	2,9	2,7	0,6	-0,1	-0,5	-0,9	-0,1	0,7	1,2	1,6	1,1	0,3	0,4	0,6	1,0	1,3	1,6	1,9
-0,6	2,4	3,3	-0,7	1,4	1,5	4,0	3,4	2,3	1,2	-0,5	1,6	1,9	0,7	-1,5	-3,5	-1,8	-0,4	1,3	3,1
-2,4	-8,8	-9,5	9,0	-6,1	-13,9	-14,8	-26,5	-7,3	7,1	14,4	22,8	6,2	4,9	-0,9	-1,2	3,8	3,3	3,0	2,8
14,3	13,4	4,9	-8,7	-19,0	-15,6	-8,0	2,4	14,0	13,7	14,1	15,2	11,4	11,6	7,4	6,3	7,9	9,0	10,0	10,5
12,8	9,2	1,4	-5,5	-16,8	-14,5	-6,6	-2,4	11,1	14,7	16,6	20,5	13,5	13,0	6,9	5,9	7,3	7,9	8,5	8,8
16,4	27,8	26,0	-4,3	-4,5	15,4	12,9	31,4	14,6	10,6	-3,6	-1,5	0,5	0,5	0,4	1,4	5,6	10,0	14,1	17,5
2,1	3,9	0,8	-13,2	-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	7,5	11,9	10,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,7	-2,3	6,4	-4,2	-10,8	1,2	0,3	2,0	-21,4	-7,2	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5,3	4,7	4,5	-2,7	-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,8	1,9	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,3	5,4	6,4	6,3	5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,6	1,1	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-
7,4	6,8	6,6	4,7	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	1,1	1,9	2,1	2,0	1,8	2,0	2,3	2,0	2,1	2,1	2,2
15,0	14,7	15,8	16,9	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	2,3	3,6	3,8	4,6	3,7	3,9	4,2	4,1	4,1	3,6	3,5
3,6	2,9	2,9	0,4	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,4	1,2	1,3	1,6	1,9	1,6	1,6	1,7	1,8
5,7	3,3	3,4	-0,3	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,2	2,3	2,8	3,9	4,2	3,6	3,4	1,8	1,4	1,3	1,6
1,8	2,2	2,3	1,7	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,8	-0,5	0,1	0,7	1,4	1,7	1,8	1,9
14,4	8,5	5,9	-11,5	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	13,3	7,0	8,7	10,4	5,6	7,5	8,2	3,6	2,8	2,0	2,0
5,3	4,6	4,7	2,9	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,8	1,0	1,8	1,7	2,0	2,3	2,0	2,1	2,0	2,1
2,3	1,4	1,1	2,5	3,7	3,3	2,1	1,2	-1,5	-0,9	-0,3	0,2	1,1	1,7	2,4	2,0	2,4	1,8	1,4	1,1
5,6	5,1	5,5	1,7	-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	1,3	2,2	3,0	5,2	4,5	4,4	4,2	2,3	2,2	2,4	2,3
26,7	27,2	7,7	-18,5	-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-2,8	8,2	22,7	22,4	20,7	13,1	4,2	-0,6	-0,8	0,6	2,4
4,7	5,0	4,5	3,9	2,8	1,4	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-	-	-	-	-	-	-	-
66,1	77,8	54,7	-36,7	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	33,1	11,8	15,8	24,2	21,9	25,6	10,9	1,2	0,5	0,0	-0,4
9,9	7,3	7,1	7,4	2,9	3,2	4,6	5,2	2,3	2,4	2,0	2,2	2,0	2,3	2,9	3,4	4,1	4,2	4,2	4,2
2,3	0,5	0,5	2,6	0,8	1,8	4,5	4,8	1,6	1,2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,9	1,1	2,0	2,0	2,1	2,0
2,1	1,9	1,7	1,2	-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-2,6	-1,3	-0,8	0,6	0,5	0,3	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,9
7,9	5,4	4,6	6,8	4,9	4,5	4,8	3,0	-3,1	-2,4	-1,4	-2,1	0,1	0,9	1,9	2,3	2,5	1,5	0,8	1,0
3,1	-0,3	-2,3	1,7	5,5	5,1	5,9	1,2	-8,7	-6,4	-6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,5	2,5	2,0	-1,1	-3,5	-4,2	-3,2	-1,0	3,2	4,0	2,6	3,5	1,2	1,1	1,0	0,6	2,0	2,6	3,2	3,5
4,7	4,2	4,3	4,4	5,8	6,3	7,3	7,2	8,0	7,1	7,1	7,1	7,1	6,6	7,0	6,9	7,1	6,5	6,7	6,3
6,3	5,5	5,6	5,8	7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	9,1	8,8	9,1	9,5	8,9	8,6	8,4	9,0	8,1	7,6	7,3
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42,9	39,3	27,0	-6,6	41,7	52,4	44,2	42,2	64,2	52,6	35,5	48,0	66,0	59,0	53,0	42,0	71,0	64,0	57,0	48,0
4,9	4,2	2,9	-0,7	4,8	5,7	4,9	4,6	7,4	5,6	3,8	5,0	7,3	6,1	5,5	4,3	7,5	6,3	5,6	4,6
19,2	19,1	15,0	12,6	14,7	9,4	2,7	0,2	-7,2	-6,7	-11,5	-10,0	-9,0	-9,0	-11,0	-11,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
53,3	-31,1	-7,3	-37,8	25,0	-30,7	-23,7	-7,5	19,1	-32,3	-77,6	-14,0	19,0	-49,0	-60,0	-20,0	21,0	-53,0	-62,0	-16,0
6,1	-3,3	-0,8	-4,0	2,9	-3,3	-2,6	-0,8	2,2	-3,4	-8,4	-1,5	2,1	-5,0	-6,2	-2,0	2,2	-5,2	-6,1	-1,5
-23,6	32,8	16,4	10,7	14,7	-0,3	-17,9	30,0	33,9	20,1	44,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17,1	15,9	16,1	19,3	21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	20,1	19,3	18,2	18,8	18,5	18,4	18,2	18,0	18,0	18,0	18,0
25,5	24,8	24,1	25,4	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,6	24,9	24,8	24,5	24,3	24,1	24,0	23,9	23,8	23,7	23,6
-12,2	-14,7	-15,9	-7,2	7,4	6,7	6,1	2,2	-6,0	-4,0	-3,1	-4,8	-5,5	-4,9	-2,6	-2,6	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7
-9,9	-11,1	-11,4	-3,0	8,6	6,1	3,4	-0,6	-6,1	-3,3	-1,1	-3,1	-6,4	-6,6	-4,9	-4,9	-2,7	-2,1	-2,1	-1,8
-4,3	-6,2	-6,5	-1,2	5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,5	-0,3	2,2	0,7	0,1	-1,8	-0,3	0,3	0,0	0,3	0,4	0,5
-3,0	-4,4	-4,0	-1,6	1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,4	2,5	5,8	4,3	3,6	0,7	1,5	1,6	-0,1	0,0	-0,1	0,0
10,1	7,6	8,3	7,6	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	4,8	4,7	3,7	6,0	5,8	6,5	6,9	7,7	7,5	7,5	7,8
3,75	3,75	3,50	2,25	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	-	-	-	-	-	-	-	-
4,0	4,2	3,9	4,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,1	2,4

**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)



