

## Třicetník - Leden

### Rok 2013: Další díl recese

4. ledna 2013

Česká ekonomika se v polovině roku 2011 opět ponořila do recese, která dosud nepolevila. Bohužel ani výhled na letošní rok nenabízí příznivější obraz. Zlepšení ekonomické situace by mohlo přijít až v druhé polovině roku, nejspíše ale nebude stačit k tomu, aby se HDP za celý rok zvýšil. Aktuální prognóza ukazuje na pokles HDP v roce 2013 o 0,4 procenta. Důvodem je souběh trvajících slabosti domácí poptávky a zhoršující se situace v eurozóně. Vývoj exportních zakázek v průmyslu a dílčí data z indexu nákupních manažerů bohužel potvrzují, že zahraniční poptávky také ztrácí na síle.

Pokračování recese bude reflektovat trh práce. Pokles nezaměstnanosti v letech 2010 a 2011 byl jen velmi mělký. Před finanční krizí se míra nezaměstnanosti pohybovala mezi 5 a 6 procenty. Po krizi již neklesla pod 8 procent. Jenže čím déle jsou lidé bez práce, tím hůře se jim na trh práce vrací. Z cyklické nezaměstnanosti se postupně stává strukturální problém. Průměrná míra nezaměstnanosti by letos měla dosáhnout 9,3 procenta, po loňském průměru 8,6 procenta.

Inflaci opět ovlivní změna DPH, která přispěje k indexu spotřebitelských cen o 0,8 procenta (loni daně přispěly k inflaci 1,2 procentního bodu). Meziroční inflace by tedy měla hned na začátku roku klesnout a po většinu roku se bude držet mezi 2 a 3 procenty, pokud se neobjeví nějaký mimořádný vliv jako třeba výkyvy počasí nebo cen komodit ve světě. Průměrná inflace v letošním roce by měla činit 2,2 procenta.

V zahraničním obchodu se projeví negativní vliv slábnoucí zahraniční poptávky, nicméně převážít by měla slabost domácí poptávky. Saldo obchodní bilance by se tak mohlo mírně zvýšit. Běžný účet platební bilance by tak v letošním roce mohl dosáhnout poprvé od roku 1993 kladné bilance.

Měnová politika zůstane nadále uvolněná, k prakticky nulovým úrokovým sazbám se mohou přidat devizové intervence k oslabení kurzu koruny.

Rozpočtový schodek vládního sektoru by měl směřovat k 3,3 procenta HDP po loňských 3,5 procenta HDP. Při pokračující recesi lze tento postoj fiskální politiky považovat za restriktivní. Dluh vládního sektoru by se měl zvýšit ze 45,8 na 48,1 procenta HDP.

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.



**David Marek**  
hlavní ekonom  
E-mail: [marek@patria.cz](mailto:marek@patria.cz)  
Telefon: +420 221 424 111

## HDP

Zpřesněná data potvrdila pokračování recese české ekonomiky ve 3. čtvrtletí letošního roku. Základní obraz se nemění. Příčinou recese je především slabá domácí poptávka. Zahraniční obchod si ještě vedl docela dobře, kompenzovat negativní vliv domácích faktorů však nedokázala, navíc poslední data o vývoji vývozu varují, že i tato část ekonomiky začíná strádat.

Spotřeba domácností klesla o 0,4 procenta ve srovnání s předchozím čtvrtletím, resp. 2,4 procenta meziročně. Je logické, že při klesajících reálných mzdách a rostoucí nezaměstnanosti domácnosti šetří na zboží dlouhodobé spotřeby (- 6,6 procenta meziročně), zajímavé, ale je že se šetří i na potravinách a dalším zboží krátkodobé spotřeby (-5,5 procenta meziročně). Vysvětlením je nahrazování dražších výrobků levnějšími variantami, byť na úkor kvality. Vládní spotřební výdaje se sice mírně zvýšily ve srovnání s předchozím kvartálem (meziročně stagnovaly), ale situaci nijak výrazně neovlivnily.

Snížení veřejných investic a opatrnost firem dolehla na investice. Hrubá tvorba fixního kapitálu klesla o 1,9 procenta mezikvartálně, resp. 2,3 procenta meziročně. Pokles investic se koncentruje do stavebních zakázek. Investice do bydlení meziročně se meziročně snížily o 7,2 procenta, v oblasti nebytových budov a inženýrských staveb jde o pokles o 5,7 procenta. Výdaje na strojní vybavení naopak mírně stouply. Negativně se projevilo snižování firemních zásob. V očekávání dalšího negativního vývoje se objem zásob ve 3. čtvrtletí snížil o 12,5 miliardy korun.

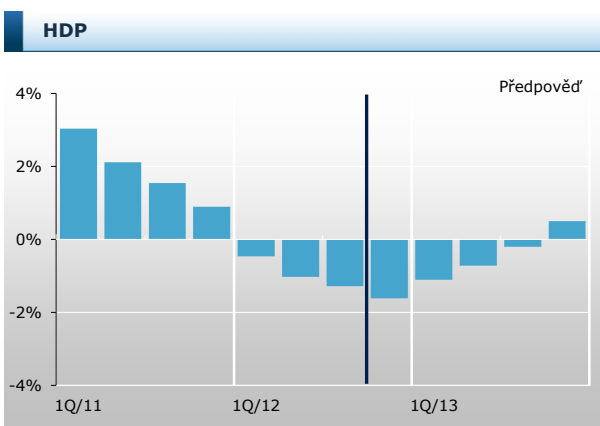
Hlavním pozitivním faktorem je i nadále zahraniční obchod. Vývoz zboží a služeb meziročně stoupl o 4,7 procenta, dovoz jen o 1,6 procenta. Kladný příspěvek čistého exportu (2,3 procentního bodu) k meziročnímu růstu ovšem nestačil kompenzovat negativní vliv klesající domácí poptávky. Říjnové výsledky zahraničního obchodu jsou ale varováním, že i tento poslední pozitivní motor ekonomiky začíná být stále více zasažen negativním vlivem recese v eurozóně.

Pohled na jednotlivé sektory ekonomiky nabízí následující obraz. Zemědělství zasáhla nepřízeň počasí a výsledkem je pokles produkce o 12,8 procenta. O stavebnictví jsem se zmínil výše, produkce klesá o 10 procent. Průmysl těžil z rostoucího vývozu, tížila jej ale slabá domácí poptávka, výroba se snížila o 2,5 procenta. Většinu odvětví v oblasti služeb se dařilo,

výrazně ovšem klesla přidaná hodnota ve finančním sektoru.

Na negativní ekonomický vývoj samozřejmě reaguje trh práce. Ovšem nikoli pouze zvýšením nezaměstnanosti a snižováním reálných mezd, k přizpůsobení přispívá také zkrácení průměrné pracovní doby.

Pokračování recese zvýšilo mezeru výstupu, tj. rozdíl mezi skutečným výkonem ekonomiky a produkcí při využití existujících kapacit, na 1 procento. Dosud nejvyšší hodnotu HDP zaznamenala česká ekonomika ve 3. čtvrtletí 2008, její aktuální výkon je o 2,3 procenta nižší.



Zdroj: ČSÚ. Prognóza: Patria Finance

## Průmyslová výroba

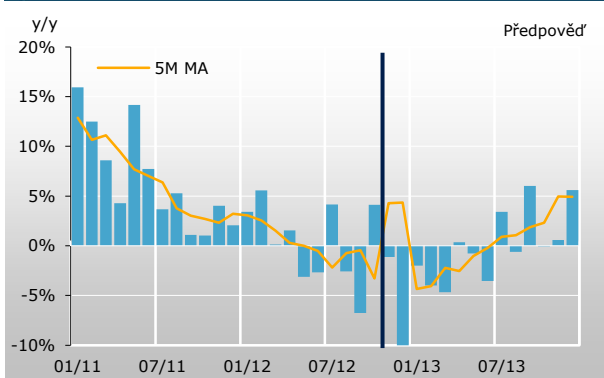
Na první pohled říjnový výsledek nevypadá špatně: výroba českých průmyslových firem meziročně stoupla o 4,1 procenta. Jenže tomu pomohly 3 pracovní dny navíc. Bez nich by produkce klesla o 3,3 procenta. Horší výsledek pamatuje průmyslová statistika přesně před třemi roky v říjnu 2009. Český průmyslu se noří do recese stále hlouběji.

Jak již bylo zmíněno, říjnová optika je poněkud zkreslena vyšším počtem pracovních dní, nicméně přesto se z poklesu nevymanila produkce počítačů a elektroniky (-7,7 procenta) ani základní výroba hutí (-6,2 procenta). Jde přitom o dvě důležitá odvětví českého průmyslu. Produkce automobilek se sice zvýšila, ale 1,2 procenta je vzhledem k příznivému kalendáři také slabý výsledek. Pozitivní hodnocení si zaslouží zvýšení výroby strojů a zařízení o 18,3 procenta, výroby elektrických zařízení o 9,6 procenta chemické produkce o 23,7 procenta.

Pesimismus tlumí zvýšení nových zakázek a zlepšení indexu nákupních manažerů v listopadu. Nicméně poslední vlna revizí odhadů vývoje eurozóny v příštím roce, varující před prodloužením recese, může sentiment v českém průmyslu opět obrátit k horšímu. Opatrnost firem se projevuje ve snižování zaměstnanosti. Ve srovnání s loňským rokem počet lidí pracujících v průmyslu klesl o 0,5 procenta.

Za celý loňský rok počítám se snížením průmyslové produkce o 0,7 procenta po loňském růstu o 6,9 procenta. Bude-li pokračovat recese v eurozóně, nelze v příštím roce očekávat zlepšení v průmyslové produkci, která je více než z poloviny závislá na vývozu.

## PRŮMYSLOVÁ VÝROBA



Zdroj: ČSÚ. Prognóza: Patria Finance

## Maloobchodní tržby

Obrat v obchodech se zvýšil o 2,2 procenta. Nicméně výrazně tomu pomohl kalendář, neboť letošní říjen měl o tři pracovní dny více než stejný měsíc loňského roku. Pokud by tomu tak nebylo, klesly by tržby v obchodech o 3 procenta, což by byl druhý nejhorší výsledek v letošním roce. Tento pohled je plně v souladu s celkovým obrazem české ekonomiky: pokles reálných mezd – slabší domácí poptávka – klesající maloobchodní tržby.

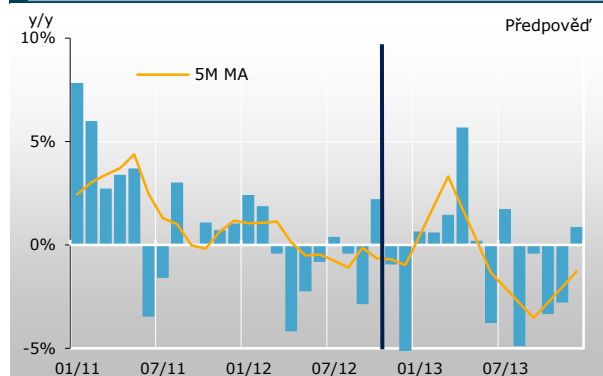
Šetří se na potravinách. Tržby z prodeje potravin meziročně klesly o 1,8 procenta. Lidé samozřejmě musí nakupovat potraviny, jen volí levnější výrobky. Naopak nešetří se na počítačích a telefonech, jejichž prodeje stouply o 12,1 procenta. Po zprovoznění registru vozidel se stabilizovaly prodeje automobilů.

Zastavme se u fenoménu, který narůstá na významu. Jedno z mála pozitivních výjimek je prodej před internet, kde se tržby meziročně zvýšily o 19,5

procenta. Svou roli jistě hraje pohodlnost nákupů touto cestou, ale klíčovou roli nejspíše hraje snaha domácností hledat co nejnižší ceny, což se na internetu dělá jistě snadněji než v klasických obchodech. Nepříznivá ekonomická situace jen posiluje tento motiv. O rostoucí oblibě této formy nakupování svědčí také včera zveřejněná statistika ČSÚ o počítačích, připojení k internetu a nakupování v e-shopech českými domácnostmi. Z pohledu celkového vývoje maloobchodu jde ale především o substituci klasického nakupování, o co se zvýší tržby na internetu, o to se více méně sníží tržby v „kamenných“ obchodech.

Příčina poklesu domácí poptávky je zřejmá: klesající reálné mzdy. Míra úspor se v posledních měsících sice také mírně zvýšila, což ale není nic neobvyklého. V recesi 1997-98 i propadu ekonomiky v roce 2009 byla vyšší než dnes. Jednoznačně hlavní příčinou je negativní vývoj mezd. A ten se nejspíše nezlepšil ani v posledním čtvrtletí, jak naznačují data o daních a sociálním pojistném. Se slabou poptávkou ze strany domácností bude strádat i HDP, zejména pokud zároveň šetří firmy i vláda a vychládá oživení německé ekonomiky.

## MALOOBCHODNÍ TRŽBY



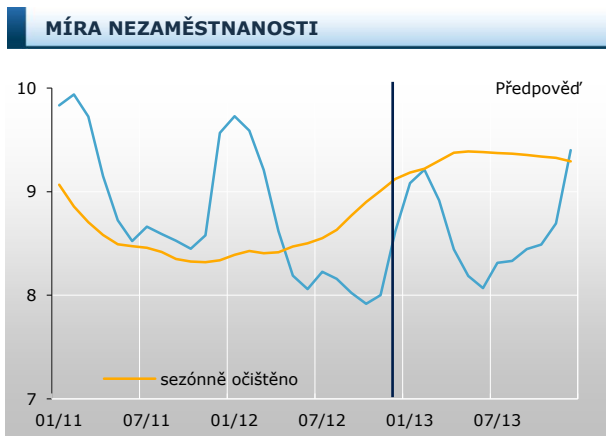
Zdroj: ČSÚ. Prognóza: Patria Finance

## Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti se minulý měsíc zvýšila z 8,5 na 8,7 procenta, před rokem dosahovala 8,0 procent. Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti již 12 měsíců stoupá a v listopadu dosáhla hranice 9,0 procent. Podíl nezaměstnaných na obyvatelstvu, nově uváděný ukazatel, činí 6,8 procenta. Počet evidovaných uchazečů o zaměstnání překročil půlmilionovou hranici a dosáhl 508 tis. Počet volných pracovních míst klesl na 38,8 tis., na jedno volné místo nyní připadá 13,1 uchazeče.

Údaje z trhu práce nepřinesly žádné překvapení. Kromě sezónních vlivů doléhá na počty nezaměstnaných stále silněji recese. Zároveň s tím klesá počet volných pracovních míst a úspěšnost při hledání práce. Předloni v listopadu se to podařilo 30,6 tis. osob, loni jen 16,2 tis. osob.

Nezaměstnanost po odhlédnutí od sezónních vlivů dosahuje nejvyšší hodnoty od ledna loňského roku. V dalších měsících bude patrně dále stoupat, neboť recese české ekonomiky je stále v nedohlednu. Za loňský rok průměrná hodnota míry nezaměstnanosti bude patrně činit 8,6 procenta, letos podle mého odhadu stoupne na 9,1 procenta. Nově používaný ukazatel podílu nezaměstnaných na obyvatelstvu by měl dosáhnout průměrné hodnoty 7,2 procenta. Obrat k lepšímu na trhu práce přijde nejspíše až v roce 2014.



Zdroj: MPSV. Prognóza: Patria Finance

## Zahranिční obchod

Obchodní bilance dosáhla v říjnu přebytku 33 miliard korun, tedy téměř stejně jako před rokem. Vývoz se meziročně zvýšil o 7,5 procenta, dovoz o 8,2 procenta. Poprvé od května 2011 rostl v říjnu dovoz rychleji než vývoz. Dvanáctiměsíční bilance zahraničního obchodu dosahuje kladné bilance 295 miliard korun.

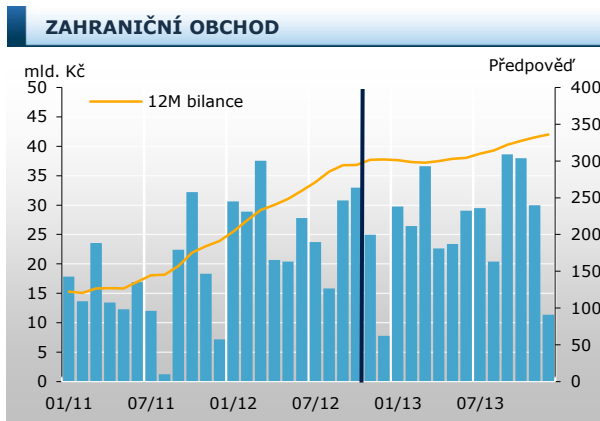
Varující je pohled na meziměsíční dynamiku. Odhlédneme-li od sezónního kolísání vlivu rozdílného počtu pracovních dnů, zjistíme, že vývoz poslední tři měsíce klesá a to navíc stále výrazněji. V říjnu meziměsíčně klesl o 2,4 procenta. Zdá, že recese v eurozóně se projevuje stále výrazněji a poslední motor české ekonomiky ztrácí otáčky.

Klíčovou oblastí zahraničního obchodu je vývoz strojů a dopravních prostředků. Ten se meziročně zvýšil o 3,3

procenta. Vzhledem k tomu, že říjen měl o tři pracovní dny více než stejný měsíc loňského roku, je tento výsledek spíše zklamáním. Zejména potom pokles vývozu telekomunikačních zařízení.

Říjnové výsledky zatížilo mimořádné zvýšení dovozu ropy. Fyzický objem dovezené ropy se meziročně zvýšil o 146 procent, její hodnota dokonce o 154 procent. Bez tohoto faktoru by bylo saldo obchodní bilance zhruba o 7 miliard korun příznivější.

Z teritoriálního pohledu je varováním zpomalení meziročního růstu vývozu do eurozóny na 2,5 procenta. Solidně se drží vývoz na Slovensko (druhý nejdůležitější obchodní partner ČR), který stoupl o 12 procent.



Zdroj: CSU. Prognóza: Patria Finance

## Spotřebitelské ceny

Index spotřebitelských cen v listopadu klesl o 0,2 procenta a pomohly tomu především levnější pohonné hmoty, posezónní slevy rekreace a slevy mobilních operátorů. Naopak k inflaci přispíval pokračující růst cen potravin. Meziroční inflace zpomalila z 3,4 na 2,7 procenta. Deflace měřená ukazatelem jádrové inflace se začala opět prohlubovat.

Hlavní slovo v listopadové inflaci měly ceny pohonných hmot, které v průměru zlevnily o 3,7 procenta. Ceny benzínu s oktanovým číslem 95 již klesla na úroveň, které dosahovala na začátku prázdnin, tedy před posledním výraznějším zdražováním. Jepičí život této poslední vlny dražšího benzínu ukazuje, jak zbytečná byla diskuze o snížení spotřební daně na pohonné hmoty.

K dezinflaci (poklesu inflace) přispěli také mobilní operátoři. Slevy na jejich služby snížily ceny telefonních

služeb o 2,6 procenta. I když se to při pohledu na vyúčtování hovorů, sms a internetu nezdá, přeci jen v této oblasti ledy zvolna tají. Meziročně ceny telekomunikačních a poštovních služeb klesly o 5,2 procenta, za posledních pět let potom celkem o 13,7 procenta.

Pokles cen rekreace o 0,8 procenta je v tuto roční dobu mezi letní a zimní sezónou obvyklý a svým rozsahem se nevymyká z hodnot sledovaných v předchozích letech.

Ceny potravin již tři měsíce stoupají, tentokrát se zvýšily o 0,3 procenta. Nejvýrazněji se na tom podílelo zvýšení cen brambor, sezónní zeleniny, másla a pečiva.

Celková inflace se letos poprvé snížila pod tříprocentní hranici. Klesající trend by měl pokračovat i v dalších měsících, a to i přes zvýšení obou sazeb DPH o procentní body výše (vliv této změny totiž bude slabší než loňský posun snížené sazby DPH z 10 na 14 procent). Po celý letošní rok by se měla inflace pohybovat mezi 2-3 procenty.

Jádrová inflace, která nepočítá vliv změny daní, ani kolísání cen potravin a pohonných hmot je už 42 měsíců záporná. Navíc se deflace začala opět prohlubovat. Tato skutečnost dohromady s hlubší recesí, která navíc pravděpodobně bude trvat déle, než se očekávalo, zvyšují tlak na centrální banku, aby dále uvolnila měnové podmínky. Vzhledem k tomu, že úrokové sazby jsou na nule, znamená to sílící tlak na použití devizových intervencí.



## Výrobní ceny

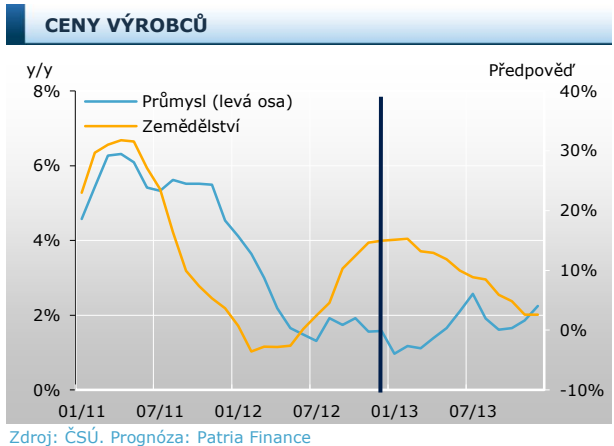
Index cen průmyslových výrobců se v listopadu zvýšil o 0,1 procenta. Meziroční inflace v produkčních cenách

zpomalila ze 1,9 na 1,6 procenta. Ve stavebnictví a sektoru služeb pokračuje pokles cen. Jedinou oblastí se zřetelnými inflačními tlaky je zemědělská produkce, kde se v cenách rostlinných výrobků projevuje letošní neúroda.

V cenách průmyslových výrobců se opět projevuje pokles cen rafinérské produkce. Nicméně při porovnání s vývojem cen benzínu a nafty je snížení cen v kategorii rafinérských výrobků a koku (-1,5 procenta) poměrně mírný. Protipólem byl pokračující vzestup cen potravin. Zdražující obiloviny tlačí na ceny mlýnských výrobků, zdražují také mléčné výrobky a tuky. Poněkud překvapivě se o procento zvedly také ceny automobilů.

O pozornost si říká stále vyšší ceny v zemědělství. Hlavní příčinou je letošní slabá sklizeň. Ta v případě obilovin ve srovnání s předchozím rokem klesla o 20,7 procenta, v případě brambor o 18,4 procenta. Meziroční inflace v případě rostlinných výrobků již dosáhla 23,6 procenta. Stoupají ovšem také cen živočišné produkce, kde inflace aktuálně činí 4,4 procenta.

Celkový pohled na produkční ceny potvrzuje absenci poptávkových inflačních tlaků, v oborech závislých na domácí poptávce, služby a stavebnictví, lze dokonce pozorovat deflaci. Jedinou inflační hrozbou je počasí, resp. dopad jeho rozmarů na ceny zemědělské produkce. V případě cen průmyslových výrobců počítám v letošním roce s kolísáním mezi 1 a 3 procenty.



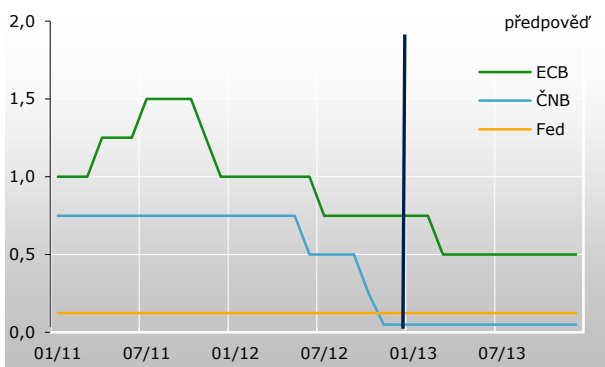
## Měnová politika

Bankovní rada ČNB rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny v souladu s očekáváním trhu. Její hlavní repo sazba činí 0,05 procenta. Je pravděpodobné, že s úroky začne ČNB hýbat nejdříve v roce 2014.

Nicméně devizový trh patrně čekal další varování před devizovými intervencemi, zvláště při vývoji ekonomiky horším než prognózy centrální banky.

Vliv slovních intervencí ČNB postupně slábne a dříve nebo později bude muset centrální banka přistoupit ke skutečným intervencím, bude-li chtít skutečně uvolnit měnové podmínky prostřednictvím slabší koruny. Teoreticky by při současných podmínkách české ekonomiky měla ČNB snížit svou základní úrokovou sazbu na minus 0,25 procenta či dokonce minus -0,5 procenta. Kurz a sazby sice nejsou dokonalé substituty, ale pokud by chtěla ČNB zhruba dosáhnout podobného efektu, měla by koruna oslabit na zhruba 26,0-26,50 koruny za euro.

## MĚNOVÁ POLITIKA - KLÍČOVÉ ÚROKOVÉ SAZBY



Zdroj: ČNB, ECB, Fed. Prognóza: Patria Finance

ECB také naplnila očekávání a ponechala úrokové sazby beze změny. Neoznámila ani žádná nová opatření. Její hlavní sazba zůstává na 0,75 procenta. ECB ovšem překvapivě výrazně zhoršila prognózy pro eurozónu. Pro loňský rok čeká změnu HDP o -0,6 až -0,4 procenta, letos o -0,9 až +0,3 procenta a v roce 2014 o 0,2 až 2,2 procenta. Inflace by se letos podle ECB měla pohybovat mezi 1,1 a 2,1 procenta.

Ani Fed neměnil úrokové sazby, rozhodl však, že nahradí končící program Twist, v rámci něž nakupoval dlouhodobé dluhopisy a prodával krátkodobé cenné papíry, měsíčními investicemi do státních dluhopisů v objemu 45 mld. USD. S programem kvantitativního uvolňování schváleným letos v září bude tedy celkem měsíčně kupovat cenné papíry za 85 mld. USD. Zároveň se rozhodl explicitně svázat měnovou politikou s vývojem nezaměstnanosti a inflace. Uvedl, že úrokové sazby zůstanou na současně nízké úrovni do té doby, než míra nezaměstnanosti klesne pod 6,5 procenta a

prognóza inflace na jeden až dva roky dopředu nepřekročí o půl procentního bodu dlouhodobý cíl centrální banky (2 procenta).

## Fiskální politika

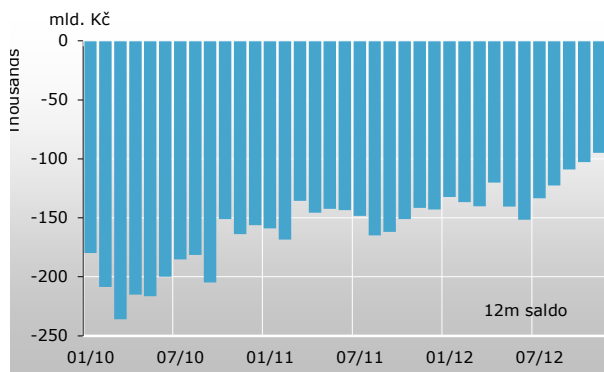
Schodek státního rozpočtu loni dosáhl 101 mld. Kč, schválen byl rozpočet s deficitem 105 mld. Kč. V roce 2011 schodek činil 142,7 mld. Kč.

Příjmy se meziročně zvýšily o 3,8 procenta na 1 051,4 mld. Kč. Celostátní výběr daní stoupl o 2,6 procenta. Posun dolní sazby DPH z 10 na 14 procent pomohl ke zvýšení výběru této daně o 1 procento na 278,2 mld. Kč. Výběr firemních daní vzrostl o 8,4 procenta na 128 mld. Kč, inkaso daně z příjmu fyzických osob o 2,2 procenta na 136,3 mld. Kč. Výběr spotřebních daní téměř stagnoval a dosáhl 146,8 mld. Kč. Výběr pojistného na sociální zabezpečení vzrostl o 1,3 procenta na 371,5 mld. Kč.

Vázání výdajů z důvodu snížení rozpočtové schodku se projevilo jejich poklesem o 0,3 procenta na 1 152,4 mld. Kč. Běžné výdaje meziročně stouply o 0,3 procenta, naopak kapitálové výdaje klesly o 5 procent.

Podle vyjádření ministra financí Miroslava Kalouska by měl celkový deficit vládního sektoru (bez zahrnutí církevních restitucí) za loňský rok činit 3,5 procenta HDP. V roce 2011 dosáhl 3,3 procenta HDP.

## STÁTNÍ ROZPOČET



Zdroj: MF ČR

Na konci prosince podepsal prezident republiky státního rozpočtu na příští rok. Celkové příjmy návrhu rozpočtu jsou 1080,8 miliardy a výdaje 1180,8 miliardy korun, schodek by tedy měl činit 100 miliard korun.

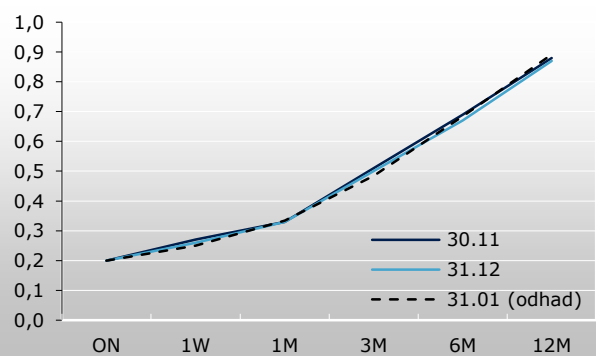


## Peněžní trh a dluhopisy

Sazby na peněžním trhu se v prosinci hýbaly jen minimálně. Peněžní trh již plně absorboval poslední kroky centrální banky i očekávání dalšího vývoje měnově politických sazeb. FRA sazby zahrnují očekávání, že v letošním roce zůstanou sazby ČNB na rekordně nízké úrovni.

Swapová křivka se posunula o 5 až 10 bazických bodů níže na historicky nejnižší úroveň. Sazba dvouletého úrokového swapu na konci prosince činila 0,57 procenta, u desetiletého swapu 1,37 procenta.

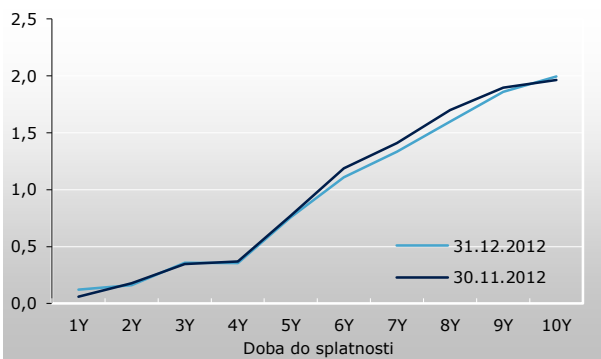
### PENĚŽNÍ TRH - SAZBY PRIBOR



Zdroj: ČNB, Bloomberg; odhad Patria Finance

Výnosy státních dluhopisů stagnovaly u splatností do 5 let, u delších splatností podobně jako u swapů o několik bazických bodů klesly a při minimálních pohybech na německém trhu se státními dluhopisy se tak mírně snížily spready mezi českými a německými státními dluhopisy. U dvouletých dluhopisů činil spread ke konci roku 17 bazických bodů, u desetiletých dluhopisů 59 bazických bodů.

### VÝNOSY STÁTNÍCH DLUHOPISŮ ČR



Pozn.: Křivka upravena o výši kupónu (zero-coupon), zdroj: Bloomberg

V prosinci ministerstvo financí nepořádalo žádnou aukci státních dluhopisů. Za celý loňský rok prodalo v aukcích středně- a dlouhodobé dluhopisy za 165 mld. Kč.

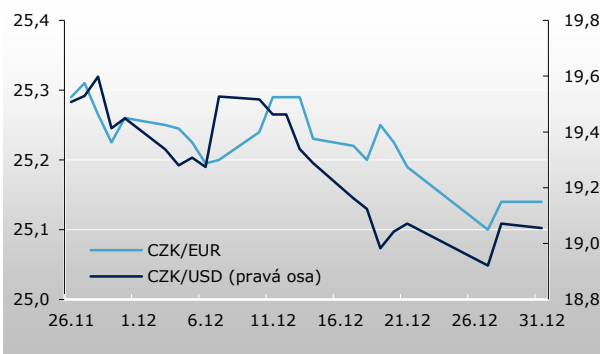
V letošním roce předpokládá strategie financování státního dluhu hrubou výpůjční potřebu na úrovni 230,7 mld. Kč. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím i zahraničních trzích je v roce 2013 plánována na úrovni 199,1 mld. Kč. Emise na zahraničních trzích by měly dosáhnout maximálně 40 procent hrubé výpůjční potřeby.

## Devizový trh

Klíčovým faktorem pro aktuální vývoj kurzu koruny je riziko přímé intervence ČNB, která by oslabila kurz koruny v rámci snahy uvolnit měnové podmínky v okamžiku, kdy již úrokové sazby klesly prakticky na nulu. Nicméně občasně zmínky členů bankovní rady na toto téma postupně ztrácí účinek. Navíc centrální banka nezmínila tuto možnost na tiskové konferenci po svém posledním jednání o měnové politice. Koruna tak během prosince měla tendenci korigovat předchozí oslabení a postupně se posunula zpět do blízkosti hranice 25 korun za euro. Nicméně za touto mezí je nejspíše pravděpodobnost vstupu ČNB na trh vnímána jako podstatně vyšší a poslední dva měsíce si trh nedovolil ji testovat.

Stoupající optimismus na finančních trzích v závěru roku se promítl také na eurodolarovém trhu. Ani průtahy s oddálením „fiskálního útesu“ v americkém Kongresu neodradily euro, aby v průběhu prosince posílilo z 1,29 až na hladinu 1,33 dolaru za euro.

### KURZ KORUNY K EURU A DOLARU



Zdroj: ČNB

## ČESKÁ EKONOMIKA: ZÁKLADNÍ DATA

meziroční růst, není-li uvedeno jinak	2007	2008	2009	2010	2011	poslední období		2012F	2013F
HDP, mld. Kč, běžné ceny	3 666	3 845	3 762	3 796	3 839	<b>956</b>	<b>3Q/12</b>	3 853	3 919
HDP, mld. USD, běžné ceny	180,5	225,7	194,4	198,7	217,0	<b>47,7</b>	<b>3Q/12</b>	196,8	202,8
HDP, reálný růst, %	5,7	2,9	-4,4	2,3	1,9	<b>-1,3</b>	<b>3Q/12</b>	-1,1	-0,4
Průmyslová výroba, reálný růst, %	10,8	-1,5	-13,4	10,2	6,9	<b>4,1</b>	<b>říjen 12</b>	-0,6	0,0
Stavební výroba, reálný růst, %	7,1	0,0	-1,0	-7,1	-3,5	<b>-4,3</b>	<b>říjen 12</b>	-	-
Maloobchodní tržby, reálný růst, %	10,0	2,7	-4,7	1,3	1,9	<b>2,2</b>	<b>říjen 12</b>	-1,0	-0,3
Míra nezaměstnanosti, průměr, %	6,6	5,4	8,1	9,0	8,5	<b>8,7</b>	<b>listopad 12</b>	8,6	9,3
Spotřebitelské ceny, prům. růst, %	2,8	6,4	1,0	1,5	1,9	<b>3,3</b>	<b>posl. 12 měs.</b>	3,3	2,2
Spotřebitelské ceny, konec obd., %	5,4	3,6	1,0	2,3	2,4	<b>2,7</b>	<b>listopad 12</b>	2,4	2,6
Ceny prům. výrobců, prům. růst, %	4,1	4,5	-3,1	1,3	5,5	<b>2,4</b>	<b>posl. 12 měs.</b>	2,2	1,7
Ceny prům. výrobců, konec obd., %	5,3	-0,1	-0,8	3,7	4,5	<b>1,6</b>	<b>listopad 12</b>	1,6	2,2
Růst průměrné mzdy, %	7,3	7,9	3,3	2,2	2,4	<b>1,4</b>	<b>3Q/12</b>	2,2	1,9
Běžný účet, mld. Kč	-157	-81	-89	-147	-109	<b>-51</b>	<b>3Q/12</b>	-36	0,1
v % HDP	-4,3	-2,1	-2,4	-3,9	-2,8	<b>-1,7</b>	<b>posl. 12 měs.</b>	-0,9	6
Obchodní bilance, mld. Kč, cel. stat.	88	67	150	121	191	<b>33,0</b>	<b>říjen 12</b>	302	336
Bilance služeb, mld. Kč, plat.bil.	59,2	73,9	73,9	75,3	66,3	<b>13,1</b>	<b>3Q/12</b>	54,2	56,9
Finanční účet, mld. Kč, plat. bil.	125	92	143	174	88	<b>39</b>	<b>3Q/12</b>	-	-
v % HDP	3,4	2,4	3,8	4,6	2,3	<b>2,1</b>	<b>posl. 12 měs.</b>	-	-
Přímé zahr. investice v ČR, mld. Kč	212	110	56	117	96	<b>54</b>	<b>3Q/12</b>	-	-
v % HDP	5,8	2,9	1,5	3,1	2,5	<b>4,8</b>	<b>posl. 12 měs.</b>	-	-
Hrubá vnější zadluženost, mld. USD	76,2	84,2	89,2	94,2	93,9	<b>97,7</b>	<b>3Q/12</b>	-	-
v % vývozu zboží a služeb	62	58	77	70	58	<b>64</b>	<b>3Q/12</b>	-	-
v % HDP	38	42	44	47	49	<b>49</b>	<b>3Q/12</b>	-	-
Oficiální devizové rezervy, mld. USD	34,9	37,0	41,6	42,5	40,3	<b>44,2</b>	<b>listopad 12</b>	-	-
v měsících dovozu zboží a služeb	3,5	3,2	4,6	4,0	3,2	<b>3,7</b>	<b>listopad 12</b>	-	-
Státní rozpočet, mld. Kč	-66,4	-19	-192	-156	-142,8	<b>-77,9</b>	<b>listopad 12</b>	-	-
Saldo veřejného sektoru, v % HDP	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	<b>-3,0</b>	<b>3Q/12</b>	-5,0	-3,3
Dluh sektoru vládních institucí, mld. Kč	1 023	1 104	1 286	1 437	1 568	<b>1 725</b>	<b>3Q/12</b>	1 760	1 887
v % HDP	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	<b>44,8</b>	<b>3Q/12</b>	45,7	48,2
Růst peněžní zásoby, konec obd., %	13,2	6,5	-3,4	4,6	4,3	<b>5,4</b>	<b>září 12</b>	-	-
2-týdenní repo sazba, konec obd., %	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	<b>0,05</b>	<b>prosinec 12</b>	0,05	0,05
3M PRIBOR, prům. za obd., %	3,10	4,04	2,19	1,31	1,19	<b>0,50</b>	<b>prosinec 12</b>	1,00	0,50
3M PRIBOR, konec obd., %	4,11	3,21	1,54	1,22	1,17	<b>0,50</b>	<b>prosinec 12</b>	0,50	0,60
CZK/EUR, prům. za obd.	27,8	24,9	26,5	25,3	24,6	<b>25,22</b>	<b>prosinec 12</b>	25,1	25,0
CZK/EUR, konec obd.	26,8	26,9	26,5	25,3	25,8	<b>25,14</b>	<b>prosinec 12</b>	25,1	24,9
CZK/USD, průměr za obd.	20,3	17,0	19,4	19,1	17,7	<b>19,23</b>	<b>prosinec 12</b>	19,6	19,3
CZK/USD, konec obd.	18,5	19,4	18,4	18,8	19,9	<b>19,06</b>	<b>prosinec 12</b>	19,1	19,6

Zdroj: ČSÚ, ČNB. Předpověď: Patria Finance

## PŘEDPOVĚDI EKONOMICKÝCH UKAZATELŮ NA PŘÍŠTÍ MĚSÍC

	Zveřejněno	Období	Prognóza	Předchozí období	
PMI	2.1.	12/12	<b>47,5</b>	11/12	48,2
Průmyslová výroba, y/y, %	7.1.	11/12	<b>-1,0</b>	10/12	4,1
Maloobchodní tržby, y/y, %	11.1.	11/12	<b>-1,0</b>	10/12	2,2
Nezaměstnanost, %	9.1.	12/12	<b>9,4</b>	11/12	8,7
Obchodní bilance, mld. Kč	7.1.	11/12	<b>25,0</b>	10/12	33,0
Spotřebitelské ceny, m/m, %	9.1.	12/12	<b>0,1</b>	11/12	-0,2
Spotřebitelské ceny, y/y, %	9.1.	12/12	<b>2,4</b>	11/12	2,7
Ceny prům. výrobců, m/m, %	15.1.	12/12	<b>0,1</b>	11/12	0,1
Ceny prům. výrobců, y/y, %	15.1.	12/12	<b>1,6</b>	11/12	1,6

Zdroj: ČSÚ, ČNB. Předpověď: Patria Finance



#### KBC Securities NV

Havenlaan 12  
Avenue du Port  
1080 Brussels  
Belgium  
regulovaná CBFA

#### KBC Securities French Branch

Le Centorial  
18, rue du Quatre Septembre  
75002 Paris  
France  
regulovaná AMF

#### KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA  
ul. Chmielna 85/87  
00-805 Warsaw  
Poland  
regulovaná CBFA

#### Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24  
110 00 Praha 1  
Czech Republic  
regulovaná ČNB

#### KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street  
2 Grand Central Tower  
NY 10017-3144 New York, USA  
regulovaná NASD

#### KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street  
London  
UK  
regulovaná FSA

#### KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1  
1051 Budapest  
Hungary  
regulovaná HFSA

#### Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12  
Bukurest - Sektor 1  
Romania

**Právnícké osoby:** Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry, regulovaným Českou národní bankou a členem Burzy cenných papírů Praha a.s., nicméně může být uveřejněn též jinými právníckými osobami mimo území České republiky tvořící s Patria koncern ve smyslu ustanovení § 66a zákona č. 519/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „propojené osoby“). Patria vykonává integrované investiční bankovníctví a poskytuje investiční služby.

**Konflikt zájmů:** Patria a/nebo s ní propojené osoby uskutečňují a vyhledávají možnosti k realizaci obchodů se společnostmi, které jsou zmiňovány v analytických rozborch. Investoři by tedy měli brát na zřetel fakt, že Patria a/nebo s ní propojené osoby mohou mít konflikt zájmů, který může ovlivnit objektivitu této analýzy. Naše vlastní obchodní a investiční oddělení mohou realizovat investiční rozhodnutí, která jsou nekonzistentní s doporučeními nebo názory vyjádřenými v tomto rozboru. Patria a/nebo propojené osoby, přidružené organizace, členové statutárních orgánů, ředitelé a zaměstnanci mohou, mimo akciových analytiků, čas od času projevit zájem o investiční nástroje jakékoliv společnosti nebo jakéhokoliv emitenta, jehož se informace uveřejněné v tomto dokumentu týkají a/nebo nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet, a/nebo dále nezaručují, že na základě zde uvedených informací s těmito investičními nástroji neobchodovali na svůj vlastní účet ještě před zveřejněním tohoto dokumentu. Patria, stejně jako s ní propojené osoby a osoby, které k nim mají právní nebo faktický vztah, včetně členů statutárních orgánů, vedoucích zaměstnanců anebo jiných zaměstnanců, mohou obchodovat s investičními nástroji či uskutečňovat jiné investice a obchody s nimi související a mohou je v rozhodné době nakupovat anebo prodávat, nebo k nákupu anebo prodeji nabízet, ať již jako komisionář, zprostředkovatel či v jiném právním postavení, na veřejném trhu či jinde. Naši makléři a ostatní zaměstnanci mohou poskytovat ústní nebo písemný komentář k trhu nebo obchodní strategii našim klientům a našemu vlastnímu oddělení obchodování, které odráží názory, jež jsou v rozporu s názory vyjádřenými v tomto rozboru. Investoři by měli tuto zprávu považovat pouze za jeden z několika faktorů při svém investičním rozhodování. Investiční analýzy a doporučení vydávané Patria a/nebo s ní propojenými osobami byly připraveny v souladu s pravidly chování a interními předpisy pro zvládání konfliktů zájmů ve spojení s investičními rozborů. Pravidla Patrie zakazují jejím analytikům a členům jejich domácnosti vlastnit cenné papíry jakékoliv společnosti, která spadá do oblasti působení daného analytika. Analytici mají dále zakázáno účastnit se získávání klientů pro oblast investičního bankovníctví.

Zvláštní regulační prohlášení vzhledem ke společnosti v této zprávě zmiňované („emitent“) jsou následující:

Patria a/nebo s ní propojené osoby:

- působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;

- obvykle zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- předpokládají, že obdrží nebo mají v úmyslu obdržet od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- nemají přímý ani nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent<sup>1</sup>;
- v posledních dvanácti měsících nebyli vedoucím manažerem nebo spoluvědoucím manažerem veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- nemá s emitentem uzavřenu dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- neumožnili emitentovi přístup k tomuto rozboru před jeho rozšířením.

**Všeobecné informace:** Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria a s ní propojené osoby přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii a přidruženým společnostem. Tento dokument sděluje názor Patrie nebo s ní propojených osob ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento analytický rozbor poskytuje pouze obecné informace. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní cenné papíry, finanční nástroje nebo strategie konkrétním klientům. Tento dokument má sloužit profesionálním či sofistikovaným a odborně zdatným investorům, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí bez nepřiměřeného spoléhání na zde uvedené informace. Tito investoři jsou povinni o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství o vhodnosti investic do jakýchkoli cenných papírů, jiných investic nebo investičních strategií zmíněných nebo doporučených v této zprávě a měl by být srozuměn s tím, že budoucí vyhlídky nemusí být realizovány. Hodnota či cena jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit. V souladu s tím mohou investoři získat prostředky menší, než byla jejich původní investice. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů.

**Plánovaná frekvence aktualizací:** Patria a/nebo s ní propojené osoby zajišťují pravidelnou aktualizaci informací o společnostech/

#### KBC Securities NV

Havenlaan 12  
Avenue du Port  
1080 Brussels  
Belgium  
regulovaná CBFA

#### KBC Securities French Branch

Le Centorial  
18, rue du Quatre Septembre  
75002 Paris  
France  
regulovaná AMF

#### KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA  
ul. Chmielna 85/87  
00-805 Warsaw  
Poland  
regulovaná CBFA

#### Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24  
110 00 Praha 1  
Czech Republic  
regulovaná ČNB

#### KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street  
2 Grand Central Tower  
NY 10017-3144 New York, USA  
regulovaná NASD

#### KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street  
London  
UK  
regulovaná FSA

#### KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1  
1051 Budapest  
Hungary  
regulovaná HFSA

#### Swiss Capital SA

Clucerului Street 55, apt. 12  
Bukurest - Sektor 1  
Romania

odvětvích založenou na specifickém vývoji nebo oznámení, podmínkách na trhu nebo jakékoliv veřejně dostupné informací.

**Jurisdikce mimo Českou republiku:** Distribuce tohoto dokumentu veřejnosti na území mimo Českou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se tento dokument dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země. Tato publikace nesmí být zaslána nebo distribuována, přímo či nepřímo, do Japonska nebo osobám v Japonsku žijícím. Ve Spojených státech je tato publikace distribuována americkým občanům společností KBC Financial Products USA Inc., která zároveň přebírá odpovědnost za její obsah. Objednávky jakýchkoliv cenných papírů zmiňovaných na tomto místě kterýmkoliv americkým investorem by měly být podány u KBC Financial Products USA Inc. a nikoliv u některé ze zahraničních poboček. Tato publikace je distribuována ve Spojeném království Velké Británie a Severního Irsku nebo ze Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku pouze osobám, které jsou osobami autorizovanými nebo osobami vyňatými ve znění zákona Financial Services and Markets Act 2000 nebo jakákoliv podaná objednávka ve smyslu tohoto zákona nebo investičním profesionálům podle definice v odst. 19 zákona Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 a není určena nebo distribuována nebo předána, přímo či nepřímo, jakékoliv jiné skupině osob. Tato publikace je v Kanadě určena pouze pro distribuci penzijním fondům, vzájemným fondům, bankám, manažerům správy aktiv a pojišťovacím společnostem.

© Copyright 2013 Patria Finance, a.s.: Všechna práva vyhrazena. Tato zpráva slouží výhradně klientům Patrie a bez předchozího písemného souhlasu nemůže být celá nebo její část v jakékoliv podobě a jakýmkoliv způsobem reprodukována, distribuována nebo publikována. Jakékoliv neautorizované použití nebo zveřejnění je zakázáno. Obdržení a přečtení této zprávy znamená Váš souhlas nedistribuvovat, nepředávat nebo nezveřejňovat jiným osobám obsah, názory, závěry nebo informace v této zprávě obsažené (včetně všech investičních doporučení, odhadů nebo cílových cen) bez toho, aby předtím Patria tyto informace sama zveřejnila.

<sup>1)</sup> Pokud byla tato zpráva vydána k nebo po patnáctém dnu v měsíci, odráží vlastnický stav k poslednímu dni předchozího měsíce. Zprávy vydané před patnáctým dnem v měsíci odráží vlastnický stav ke konci druhého měsíce předcházejícího dni vydání zprávy.