ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 25. ledna 2002

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

1. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:
Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na 1. pololetí 2002.

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:
Spolupracující oddělení úseku bankovních obchodů

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto materiálu přizváni na jednání bankovní rady:
doc. Ing. Čapek, CSc., Ing. Vojtíšek,
Ing. Bárta, CSc., Ing. Matalík,
Ing. Kalous, CSc., Ing. Vávra, M.A.

Část I.
Předkládací zpráva

Část II.
Vlastní materiál včetně tabulkových příloh
Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky
Příloha č. 2: Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období

Předkládá: doc. Ing. Čapek, CSc.

Kontroloval: Ing. Bárta, CSc.

Zpracovala: sekce měnová a statistiky

Část I.

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na 1. pololetí 2002. Obsahuje přílohy: „Indikátory vnější nerovnováhy České republiky“ a „Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období (č. 11)“.

Část II.

O b s a h

I. Shrnutí ……1

1. Prognózy a skutečnost ……...1

2. Stručná charakteristika současného hospodářského a měnového vývoje…… 2

3. Aktuální prognózy a jejich změny oproti 12. a 10. SZ ……....5

II. Faktory inflace……. ……...6

1. Měnový vývoj…….…….……6

1.1 Peníze a úvěry ……..…….... 6

1.2 Úrokové sazby a akciový trh …..……..11

1.3 Vývoj veřejných rozpočtů…….……13

1.4 Devizový kurz…….……...17

1.5 Zahraniční zadluženost, investiční pozice a devizové rezervy……..……23

2. Poptávka a nabídka…… 26

2.1 Domácí poptávka ……...26

2.2 Vývoz, dovoz, netto vývoz 29

2.3 Hrubý domácí produkt ……...30

2.4 Obchodní bilance ……...32

3. Trh práce……..…36

3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost …….....36

3.2 Průměrná mzda, mzdy a platy …….……39

3.3 Mzdově nákladové inflační tlaky ……40

4. Ostatní nákladové faktory……..41

4.1 Dovezená inflace…….….41

4.2 Dovozní ceny……..……...43

4.3 Ceny průmyslových a zemědělských výrobců..... ..44

5. Vnější prostředí ……48

III. Inflace……50

1. Minulý vývoj…….50

2. Predikce pro rok 2002 …….51

3. Predikce pro rok 2003 ……..... .56

4. Vývoj cen zahraničních zájezdů v roce 2002 ….....……..…..56

5. Prognóza inflace na základě MMI (Měsíční model inflace) …….. 58

6. Střednědobý modelový výhled …….……..61

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Příloha č. 2: Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období (č. 11)

Tabulkové přílohy

I. Shrnutí

1. Prognózy a skutečnost

Veličina		**X/01**	**XI/01**		**XII/01**	
		skuteč.	**progn.**	**skuteč.**	**progn.**	**skuteč.**
Spotřebitelské ceny	r/r, %	4,4	4,3	4,2	4,3	4,1
	m/m, %	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,1
Čistá inflace	r/r, %	2,7	2,6	2,4	2,5	2,4
	m/m, %	-0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2
Korigovaná inflace	r/r, %	2,4	2,4	2,3	2,6	2,1
	m/m, %	-0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,3
Ceny průmyslových výrobců	r/r, %	1,3	0,9	0,9	0,8	0,8
	m/m, %	0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Průmyslová produkce	r/r, %	4,1	5,7	6,6	5,8	
Tržby z průmyslové činnosti	r/r, %	4,6		4,0		
Tržby v maloobchodě	r/r, %	6,6	x	6,1		
Saldo obchodní bilance	za měsíc, mld. Kč	-10,9	-12,0	-6,0	-19,0	-21,9
	kum., mld. Kč	-91,1	-103,1	-97,1	116,1	-119,0
Změna salda obchodní bilance	r-r, mld. Kč	+5,1		+4,5		-0,9
	kum., r-r, mld. Kč	-1,8		+2,8		+1,8
Nezaměstnanost	ke konci měs., %	8,4	8,4	8,5	8,8	8,9
Nominální mzdy v průmyslu	r/r, %	6,7	X	4,3	X	
Reálné mzdy v průmyslu	r/r, %	2,2	X	0,1	X	
Produktivita práce v průmyslu	r/r, %	5,9	X	5,2	X	
Nominální mzdy ve stavebnictví	r/r, %	7,7	X	7,6	X	
Reálné mzdy ve stavebnictví	r/r, %	3,2	X	3,3	X	
Produktivita práce ve stavebnictví	r/r, %	6,0	X	1,4	X	
Peněžní zásoba (M2)	r/r, %	11,8	11,9	12,4	12,2	
Kurz CZK/EUR	prům. za měsíc, %	33,56	X	33,33	X	32,59
Změna kurzu CZK/EUR	r/r, %	+4,9	X	+3,3	X	+6,4
Kurz CZK/USD	prům. za měsíc, %	37,01	X	37,48	X	36,48
Změna kurzu CZK/USD	r/r, %	+10,0	X	+7,4	X	+6,3
Úrokové sazby z nových úvěrů	prům. za měsíc, %	6,6	X	+6,3	X	
	r-r, proc. body	0,0	X	-0,3	X	
Úrokové sazby z termín. vkladů	prům. za měsíc, %	3,7	X	3,6	X	
	r-r, proc. body	-0,3	X	-0,4	X	

Vysvětlení značek a zkratek:
r/r ... meziroční růst
m/m ... meziměsíční růst
r-r ... rozdíl proti hodnotě za stejné období předchozího roku
kum. ... kumulativně od začátku roku
měs. ... měsíc
X ... měsíční hodnoty ČNB nepredikuje

2. Stručná charakteristika současného hospodářského a měnového vývoje

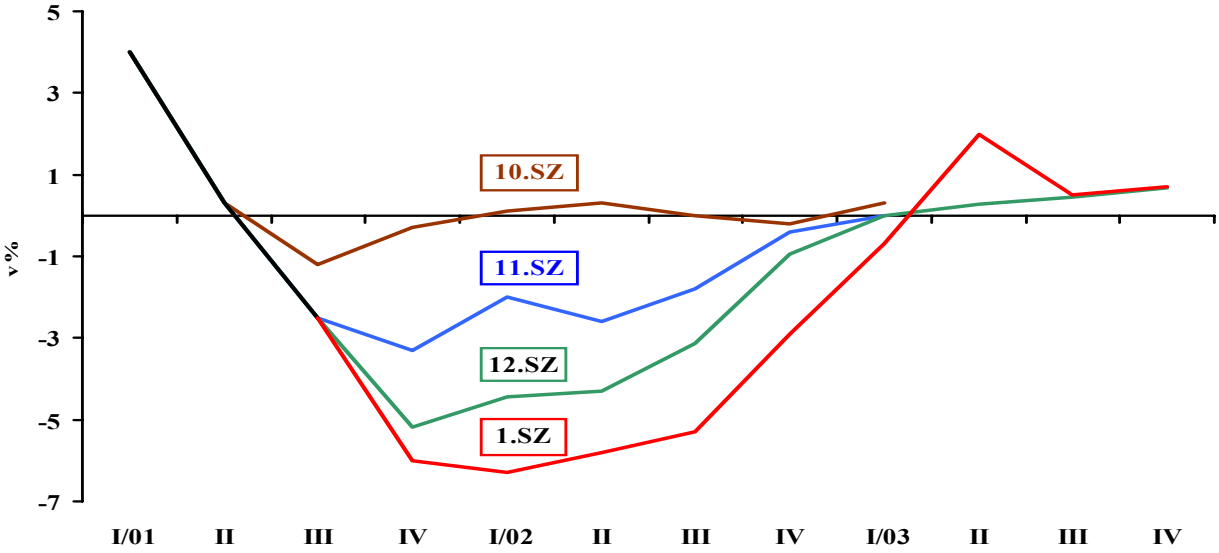
Statistické údaje zveřejněné od projednání 12. SZ ukazují, že ekonomika je nadále vystavena pozitivnímu exogennímu nákladovému šoku a ochablé zahraniční poptávce. Tyto faktory umocňované rychlou apreciací koruny přispěly hlavní měrou k nízké inflaci na konci minulého roku. V této SZ dochází k dalšímu snížení referenčních scénářů většiny exogenních faktorů inflace. Silnější dezinflační tlaky se při zachování názoru na vnitřní podmínky promítají do nižší predikce inflace v horizontu nejúčinnější transmise. I po snížení prognózy inflace a mírném snížení prognózy hospodářského růstu převažují ve výhledu budoucího vývoje zejména v krátkém časovém horizontu dezinflační a decelerační rizika. V posledních měsících lze identifikovat určité nepříznivé dopady pomalého hospodářského růstu v zahraničí, avšak riziko, že by došlo k přenosu závažných poruch do domácí ekonomiky, je v současnosti vyhodnocováno jako poměrně malé.

Vývoj inflace v prosinci byl v zásadě v souladu s predikcemi. Meziroční index spotřebitelských cen vzrostl o 4,1 % (prognóza 4,3 %) a čistá inflace 2,4 % (prognóza 2,5 %). Vyšším než očekávaným tempem vzrostly ceny potravin, avšak toto zvýšení pouze vyrovnalo pomalejší růst cen z předchozích dvou měsíců. Mírně nižší než prognózovaná inflace v prosinci byla způsobena zejména vyšším než očekávaným poklesem cen pohonných hmot a apreciovanějším devizovým kurzem ve srovnání s prosincovým referenčním scénářem. Tyto odchylky se promítly do korigované inflace, která meziročně činila 2,1 % (prognóza 2,6 %).

Poslední čtvrtletí minulého roku se vyznačovalo četnými, rychlými a významnými změnami vnějšího prostředí. Měnová sekce proto považovala za vhodné změnit referenční scénáře některých exogenních veličin i v období mezi velkými situačními zprávami. Následující tabulka shrnuje hlavní změny scénářů od 10. SZ.

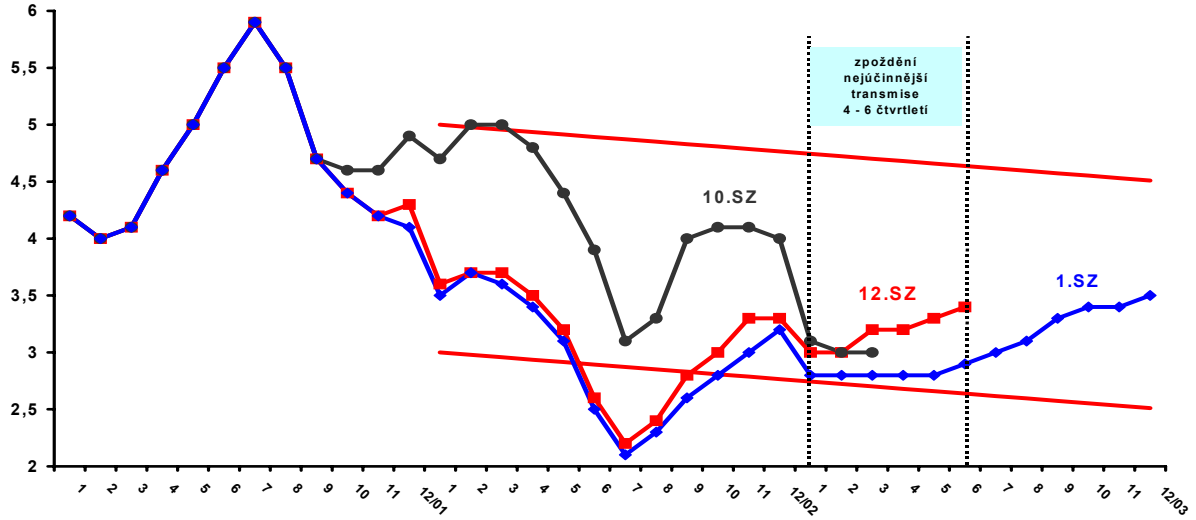
veličina	**IV/01**	**I/02**	**II/02**	**III/02**	**IV/02**	**I/03**	**II/03**	**III/03**	**IV/03**
ceny průmyslových výrobců v SRN (v %)									
10., 11. a 12. SZ	3,8 [1)]				1,3 [1)]				1,0 [1)]
1.SZ	3,1 [1)]				0,2 [1)]				1,6 [1)]
spotřebitelské ceny v SRN (v %)									
10., 11. a 12. SZ	2,6 [1)]				1,5 [1)]				1,5 [1)]
1.SZ	2,1 [1)]				1,3 [1)]				1,5 [1)]
cena uralské ropy (USD/barel)									
10.SZ	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
11. a 12. SZ	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
1.SZ	18,8	17,8	18,9	19,7	20,4	20,9	20,9	20,9	20,9
cena zemního plynu (USD/1000m^3)									
10., 11. a 12. SZ	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
1.SZ	105,0	102,0	95,0	92,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0
nominální kurz (CZK za 1 EUR)									
10. a 11. SZ	34,00	33,75	33,75	33,50	33,50	33,25	33,25	33,00	33,00
12. SZ	33,00	32,75	32,75	32,50	32,50	32,25	32,25	32,00	32,00
1.SZ	33,16	32,25	32,25	32,00	32,00	31,75	31,75	31,50	31,50
nominální kurz (CZK za 1 USD)									
10. a 11. SZ	36,96	36,68	36,68	36,41	36,41	36,14	36,14	35,87	35,87
12. SZ	35,86	35,60	35,60	35,33	35,33	35,05	35,05	34,78	34,78
1.SZ	36,97	35,83	35,38	34,72	34,33	33,72	33,43	32,89	32,62

Změny referenčních scénářů exogenních veličin se promítaly do nových predikcí dovozních cen. Jejich dezinflační meziroční dopad se přitom každý měsíc výrazně prohluboval. Narůstání intenzity pozitivního exogenního nákladového šoku od 10. SZ aproximované dovozními cenami znázorňuje graf.



Při přípravě 1. SZ došlo k užšímu propojení prognóz odboru 413 se střednědobou modelovou prognózou, než tomu bylo v 10. SZ. Oběma prognózám jsou společné předpoklady o budoucím vývoji exogenních faktorů vnitřního i vnějšího prostředí v letech 2002 – 2003. Střednědobá modelová predikce však referenční scénář kurzu (odvozený z analýzy finančních toků) přejímá pouze pro rok 2002. Obě predikce dále vycházejí ze stejného předpokladu o výchozí mezeře HDP v rozsahu přibližně 1 % a z předpokladu o vyšší nepružnosti spotřebitelských cen směrem dolů. Kromě toho střednědobá modelová predikce v zásadě přebírá hodnoty endogenních veličin krátkodobé predikce odboru 413 pro první a druhé čtvrtletí 2002. Tím je dosaženo vysoké shody obou prognóz v období jejich vzájemného překrývání.

Posouzení vnitřních makroekonomických podmínek v rámci prognózy odboru 413 se v této SZ v zásadě nemění. Aktuální krátkodobá predikce inflace je však v horizontu nejúčinnější transmise oproti predikci z 10. i 12. SZ nižší (viz graf).

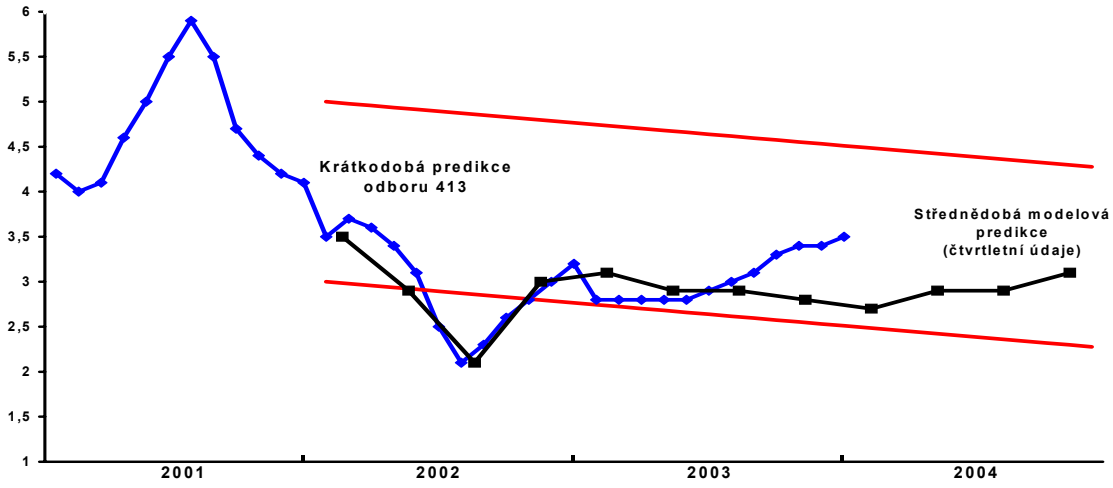


Hlavní příčinou snížení predikce v roce 2002 je výrazný dezinflační vliv exogenních faktorů umocňovaný rychlejší než dříve předpokládanou apreciací koruny. Očekávaný vývoj domácí poptávky a HDP nesignalizuje významnější inflační rizika ze strany spotřebitelské poptávky. Malé inflační tlaky by mohly být spojeny pouze s mírně vyšším tempem růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů. Pro rok 2003 signalizuje krátkodobá prognóza odboru 413 pozvolný růst inflace na úroveň 3,5 %. Tento růst bude zapříčiněn výrazným zmírněním pozitivního exogenního nákladového šoku a pozvolným urychlováním tempa růstu cen potravin. Proti těmto tendencím bude působit zpomalování tempa růstu regulovaných cen, jejichž příspěvek k celkové inflaci bude v roce 2003 nižší než 1 procentní bod.

Na základě vyhodnocení aktuálních indikátorů hospodářského růstu (zejména obchodní bilance za 4. čtvrtletí) snižuje odbor 413 predikci meziročního růstu HDP ve 4. čtvrtletí 2001 z 3,1 % na 2,9 % a predikci růstu v roce 2001 z 3,5 % na 3,4 %. Pro rok 2002 uvažuje nová predikce s nižší tvorbou fixního kapitálu (meziroční růst 4,9 % oproti 6 % z 12. SZ) zejména v důsledku hospodářského ochlazení v zahraničí a s tím souvisejícího možného zhoršeného vnímání investičních vyhlídek. Při zachování hlavních předpokladů dosavadní projekce spotřeby domácností se tak predikce hospodářského růstu pro rok 2002 snižuje z 3,3 % na 2,9 %. Rok 2003 je spojen s očekáváním hospodářského oživení v zahraničí, které by mělo mít pozitivní vliv i na české hospodářství. Predikce proto předpokládá zrychlení tempa růstu tvorby hrubého fixního kapitálu (7,0 % proti 4,9 % v roce 2002) a návazně urychlení tempa růstu HDP na 4,2 %.

Ve střednědobé modelové predikci dochází vzhledem k přebírání exogenního kurzového scénáře v období roku 2002 k dočasnému „zablokování“ kurzového kanálu. Možnosti měnové politiky reagovat na budoucí vývoj inflace se tak v horizontu jednoho roku omezují na změny úrokových sazeb. Modelová predikce v základním scénáři vychází z předpokladu o stávajícím neutrálním nastavení reálných měnových podmínek. Reálné úrokové sazby se přitom nalézají pod svojí rovnovážnou úrovní, zatímco míra reálného zhodnocení koruny je vyšší než míra rovnovážného zhodnocení. Pro nejbližší období modelová predikce očekává rychlejší než rovnovážné zhodnocení reálného kurzu, nízkou úroveň zahraniční poptávky a mírné zpřísnění reálných úrokových sazeb, ke kterému dojde v důsledku poklesu inflace. Tyto faktory povedou ke zpomalení tempa růstu HDP v příštích šesti čtvrtletích k hodnotám mírně pod 3 % a k jeho urychlení ke 4 % v roce 2004. Předpokládaný vývoj HDP v letech 2002 a 2003 bude doprovázen kompenzujícími se dopady dvou protichůdných faktorů: poptávkové impulsy deficitů veřejných rozpočtů budou eliminovány nízkou zahraniční poptávkou. Tento vývoj povede k přetrvávání mezery výstupu v roce 2002 v rozsahu, který byl odhadnut pro konec roku 2001, a její postupné uzavírání v dalších letech. V horizontu roku 2004 tak modelová predikce nezaznamenává poptávkové inflační tlaky. Absence poptávkových tlaků, dezinflační tendence vyplývající z rychlé reálné apreciace, příznivý vývoj exogenních nákladových faktorů a klesající tempo růstu regulovaných cen jsou hlavními příčinami, proč se bude celková inflace v celém horizontu střednědobé modelové predikce pohybovat těsně nad dolní mezí inflačního cíle. Tento vývoj implikuje určitý prostor pro snížení měnověpolitických úrokových sazeb.

Srovnání predikce inflace odboru 413 a střednědobé modelové predikce znázorňuje graf.



Při pracích na 1. SZ byla provedena modelová simulace odezvy inflace na snížení krátkodobé úrokové sazby o 25 bazických bodů. Současné poznání měnové sekce vycházející z různých predikčních přístupů naznačuje, že pokles krátkodobé nominální úrokové sazby o 25 bazických bodů po dobu jednoho roku se v horizontu 4 - 6 čtvrtletí projeví růstem meziroční míry inflace zhruba o 0,2 - 0,3 procentního bodu. Tento závěr je však podmíněn předpokladem, že se změna úrokové sazby promítne odpovídajícím způsobem do změny měnového kurzu. Pokud kurz na pohyb úrokové sazby nezareaguje, citlivost inflace na změny úrokové sazby výrazně klesá, a to na úroveň cca 0,1 procentního bodu.

Pozn. Počínaje touto situační zprávou sekce měnová a statistiky modifikuje způsob tvorby referenčních scénářů některých klíčových exogenních proměnných. První změna spočívá v přebírání predikcí hospodářského růstu a cenového vývoje v Německu, kurzu euro/dolar a cen ropy z konsenzuální předpovědi zveřejňované v publikaci Consensus Forecast. Druhou změnou bude pravidelná měsíční aktualizace těchto scénářů, která by měla zabránit možnému zastarávání doposud čtvrtletně schvalovaných scénářů zejména v obdobích vyšší volatility uvedených veličin, resp. v obdobích častého přehodnocování prognóz. Aktuální referenční scénáře exogenních veličin použité pro sestavení prognóz jsou shrnuty v tabulce na konci shrnutí. Tato tabulka bude pro zvýšení přehlednosti příštích situačních zpráv vždy na konec shrnutí pravidelně přikládána.

3. Aktuální prognózy a jejich změny oproti 12. A 10. SZ

	Aktuální predikce	12. SZ	10. SZ
CPI (12/2002) – horizont 4 čtvrtletí	**2,5 – 3,8 %**	**2,6 – 4,0 %**	**3,3 – 4,7 %**
CPI (6/2003) – horizont 6 čtvrtletí	**2,3 – 3,6 %**	**2,7 – 4,1 %**	
HDP (2001)	**3, 4 %**	**3,0 – 4,0 %**	**3,1 – 4,1 %**
HDP (2002)	**2,4 – 3,4 %**	**2,8 – 3,8 %**	**3,4 – 4,4 %**
HDP (2003)	**3,7 – 4,7 %**	**3,5 – 4,5 %**	**3,5 – 4,5 %**
Průměrná nom. mzda ve sled. organ. (2001)	**8,4 – 9,4 %**	**8,4 – 9,4 %**	**8,4 – 9,4 %**
Průměrná nom. mzda ve sled. organ. (2002)	**7,7 – 8,7 %**	**7,7 – 8,7 %**	**8,0 – 9,0 %**
Průměrná nom. mzda ve sled. organ. (2003)	**7,5 – 8,5 %**		
Průměrná reálná mzda ve sled. organ. (2001)	**3,5 – 4,5 %**	**3,6 – 4,6 %**	**3,4 – 4,4 %**
Průměrná reálná mzda ve sled. organ. (2002)	**4,3 – 5,9 %**	**4,4 – 5,4 %**	**3,7 – 4,7 %**
Průměrná reálná mzda ve sled. organ. (2003)	**3,7 – 6,0 %**		
Míra nezaměstnanosti (12/2002)	**8,6 – 9,6 %**	**8,3 – 9,3 %**	**7,8 – 8,8 %**
Míra nezaměstnanosti (12/2003)	**8,4 – 9,4 %**		
M2 (2001)	**12,2 %**	**10,0 – 12,0 %**	**10,0 – 12,0 %**
M2 (2002)	**9,0 – 12,0 %**	**9,0 – 12,0 %**	**9,0 – 12,0 %**
M2 (2003)	**9, 0 – 12,0 %**		
BÚ/HDP v b.c. (2001)	**-3,5 až -4,5 %**	**-3,7 až -4,7 %**	**-4,5 až -5,5 %**
BÚ/HDP v b.c. (2002)	**-2,6 až -3,6 %**	**-4,3 až -5,3 %**	**-4,5 až -5,5 %**
BÚ/HDP v b.c. (2003)	**-2,4 až -3,4 %**		

Poznámka:

Technickou změnou prognózy se rozumí změna prognózy způsobená:

a) dosazením skutečných hodnot za predikované hodnoty v daném měsíci či čtvrtletí
b) úpravou predikčního intervalu v důsledku zkrácení predikčního období
c) úpravou proměnných, které jsou vypočítány z jiných proměnných u nichž došlo ke změně
d) rozhodnutím vlády o změnách regulovaných cen a daní
e) rozhodnutím vlády o změnách veličin, na které má vláda vliv
f) změnou vah a struktury koše používaného pro výpočet indexu spotřebitelských cen

Věcnou změnou prognózy se rozumí změna prognózy způsobená:

a) změnou východisek analýzy budoucího vývoje predikované proměnné
b) změnou elasticit mezi vysvětlovanými a vysvětlujícími proměnnými
c) změnou referenčního scénáře vysvětlujících proměnných

Základní referenční scénáře exogenních faktorů (k dispozici na disku L)

1) Exogenní faktory ovlivňující primárně inflaci

A) Zahraniční cenový vývoj

veličina	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
ceny průmyslových výrobců v SRN (v %)	4,8	4,7	2,6	3,1 [1]				0,2 [1]				1,6 [1]	odbor 411	Consensus Forecast 1/02 [2]
spotřebitelské ceny v SRN (v %)	2,5	3,2	2,4	2,1				1,3 [1]				1,5 [1]	odbor 411	Consensus Forecast 1/02 [2]
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	28,8	27,9	26,5	20,5	20,2	21,3	22,1	22,8	23,3	23,3	23,3	23,3	odbor 411	Consensus Forecast 1/02 [2]
cena ropy - uralská (USD/barel)	25,3	25,9	23,7	18,8	17,8	18,9	19,7	20,4	20,9	20,9	20,9	20,9	odbor 411	cena ropy WTI minus 2,4 USD [3]
mzr. změna ceny ropy (uralská)	-3,8	2,6	-15,7	-32,9	-29,5	-26,8	-16,8	8,6	17,2	10,3	6,2	2,4	odbor 411	ČNB
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m^3)	126,4	124,7	114,4	105,0	102,0	95,0	92,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	odbor 411	konsensus měnové sekce
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu)	46,6	24,1	4,8	-13,0	-19,3	-23,8	-19,6	-9,5	-6,9	0,0	3,3	0,0	odbor 411	ČNB

[1] predikce pro celorok

[2] Consensus Forecast č.1 je z 14.ledna 2002

[3] cena ropy uralské je odvozena od ceny ropy WTI odečtením částky 2,4 USD - blíže viz Příloha č.2 materiálu "Návrh řešení problémových okruhů spojených se stanovováním referenčních scénářů a s vypracováním tzv. integrované prognózy"

B) Fiskální a mzdový vývoj

veličina	1999	2000	2001	2002	2003	Údaje dodává	Zdroj
saldo veřejných rozpočtů bez příjmů z privatizace a dotací transformačním institucím (v mld CZK)	-57,4	-72,8	-81,2 [4]	-138,8 [4]	x	odbor 412	MF
průměrná mzda v nepodnikové sféře (mzr., v %)	13,1	2,8	10,1	7,4	7,0	odbor 413	ČNB [5]

[4] odhad odboru 412 ve vazbě na SR na rok 2002 schválený parlamentem ČR a na předběžné výsledky SR za rok 2001

[5] mzdy zahrnuté dle MF ČR v ústředním státním rozpočtu a mzdy odhadnuté ČNB ve fondech sociálního zabezpečení a soukromých neziskových organizací (nadace, církevní školy apod.)

C) Devizové kurzy a úrokové sazby

veličina	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
nominální kurz USD za 1 EUR	0,925	0,874	0,890	0,897	0,900	0,911	0,922	0,932	0,942	0,950	0,958	0,966	odbor 411	Consensus Forecast 1/02
nominální kurz CZK za 1 USD	37,65	39,26	38,22	36,97	35,83	35,38	34,72	34,33	33,72	33,43	32,89	32,62	odbor 411	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR [6]	34,80	34,30	34,02	33,16	32,25	32,25	32,00	32,00	31,75	31,75	31,50	31,50	odbor 411	konsensus měnové sekce

[6] **scénář předpokládá plnění dohody ČNB a vlády pokud jde o sterilizaci příjmů z prodeje státního majetku**

2) Exogenní faktory ovlivňující primárně HDP

A) Zahraniční poptávka

veličina	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
HDP v SRN (mzr. v %)	1,8	0,6	0,3	0,1				0,7 [7]				2,5 [7]	odbor 411	Consensus Forecast 1/02

[7] predikce pro celorok

žlutý podklad = veličiny vstupující do predikce | bílý podklad = informativní veličiny | [illegible] = konsensus měnové sekce | [illegible] = predikce | [illegible] = skutečnost

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE		1/01	2/01	3/01	4/01	5/01	6/01	7/01	8/01	9/01	10/01	11/01	12/01
1.													
spotřebitelské ceny	mzr. v %	4,2	4,0	4,1	4,6	5,0	5,5	5,9	5,5	4,7	4,4	4,2	4,1
čistá inflace	mzr. v %	3,0	2,9	2,9	3,3	3,8	4,4	4,7	4,1	3,1	2,7	2,4	2,4
korigovaná inflace	mzr. v %	2,5	2,4	2,0	1,9	2,3	2,4	3,2	3,4	2,5	2,4	2,3	2,1
2.													
peněžní zásoba (M2) - k posl. dni měsíce	mzr. v %	9,0	7,8	7,8	9,2	11,4	13,1	13,3	12,8	12,0	11,8	12,4	12,2
3.													
spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	k posl. dni měsíce	0,13	0,09	-0,06	-0,01	0,07	0,33	0,61	0,51	0,13	-0,18	-0,07	-0,31
FRA 3x6	k posl. dni měsíce	5,34	5,04	4,88	5,00	5,08	5,25	5,97	5,76	5,33	4,96	4,63	4,37
1R IRS	k posl. dni měsíce	5,43	5,17	4,97	5,09	5,17	5,42	5,76	5,89	5,52	5,11	4,75	4,48
spread 5R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce	0,92	0,80	0,88	0,93	0,98	0,85	0,69	0,52	0,50	0,39	0,44	0,64
spread 10R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce	1,25	1,19	1,40	1,47	1,67	1,49	1,08	0,83	1,02	0,81	0,89	1,15
4.													
spotřeba domácností (tempo v s.c.)	za čtvrtletí mzr. v%			3,4			4,0			3,4			3,4
maloobchodní obrat (tržby v odv.obchodu a pohostinství)	za daný měsíc mzr. v %	7,7	0,2	3,3	5,8	4,3	2,1	5,2	2,7	3,3	6,6	6,1	7,5
produktivita práce	dyn.HDP ku dym.zam.			3,1			2,9			2,9			2,6
míra nezaměstnanosti	k posl. dni měsíce	9,1	9,0	8,7	8,3	8,1	8,1	8,5	8,5	8,5	8,4	8,5	8,9
tempo růstu HDP (s.c.)	za čtvrtletí mzr. v %			4,0			3,8			3,2			2,9
tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	za daný měsíc mzr. v %	13,8	6,5	9,8	11,4	6,9	3,7	9,3	3,0	1,1	4,1	6,6	5,8
5.													
tempo růstu průměrné mzdy - nominální (ve sled.org.)	za čtvrtletí mzr. v %			9,3			9,3			8,9			8,7
tempo růstu mezd a platů - reálné (ve sled.org.)	za čtvrtletí mzr. v % a)			5,1			4,1			3,5			4,2
předstih tempa růstu prod.na zaměst.před reál.mzdou	za čtvrtletí v p.b.			-1,1			-0,4			-0,2			-1,3
6.													
státní rozpočet (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl.dni měs. v mld. Kč	18,7	3,3	2,7	-16,8	-28,8	-34,8	-23,5	-25,6	-22,6	-35,5	-59,8	-67,7
místní rozpočty (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl.dni měs. v mld. Kč	1,0	0,0	-0,9	0,0	-1,6	-2,9	3,7	0,2	0,8	-1,3	-4,6	-8,0
státní a místní rozpočty (saldo hospodaření v běž.roce)	k posl.dni měs. v mld. Kč	19,7	3,3	1,8	-16,8	-30,4	-37,7	-19,8	-25,4	-21,8	-36,8	-64,4	-75,7
7.													
ceny zemědělských výrobců	mzr. v %	10,9	10,6	11,9	12,2	14,8	16,5	14,1	9,5	5,6	4,7	2,2	1,8
ceny tržních služeb	mzr. v %	3,7	5,3	5,2	5,2	5,5	6,0	4,6	4,6	1,6	1,6	2,0	1,7
ceny průmyslových výrobců	mzr. v %	4,2	4,7	4,1	4,0	3,8	3,4	3,0	2,4	1,8	1,3	0,9	0,8
dovozní ceny	mzr. v %	5,6	3,6	2,8	2,2	-0,7	-0,7	-0,6	-2,2	-4,7	-6,9	-8,0	
8.													
index nominálního kursu CZK/EUR (leden 1999 = 100) x)	průměrný měs. kurs	101,40	102,80	102,91	103,05	103,52	104,67	105,01	104,50	104,07	105,83	106,49	108,55
index nominálního efektivního kurzu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs	110,95	112,30	112,29	111,99	112,00	112,71	113,42	113,88	113,70	115,73	115,96	118,62
index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs (PPI)	112,80	114,60	114,25	112,75	112,70	113,57	114,68	114,71	114,86	118,64	118,66	
index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs (CPI)	121,57	122,01	121,62	121,13	121,22	122,92	124,98	125,31	124,06	126,29	126,37	

a) - pro deflaci použit CPI: nevážený čtvrtletní průměr
x) hodnota nad 100 = apreciace, hodnota pod 100 = depreciace
stín = predikce

II. Faktory inflace

1. Měnový vývoj

1.1 Peníze a úvěry

Aktuální vývoj peněžních agregátů M2 a L

Po listopadovém zvýšení meziroční přírůstky peněžních agregátů M2 a L podle předběžných údajů za prosinec 2001 stagnovaly (viz tab.1). Úroveň meziročního přírůstku peněžního agregátu M2 (12,2 %) se v prosinci 2001 nacházela mírně nad rozpětím (10 - 12 %) předpokládaným u tohoto peněžního agregátu pro konec r. 2001. Stagnace dynamiky přílivu peněz do ekonomiky byla spojena především s oblastí čistých zahraničních aktiv, kde se příznivě projevuje zlepšování obchodní bilance a výrazně nižším zhoršením deficitu státního rozpočtu ve srovnání s minulými lety. K určitému oživení došlo u úvěrové emise v Kč.

Mezera mezi nominálním přírůstkem peněžní zásoby a nominálním přírůstkem HDP je ke konci r. 2001 vyšší než ke konci r. 2000. Jak však ukazují dosavadní zkušenosti, krátkodobá úroveň této mezery v rozsahu 3 – 4 % nemusí nezbytně vést k nárůstu inflačních rizik. Jedná se především o krátkodobé výkyvy v rychlosti obratu peněz. V letech 2002 a 2003 by se mezera mezi nominálním M2 a HDP měla pohybovat v rozmezí 0 – 4 %.

Vývoj mezery mezi nominální dynamikou peněžní zásoby a HDP

(v %)

Mezera I	**IV/00**	**I/01**	**II/01**	**III/01**	**IV/01[x/]**	**IV/02[xx/]**	**IV/03[xx/]**
Mezera nominální M2 – HDP	0,6	-0,3	4,1	2,4	4,2	0,4 - 3,4	1,3 - 4,3
Nominální M2	6,5	7,8	13,1	12,0	12,2	9,0 - 12,0	9.0 - 12,0
Nominální HDP	5,9	8,1	9,0	9,6	8,0	8,6	7,7
Mezera II							
Mezera nominální M2 – HDP	1,0	-0,1	1,4	3,3	4,1	0,4 - 3,4	1,3 - 4,3
Nominální M2	6,9	8,0	10,4	12,9	12,1	9,0 - 12,0	9,0 - 12,0
Nominální HDP	5,9	8,1	9,0	9,6	8,0	8,6	7,7

x/ předběžné údaje odborů 412 a 413

xx/ predikce odborů 412 a 413

Pozn.

Mezera I vychází z údajů o HDP za jednotlivá čtvrtletí a z údajů o peněžním agregátu M2 za poslední dny těchto čtvrtletí.

Mezera II vychází z údajů o HDP za jednotlivá čtvrtletí a z chronologických průměrů M2 za tato čtvrtletí.

Aktuální vývoj peněžního agregátu M1

Meziroční přírůstek peněžního agregátu M1 se v listopadu 2001 snížil z 12,3 % na 12,1 %. Pokračoval tak dlouhodobý pokles dynamiky tohoto peněžního agregátu, v jehož průběhu se jeho meziroční přírůstek od května 2001 postupně snížil téměř o 3 procentní body. Pokles dynamiky transakčních peněz v r. 2001 je v souladu s tendencí ke zpomalení meziročních přírůstků reálného HDP, která se projevuje od 2. čtvrtletí 2001, a podle předběžných údajů se ve 4. čtvrtletí 2001 projeví i ve zpomalení meziročních přírůstků nominálního HDP. Tento vývoj se odrazí i ve vývoji mezery mezi nominálními meziročními přírůstky peněžního

agregátu M1 a HDP, která je po dlouhodobém poklesu (ze 7,2 % ve 4. čtvrtletí 2000 na 2,8 % ve 3. čtvrtletí) odhadována pro 4. čtvrtletí 2001 na 4,1 %, tedy na hodnotu blízkou mezeře u peněžní zásoby.

Z hlediska struktury peněžního agregátu M1 je zřejmé především výrazné zvýšení objemu oběživa (o 5,9 mld. Kč), jehož podíl na peněžní zásobě se v listopadu 2001 zvýšil z 10,9 % na 11,1 %. Kromě obvyklého vlivu předvánočních nákupů se do dynamiky oběživa promítly i konverze držitelů menších částek valut zemí přecházejících na euro do Kč.

Sektorová struktura peněžní zásoby

Dynamika meziročních přírůstků peněžní zásoby v podnikové sféře se sice v listopadu 2001 poněkud zvýšila, dlouhodoběji však převládá trend sbližování přírůstků peněžní zásoby podnikového sektoru a domácností, které se projevuje v obdobích zpomalování ekonomického růstu. Stejně tak jako v uplynulých měsících růst peněžní zásoby v obou sektorech se v listopadu 2001 týkal především korunové složky peněžní zásoby. Devizové vklady v předešlých třech měsících stagnovaly, a to jak u podniků, tak u domácností. Určitý pokles, který se v této oblasti projevil v prosinci 2001, byl spojen především s apreciací Kč. Ve struktuře peněžní zásoby v podnikové sféře pokračovala tendence ke zvyšování podílu depozitních směnek na úsporách podniků. V absolutním vyjádření se objem depozitních směnek zvýšil v období od srpna do listopadu 2001 o 60 mld. Kč a do konce r. 2001 předpokládáme nárůst o dalších cca 30 mld. Kč. Příčinou stále se zvyšujícího objemu depozitních směnek je jejich výhodnost jak pro podnikovou sféru (výhodné úročení), tak pro banky (snížení odvodů do fondu pojištění vkladů). V oblasti vkladů domácností nehrají depozitní směnky zásadní úlohu vzhledem k vysokým minimálním částkám, které banky pro tento druh úspor vyžadují. Domácnosti se při spoření i nadále koncentrují především spíše na oblast vkladů, přičemž stále větší úlohu hrají stavební spořitelny. Objem vkladů ve stavebních spořitelnách se meziročně (listopad 2001/2000) zvýšil o 20,7 %. Vzrůstající podíl domácností na dynamice peněžní zásoby se odráží i do míry úspor, která byla za první tři čtvrtletí r. 2001 téměř o 1 procentní bod vyšší než ve stejném období r. 2000.

Peněžní agregáty $M1_E$, $M2_E$ a $M3_E$

Peněžní agregáty $M1_E$, $M2_E$ a $M3_E$ [1] vykazují ve svém vývoji i nadále shodné tendence s vývojem peněžních agregátů ČNB. Peněžní agregát $M1_E$ se v absolutním objemu v listopadu 2001 mírně zvýšil, přičemž významnou úlohu hrálo zvýšení objemu oběživa. Meziroční přírůstek peněžních agregátů M1 a $M1_E$ však poklesl (viz výše). Ve vývoji objemu peněžních agregátů $M2_E$ a $M3_E$ v absolutním vyjádření se projevily stejné tendence jako u peněžních agregátů M2 a L. Dosavadní sledování vývoje peněžních agregátů v pojetí bližšímu ECB (s vyloučením vkladů se splatností delší než 2 roky) opakovaně potvrzuje poměrně malý význam vkladů nad 2 roky v peněžních agregátech. Ani poměrně dynamicky rostoucí vklady u stavebních spořitelen zatím v celkové dynamice peněžních agregátů nehrají významnější úlohu.

[1] $M1_E$ = M1
$M2_E$ = M2 minus vklady a depozitní směnky se splatností nad 2 roky
$M3_E$ = L minus vklady a depozitní směnky se splatností nad 2 roky

Predikce vývoje peněžní zásoby v letech 2002 a 2003

Predikce vývoje peněžní zásoby v letech 2002 a 2003 a posouzení implikací do měnového a ekonomického vývoje vychází standardně z predikce poptávky po penězích založené na kvantitativní rovnici směny s využitím trendu rychlosti obratu peněz, trendu peněžní zásoby zjištěného metodou extrapolace jejího minulého vývoje a dále z expertního odhadu vývoje hlavních protipoložek peněžní zásoby. Uvedené metody byly využity pro stanovení rozpětí očekávaného růstu peněžní zásoby. Posouzení implikací do měnového a ekonomického vývoje je založeno na porovnání jejího očekávaného a žádoucího růstu. Ten vychází z úrovně potenciálu produktu, inflačního cíle ČNB a trendu rychlosti obratu peněz. Vzniklá mezera indikuje odchylku růstu peněžní zásoby od její rovnovážné úrovně s případnými měnovými implikacemi do cen ve střednědobém horizontu.

Podle uvedených metod by se měl meziroční přírůstek peněžní zásoby pohybovat v letech 2002 a 2003 v rozmezí 9 - 12 %. Poptávka po penězích by měla být v roce 2002 ovlivněna zpomalením ekonomického růstu. Její meziroční přírůstek by se měl snížit na 9 % při zpomalení rychlosti obratu peněz na úrovni 2,5 %, které odpovídá jejímu trendu v minulém období. Předpokládaný návrat k vyššímu růstu ekonomiky v roce 2003 by měl působit na opětovný růst poptávky po penězích ve výši 10,8 %, a to při neměnné rychlosti obratu peněz.

Modelová predikce peněžní zásoby s využitím extrapolace jejího minulého vývoje rovněž naznačila zpomalení její dynamiky v roce 2002 na 7,6 % a v roce 2003 na 7,1 %. Uvedená metoda však byla využita jako podpůrná, neboť je významně ovlivněna odchylkami vývoje peněžní zásoby v minulosti a pro rok 2003 je z pohledu samotného modelu nevýznamná.

Expertní odhad rozhodujících protipoložek peněžní zásoby naznačuje, že její růst bude závislý na měnových implikacích přílivu nedluhového zahraničního kapitálu. Vliv růstu čistých zahraničních aktiv na přírůstky peněžní zásoby by měl dosáhnout cca 4 - 7 p. b. Vliv úvěrové emise je odhadován ve výši cca 2 - 3 p. b. Vývoj úvěrů bude záviset zejména na vývoji evropských ekonomik a prostřednictvím zahraniční poptávky zprostředkovaných dopadech na finanční situaci podniků. Rozhodujícím faktorem bude i vývoj devizového kurzu a jeho vliv na konkurenceschopnost českých exportérů. Vliv zadluženosti vlády u bank na růst peněžní zásoby by neměl přesáhnout cca 2 p. b. Na základě uvedené metody by se měl meziroční přírůstek peněžní zásoby v letech 2002 a 2003 pohybovat v rozmezí 9 - 12 %. Rozpětí predikcí je dáno variantním posouzením měnových implikací užití přílivu přímých zahraničních investic spojených s privatizací státního majetku.

Predikce růstu peněžní zásoby po zohlednění inflačního cíle (rok 2002 2,75 - 4,75 % a rok 2003 2,5 - 4,5 %), úrovně potenciálu produktu (rok 2002 2,9 % a rok 2003 3,5 %) a trendu rychlosti obratu peněz (zpomalení o 2,5 %) indikuje kladnou mezeru, která v nominálním vyjádření dosahuje v letech 2002 a 2003 cca 1 p. b. (pro porovnání rok 2001 1,1 p. b.). Tato odchylka očekávaného růstu peněžní zásoby od její žádoucí, resp. rovnovážné úrovně by neměla vést k nežádoucím měnovým implikacím.

Vliv snížení úrokových sazeb na růst peněžní zásoby vychází z modelování vztahu úrokové sazby 1R Pribor, jejímž prostřednictvím se do vývoje úrokových sazeb z vkladů a poptávky po penězích vyjádřené peněžním agregátem M2 promítají změny repo sazby. Podle modelových výsledků by se případný pokles úrokové sazby o 0,25 p. b. mohl v projevit v růstu M2 o 0,3 %. V absolutním vyjádření by to představovalo zvýšení peněžní zásoby o 4,5 mld. Kč. K uvedeným výsledkům je však nutno přistupovat opatrně, neboť jak ukazuje minulý vývoj,

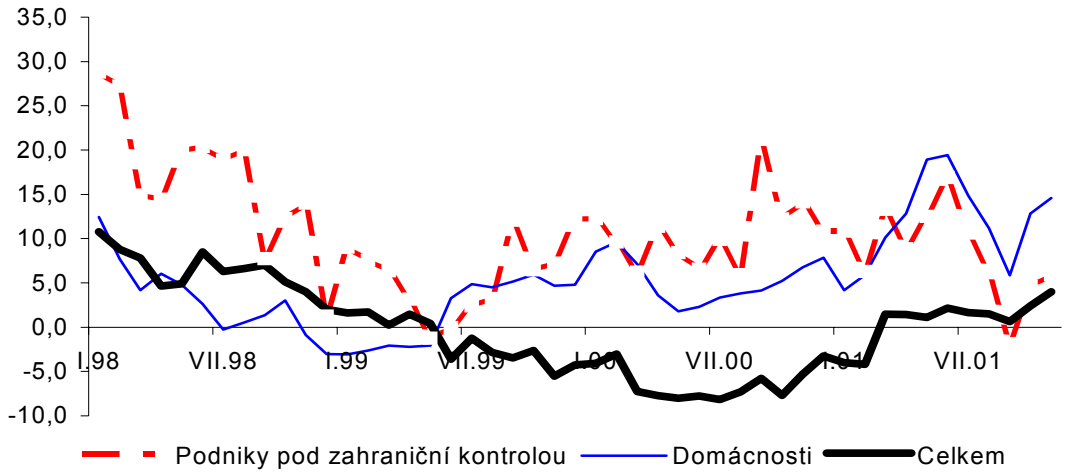
dílčí mírné změny v úrokových sazbách se do vývoje peněžní zásoby příliš nepromítají. Vliv úrokových sazeb na peněžní zásobu se uplatňuje spíše až pod vlivem postupné kumulace jejich drobných změn, které ve svých důsledcích vedou k výraznější změně hladiny výše úrokových sazeb.

Úvěry

Podle předběžných údajů za prosinec 2001 dosáhl meziroční přírůstek očištěné úvěrové emise po vyloučení vlivu Konsolidační banky, s.p.ú. 4,3 % (v reálném vyjádření po očištění indexem cen průmyslových výrobců 3,5 %). Průměrný meziroční přírůstek úvěrů za rok 2001 se pohyboval na úrovni 1 % (v reálném vyjádření –1,7 %). Absolutní objem celkových úvěrů vzrostl v roce 2001 o 42 mld. Kč, z toho v prosinci 2001 o 21,5 mld. Kč. Mimořádný nárůst úvěrů byl v prosinci 2001 zaznamenán zejména u Komerční banky (cca 9 mld. Kč).

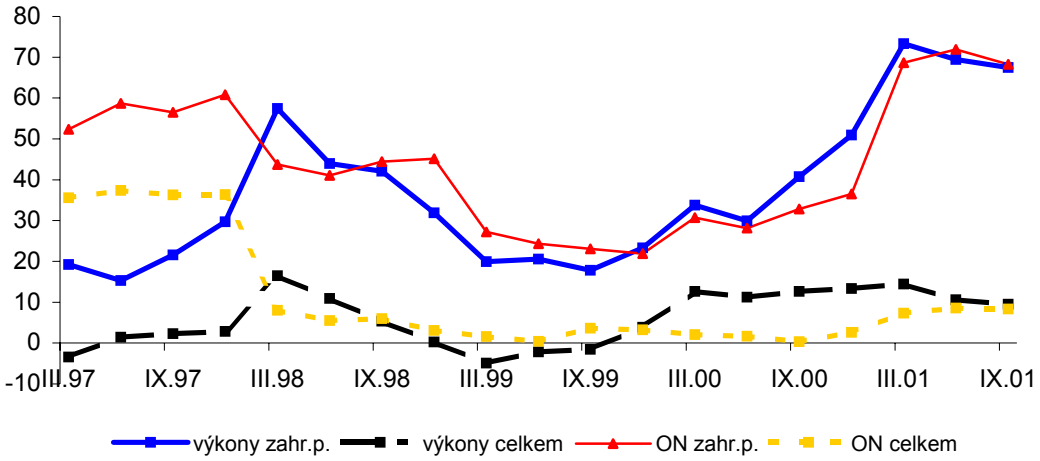
Analýza úvěrů za rok 2001 dle jednotlivých skupin bank naznačila zvyšování úvěrů zejména u zahraničních bank a u stavebních spořitelen. Mírné oživení úvěrů bylo zaznamenáno i u skupiny velkých bank, konkrétně u Komerční banky. Uvedený vývoj naznačuje možnost budoucího pozitivního vývoje úvěrů zejména ve vazbě na dokončenou restrukturalizaci bankovního sektoru. Oživování úvěrové emise by mělo být vzhledem ke zpomalování ekonomického růstu v roce 2002 postupné.

Vývoj meziročních přírůstků úvěrové emise
(v %)



Sektorová analýza úvěrů podle definitivních údajů za listopad 2001 potvrdila růst úvěrů poskytnutých podnikům pod zahraniční kontrolou a domácnostem. V uvedeném období se dále zvýšily úvěry finančním institucím (finanční zprostředkovatelé apod.). Úvěry domácím podnikům nadále klesaly. U zahraničních podniků se úvěry zvýšily o 5,1 mld. Kč (z toho o 2,6 mld. Kč investiční úvěry), což představovalo nárůst od počátku roku 2001 o 12,9 mld. Kč. Uvedený vývoj naznačil, že zpomalení růstu výkonů a též osobních nákladů zahraničních podniků zaznamenané ve 3. čtvrtletí 2001 se odrazilo ve vývoji jejich efektivní poptávky po úvěrech jen částečně. Meziroční přírůstky výkonů zahraničních podniků nadále převyšovaly výkony celkových nefinančních podniků.

Vývoj výkonů a osobních nákladů zahraničních a celkových nefinančních podniků
(meziroční změny v %)



Pramen: Český statistický úřad

Úvěry poskytnuté domácnostem se v listopadu 2001 zvýšily o 2 mld. Kč, což představovalo nárůst od počátku roku 2001 o 14,3 mld. Kč (z toho úvěry obyvatelstva vzrostly o 16,8 mld. Kč a úvěry živnostníků poklesly o 2,5 mld. Kč). Tento vývoj potvrdil přetrvávající zájem domácností o využívání úvěrového financování v oblasti spotřebních a hypotečních úvěrů. Jejich podíl na celkových úvěrech se postupně zvyšuje a dosahuje zhruba 6 % (spotřební úvěry 3 % a hypoteční úvěry 3 %). Elasticita úvěrů obyvatelstva ve vztahu k jejich spotřebě však zůstává nízká. Rozhodujícím faktorem z hlediska spotřeby obyvatelstva jsou jejich disponibilní příjmy. V listopadu 2001 bylo dále zaznamenáno zvýšení úvěrů poskytnutých finančním institucím ve výši 7,7 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že tyto úvěry od počátku roku 2001 vykazují tendenci k poklesu, jedná se spíše o jednorázový výkyv.

Predikce vývoje úvěrové emise v letech 2002 a 2003 vzhledem k analýzám jejího aktuálního vývoje naznačuje její pokračující oživování. Meziroční přírůstek úvěrů by se měl v letech 2002 a 2003 pohybovat v rozmezí 4 - 6 %. Pro predikci úvěrů byla využita modelová metoda extrapolace minulého vývoje celkových úvěrů a dílčích segmentů úvěrového trhu a metoda expertního odhadu.

Podle modelové metody extrapolace minulého vývoje celkových úvěrů by jejich meziroční přírůstek měl dosáhnout v roce 2002 1,1 % a v roce 2003 0,7 %. Uvedená metoda byla využita jako podpůrná, neboť časová řada úvěrů se vyznačuje značnými odchylkami jejich minulého vývoje. Interval spolehlivosti modelu se navíc v roce 2003 snižuje. Metoda extrapolace byla dále využita pro naznačení trendu úvěrů poskytnutých zahraničním podnikům a obyvatelstvu, které měly rozhodující podíl na přírůstku úvěrů v roce 2001. Meziroční přírůstek úvěrů zahraničních podniků by měl podle uvedené metody v roce 2002 stagnovat na úrovni cca 6 %, zatímco u obyvatelstva by se měl zvýšit o 2 až 3 p. b. na cca 26 %. Uvedená predikce byla využita jako podklad pro expertní odhad úvěrové emise v roce 2002. Na základě expertního odhadu se tudíž předpokládá meziroční přírůstek úvěrů v roce 2002 ve výši 4,5 % a v roce 2003 5,2 %. Tato metoda zohledňuje vedle trendu hlavních segmentů úvěrového trhu i mírné zpomalení ekonomického růstu s tím, že výraznější obrat lze očekávat teprve v roce 2003.

Posouzení vlivu snížení úrokových sazeb na vývoj úvěrové emise vychází z modelové analýzy vztahu mezi úrokovými sazbami z úvěrů a jejich objemem. Přestože transmise úrokové sazby z úvěrů obchodních bank do celkového objemu úvěrů nebyla prokázána (viz analýza odboru 412 „Vliv měnové politiky na úvěrovou emisi"), určité vazby byly zjištěny u úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou a obyvatelstva. Empirické výsledky naznačily, že pokles úrokové sazby z úvěrů o 0,25 p. b. by mohl zvýšit objem úvěrů zahraničním podnikům maximálně o cca 1 mld. Kč. U úvěrů obyvatelstvu lze vzhledem k vysoké nabídce těchto úvěrů v posledních dvou až třech letech předpokládat zvýšení až o cca 7 mld. Kč. Tento vysoký přírůstek je však značně ovlivněn zaměřením obchodní politiky bank na tento segment úvěrového trhu.

1.2 Úrokové sazby a akciový trh

Úrokové sazby na všech segmentech finančního trhu během prosince nadále převážně klesaly. Tento pokles však nebyl tak jednoznačný jako v předcházejícím období, především u dlouhodobých sazeb došlo k částečným korekcím. Impulsy vedoucí k nižším sazbám však převažovaly. Již tradičně k nim patřily údaje o inflaci, které potvrdily příznivý inflační vývoj. Lze však uvést také komentář guvernéra ČNB po posledním zasedání Bankovní rady k měnovým otázkám („narůstají rizika nižšího růstu ekonomiky a nižší inflace"). Finanční trh poté začal očekávat, že ČNB přehodnotí své poslední prognózy a sníží své základní sazby. K tomu došlo na mimořádném zasedání Bankovní rady 21. 1., všechny základní sazby byly sníženy o 0,25 procentního bodu: repo sazba na 4,5 %, diskontní sazba na 3,5 % a lombardní sazba na 5,5 %. K výraznějšímu pohybu došlo pouze u sazeb s kratší splatností, s rostoucí splatností byla reakce méně zřetelná. Na peněžním trhu je výnosová křivka velmi mírně negativní, spread mezi sazbami 1R a 1T činí 0,09 procentního bodu (k 23. 1.). U dlouhodobých sazeb je spread pozitivní, mezi sazbami 5R a 1R dosahuje 0,71 procentního bodu. Grafické znázornění výnosových křivek, implikovaných křivek a zero-kupón křivek je uvedeno v přílohách č. 2 a 3.

Úrokový diferenciál vůči zahraničním sazbám na peněžním trhu se dále mírně snížil, především vůči eurovým sazbám. Poslední změna základních sazeb v Eurozóně proběhla 8. 11., aktuální výše repo sazby činí 3,25 %. Snižování základních sazeb však pokračovalo v USA, 11. 12. Fed snížil O/N fund rate o 0,25 procentního bodu na 1,75 %. Současná výše (k 22. 1.) úrokového diferenciálu vůči eurovým sazbám dosahuje 0,8 až 1,0 procentního bodu v závislosti na délce splatnosti. Úrokový diferenciál vůči dolarovým sazbám činí 2,0 až 2,6 procentního bodu.

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se podle očekávání dále mírně snížila. Podle komentářů pokračuje ochabování inflačních tlaků, které je podpořeno obdobným vývojem v zahraničí a výrazným posilováním koruny. Hladina predikovaných sazeb také poklesla, převažovalo očekávání snížení klíčových sazeb o 0,25 procentního bodu během ledna. V souvislosti s očekávaným oživením ekonomiky USA a následně v Evropě analytici předpokládají opětovné mírné zvýšení sazeb ČNB v závěru tohoto nebo na počátku příštího roku.

Očekávání vývoje inflace a úrokových sazeb na 12 měsíců dopředu (%)

	CPI				1T PRIBOR	1R PRIBOR
	odbor 413	finanční trh	podniky	domácnosti	fin. trh	fin. trh
12/00	4.4	5.0	4.7	4.1	5.9	6.5
3/01	4.7	4.2	4.2	4.0	5.2	5.5
6/01	3.8	4.6	4.8	5.1	5.5	5.8
9/01	4.3	4.8	4.8	4.9	5.9	6.2
10/01	4.1	4.4			5.6	5.7
11/01	4.0	4.0			5.1	5.2
12/01	3.3	3.9			4.9	5.1
1/02	2.8	3.8			4.8	5.0

V prosinci proběhla na primárním trhu státních dluhopisů aukce desetiletého SD 6,55/11. Také o tento dluhopis byl velký zájem, proto byl její objem navýšen ze 4 na 5,3 mld. Kč. Průměrný hrubý výnos dosáhl 5,69 %. V lednu MF poprvé emitovalo dluhopisy v objemu 8 mld. Kč, což představuje oproti dosavadní praxi výrazné navýšení (dosud obvykle 4 – 5 mld. Kč). S upsáním emise však nebyly žádné problémy, požadavky dosáhly 13,3 mld. Kč, průměrný výnos 4,68 %. Na sekundárním trhu skončila povinnost tvůrců trhu kótovat ceny v pátek 14. 12., obchodovalo se pouze na klientské bázi při minimální aktivitě a cenových pohybech. Plné obchodování bylo obnoveno 7. 1. 2002, výnosy dluhopisů jsou poměrně silně ovlivňovány zahraničním děním.

Klientské nominální úrokové sazby se během listopadu mírně snížily, a to úvěrové i depozitní sazby. Úrokové sazby z nových úvěrů dosáhly 6,3 %, termínové depozitní sazby 3,6 %. Další mírné snížení lze očekávat po zveřejnění prosincových údajů v návaznosti na ohlášené úpravy základních sazeb bank. Reálné úrokové sazby rostou přibližně od počátku roku 2001, což by svědčilo o zpřísňování měnových podmínek. Je to dáno především poklesem cenových indexů. Reálné úrokové sazby z nových úvěrů deflované PPI aktuálně dosahují 5,4 % při pohledu ex-post, při pohledu ex-ante 3,7 %. Reálné depozitní sazby se nadále pohybují v záporných hodnotách, i ty se však snižují zásluhou poklesu cenových indexů (viz příloha č. 5).

Akciový trh se v prosinci vyvíjel bez zjevného trendu, stejně jako na vyspělých zahraničních trzích i na okolních akciových trzích (Polsko, Maďarsko, Slovensko). Index PX 50 posílil o 0,5 %, celkově za rok 2001 akciový index poklesl o 17,5 %. To dokládá, že český akciový trh stále nereflektuje vývoj základních ekonomických ukazatelů, ale spíše se na něm projevují některé specifické rysy. Na počátku roku 2002 se projevil tzv. lednový efekt a ceny akcií rostly. Výjimku tvoří akcie Unipetrolu po privatizaci státního podílu firmě Agrofert. Objem zobchodovaných akcií na BCPP odpovídal závěru roku, v případě akcií i dluhopisů se jednalo o nízké objemy.

BCPP přijala komplexní změnu pravidel báze indexu PX 50. Pro první pololetí roku 2002 tvoří bázi 37 emisí, přičemž vyloučeny byly emise s minimální likviditou. Zároveň došlo k úpravě vykazování burzovních obchodů. Za burzovní obchody již nebudou považovány blokové obchody a kontrakty uzavřené v systému SPAD bez povinnosti tvůrců trhu. S tím souvisí i nová podoba kurzovního lístku. Tyto změny vycházejí z průběžné standardizace burzovních produktů s direktivami EU. Další změna se týká vyřazení některých akcií z veřejného obchodování podle zákona o cenných papírech. Evropské normy totiž vyžadují

tržní kapitalizaci minimálně 1 mil. euro a 25 % emise musí být rozptýleno mezi veřejností. BCPP proto vyřadila 14 titulů a RM-Systém cca 500 titulů.

1.3 Vývoj veřejných rozpočtů

Vývoj veřejných rozpočtů v roce 2001 lze charakterizovat mírnějším prohloubením strukturálního deficitu charakterizujícího negativní tendence ve vývoji veřejných financí, než jsme původně předpokládali. Přestože dosud nejsou známy veškeré údaje potřebné k hodnocení definitivních výsledků hospodaření veřejných rozpočtů za rok 2001 (řada údajů je pouze odhadována), umožňují předběžná data hrubou představu o vlivu fiskální politiky na vývoj ekonomiky. Výsledné saldo veřejných rozpočtů vyjádřené podle definice maastrichtského kritéria jeho podílem na HDP vykazuje předběžně deficit[2] 3,8 % HDP. Oproti roku 2000 tak dochází pouze k mírnému nárůstu o 0,1 %. Rozklad vykázaného deficitu na cyklickou a strukturální složku ukazuje vyšší nárůst strukturální části deficitu (o 0,4 % HDP), neboť vlivem ekonomického růstu dochází k postupnému uzavírání jeho cyklické složky.

Nižší než očekávané tempo prohlubování strukturálního deficitu je způsobeno několika faktory. Významným, po léta se opakujícím jevem, je nepřesný, resp. nadhodnocený vládní odhad inkasa budoucích privatizačních příjmů, jejichž reálně dosažená výše byla dosud vždy podstatně nižší. Tato skutečnost je pak základní příčinou doprovodných škrtů na straně výdajů (především dotací do transformačních institucí). Část výdajů je tedy krácena, případně odsunuta do dalších let (především výdaje Státního fondu bydlení a Státního fondu dopravní infrastruktury), což adekvátně zlepšuje výsledek hospodaření podle maastrichtského kritéria. V hospodaření za rok 2001 se poprvé setkáváme rovněž s úsporami výdajů v sektoru ústředních vládních operací, které nemají systémový, ale spíše jednorázový charakter. Nezanedbatelným faktorem ovlivňujícím zpomalení růstu veřejného deficitu je též vyšší než očekávaný růst nominálního HDP, který v roce 2001 snižuje podílový ukazatel deficitu. Je třeba zdůraznit, že relativně příznivý vývoj veřejných financí v roce 2001 a z toho vyplývající méně expanzivní dopady fiskální politiky neznamenají popření negativní tendence veřejných rozpočtů k tvorbě strukturálního deficitu. Lze se domnívat, že tento vývoj má pouze dočasný charakter.

Následující tabulka znázorňuje rozklad upraveného salda veřejných rozpočtů na cyklickou a strukturální složku. Pro výpočet očišťujeme saldo veřejných rozpočtů o privatizační příjmy (PZ), dotace transformačním institucím (TI) a nově i o výdaje na dluhovou službu (úroky).

[2] saldo bez privatizačních zdrojů a dotací transformačním institucím

	Upravené saldo bez PZ a dotací TI mld. Kč	Upravené saldo bez PZ a dotací TI v %HDP	Upravené saldo bez PZ, dotací TI a úroků mld. Kč	Upravené saldo bez PZ, dotací TI a úroků v %HDP	Cyklická složka v %HDP	**Strukturální složka** **v %HDP**
1994	-27,9	-2,4%	-12,5	-1,1%	-0,9%	**-0,1%**
1995	-23,5	-1,7%	-6,9	-0,5%	0,4%	**-0,9%**
1996	-27,3	-1,7%	-11,0	-0,7%	1,2%	**-1,9%**
1997	-28,6	-1,7%	-7,8	-0,5%	0,5%	**-1,0%**
1998	-32,3	-1,8%	-10,9	-0,6%	-0,3%	**-0,3%**
1999	-57,4	-3,0%	-37,9	-2,0%	-0,8%	**-1,2%**
2000	-72,8	-3,7%	-51,6	-2,6%	-0,5%	**-2,1%**
2001	-80,4	-3,8%	-56,9	-2,7%	-0,2%	**-2,5%**

Při hodnocení vývoje státního rozpočtu za rok 2001 je třeba vycházet ze zákonem určeného deficitu ve výši 49 mld. Kč, naplňující současně politickou dohodu ohledně limitu deficitu běžného hospodaření (20 mld. Kč). Později přijatými zákony o dluhopisových programech (výpomoc kampeličkám, náhrada škod způsobených suchem, úhrada ztráty KOB za rok 1999) vznikl právní rámec pro vyšší výdaje, resp. zvýšení původního deficitu státního rozpočtu o 46,3 mld. Kč. Na dosažené výsledky státního rozpočtu za rok 2001 je proto nezbytné nahlížet ze dvou hledisek, a to jednak z pohledu zákonem schváleného státního rozpočtu, a jednak s přihlédnutím k mimořádným výdajům vyplývajícím z dalších zákonných norem.

Vývoj deficitu státního rozpočtu na rok 2001 znázorňuje následující přehled:

V mld. Kč	SR 2001 schválený	SR 2001 upravený*	Skutečnost 1-12/2001	Rozdíl skut.-schv.	Rozdíl skut.-uprav.
Státní rozpočet	21,2	34,8	33,6	12,4	-1,2
OSFA	9,0	-4,4	-4,4	-13,4	0
Ztráta KOB za rok 2000	18,8	18,8	3,6	-15,2	-15,2
Mezisoučet	49,0	49,2	32,8	-16,2	-16,4
Ztráta KOB za rok 1999	36,1	24,0	24,0	-12,1	0
Dluhopisové programy	10,2	9,2	9,2	-1,0	0
Zmocnění MF	-	1,7	1,7	1,7	0
Celkem	95,3	84,1	67,7	-27,6	-16,4

*) mimořádné výdaje (kampeličky 5,0 mld. Kč, sucho 4,15 mld. Kč, zmocnění MF 1,75 mld. Kč, ztráta KOB za rok 1999 24,0 mld. Kč) a přesuny některých výdajů kapitoly OSFA do jiných kapitol SR (13,4 mld. Kč)

Z výše uvedeného přehledu vyplývá, že stanovené záměry státního rozpočtu na rok 2001 byly splněny, a to jak v alternativě schváleného, tak i upraveného rozpočtu. Za základní příčiny splnění lze považovat:

- nižší participaci státního rozpočtu na úhradě ztráty KOB za rok 2000 proti původním předpokladům (pouze 3,6 mld. Kč, zbývající část hradil FNM a vlastní zdroje KOB),
- dosažení přebytku v kapitole OSFA namísto deficitu (transfer výdajů do jiných kapitol),
- ztráta KOB za rok 1999 nebyla uhrazena v plné výši, zbývajících 12,1 mld. Kč je přesunuto do roku 2002 (zvýší se výdaje, resp. deficit roku 2002).

Příjmová strana státního rozpočtu se v roce 2001 vyvíjela relativně příznivě, což dokládá její výsledná meziroční dynamika +6,8 % (rozpočet uvažoval s růstem o 6,4 %). Na úspěšném výsledku se podílely v plném rozsahu daně, zatímco nedaňové příjmy negativně ovlivnil výpadek uvažovaného výnosu z prodeje mobilních licencí UMTS. U daňových příjmů nebyl naplněn pouze rozpočtový záměr u DPH (výpadek 14,7 mld. Kč) a spotřební daně (výpadek 1,5 mld. Kč), přičemž základní příčinou nesplnění DPH byl značně nadhodnocený objem jejího předpokládaného inkasa rozepsaný v návrhu státního rozpočtu na rok 2001 (o cca 11 mld. Kč). Nižší výnosy DPH i spotřební daně však byly plně kompenzovány překročením inkasa ostatních daní, zejména daní z příjmů (+18,2 mld. Kč) a pojistného na sociální zabezpečení (+7,9 mld. Kč). Vyššími daňovými výnosy tak byla nahrazena i část výpadku nedaňových příjmů.

Výdajová strana státního rozpočtu zahrnující všechny realizované výdaje včetně mimořádných, o nichž rozhodla Poslanecká sněmovna dodatečně po schválení zákona o státním rozpočtu na rok 2001, se vyvíjela nad očekávání příznivě. Oproti upravenému rozpočtu došlo k celkové úspoře více než 26 mld. Kč. Hlavní příčinou této úspory je již zmíněná nižší úhrada ztráty Konsolidační banky za rok 2000, kde původní očekávání směřovalo k rozpočtovým výdajům ve výši 18,8 mld. Kč, avšak skutečné čerpání dosáhlo pouze 3,6 mld. Kč. Další úspory byly dosaženy v kapitole Státní dluh na úrocích dluhové služby, kde se projevil všeobecný pokles úrokových sazeb a změna v přístupu k využití dočasně volných peněžních aktiv státu, kterou umožnil nový zákon o rozpočtových pravidlech (řízení likvidity státní pokladny a státního dluhu).

Územní samosprávné celky jsou od ledna 2001 tvořeny rozpočty obcí a nově rozpočty krajů. Jejich hospodaření bylo poznamenáno vrcholící reformou územní veřejné správy, provázenou výraznými přesuny rozpočtových prostředků z centrální úrovně do úrovně obcí a krajů. V souladu s původními záměry lze očekávat v tomto segmentu veřejných rozpočtů výsledný deficit v rozsahu 7 - 8 mld. Kč.

Fond národního majetku získal v uplynulém roce z privatizace namísto předpokládaných 160 mld. Kč necelých cca 60 mld. Kč. Opět se tak potvrdila zkušenost z minulých let, kdy privatizační příjmy byly při úvahách při sestavování státního rozpočtu na následující období výrazně nadhodnoceny. Největší objemy získaných prostředků obdržel Fond za prodej státní účasti v Komerční bance (cca 40 mld. Kč), za prodej Pražských vodovodů a kanalizací (6,1 mld. Kč) a za prodej akcií Českých radiokomunikací (6,8 mld. Kč). Dle předběžných výsledků představovaly výdaje FNM v roce 2001 cca 79 mld. Kč, chybějící prostředky Fond čerpal z úvěru od KOB.

V roce 2002 předpokládá FNM příjmy z privatizace ve výši cca 260 mld. Kč za prodej státní účasti v plynárenských a energetických společnostech, v Telecomu a Unipetrolu. Uvažované výdaje, vyplývající z návrhu státního rozpočtu na letošní rok, představují cca 160 mld. Kč. Lze předpokládat, že se zahrnutím zůstatku prostředků z předcházejícího roku by FNM mohl ke konci roku 2002 disponovat s cca 97 mld. Kč peněžních prostředků, z nichž by však 40 mld. Kč mělo být vázáno ve prospěch startovního vkladu potenciální Sociální pojišťovny. Případné použití disponibilních zdrojů Fondu je však omezeno tím, že jsou již předurčeny na dokončení privatizačního procesu v dalších letech.

Výše veřejného dluhu dosáhne podle předběžných výsledků k 31. 12. 2001 cca 517 mld. Kč (24,3 % HDP). Oproti r. 2000 tak veřejný dluh vzroste o cca 165 mld. Kč. Hlavní příčinou je promítnutí závazků České konsolidační agentury (129,1 mld. Kč) včetně převzatého úvěru

FNM. Obdobně se na růstu veřejného dluhu podílelo prohloubení státního dluhu o 56 mld. Kč až na výsledných cca 345 mld. Kč (16,2 % HDP) v důsledku deficitního hospodaření státního rozpočtu v roce 2001 (způsobeno podstatnou měrou kumulací ztrát KOB z minulých let a profinancováním některých dluhopisových programů). Dosažené výsledky jsou mírně kompenzovány částečnou úhradou v minulosti přijatých zahraničních půjček na podporu platební bilance a splátkou zahraničních závazků převzatých od ČSOB.

V roce 2002 lze předpokládat další nárůst státního dluhu o cca 50 mld Kč, způsobený očekávaným deficitem běžného hospodaření státního rozpočtu (10 mld. Kč) a profinancováním ztráty KOB (44 mld. Kč). Podíl státního dluhu na HDP tak dosáhne úrovně 17,4 %. Protisměrně bude působit částečná úhrada zahraničních půjček přijatých na podporu platební bilance. Nepatrné zvýšení se očekává u zadluženosti místních rozpočtů. Výše veřejného dluhu dosáhne ke konci roku 2002 pravděpodobně hodnoty cca 575 mld. Kč (25,3 % HDP). Tato očekávání jsou však provázena vysokým stupněm rizikovosti, neboť dosud není definitivně rozhodnuto o okruhu použití privatizačních zdrojů (např. případné zakoupení stíhacích Gripenů pro armádu ČR, úhrada ztrát ČKA apod.).
Veřejné rozpočty v roce 2002 by měly počítat s vyšším zapojením privatizačních zdrojů do svého hospodaření, které se promítne meziročním růstem výsledného deficitu o 2,2 %, tj. na úroveň cca 6 % HDP. MF zde uvažuje s relací pouze 4,3 % HDP, neboť na rozdíl od ČNB odlišně klasifikuje dopad některých neopakovatelných či mimořádných příjmů (deblokace ruského dluhu, prodej vlastního majetku, převod aktiv bývalé IPB). Výsledek však bude záviset na reálném zapojení privatizačních zdrojů do jednotlivých úrovní vlády. V závěru ledna letošního roku by mělo Ministerstvo financí zveřejnit aktualizovanou makroekonomickou predikci, kde by již mělo být zpřesněno užití privatizačních zdrojů spolu s výsledným deficitem veřejných rozpočtů.

Aktuální měnověpolitickou otázkou je dopad změn úrokových sazeb na základní makroekonomické veličiny. V této souvislosti je nezbytné posoudit též dopad na fiskální oblast. Změna úrokových sazeb ovlivňuje výkon ekonomiky reprezentovaný HDP a následně příjmovou a výdajovou stranu rozpočtu. Významnější vazbu lze obecně, ale i např. na základě analýzy cyklického a strukturálního deficitu odboru 412 předpokládat s příjmovou stranou rozpočtu. Vývoj HDP ovlivňuje inkaso daňových příjmů, dlouhodobá vazba byla zjištěna např. mezi vývojem HDP a inkasem daně z přidané hodnoty. Přesnou kvantifikaci dopadů změny ekonomického vývoje na inkaso daňových příjmů v krátkém období znemožňuje množství administrativních zásahů a metodických opatření upravujících výběr jednotlivých daní. Nicméně analýzy cyklického a strukturálního rozpočtu a vazeb mezi základními příjmy státního rozpočtu a makroekonomickými veličinami naznačují, že změna ekonomického výkonu o 1 p. b. by měla vést ke změně příjmů ve výši cca 5 – 7 mld. Kč. Vedle vlivu změny úrokových sazeb na vývoj státního rozpočtu je třeba posoudit i vliv úrokových sazeb na dluhovou službu. Vyčíslení této přímé vazby ukazuje, že změna úrokové sazby o 1 p. b. by vedla při předpokladu výše a časové struktury státního dluhu ke konci roku 2001 ke změně výdajů zhruba o 2 miliardy korun.

1.4 Devizový kurz

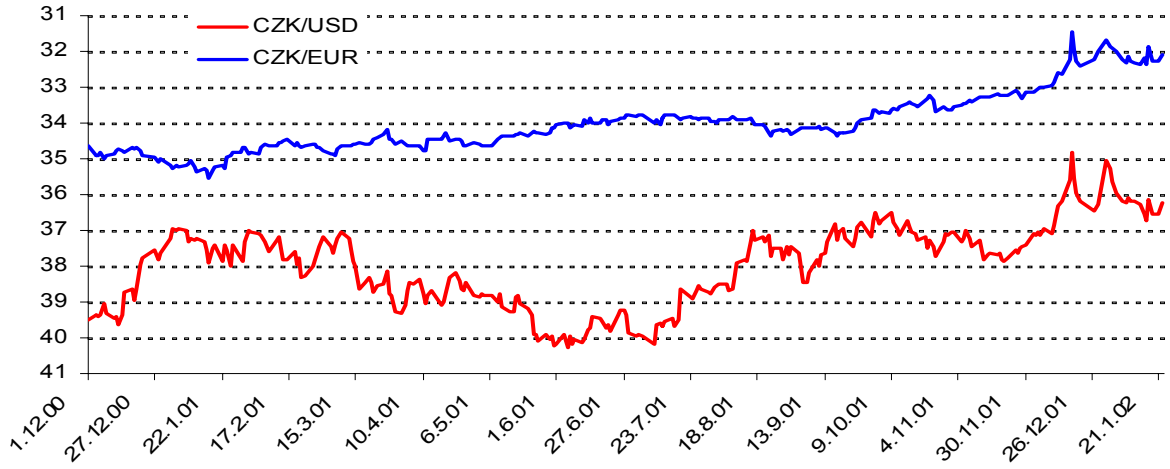
1.4.1 Vývoj nominálního devizového kurzu

V prosinci kurz koruny vzhledem k euru rychle posiloval, v první polovině ledna došlo k částečné korekci. Zatímco začátkem prosince byl kurz koruny kolem 33,10 korun za euro, začátkem třetí dekády ledna se pohyboval kolem 32 korun za euro. Mezitím však byly zaznamenány výrazné pohyby kurzu oběma směry, například od 11. do 19. prosince kurz posílil z cca 32,90 na rekordních cca 31,30 korun za euro, do 21. prosince zase oslabil na cca 32,40 korun za euro. Volatilita kurzu byla zvýrazněna neobvykle nízkou likviditou na trhu v tomto období. To ilustrují i kotovaná rozpětí mezi nákupem a prodejem na mezibankovním trhu, která se na tomto mělkém trhu zvýšila na 10-15 haléřů z obvyklých přibližně 2 haléřů. Vzhledem k dolaru koruna posílila z přibližně 37,10 korun za dolar začátkem prosince na přibližně 36,50 v polovině ledna, nejsilnější byla koncem roku při kurzu cca 35,00 korun za dolar.

Rozhodujícími vlivy působícími na kurz byla očekávání ohledně přílivu prostředků ze zahraničí za privatizaci Transgasu, Unipetrolu, ČEZu, regionálních energetik i přímých investic ze zahraničí do produkčních kapacit. Svoji roli sehrál také průběh diskuse o problému konverze devizových příjmů mezi vládou a ČNB. Rychlé posílení koruny před Vánoci částečně odráželo jednosměrnou reakci účastníků trhu na informace o tom, že vláda již vybrala kupce pro Transgas, a to v situaci dosud nedohodnutých společných kroků vlády a ČNB v otázce vstupu privatizačních plateb na trh. V průběhu ledna byl kurz ovlivňován uzavřením dohody mezi ČNB a vládou o sterilizaci devizových příjmů z privatizace a intervencemi ČNB na devizovém trhu doprovázenými snížením sazeb. Na intervence kurz reagoval oslabením na úroveň přibližně 32,70 korun za euro. Potom se však rychle vrátil na přibližně předintervenční hladinu. Podle názoru rozšířeného mezi přímými účastníky devizového trhu to bylo důsledkem především chování velkých podnikových klientů, kteří využili levnější koruny k zajištění svých zahraničně obchodních transakcí, ale též nízkého objemu intervence.

Kromě oznámení vyššího než očekávaného schodku obchodní bilance za prosinec, po kterém koruna dočasně oslabila o cca 10 hal., nebyl vliv zveřejňovaných makroekonomických údajů na kurz nijak významný.

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD

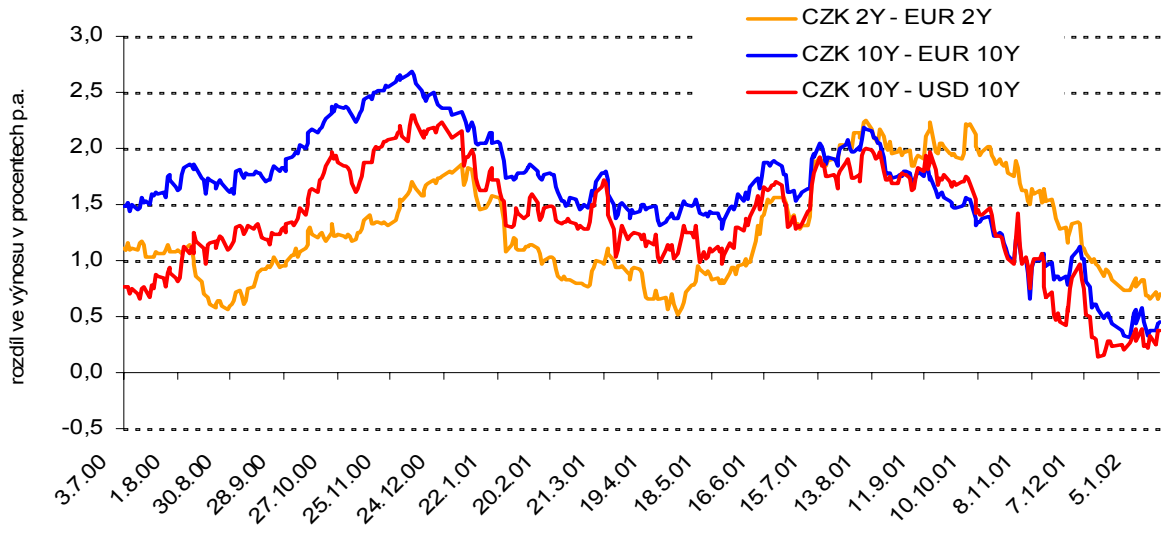


1.4.2 Vývoj výnosových diferenciálů

Výnosy českých, německých a amerických vládních dluhopisů zaznamenaly v průběhu druhé poloviny prosince stabilní vývoj. Od ledna dochází k pozvolnému poklesu německých i amerických výnosů, přičemž americké výnosy klesají rychleji, cca o 30 bb, až k úrovni německých dluhopisů 4,8 %, jejichž výnosy klesly pouze o cca 20 bb. Tento průběh souvisí s pomalejším hospodářským vývojem a s nejistotou ohledně americké konjunktury ve druhé polovině roku, a to zejména kvůli větším než očekávaným poklesům spotřebitelských cen v USA, a neurčitou perspektivou oživení americké ekonomiky. České výnosy na počátku ledna během prvního obchodování po dvoutýdenní pauze krátkodobě vzrostly téměř o 20 bb, ale v průběhu ledna následovaly vývoj na světových trzích a došlo k poklesu výnosů pod prosincovou úroveň 5,3 % až na hladinu 5,2 %. Tento vývoj souvisel s nízkým uveřejněným růstem CPI za prosinec a rozšířením názoru o nadcházejícím snížení klíčových úrokových sazeb Českou národní bankou během prvního čtvrtletí.

Výsledkem popsaného vývoje je, že klesající trend výnosových diferenciálů se v druhé polovině prosince zastavil, přičemž opět došlo k výraznému přiblížení hodnot diferenciálů mezi americkými a evropskými desetiletými dluhopisy. Rozdíl mezi výnosem českého a německého desetiletého vládního dluhopisu poklesl ve druhé polovině prosince cca o 20 bb na hladinu 40 bb, kolem které se pohyboval během prvních dvou lednových týdnů. V případě amerického ekvivalentu se pokles zastavil o dekádu dříve a navíc do poloviny ledna vzrostl z 1,5roční minimální hodnoty 13 bb na hladinu 35 bb. Vývoj diferenciálu mezi českými a evropskými dvouletými dluhopisy sledoval trend desetiletých diferenciálů a klesl o 30 bb na hladinu 70 bb, přičemž do poloviny ledna se pokles pozvolna zastavoval.

Výnosové diferenciály



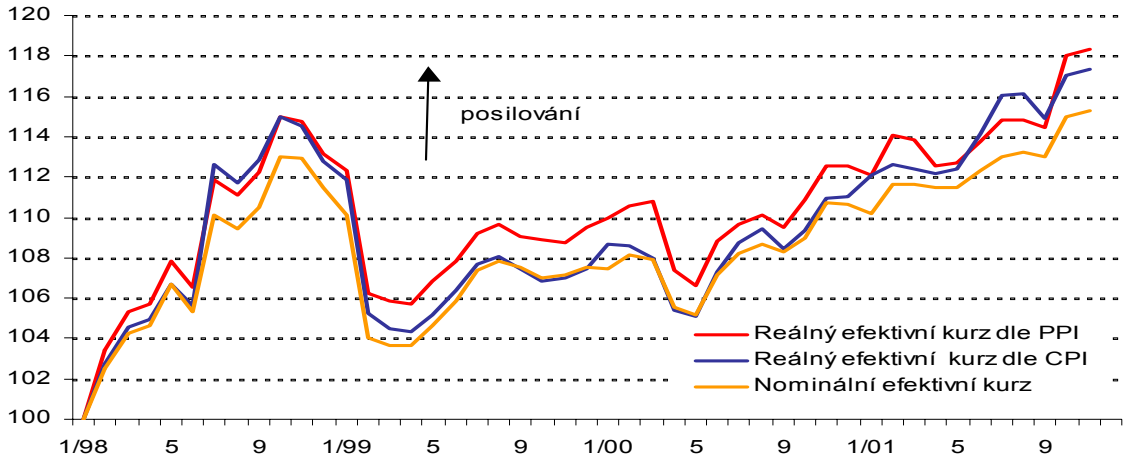
1.4.3 Vliv kurzu na budoucí inflaci

Index nominálního efektivního kurzu v prosinci meziměsíčně posílil cca o 2,3 %, meziročně cca o 6,5 %. V období od srpna do prosince bylo působení kurzu na vývoj cen pro následujících 5 měsíců (prosinec-duben) výrazně protiinflační. Průměrný záporný odhadovaný příspěvek známých kurzových změn koruny vzhledem k euru a dolaru do meziměsíční inflace spotřebitelských cen činí 0,16 p.b. V následujících měsících bude na hladinu spotřebitelských cen, ceteris paribus, především působit zhodnocování koruny k euru od října do prosince a posilování vzhledem k dolaru v srpnu, říjnu a prosinci.

1.4.4 Makroekonomické souvislosti vývoje kurzu koruny

Index reálného efektivního kurzu podle spotřebitelských cen v listopadu meziměsíčně posílil cca o 0,3 %, meziročně o 5,7 %. Reálný efektivní kurz podle cen průmyslových výrobců v září meziměsíčně posílil o 0,2 %, meziročně posílil o 5,1 %. V důsledku významného posílení nominálního kurzu v prosinci lze čekat za prosinec i růst indexů reálného kurzu.

Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu (analytický kurz, leden 1998 = 100)



Soustavné výrazné reálné zhodnocování koruny vyvolává otázku ohledně jeho slučitelnosti s ostatními fundamentálními determinanty ekonomického vývoje. Možné odchýlení kurzu od rovnovážného vývoje můžeme doložit s využitím tří vzájemně se doplňujících přístupů.

Za prvé se jedná o aplikaci dlouhodobých trendů makroekonomických veličin konzistentních s inflačním cílem, které jsou součástí modelového rámce makroekonomických analýz používaného v ČNB. Další metodou je porovnání vývoje poměru cenové přirážky k nákladům práce v průmyslových podnicích doma a v Německu. A za třetí srovnáváme finanční ukazatele více a méně exportujících podniků. Druhá a třetí metoda poskytuje zprostředkovanou informaci o vývoji konkurenceschopnosti domácích průmyslových podniků. Všechny tři metody naznačují nadměrnost reálného zhodnocování koruny.

Růst produktivity práce v sektoru obchodovatelného zboží a nominální kurz

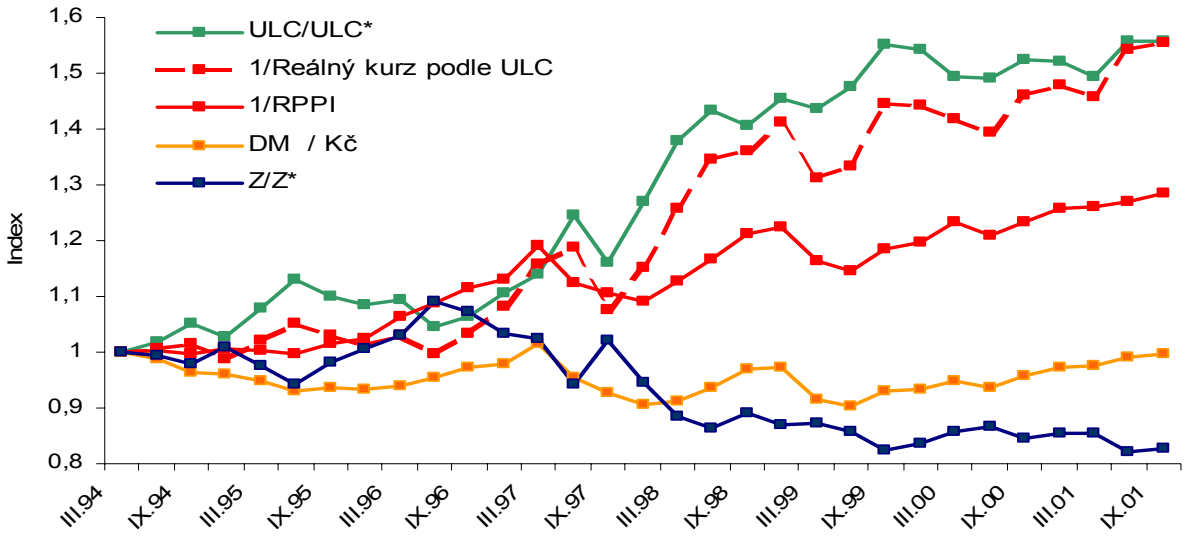
Cenový a kurzový vývoj v konvergující malé otevřené ekonomice je pod výrazným vlivem světových cen prostřednictvím mezinárodně obchodovatelného zboží a skutečnosti, že konvergence reálného HDP probíhá pomocí růstu produktivity rozloženého nerovnoměrně mezi odvětvími ekonomiky. Za standardních zjednodušujících předpokladů z teorie vyplývá, že rozdíl mezi růstem produktivity v sektoru obchodovatelného zboží a celkovým růstem HDP by se měl přibližně rovnat rozdílu mezi celkovou inflací spotřebitelských cen a cen obchodovatelného zboží (Balassa-Samulesonův (BS) effekt). Navíc při platnosti parity kupní síly pro mezinárodně obchodovatelné zboží je pak dále možné odvodit míru změny nominálního kurzu za předpokladu vývoje světových cen obchodovatelného zboží a domácího inflačního cíle. Analýzy naznačují, že dlouhodobě BS efekt může odpovídat za průměrné nominální roční zhodnocení v rozsahu 2-3%, proto lze současnou míru meziroční nominální apreciace o 6% a více považovat z pohledu BS za nadměrnou. Navíc, v posledních čtvrtletích byla apreciace pozorována při poměrně nízkém růstu produktivity práce v průmyslu (ve druhém a třetím čtvrtletí 2001 o 1,4% a 1 %). Vliv tohoto vývoje na podnikovou sféru lze pak vysledovat i při srovnávací analýze cenových přirážek v domácím a německém průmyslu i exportujících a neexportujících odvětví, která následuje.

Cenové přirážky domácích a německých průmyslových podniků

Ve třetím čtvrtletí 2001 konkurenceschopnost domácích průmyslových výrobců vzhledem k Německu, která je měřena sezonně očištěnou relativní cenovou přirážkou[3] Z/Z*, ve srovnání s předchozím čtvrtletím stagnovala a podobně jako v předchozím čtvrtletí došlo k jejímu meziročnímu zhoršení. Pokles relativní cenové přirážky je výsledkem vyššího růstu jednotkových nákladů práce doma (m.r. +6,1 %) než v Německu (m.r.+3,6 %) spolu s přibližně shodným meziročním růstem průmyslových cen doma i v Německu. Ve třetím čtvrtletí došlo k meziročnímu zhoršení relativní cenové přirážky při kombinaci domácího růstu přidané hodnoty v průmyslu (m.r. + 4,1 %) a jejího poklesu v Německu (-1,2 %). Odhady založené na minulých datech ukazují, že relativní cenová přirážka je většinou pozitivně svázána s domácím růstem produkce a negativně s růstem v Německu a rovněž, že je negativně korelována s posilováním koruny. Proto současné zhoršení lze připsat, vedle růstu domácích nákladů práce, také na vrub nominálního zhodnocování koruny.

[3] Cenová přirážka Z se definuje jako poměr ceny za jednotku průmyslové produkce a nominálních jednotkových mzdových nákladů a je veličinou, která má úzký vztah k podílu kapitálu při dělení přidané hodnoty. Růst relativní cenové přirážky, definované jako Z/Z*=(PPI/ULC)/(PPI*/ULC*), indikuje za jinak nezměněných podmínek, že domácím výrobcům zůstává relativně větší část přidané hodnoty než výrobcům zahraničním. To znamená zvýšení jejich relativní finanční síly. Souhrnně je tak tato veličina indikátorem konkurenceschopnosti domácích výrobců.
V případě perfektně fungujících a provázaných trhů zboží, práce a měny by neměla relativní cenová přirážka vůbec záviset na nominálním kurzu. Statistické odhady však ukazují vedle významného procyklického chování této veličiny i její negativní vztah k nominálnímu kurzu.

Rozklad reálného kurzu podle PPI vzhledem k Německu



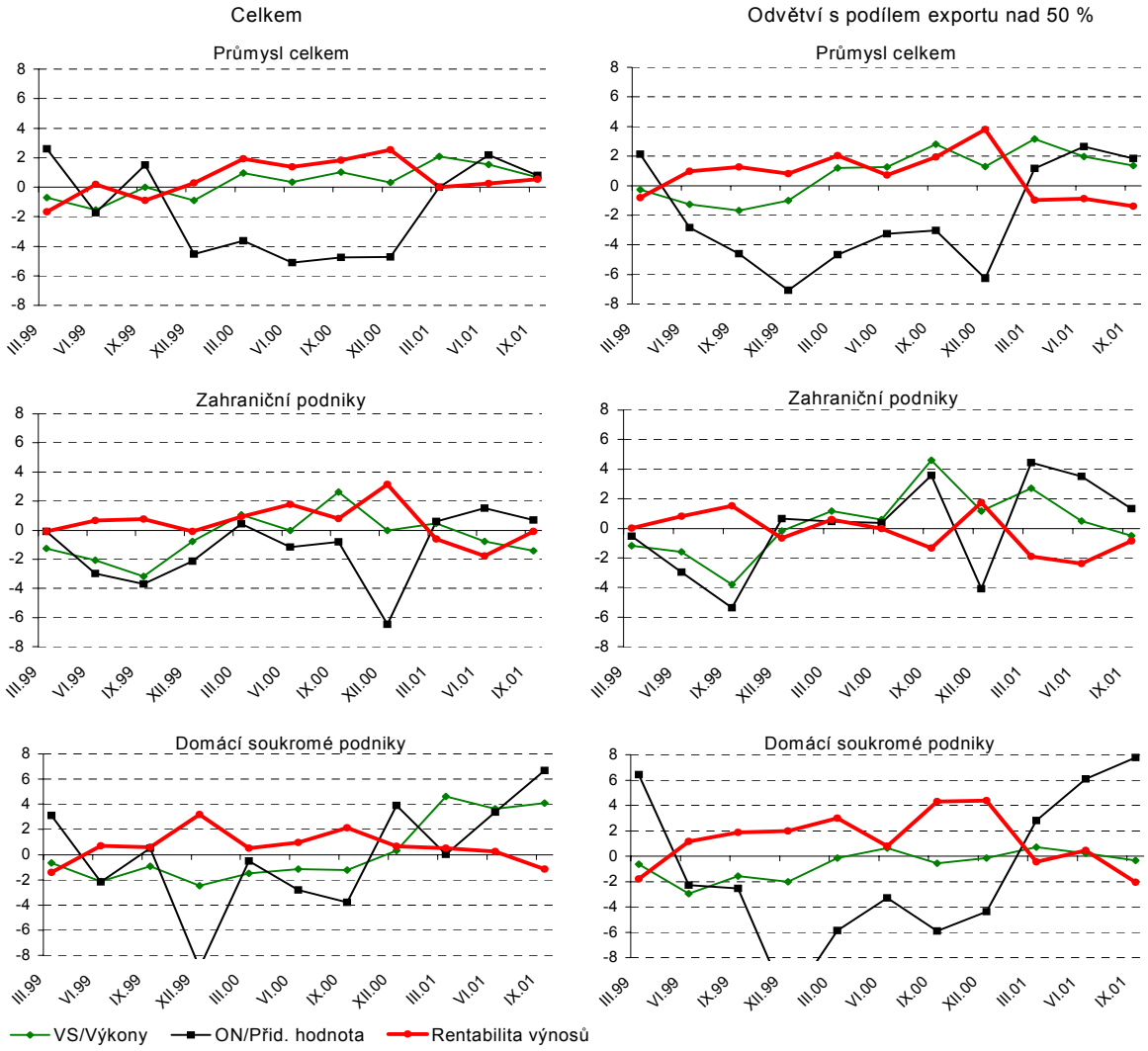
Finanční ukazatele více a méně exportujících odvětví

Výsledky výše uvedené analýzy relativního postavení domácích průmyslových výrobců založené na rozkladu reálného kurzu jsou konzistentní s údaji o hospodářských výsledcích velkých nefinančních průmyslových podniků při srovnání vývoje ve více a méně exportních odvětvích. I zde se ukazuje pokračující nadměrný růst osobních nákladů (ON) a pravděpodobný nepříznivý vliv sílícího kurzu koruny. V důsledku zaměření rozboru pouze na segment průmyslových podniků se mohou jeho výsledky lišit od informací získaných analýzou podniků v celém národním hospodářství.

Ve 3. čtvrtletí 2001 došlo meziročně, podobně jako v předchozích dvou kvartálech, v průmyslu jako celku ke stagnaci rentability výnosů[4] (+0,6 p.b.). Tento vývoj je výsledkem pokračujícího zhoršení situace v exportních odvětvích[5] (podíl výrobní spotřeby (VS) +1,4 p.b.; podíl osobních nákladů (ON) +1,9 p.b.; rentabilita –1,4 p.b.) a opačného pohybu v odvětvích s nižším podílem exportu (podíl VS -0,1 p.b.; podíl ON –0,3 p.b.; rentabilita +2,4 p.b.). Pokles rentability ve 3. čtvrtletí 2001 byl i přes rostoucí výkony doprovázen poklesem absolutních hodnot zisků ve všech exportních odvětvích s výjimkou hutnictví.

[4] Podíl zisku před zdaněním k výnosům.
[5] Podíl exportu na výkonech vyšší než 50 %.

Meziroční změny (v procentních bodech) ukazatelů ziskovosti v průmyslových podnicích



Nepříznivý vývoj finančních ukazatelů v exportních odvětvích byl výraznější ve skupině domácích soukromých podniků ve srovnání se zahraničními i veřejnými podniky. Rentabilita výkonů ve 3. čtvrtletí v této skupině (poprvé od 1. čtvrtletí 1999) klesla o 1,4 p.b. (v zahraničních o 0,1 p.b.). Výraznější byl pokles rentability v odvětvích s převahou exportu (v domácích -2,1 p.b., v zahraničních –0,9 p.b.). V exportních odvětvích domácích soukromých podniků poklesla přidaná hodnota, a to i přes meziroční stagnaci podílu výrobní spotřeby (příznivější vývoj v cenách dovážených vstupů). To se projevilo růstem podílu ON o 7,8 p.b. v domácích soukromých podnicích exportních odvětví (v zahraničních +1,3 p.b.). Podíl ON na přidané hodnotě v této skupině dosáhl enormních 70,4 % (v zahraničních 48,9 %). Na podstatně horší situaci v exportu pro domácí soukromé podniky oproti zahraničním ukazuje také objem exportu. Analýza časově konzistentního vzorku podniků ukazuje, že export domácích soukromých podniků ve třetím čtvrtletí meziročně stagnoval, avšak export zahraničních podniků rostl o 31 %.

Podobně jako v předchozích kvartálech působí dosavadní kombinace vývoje na trhu práce a dynamiky devizového kurzu koruny nepříznivě na konkurenceschopnost alespoň části domácích průmyslových výrobců.

1.5 Zahraniční zadluženost, investiční pozice a devizové rezervy

Stav zahraniční zadluženosti ČR ke konci 3. čtvrtletí 2001

Celková ***zahraniční zadluženost*** České republiky dosáhla ke konci 3. čtvrtletí 805,7 mld. Kč (23,7 mld. EUR). Dosažená výše zahraničního dluhu je v mezinárodním porovnání únosná a pohybuje se kolem 39 % v porovnání k HDP.
V porovnání s koncem předchozího čtvrtletí se zahraniční dluh v korunovém vyjádření snížil o 21,3 mld. Kč, avšak meziročně představuje tento vývoj nárůst zadluženosti o 8,5 mld. Kč. Přičemž meziročně u dlouhodobé zadluženosti došlo k poklesu o 27,3 mld. Kč a naopak krátkodobý dluh vykázal nárůst o 35,8 mld. Kč. V důsledku tohoto vývoje dosáhl podíl krátkodobé zadluženosti na celkovém dluhu 42 %, což meziročně představuje nárůst o cca 4 %.

Vývoj zahraniční zadluženosti

	30.9.2000	31. 12. 2000	30.6.2001	30.9.2001
Zahraniční zadluženost celkem	797,2	808,7	827,0	805,7
- krátkodobá	302,7	333,5	352,9	338,5
- dlouhodobá	494,5	475,2	474,1	467,2
Podíl krátkodobé zadluženosti	38,0 %	41,2%	42,7%	42,0 %

Z hlediska sektorové struktury nejvyšší objem zahraničního dluhu připadá na podnikovou sféru (452,4 mld. Kč tj. 56,2 %). Pokles stavu zahraniční zadluženosti podniků (o 10,5 mld. Kč) ve 3. čtvrtletí ovlivnily především kurzové a cenové vlivy. Obchodní banky redukovaly svoji zadluženost (321,8 mld. Kč tj.39,9 %) zejména snižováním přijatých krátkodobých vkladů od zahraničních bank o 9,2 mld. Kč. Podíl vládního sektoru a ČNB na celkové zadluženosti (31,4 mld. Kč tj. 3,9 %) je vcelku zanedbatelný. Navíc zahraniční dluh vlády v nesměnitelných měnách byl ke konci 3. čtvrtletí již zcela splacen. Roste však objem úvěru čerpaných podniky se zárukou centrální vlády.

Investiční pozice České republiky

Saldo investiční pozice České republiky bylo na konci třetího čtvrtletí letošního roku pasivní ve výši 199,2 mld. Kč (5,9 mld. EUR). Proti stavu ke konci předchozího čtvrtletí došlo k navýšení pasiva o 10,5 mld. Kč. Meziročně se schodek investiční pozice prohloubil o 97,9 mld. Kč. V rostoucím schodku se odráží pokračující příliv přímých zahraničních investic. U ostatních položek investiční pozice nebyla meziroční změna bilance mezi aktivy a pasivy tak významná. Poměr schodku investiční pozice k HDP (na bázi ročních klouzavých úhrnů) k 30.9. činil 9,5 %.

Vývoj investiční pozice ČR mld. Kč

	30.9.2000	31.12.2000	30.6.2001	30.9.2000	Meziroční změna
Aktiva	1 464,5	1 450,6	1 538,9	1 514,6	50,1
Pasiva	1 565,8	1 619,5	1 727,6	1 713,8	148,0
Saldo inv. pozice	-101,3	-168,9	-188,7	-199,2	97,9

Poznámka: V pasivech jsou na rozdíl od hrubé zadluženosti v přímých investicích kromě úvěrových operací zahrnuty i majetkové podíly a v portfoliových investicích kromě dluhových cenných papírů i majetkové cenné papíry.

V meziročním srovnání došlo k navýšení ***aktiv investiční pozice*** o cca 50 mld. Kč. Uvedený vývoj byl důsledkem vyšší angažovanosti českých investorů v zahraničí při nákupu zahraničních cenných papírů a růstu deposit obchodních bank v zahraničí.

Ve 3.čtvrtletí se trend růstu aktiv zastavil a aktiva investiční pozice poklesla o 24,3 mld. Kč.
Sektorové členění aktiv investiční pozice ke konci 3. čtvrtletí je charakteristické dominujícím postavením zahraničních aktiv bankovního sektoru (cca 70 %), z nichž devizové rezervy České národní banky tvoří 33 %. Tuzemské obchodní banky snížily rozsah svých krátkodobých úložek u zahraničních bank a uvolněné prostředky investovaly do nákupu zahraničních dluhopisů. Stav portfoliových investic do majetkových cenných papírů v držbě nebankovních subjektů se redukoval v návaznosti na vývoj cen akcií po teroristických útocích na USA, kdy se ceny akcií na mezinárodních trzích propadly o cca 20 %. Pokles stavu vládních úvěrů v korunovém vyjádření byl spojen především s apreciací kurzu koruny vůči USD.

Stav ***pasiv investiční pozice*** se meziročně zvýšil o 148 mld. Kč v návaznosti na trvalý příliv přímých investic do České republiky. Jejich zastoupení v celkových pasivech dosáhlo ke konci 3. čtvrtletí 52,8 %. S výjimkou přímých investic stavy zahraničních pasiv ostatních sektorů v průběhu 3. čtvrtletí klesaly. V oblasti portfoliových investic hlavní příčinou jejich poklesu byl pokles cen akcií obchodovaných na tuzemském trhu, který kopíroval vývoj na zahraničních trzích.

Saldo investiční pozice mld. Kč

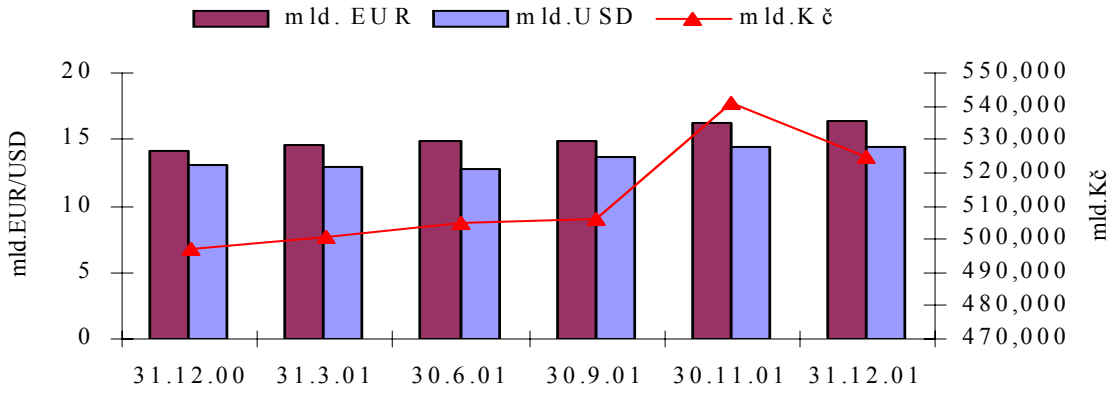
	31.12.2000	30.6.2001	30.9.2001	Změna za 1.-3. čtvrtletí 2001
Přímé investice	-768,0	-854,0	-873,2	-105,2
Portfoliové investice	15,8	17,2	29,9	14,1
Finanční deriváty	1,5	-0,1	2,0	0,5
ČNB	497,1	504,9	506,3	9,2
Obchodní banky	78,8	128,1	130,5	51,7
Vláda	201,6	214,9	202,1	0,5
Podniky	-195,7	-199,8	-196,8	-1,1
Souhrnná inv. pozice	-168,9	-188,8	-199,2	-30,3

Vývoj pozice komerčních bank vůči nerezidentům

Podle předběžných údajů ke konci prosince pokračuje zlepšování pozice komerčních bank vůči nerezidentům. V průběhu loňského roku aktiva víceméně stagnovala a růst pozice byl ovlivněn poklesem pasív. Rozdílný vývoj aktiv lze ve značné části vysvětlit poklesem devizových úvěrů rezidentům, čímž byla uvolněná devizová aktiva přesměrována vůči nerezidentům.

Ke konci roku 2001 stav ***devizových rezerv ČNB*** dosáhl 524,5 mld. Kč, tj. 16,4 mld. EUR, což by podle předběžných výsledků postačovalo ke krytí 3,9 měsíčního dovozu zboží a služeb. Ve srovnání s předchozím měsícem devizové rezervy ČNB poklesly o 16,2 mld. Kč, tj. 0,2 mld. EUR (v dolarovém vyjádření došlo naopak k jejich nárůstu o 0,1 mld. USD). Tento vývoj je výsledkem apreciace kurzu Kč i EUR vůči USD v závěru roku 2001.

Vývoj devizových rezerv ČNB



EBRD avizovala, že v průběhu ledna bude na trhu korunových eurobondů realizovat další emisi dluhopisů v celkové hodnotě 2 mld. Kč. Podle dosavadních informací žádné další nové emise nebyly ohlášeny. Z dřívějších emisích by měly být splaceny v únoru dvě v celkové hodnotě 2 mld. Kč a v březnu pět emisí ve výši 4,35 mld. Kč.

2. Poptávka a nabídka

meziroční reálný růst v %	*období*	*predikce*	*skutečnost*
Stavební výroba	*listopad 2001*	-	2,5
Index průmyslové produkce	*listopad 2001*	-	6,6
mld. Kč			
Obchodní bilance	*listopad 2001*	-12,0	-6,0
Obchodní bilance	*prosinec 2001*	-19,0	-21,9
Obchodní bilance*	*2001*	-130,0	-119,0

*predikce z 1.SZ 2001

V letošním roce očekáváme částečné zpomalení růstu celkové domácí poptávky na 3,5 % z předpokládaných 5 % v roce 2001. Predikce spotřeby domácností se oproti 10. - 12. SZ nemění, nadále předpokládáme její růst v letošním roce na úrovni 3,1 %, při mírném zvýšení míry úspor ze 7,0 % na 7,3 %. Nominální zvýšení výdajů na spotřebu veřejného sektoru v roce 2002 a předpokládané zpomalení cenového růstu zajistí růst reálné spotřeby vlády přibližně na úrovni 1 %. Tempo růstu hrubé tvorby kapitálu se oproti roku 2001 (pro který odhadujeme cca 9 % růst) zpomalí na cca 5 %. Důvodem je především vývoj ve vnějším prostředí v 2. polovině roku 2001 a od něj odvozené zhoršení investičního sentimentu, který se společně s poklesem přílivu PZI v 1. až 3. čtvrtletí loňského roku projeví jednak větší opatrností ohledně nových investičních projektů, jednak nižší kumulací zásob. V případě naplnění referenčního scénáře růstu HDP v SRN (tj. udržení či mírné zrychlení jeho růstu ve srovnání s rokem 2001), reálné apreciace kurzu a růstu celkové domácí poptávky v uvedené struktuře lze předpokládat netto vývoz zboží a služeb v letošním roce na úrovni kolem –153 mld. Kč, jeho podíl na HDP přitom dosáhne 9,9 %. V důsledku výše uvedených odhadů současně snižujeme naši predikci růstu HDP v roce 2002 na 2,9 %. Vývoj domácí ekonomiky v roce 2003 bude do značné míry závislý na případném zrychlení ekonomického růstu v zemích západní Evropy. Za předpokladu pokračujícího růstu celkové domácí poptávky v intervalu 4-5 %, zrychlení růstu HDP SRN na 2,5 % a kontinuálního snižování dovozní náročnosti agregátní poptávky v důsledku restrukturalizace strany nabídky lze očekávat relativně vysoké tempo růstu reálného HDP na úrovni 3,7 – 4,7 %.

2.1 Domácí poptávka

Predikci výdajů na konečnou spotřebu domácností v roce 2002 neměníme a nadále očekáváme meziroční reálný růst těchto výdajů o 3,1 %. V roce 2003 dynamika růstu spotřeby domácností mírně poklesne a bude se pohybovat na úrovni 2,9 %.

Predikce spotřeby domácností vychází z následujících skutečností :

- Modelové predikce využívající jako vysvětlující proměnnou propočtené mzdy a platy a reálné úrokové sazby naznačují růst spotřeby domácností v roce 2002 cca o 3,5 % a v roce 2003 o 3,4 %. Vliv pohybu úrokových sazeb na hrubou míru úspor domácností je však nejednoznačný[6], což potvrzují pozorování minulého vývoje jak domácí tak jiných

[6] K těmto závěrům vedou i zahraniční zkušenosti. Např. podle průzkumů prováděných ve Velké Británii jsou vysoké příjmy většinou variabilnější než příjmy nižší a nejvyšší výkyvy v míře úspor domácností způsobuje chování asi 5 % populace s nejvíce proměnlivým důchodem (Gowland, 1990). Proto může chování těchto jednotlivců značně oslabovat působení pohybů úrokových sazeb na míru úspor domácností.

ekonomik. Podle některých empirických výzkumů nemají změny úrokových sazeb na míru úspor domácností dlouhodobě významnější vliv[7].

- Trendová analýza implikuje růst spotřeby v roce 2002 o 2,5 % a v roce 2003 o 2,7 %. Metoda SARIMA přináší obdobné výsledky.
- Až dosud byl průběh hodnocení obou složek indexu spotřebního klimatu (současnost, budoucnost) velmi podobný. V posledním šetření byl zjištěn opačný vývoj: mírné zlepšení u současné životní úrovně a výraznější zhoršení postojů ve vztahu k budoucímu vývoji. Pozitivní hodnocení současného vývoje české ekonomiky vytváří předpoklad pro stabilitu hrubé míry úspor. Naopak, při mírném nárůstu pesimismu, který je spojen s očekáváním domácností o budoucím vývoji, se jeví další výraznější pokles hrubé míry úspor jako málo pravděpodobný. Mnohem pravděpodobnější je její stagnace, případně mírný růst, neboť domácnosti si při vyšších obavách budou vytvářet vyšší opatrnostní zůstatky. Predikce spotřeby tedy vychází z odhadu, že míra úspor v roce 2002 a 2003 nepatrně vzroste a bude se pohybovat okolo 7,2 resp. 7,3 % (v roce 2001 očekáváme asi 7,0 %).
- V roce 2002 očekáváme pokračování poměrně vysokého tempa růstu mezd a platů 8,2 %, v roce 2003 cca 7,6 %. Vlivem valorizace důchodů dojde v roce 2002 k výraznějšímu zvýšení mandatorních výdajů veřejných rozpočtů, což se projeví růstem příjmů z druhotného rozdělení. Odhadujeme, že hrubý disponibilní důchod by měl v roce 2002 vzrůst o 7,4 % v roce 2003 o něco méně. Uvedený vývoj tak spolu s výše uvedeným předpokladem o vývoji míry úspor stimuluje pokračování růstu reálné spotřeby okolo 3 %.
- Příspěvek růstu spotřebních úvěrů a leasingů domácnostem nebude pro růst spotřeby domácností v uvedeném období příliš významný.

Spotřeba domácností, zaměstnanci a průměrná mzda

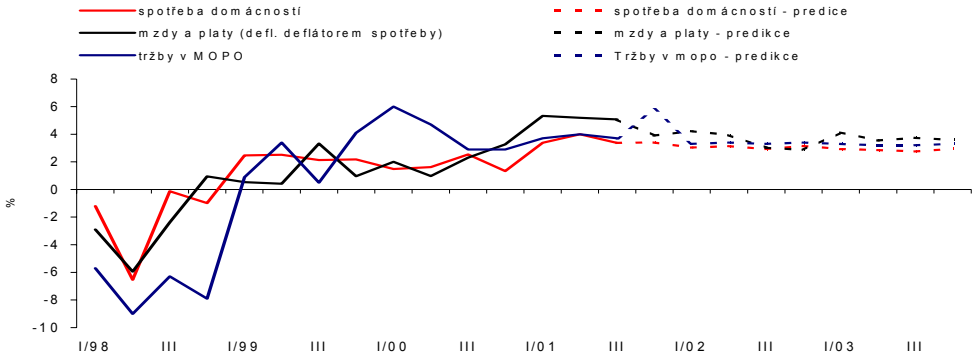
	1999	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001	I/02	II/02	III/02	IV/02	2002	2003
Zaměstnanci (mil. osob)	4.079	4.022	4.020	4.026	4.027	4.023	4.024	4.008	4.020	4.019	4.020	4.017	4.016
Zaměstnanci (mzr. zm.)	-2.94	-1.39	0.13	0.04	0.11	-0.15	0.03	-0.28	-0.16	-0.20	-0.06	-0.17	-0.03
Průměrná mzda ve sledovaných org. (Kč)	12 654	13 491	13 289	14 740	14 410	16 412	14 712	14 467	15 956	15 621	17 579	15 912	17 178
Průměrná mzda ve sledovaných org. (mzr. zm.)	8.24	6.61	9.28	9.31	8.94	8.74	9.05	8.86	8.25	8.40	7.11	8.16	7.96
Mzdy a platy celkem - propočet (mld. Kč)	619.43	651.20	160.25	178.05	174.08	198.05	710.36	173.95	192.42	188.33	212.02	767.00	827.74
Mzdy a platy celkem - propočet (mzr. zm.)	5.06	5.13	9.41	9.45	9.08	8.14	9.08	8.40	8.07	8.19	7.05	7.97	7.92
Mzdy a platy podle NÚ (mzr. zm.)		3.07	9.04	9.12	7.89	8.49	8.62	8.61	8.10	8.35	7.66	8.15	7.57
Tempo růstu sociálních transferů *	8.20	8.10					5.70					7.10	5.80
Tempo růstu disponibilního důchodu (mzr. zm.) *		2.8	6.7	8.4	6.3		7.5					7.4	7.0
Hrubá míra úspor v % * *	8.44	7.05	7.93	9.7	5.83		7.01					7.21	7.35
Tempo růstu reálné spotřeby dle modelů * * *						3.4/3.9/3.2	3.4//3.9/3.2	3.4/4.4/3.8	3.1/4/3.6	3.1/3.8/3.4	2.8/3.5/3.5	3.1/3.9/3.5	3.1/3.7/3.4
Spotřeba domácností v b.c.	692.1	807.3	257.6	280.9	288.0	307.4	888.0	276.4	301.2	311.3	330.0	947.5	1304.3
Spotřeba domácností v s.c.	692.1	747.1	184.5	198.9	206.1	216.4	765.0	190.2	205.2	212.2	223.2	747.8	854.5
Tempo růstu reálné spotřeby domácností	5.8	7.9	3.4	4.0	3.4	3.4	3.5	3.0	3.1	2.9	3.1	3.1	2.9

* Sociální transfery vč. ochrany zaměstnanců (mandatorní výdaje vyplývající ze zákona)

* * Predikce je vzhledem k datové základně pouze hrubým odhadem

* * * Mzdy a platy, dummy 97, 98/ mzdy a platy, PRIBOR (-3), dummy 97/ mzdy a platy, PRIBOR (-3), dummy 97- zkrácená časová řada

Vývoj spotřeby domácností a hlavních veličin s ní souvisejících (mzr. změny v %)



[7] Např. C. D. Campbell a N. G. Mankiw: Consumption, Income and Iterest Ratest: Reinterpreting the Time Series Evidence (1989). Podle závěrů této práce jsou účinky pohybu úrokových sazeb na vývoj míry úspor domácností malé a obtížně identifikovatelné.

Výdaje na konečnou spotřebu vlády – odhad předpokládaného vývoje spotřeby vlády vychází z analýzy výhledu MF o vývoji soustavy veřejných rozpočtů z listopadu loňského roku. Na základě zmíněného výhledu předpokládáme celkový objem nominálních spotřebních výdajů veřejných rozpočtů v roce 2002 ve výši cca 429 mld. Kč. Při použití kompozitního deflátoru vycházejícího z růstu CPI, růstu mezd v nepodnikatelské sféře a jejich podílu na celkových spotřebních výdajích veřejných rozpočtů odhadujeme reálný růst vládní spotřeby v roce 2002 o 1,1 %. Pro prognózu vládní spotřeby v roce 2003 dosud neexistují relevantní podklady ze strany MF ČR, z toho důvodu uvažujeme pro potřeby predikce setrvalost dosavadního trendu nominálních spotřebních výdajů veřejných rozpočtů, jenž implikuje (při použití obdobně konstruovaného deflátoru) reálný růst o 0,7 %.

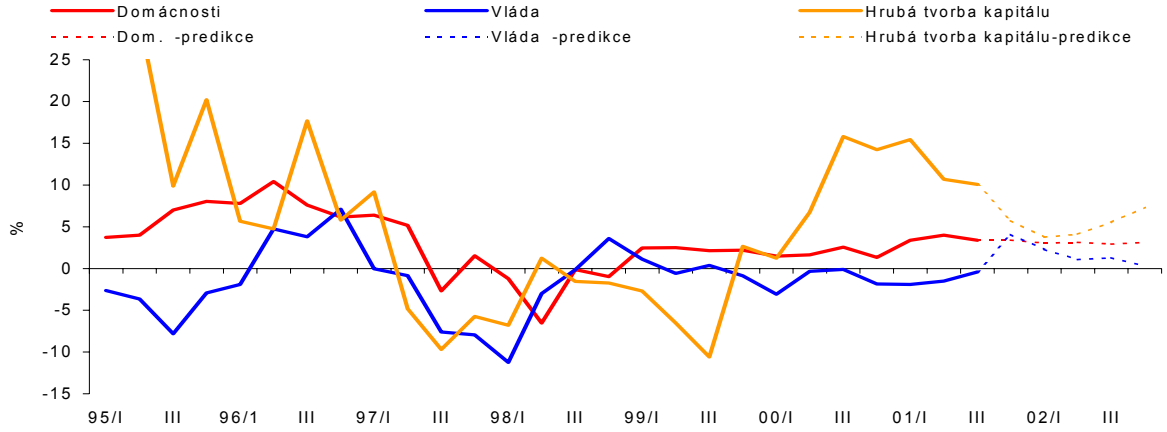
Hrubá tvorba kapitálu :v roce 2002 očekáváme zpomalení růstu hrubé tvorby kapitálu na 5,2 %, přičemž odhadovaný růst fixních investic činí cca. 5,0 %. V roce 2003 lze předpokládat postupné zrychlení růstu hrubé tvorby kapitálu na cca. 9,0 %, při růstu fixních investic o 7,0 %. Predikce vývoje hrubé tvorby kapitálu vychází z ekonometrického a expertního zhodnocení následujících faktorů:

- **Investiční úvěry** zahrnující jak korunové tak cizoměnové investiční a hypoteční úvěry vzrostly v listopadu 2001 meziročně o 17,4 % hlavně díky hypotečním úvěrům v Kč (+45 %) a investičním úvěrům v Kč (+16,8 %). Za říjen – listopad 2001 vzrostly celkové investiční úvěry o 11,3 %, což představuje zrychlení dynamiky oproti 2. čtvrtletí m.r. o 2,8 %. V celém období ledna – listopadu 2001 rostly zmíněné úvěry pro investice průměrným tempem 8,8 %. Odhadnuté zpoždění promítnutí růstu takto definovaných investičních úvěrů do hrubé tvorby kapitálu na základě ekonometrického dílčího modelu na meziročních hodnotách činí 3-4 čtvrtletí. Vývoj úvěrů působících na růst hrubé tvorby kapitálu je tedy argumentem hovořícím spíše pro udržení relativně vysoké dynamiky hrubé tvorby fixního kapitálu v roce 2002.
- **Peněžní agregát M2** vzrostl v 11/01 o 12,4 %, průměrný růst za 10-11/01 činil 12,1 % a pohyboval se tak přibližně na stejné úrovni jako v druhém a třetím čtvrtletí m.r. Ekonometricky odhadnuté zpoždění vztahu M2 a HTK na sezónně očištěných datech činí 3 čtvrtletí. Lze tedy předpokládat, že M2 potvrzuje závěry vyplývající z analýzy investičních úvěrů, tj. indikuje spíše pokračování růstu investiční poptávky a tedy pozitivní vliv na ekonomický růst ve 4. čtvrtletí m.r. a první polovině roku letošního.
- **U vývozu zboží a služeb** došlo v 2. – 3. čtvrtletí roku 2001 ke zpomalení dynamiky jeho meziročního růstu. Vývoz se jeví z pohledu ekonometrické analýzy jako poměrně významný faktor investiční aktivity působící s předstihem 2-3 čtvrtletí. Tato skutečnost odpovídá prohlubující se exportní orientaci české ekonomiky, která vede v době růstu zahraniční poptávky jak k vyšší kumulaci fixního kapitálu do exportně orientovaných odvětví, tak k vyšší tvorbě dodatečných zásob z titulu poměrně vysoké dovozní náročnosti exportně orientované výroby (tzv. pipeline function). Případné zpomalení zahraniční poptávky působí opačně, tzn. zpomalení kumulace kapacit a s určitým zpožděním i nižší či zápornou změnu stavu zásob. V případě naplnění predikce exportu lze předpokládat jeho efekt na zpomalení růstu hrubé tvorby kapitálu v 1. polovině roku 2002, naopak nárůst dynamiky exportu v 2. polovině 2002 – 2003 vyvolá postupné oživení růstu hrubé tvorby kapitálu s výše uvedeným zpožděním.
- **Přímé zahraniční investice** – jejich příliv působí pozitivně na hrubou tvorbu kapitálu jednak přímo v podobě tzv. investic na zelené louce, jednak nepřímo díky vstupu strategických partnerů do vybraných podniků a s tím spojené restrukturalizace a tedy i následně vyvolané investiční aktivity. Odhadnuté zpoždění jejich dopadů do hrubé tvorby kapitálu na základě dílčích ekonometrických modelů odpovídá investičním úvěrům, tj. do tří čtvrtletí. Během 1. – 3. čtvrtletí roku 2001 poklesly PZI v průměru meziročně o 12,6 %. Naopak v letošním roce je předpokládán jejich výrazný nárůst především z titulu prodeje státního majetku. Jejich vývoj bude tedy pravděpodobně působit na částečné zpomalení investiční aktivity v 1. polovině roku letošního roku, naopak v období 2. poloviny 2002 – 2003 bude nárůst přílivu PZI vytvářet impulsy vedoucí spíše k růstu dynamiky hrubé tvorby kapitálu.

- **Kapitálové výdaje veřejných rozpočtů** – predikce vývoje veřejných rozpočtů dle MF předpokládá výši celkových kapitálových výdajů veřejných rozpočtů v letošním roce na úrovni 127,2 mld. Kč v b.c., což představuje nominální meziroční růst o 2,3 %. Na straně veřejných kapitálových výdajů tak rozhodně nedochází k zásadní kontrakci a tedy negativnímu vlivu na vývoj hrubé tvorby kapitálu. Lze naopak předpokládat, že jejich efekt na investiční poptávku bude spíše neutrální.

Vývoj jednotlivých komponent určuje růst celkové domácí poptávky v letošním roce v intervalu 3 – 4 %. V roce 2003 v případě naplnění předpokladů o vývoji jejích komponent dojde k zrychlení růstu, který by se měl pohybovat v intervalu 4 – 5 %.

Meziroční míra změn komponent domácí poptávky (v % ze s.c. 1995)



2.2 Vývoz, dovoz, netto vývoz

Negativní dopad apreciace devizového kursu a zpomalení zahraniční poptávky se projevuje především snížením obratu zahraničního obchodu a to jak v podobě zpomalení tempa růstu vývozu tak jím vyvolaného zpomalení růstu dovozu z titulu přetrvávající vysoké závislosti dovozu na domácím vývozu. Výsledné krátkodobé dopady do netto vývozu jsou tedy podstatně oslabené díky tomu, že zpomalení růstu vývozů vyvolá stejnosměrnou reakci na straně dovozů, která částečně kompenzuje negativní (ale i positivní) vliv růstu zahraniční poptávky a devizového kursu na netto vývoz a HDP. V rámci referenčního scénáře došlo pouze k přehodnocení předpokládaného vývoje devizového kurzu v roce 2002 a to ve smyslu očekávání větší míry jeho apreciace vzhledem k EUR. Odhadnuté krátkodobé dopady do netto vývozu jsou však minimální, tj. cca - 1,4 mld. Kč (odpovídá zhoršení HDP o 0,1 procentního bodu). V případě naplnění předpokládaného vývoje zahraniční konjunktury a reálné apreciace devizového kursu Kč lze očekávat celkové zpomalení meziroční dynamiky růstu vývozu zboží a služeb na 9,6 % v roce 2002**. Zpomalení růstu vývozu společně se změnou struktury celkové domácí poptávky ve smyslu nižšího růstu hrubé tvorby kapitálu se projeví zpomalením růstu dovozu, jehož tempo se přibližně vyrovná tempu růstu vývozu. V roce 2003 lze očekávat vzhledem k uvažovaným referenčním veličinám, tj. zrychlení růstu HDP SRN na 2,5 % a při devizovém kursu 33,1 Kč/EUR, a změně struktury domácí poptávky zrychlení růstu vývozu na 14,9 % s mírným předstihem před dynamikou dovozu o 0,6 p.b. Výsledný netto vývoz zboží a služeb v roce 2002 na základě expertního zhodnocení dílčích ekonometrických modelů lze odhadnout na cca. – 153 mld. Kč. V roce 2003 očekáváme částečné prohloubení záporného netto vývozu zboží a služeb na –166 mld. Kč.**

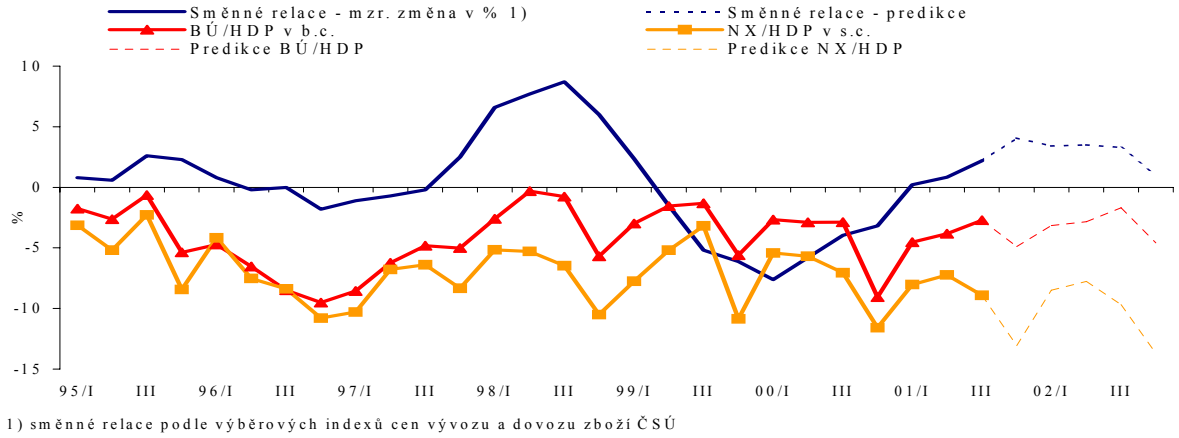
Změny referenčního scénáře HDP SRN a Kč/EUR

	2002		2003	
	10.SZ 2001	1. SZ 2002	10.SZ 2001	1. SZ 2002
HDP SRN	**0,75**	**1,0**	**2,5**	**2,2**
Kč/EUR (průměr)	**33,6**	**32,1**	**33,1**	**31,6**

Odhad dopadů procentní změny referenčních veličin do netto vývozu a HDP

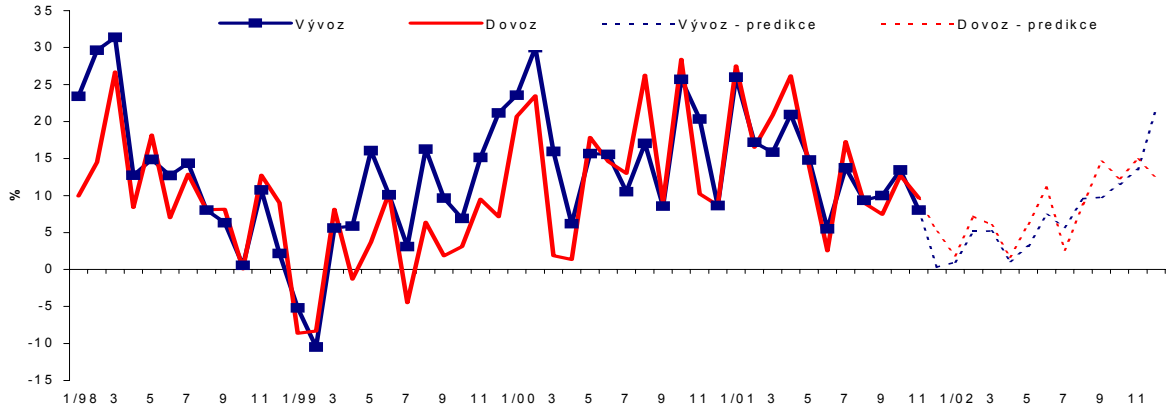
	Změna NX v mld. Kč	Změna HDP v %
HDP SRN	6,6	0,4
Kurs Kč/EUR	1,4	0,1

Podíl netto vývozu a běžného účtu na HDP v %, mzr. změna směnných relací v %



1) směnné relace podle výběrových indexů cen vývozu a dovozu zboží ČSÚ

Růst fyzického objemu vývozu a dovozu zboží (meziroční změny v %)



2.3 Hrubý domácí produkt

Předpokládaný růst HDP ve 4. čtvrtletí 2001 na základě očekávaného vývoje domácí poptávky a částečného zpřesnění netto vývozu díky předběžným údajům o vývoji obchodní bilance ve 4. čtvrtletí snižujeme mírně na 2,9 %, což koriguje celkový růst v minulém roce na 3,4 %.

Aktuální vývoj od 12.SZ:

- Průmyslová výroba měřená indexem průmyslové produkce po výrazném zpomalení růstu v září 2002 na 1,1 % zrychlila svoji dynamiku a v listopadu vykázala růst 6,6 %. I když

z hlediska ekonometrické analýzy je vztah IPP a HDP velmi slabý, lze přesto IPP expertně zohlednit jako pozitivní signál pokračujícího ekonomického růstu.

- Stavební výroba v listopadu zpomalila na 2,5 % pravděpodobně z důvodu dřívějšího příchodu zimy a tedy zpomalení stavebních prací. Zbrždění stavební výroby v jednom měsíci nelze dle našeho považovat za zásadní indikátor zpomalení ekonomického růstu. Může se však částečně negativně promítnout do hrubé tvorby kapitálu.
- Konjunkturální průzkumy signalizují, že celkové klima očekávání průmyslových podniků se v lednu proti předchozím měsícům mírně zlepšilo, nicméně v souhrnu jsou očekávání poptávky, výrobní činnosti i využití výrobních kapacit horší než např. v polovině minulého roku. Podle uvedených ukazatelů lze očekávat zpomalení růstu průmyslové produkce.

Odhad vývoje HDP v roce 2002 je primárně opřen o odhad agregátní poptávky a reakce nabídkové strany na tuto poptávku, přičemž předpokládáme, že krátkodobě (tj. i pro predikci pro rok 2002) lze předpokládat jen velmi mírné změny v elasticitě nabídky na poptávku. Pro predikci HDP je tak rozhodující odhad vývoje poptávky a současně změna struktury agregátní poptávky, neboť jednotlivé části poptávky mají odlišný sklon k dovozu. Oproti 12. SZ vzhledem k snížení odhadovaného růstu hrubé tvorby kapitálu v roce 2002 snižujeme predikce růstu agregátní poptávky z původních 8,1 % na 6,2 %. Předpokládaný růst agregátní poptávky s ohledem na závislost dovozů na její struktuře umisťuje odhad meziročního růstu pro rok 2002 kolem 2,9 %.

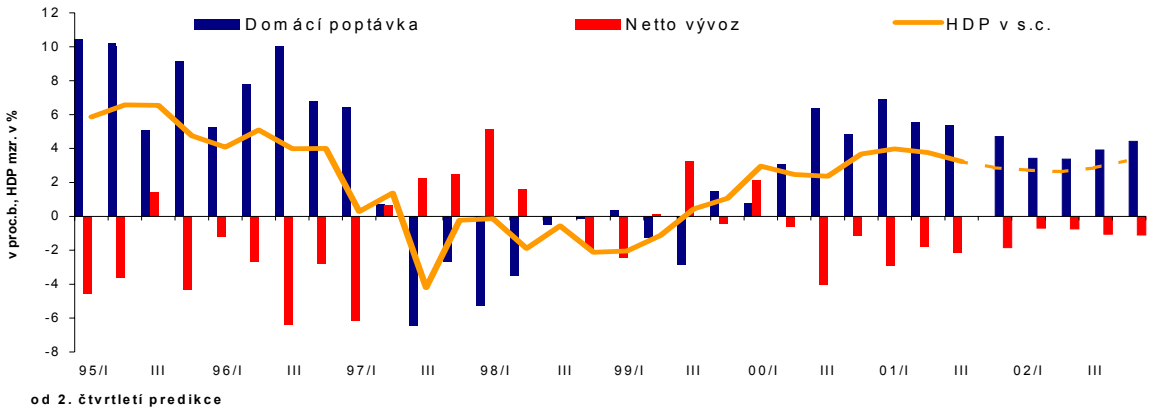
Souhrnné ukazatele poptávky a nabídky (mzr. změna v % ze s.c. 1995)

UKAZATEL										PREDIKCE							
	1999	I/00	II/00	III/00	IV/00	**2000**	I/01	II/01	III/01	IV/01	**2001**	I/02	II/02	III/02	IV/02	**2002**	**2003**
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	**-0.4**	3.0	2.5	2.4	3.7	**2.9**	4.0	3.8	3.2	*2.9*	**3.4**	***2.7***	***2.6***	***2.9***	***3.3***	**2.9**	**4.2**
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	**2.1**	*8.6*	*7.2*	*9.1*	*11.2*	**9.1**	*12.8*	*8.6*	*6.7*	*6.2*	**8.4**	*4.5*	*5.3*	*6.8*	*8.2*	**6.2**	**9.3**
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	**-0.5**	*0.7*	*3.0*	*6.2*	*4.4*	**3.6**	*6.5*	*5.3*	*5.0*	*4.2*	**5.2**	*3.2*	*3.1*	*3.6*	*3.9*	**3.5**	**4.5**
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2)	**0.8**	*1.2*	*2.1*	*3.0*	*1.8*	**2.0**	*3.3*	*4.9*	*4.0*	*4.1*	**4.1**	*2.9*	*2.6*	*3.5*	*4.2*	**3.3**	**3.8**
v tom:																	
Spotřeba domácností	**2.3**	*1.5*	*1.6*	*2.5*	*1.3*	**1.7**	*3.4*	*4.0*	*3.4*	*3.4*	**3.5**	*3.0*	*3.1*	*2.9*	*3.1*	**3.1**	**2.9**
Spotřeba vlády	**-0.1**	*-3.1*	*-0.4*	*-0.1*	*-1.8*	**-1.3**	*-1.9*	*-1.5*	*-0.4*	*4.1*	**0.3**	*2.3*	*1.1*	*1.3*	*0.3*	**1.1**	**0.7**
Spotřeba neziskových institucí	**-24.2**	*14.2*	*12.8*	*11.5*	*9.4*	**11.9**	*1.5*	*5.4*	*5.5*	*0.1*	**3.1**	*1.2*	*3.0*	*3.2*	*2.5*	**2.5**	**1.0**
Hrubá tvorba kapitálu	**-4.6**	*1.2*	*6.7*	*15.8*	*14.2*	**9.4**	*15.4*	*10.7*	*10.1*	*5.7*	**10.4**	*3.7*	*4.1*	*5.5*	*7.3*	**5.2**	**8.7**
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	**5.4**	*16.0*	*13.2*	*18.3*	*20.0*	**17.0**	*23.1*	*14.2*	*10.7*	*9.5*	**14.0**	*6.2*	*8.0*	*11.1*	*12.8*	**9.6**	**14.3**
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	**6.3**	*20.9*	*13.2*	*13.4*	*21.4*	**17.1**	*21.0*	*12.9*	*9.0*	*8.6*	**12.6**	*6.0*	*7.9*	*11.0*	*13.4*	**9.6**	**14.9**
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	**-94.3**	*-18.2*	*-20.7*	*-26.4*	*-43.2*	**-108.5**	*-28.1*	*-27.2*	*-34.5*	*-50.0*	**-139.8**	*-30.5*	*-30.0*	*-38.5*	*-54.2*	**-153.2**	**-166.0**
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	**-6.7**	*-5.4*	*-5.7*	*-7.1*	*-11.6*	**-7.5**	*-8.0*	*-7.2*	*-8.9*	*-13.1*	**-9.3**	*-8.5*	*-7.8*	*-9.7*	*-13.7*	**-9.9**	**-10.3**

1) vč. změny stavu zásob; 2) beze změny stavu zásob; pozn.: střed intervalu ± 0.5 procentního bodu v roce 2002 a ± 1 procentní bod v roce 2003

Růst domácí ekonomiky **v roce 2003** bude rovněž do značné míry závislý na vývoji ekonomického růstu v zemích západní Evropy. Za další klíčové faktory lze označit udržení příznivých očekávání, zejména v oblasti spotřeby domácností, udržení přílivu zahraničních investic a pokračování oživení v oblasti investičních a hypotečních úvěrů. Za předpokladu pokračujícího růstu celkové domácí poptávky v intervalu 4-5%, zrychlení růstu HDP v SRN na 2,2 % a pokračování velmi mírného poklesu poměru objemu dovozu k objemu agregátní poptávky v důsledku pokračující restrukturalizace strany nabídky lze očekávat udržení relativně vysokého tempa růstu reálného HDP na úrovni 3,7 – 4,7 %.

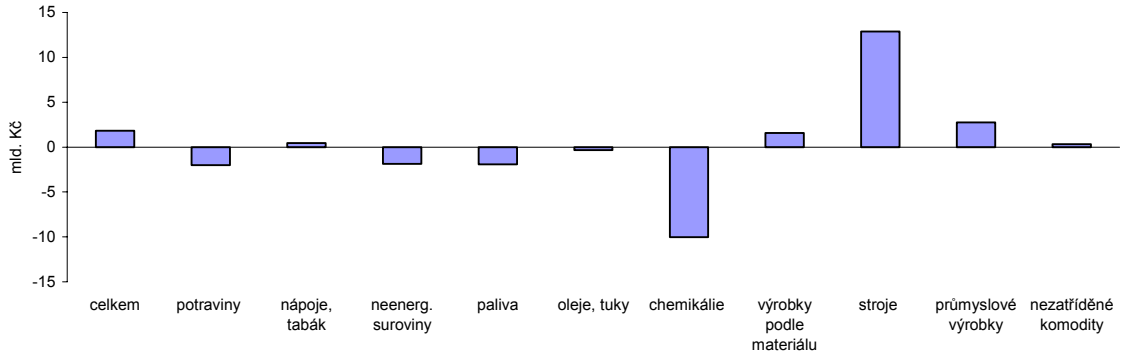
Podíly domácí poptávky a netto vývozu na meziroční změně HDP (v proc.b.)



2.4 Obchodní bilance

Obchodní bilance za rok 2001 skončila na základě předběžných údajů schodkem 119,0 mld. Kč, což je o 1,8 mld. Kč méně než v předchozím roce. Predikce uvedená v 1. SZ 2001 přitom počítala se schodkem na úrovni cca 130 mld. Kč, tedy o 11 mld. Kč hlubším. Na základě referenčního scénáře byl propočten schodek skupiny 3 – paliva na úrovni cca 82 mld. Kč. Skutečný schodek byl mírně vyšší (o 5,6 mld. Kč, tj. 87,6 mld. Kč), a to především v důsledku méně příznivého vývoje cen zemního plynu. Zbytek obchodní bilance jako celek se tedy vyvíjel oproti predikci výrazně příznivěji (o 16,6 mld. Kč, na úrovni –31,4 mld. Kč). Jádrem odchylky je oproti predikci výrazně příznivější saldo skupiny 7 – stroje a dopravní prostředky. Odchylky skutečných sald ostatních skupin proti predikci nejsou významné (v souhrnu 2,0 mld. Kč).

Mzr. změna salda obchodní bilance za rok 2001 (v mld. Kč)



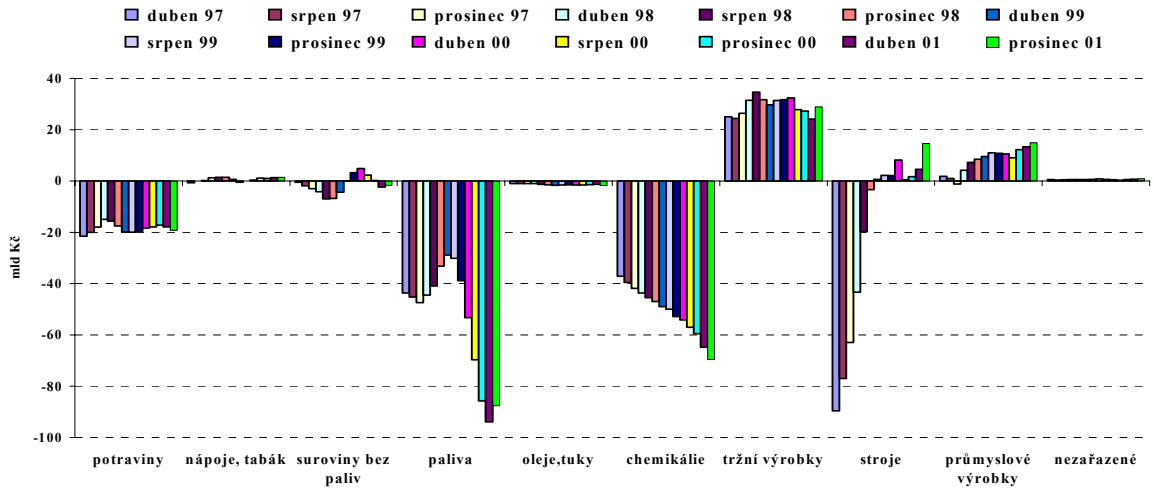
Zatímco se v predikci pro 1. SZ předpokládal na základě prvotních celoročních údajů ve skupině strojů ještě mírný schodek (-4 mld. Kč), její bilance skončila přebytkem ve výši 14,6 mld. Kč. Zlepšení je dáno zejména výrazným zlepšením na nabídkové straně – v roce 2001 zejména v podskupině 76 – zařízení k telekomunikaci a záznamu a reprodukci zvuku (mzr. růst vývozu barevných televizí činil za rok 2001 12,2 mld. Kč - vzrostl 2,4x, přírůstek vývozu elektrických telefonních přístrojů činil za stejné období 10,1 mld. Kč - vzrostl 9,3x). V roce 2001 tak dochází k významnější diversifikaci vývozu strojů, což znamená snížení rizika prudkého zhoršení jejich bilance při poklesu poptávky po vývozu dominující položky osobních automobilů. Zlepšení bilance strojů dále ovlivnil očekávaný nižší mzr.

přírůstek investičních dovozů (dle odhadu celkem, tj. za skupinu 7 včetně skupiny 8 a 6, o cca 21,4 mld. Kč). Mzr. zlepšení salda ve skupině 7 – stroje (za celý rok 2001 o 12,9 mld. Kč) je přitom z rozhodující části dáno věcným a nikoli cenovým zlepšením. Zlepšení z titulu cenového vlivu bude činit pouze cca 3 mld. Kč.

Zmírnění vnější poptávky v roce 2001 se při rozšiřující mezinárodní kooperaci výroby a zapojování české ekonomiky do mezinárodni dělby práce projevilo především ve zmírnění dynamiky obratu zahraničního obchodu. Podíl dovozu pro mezispotřebu na celkovém dovozu představoval v roce 2001 58,2 %. Zatímco v 1. čtvrtletí 2001 činilo meziroční tempo růstu dovozu pro mezispotřebu ještě 30,1 %, ve 4. čtvrtletí 2001 naopak meziročně poklesl o 2,7 %. Při zmírňování růstu HDP SRN a vnější poptávky SRN se však dařilo vývozy částečně přesměrovávat do ostatních vyspělých tržních a tranzitivních ekonomik.

Vývoj jednotlivých tříd obchodní bilance v roce 2001 ukazuje, že střednědobé zlepšování nabídkové schopnosti ekonomiky nelze doposud považovat za všeobecné. Prozatím se soustřeďuje do strojírenství, zatímco např. v oblasti chemie nedošlo k restrukturalizaci a prohlubování schodku u chemických výrobků v roce 2001 nadále pokračovalo.

12ti-měsíční klouzavé úhrny salda obchodní bilance na základě členění podle SITC (v mld Kč)



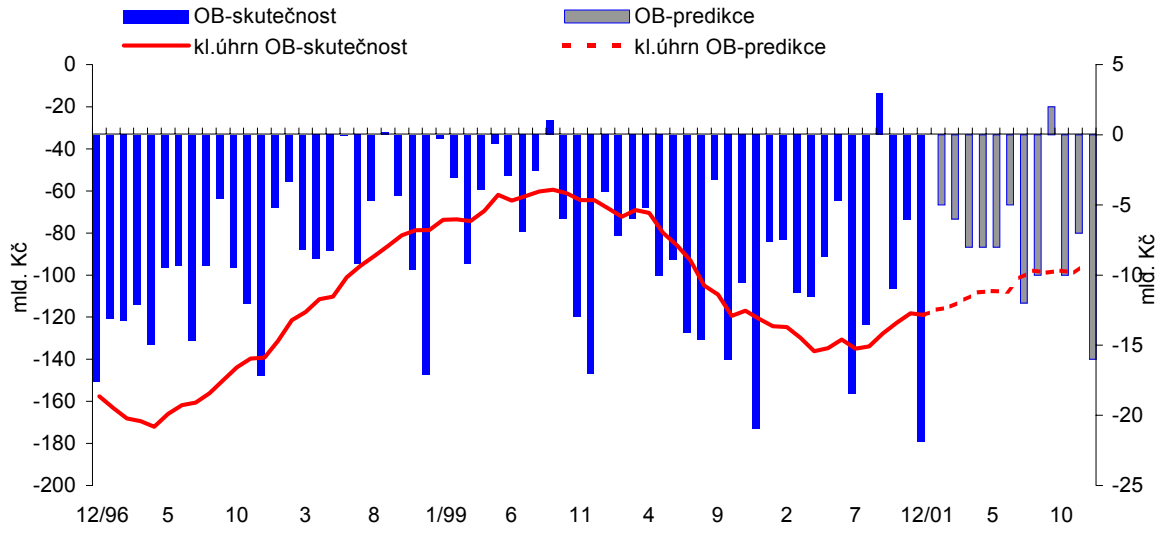
Z analýzy časových řad kumulativních sald obchodní bilance v jednotlivých třídách SITC vyplývá, že ani v roce 2002 nelze pravděpodobně očekávat výraznější změny sald tříd 0, 1, 2, 4, 6 a 9. Vývoj salda ve třídě 3 - paliva byl propočítán na základě aktuálního referenčního scénáře cen uralské ropy, zemního plynu a kursu Kč/USD, celkové saldo zbývajících položek této třídy (elektřina, benziny, uhlí) je velmi málo významné a je uvažováno zhruba v rozsahu předchozího roku. U třídy 5 – chemikálie předpokládáme další prohlubování schodku, jež bude zčásti strukturální povahy (nedokončená restrukturalizace českého chemického průmyslu doposud působí ke zhoršování jeho pozic v zahraničním obchodě), zčásti důsledkem rostoucí poptávky. Protisměrně bude naopak působit pokles cen chemických surovin – především ropy. V souvislosti s mohutnými investicemi do elektronického a elektrotechnického průmyslu v posledních dvou letech lze očekávat další růst přebytku ve skupině 7 – stroje i ve skupině 8 – různé průmyslové výrobky. Očekáváme, že současně s dalším rozšiřováním proexportně orientovaných výrob působících k růstu vývozu dojde ke zmírnění nárůstu strojních investičních dovozů.

Odhad bilance zahraničního obchodu za roky 2002 - 2003 (v mld. Kč, běžné ceny)

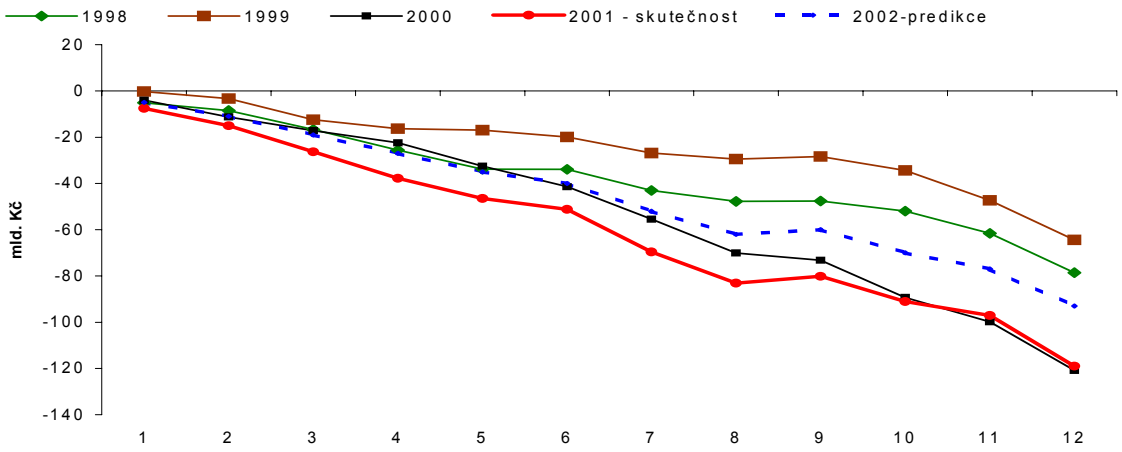
skupina SITC	název	1998	1999	2000	2001	2002	2003	mzr. změny mld. Kč 2001	mzr. změny mld. Kč 2002	mzr. změny mld. Kč 2003
0 - 9	celkem	-67,2	-64,4	-120,8	-119,0	-93,0	-87,0	1,8	26,0	6,0
0	potraviny a živá zvířata	-17,5	-19,7	-17,2	-19,2	-19,5	-19,5	-2,0	-0,3	0,0
1	nápoje a tabák	1,4	0,0	1,0	1,5	1,5	1,5	0,5	0,0	0,0
2	surové materiály (bez paliv)	-6,8	3,2	0,2	-1,7	-2,0	-1,0	-1,9	-0,3	1,0
3	nerostná paliva, maziva	-33,2	-38,8	-85,7	-87,6	-67,0	-65,0	-1,9	20,6	2,0
4	živočišné a rostlinné oleje, tuky	-1,5	-1,5	-1,4	-1,7	-1,5	-1,5	-0,3	0,2	0,0
5	chemikálie a příbuzné výrobky	-47,0	-52,8	-59,5	-69,5	-78,0	-83,0	-10,0	-8,5	-5,0
6	tržní výrobky podle materiálu	31,7	31,7	27,3	28,8	30,0	31,0	1,6	1,2	1,0
7	stroje a dopravní prostředky	-3,4	2,1	1,7	14,6	25,5	30,5	12,9	10,9	5,0
8	různé průmyslové výrobky	8,5	10,8	12,2	15,0	17,0	19,0	2,8	2,0	2,0
9	komodity jinde nezatříděné	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	0,3	0,1	0,0
celkem - 3		-34,0	-25,6	-35,1	-31,4	-26,0	-22,0			

Odhady vývoje obchodní bilance v roce 2002 na základě ekonometrických propočtů (-78,-96, -99, -100 mld. Kč), odvození od netto vývozu a strukturální analýzy s propočtením vývoje ve třídě 3 podle aktuálního referenčního scénáře signalizují celkové saldo na úrovni cca -95 mld. Kč. V případě pokračujícího rychlého nárůstu vývozů skupiny strojů je možno očekávat schodek ještě nižší.

12M klouzavé úhrny obchodní bilance (mld. Kč)

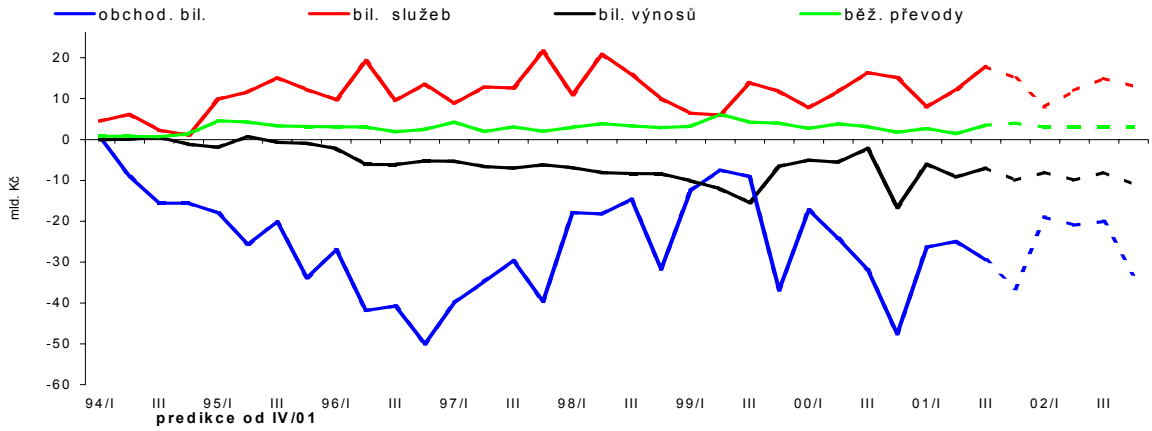


Kumulativní obchodní bilance



Za rok 2001 očekáváme schodek běžného účtu na úrovni cca 85 mld. Kč, což představuje -4,0 % HDP. Předpokládaný vývoj obchodní bilance v roce 2002 implikuje při očekávaném přebytku bilance služeb (cca 48 mld. Kč) a běžných převodů (cca 12 mld. Kč) a schodku bilance výnosů (cca -37 mld. Kč) a při použití středu predikce HDP dosažení cca 3,1 % podílu schodku běžného účtu (cca -70 mld. Kč) na HDP. V roce 2003 s využitím stejného instrumentária očekáváme záporné saldo obchodní bilance na úrovni cca 90 mld. Kč. Předpokládaný vývoj obchodní bilance znamená (při použití středu predikce HDP) dosažení cca 2,9 % podílu záporného salda běžného účtu (cca -70 mld. Kč) na HDP. Po avizovaném zpřesnění (zvýšení) hodnoty reinvestovaného zisku na výdajové straně bilance výnosů za rok 2000 a jejího odhadu za rok 2001 bude upravena i jeho predikce pro roky 2002 a 2003. Celkový dopad do schodku běžného účtu může představovat zvýšení o cca 15 – 20 mld. Kč.

Vývoj struktury běžného účtu (mld. Kč)



3. Trh práce

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	*prosinec 2001*	8.8	8.9
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	*listopad 2001*	x	4,3

Oproti 10., resp. 12. SZ nedošlo pro rok 2001, resp. 2002 k zásadnější změně predikce v oblasti trhu práce. Jednotlivé změny predikcí jsou dílčí, v souhrnu nicméně vedou k snížení inflačních rizik vývoje na trhu práce. Mírně se zvyšuje odhad míry nezaměstnanosti, naopak prognózovaný růst průměrné nominální mzdy pro rok 2002 se mírně snižuje. Mzdově nákladové indikátory lze aktuálně hodnotit jako vývoj, který nebude stimulovat zrychlení dynamiky inflace.

PREDIKCE PRO ROK 2002		
UKAZATEL	12. SZ	1. SZ
Zaměstnanost celkem v NH (mzr. změna v %)	0.0 až -1.0	0.0 až -1.0
Míra nezaměstnanosti - ke konci období (v %)	8.3 až 9.3	8.6 až 9.6
Průměrná nominální mzda ve sled. org. (mzr. změna v %)	7.7 až 8.7	7.7 až 8.7
Nominální mzdy a platy v NH (mzr. změna v %)	7.5 až 8.5	7.5 až 8.5
Jednotkové mzdové náklady (mzr. změna v %)	3.6 až 5.6	3.9 až 5.9

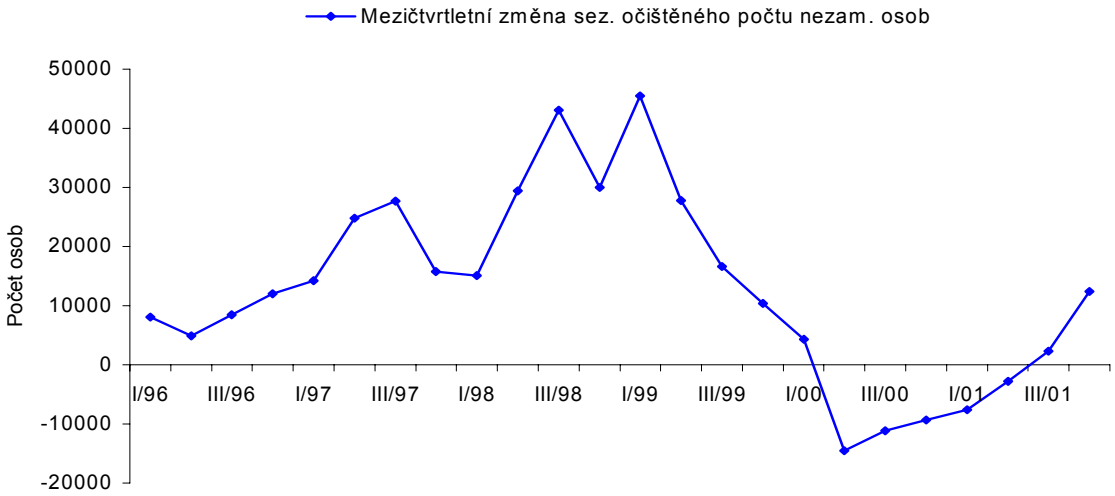
3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Shrnutí vývoje v roce 2001: v porovnání s předchozím rokem docházelo od druhého čtvrtletí k postupnému zhoršování vývoje hlavních veličin trhu práce. Po prvním čtvrtletí, kdy se v ekonomice obnovil po déletrvajícím poklesu růst **zaměstnanosti** o 0,7 %, dynamika růstu v následujících dvou čtvrtletích postupně oslabovala až na růst 0,1 % ve třetím čtvrtletí 2001. Na základě podrobnějšího rozboru indikátorů trhu práce očekáváme pro 4. čtvrtletí roku 2001 již pokles celkové zaměstnanosti a za celý rok 2001 růst do cca 0,3 %. **Míra nezaměstnanosti** ke konci prosince dosáhla 8,9 %, což úroveň prosince roku 2000 převyšuje o 0,1 procentního bodu. Pokles sezónně očištěného počtu nezaměstnaných osob se zastavil, od druhého čtvrtletí 2000 docházelo ke zpomalování poklesu a ve čtvrtém čtvrtletí k nárůstu počtu nezaměstnaných osob. Počet volných pracovních míst ve výši 52,1 tis. byl ke konci prosince nejnižší z celého roku 2001. Návazně se zvýšil počet uchazečů na jedno volné pracovní místo, prosincová hodnota 8,9 osob připadající na jedno volné pracovní místo byla nejvyšší od července roku 2000. Dlouhodobá nezaměstnanost, která představuje strukturální, regionální i sociální problém se stabilizovala na relativně vysoké úrovni, krátkodobá nezaměstnanost – do 1 roku se v souvislosti s oslabením růstu zaměstnanosti od třetího čtvrtletí zvyšuje. Nárůst krátkodobé nezaměstnanosti potvrzují i prosincové údaje o meziročním zvýšení (+ 0,7 proc. bodu) poskytovaných příspěvků v nezaměstnanosti.

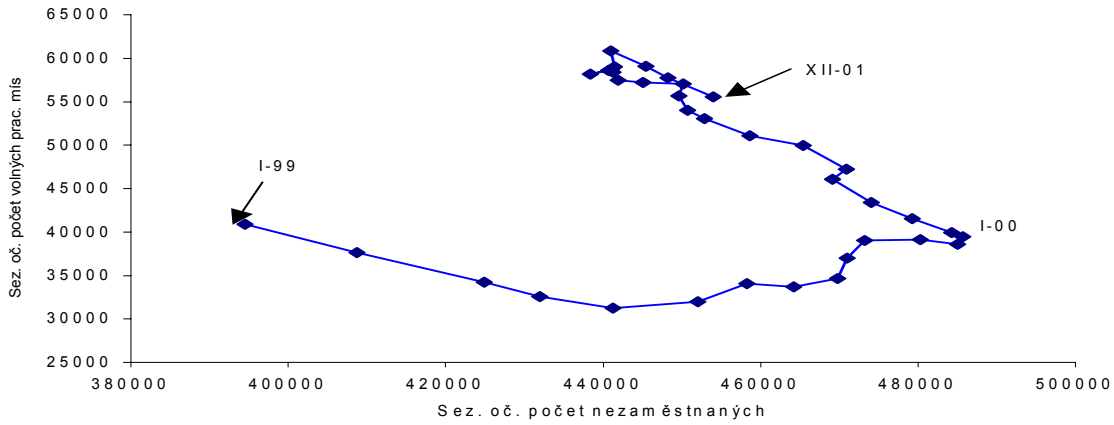
Tento vývoj by mohl signalizovat zpomalování poptávky (zejména exportu zboží a služeb) vlivem prohlubujícího se hospodářského ochlazování v zemích hlavních obchodních partnerů, které by se projevilo i na výkonnosti českých podniků a s určitým zpožděním i reakcí (na bázi Okunova zákona) veličin trhu práce[8].

[8] Dalším signálem, podporujícím pravděpodobnost tohoto vývoje je změna struktury přidané hodnoty u exportujících strojírenských podniků v neprospěch zisku.

Vývoj sezónně očištěného počtu nezaměstnaných osob



Vývoj volných pracovních míst ve vztahu k počtu nezaměstnaných osob



Očekávaný vývoj v roce 2002: změny v disponibilní pracovní síle ani změny v míře participace nebudou mít v letech 2002 a 2003 zásadnější význam pro vývoj zaměstnanosti. Rozhodující vliv bude připadat na faktory spojené s vývojem ekonomické aktivity, případně s vládní politikou zaměstnanosti. **V roce 2002 očekáváme pokles zaměstnanosti do jednoho procentního bodu a v porovnání s předchozím rokem mírný nárůst úrovně míry nezaměstnanosti v rozmezí 8,6 až 9,6 %.**

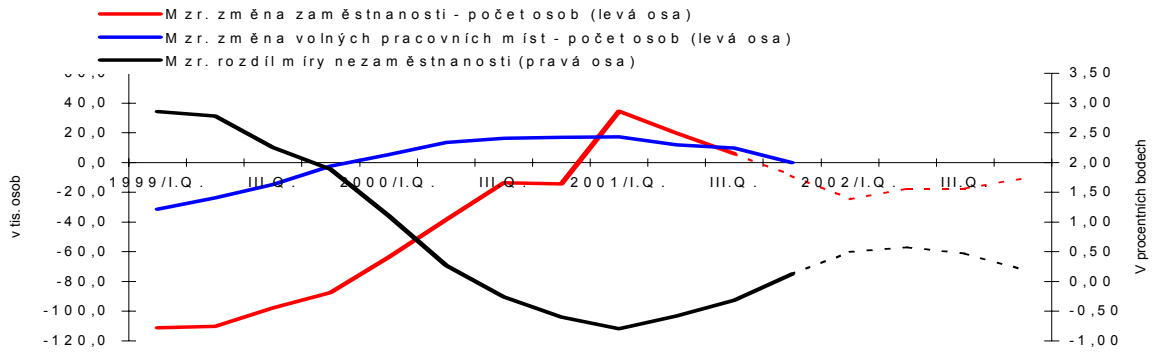
Dynamika růstu skutečného produktu se nachází pod úrovní tempa potenciálního produktu, což zatím nepřispívá k obratu ve vývoji veličin, tj. k nárůstu počtu zaměstnaných osob a k poklesu nezaměstnanosti. Prozatím nelze s ohledem na predikci vývoje HDP v roce 2002 a výhledu na rok 2003 předpokládat dosažení úrovně potenciálního produktu a pokles míry nezaměstnanosti pod NAIRU.

Míru nezaměstnanosti bude zvyšovat nekvalifikovaná pracovní síla, která se v současné době v rozhodující míře podílí na celkovém počtu neumístěných osob. Působení ekonomického růstu a přímých zahraničních investic nepřinese této skupině lidí vyhovující pracovní místa a

bude zvyšovat dlouhodobou nezaměstnanost. Tento problém, jehož rozsah se různí podle regionů, bude nadále řešen prostřednictvím různých forem aktivní politiky zaměstnanosti. Rovněž předpokládané strukturální změny spojované s očekáváním další vlny propouštění (energetika, spoje, bankovnictví) neumožní výraznější pokles míry nezaměstnanosti. Vládní politika zaměstnanosti se očekává v roce 2002 v návaznosti na návrh státního rozpočtu přibližně na stejné úrovni jako v minulém roce (předpoklad cca 4 mld. Kč na aktivní politiku zaměstnanosti). Z tohoto titulu nebude mít realizace aktivní politiky zaměstnanosti v roce 2002 vliv na změnu míry nezaměstnanosti a měla by podpořit její stabilitu. Naopak, postupně lze předpokládat působení některých dalších přijatých vládních opatření, zejména jde o pokračující systém investičních pobídek pro zahraniční i domácí investory. Opatření zahrnují programy na podporu subdodavatelů, průmyslových zón a další různé plošné a regionální programy, jejichž cílem je snížit míru nezaměstnanosti v ohrožených regionech. Lze však předpokládat, že účinnost těchto opatření se projeví spíše v horizontu několika příštích let.

Pro rok 2003 lze očekávat, že situace na trhu práce bude ovlivňována třemi základními faktory: blížícím se vstupem do EU, výsledky parlamentních voleb z předchozího roku a očekávaným pokračováním ekonomického růstu při očekávání růstu objemu pracovních sil a předpokladu konstantní míry participace. Zatímco blížící se vstup do EU zintensivní tlak na další restrukturalizaci podniků s dopadem na úsporu zaměstnanců, výsledky parlamentních voleb mohou ovlivnit vládní politiku zaměstnanosti. Pokračování ekonomického růstu při stabilitě počtu pracovních sil může vést k mírnému snížení míry nezaměstnanosti.

Vývoj vybraných indikátorů trhu práce



Základní údaje o vývoji ukazatelů trhu práce

UKAZATEL		SKUTEČNOST											PREDIKCE				
		I/99	II/99	III/99	IV/99	1999	I/00	II/00	III/00	IV/00	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001	2002	2003
Zaměstnanost celkem		-2.3	-2.3	-2.0	-1.8	-2.1	-1.3	-0.8	-0.3	-0.3	-0.7	0.7	0.4	0.1	-0.2	0.3	-0.4	0.0
z toho : zaměstnanci[1/]		-3.8	-3.4	-2.5	-2.1	-2.9	-1.8	-1.4	-1.3	-1.1	-1.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0
Míra nezaměstnanosti v % - ke konci období [4/]		8.4	8.4	9.0	9.4	9.4	9.5	8.7	8.8	8.8	8.8	8.7	8.1	8.5	8.9	8.9	9.1	8.9
Průměrná mzda ve sledovaných org.	(nominální)[2/]	8.6	8.0	8.7	7.9	8.2	7.0	5.8	6.2	7.2	6.6	9.3	9.3	8.9	8.7	9.0	8.2	8.0
	(reálné)	5.5	5.5	7.3	5.7	6.1	3.3	2.0	2.0	2.9	2.6	5.0	4.1	3.3	4.3	4.2	5.0	4.8
v tom: podnikatelská sféra	(nominální)	7.5	6.4	7.7	7.0	7.1	8.4	6.9	7.3	8.2	7.8	9.3	9.2	8.6	8.8	8.9	8.2	8.0
nepodnikatelská sféra	(nominální)	13.9	14.3	13.3	11.2	13.1	2.9	2.0	2.2	4.0	2.8	9.4	10.0	10.9	9.1	9.9	8.5	8.1
Mzdy a platy v NH	(nominální)[3/]	4.5	4.3	6.0	5.6	5.1	5.1	4.3	4.8	6.0	5.1	9.4	9.4	9.1	8.6	9.1	8.0	7.9
JMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)		6.7	5.5	5.5	4.5	5.5	2.1	1.8	2.4	2.2	2.2	5.2	5.4	5.6	5.6	5.5	4.9	3.6

Pramen: ČSÚ, propočet ČNB.

1/ Zaměstnanci dle VŠPS s jediným nebo hlavním zaměstnáním včetně členů produkčních družstev.

2/ Jedná se o mzdy zúčtované k výplatě, nikoli skutečně vyplacené.

3/ Průměrná mzda ve sledovaných organizacvích vynásobená zaměstnanci v NH.

4/ Rok 2001 je skutečnost.

3.2 Průměrná mzda, mzdy a platy

Odhad meziroční změny průměrné mzdy ve sledovaných organizacích **pro rok 2001** ponecháváme v intervalu z 10. SZ (8,4 až 9,4 %). Poslední známá skutečnost mzdy ve sledovaných organizacích v období třetího čtvrtletí a následně zveřejněné údaje ve vybraných odvětvích NH (průmysl a stavebnictví) v prvních měsících čtvrtého čtvrtletí posunují naši predikci do horní části uvedeného intervalu. Tento posun je také v souladu s informacemi z peněžnictví, ve kterém pokračovala výplata odstupného přibližně ve stejném rozsahu jako v minulém období.
Pro rok 2002 snižujeme odhad meziročního růstu průměrné nominální mzdy proti 10 . SZ o 0,3 p.b. (nový interval je 7,7 až 8,7 %). Na tomto snížení se podílela jak úprava vývoje v podnikatelské sféře (- 0,3 p.b.), tak úprava ve sféře nepodnikatelské (- 0,5 p.b.). **V podnikatelské sféře** při predikci přihlížíme předně k přehodnocení trendu vývoje míry nezaměstnanosti ze stagnace na mírný nárůst. Tento posun při očekávání krátkodobé stability Phillipsovy křivky implikuje mírné zpomalení růstu průměrné mzdy. V souladu s uvedeným posunem se zdají být i první výsledky kolektivních vyjednávání, vycházejících z doporučení ČMKOS (8 % růst nominální mzdy).

Tomuto doporučení odpovídají i první informace o uzavírání kolektivních smluv na vyšší úrovni a z nich plynoucí odhady o vývoji na podnikové úrovni. V měsíci lednu byly uzavřeny kolektivní smlouvy vyššího stupně odborovými svazy hornictví (mzr. nárůst 5,0 %) a některými obory v odborovém svazu KOVO (mzr. nárůst elektrotechnická asociace 3,0 %, hutnictví 6,0 %, letectví 4,0 %). Dle pracovníků ČMKOS, kteří se každoročně zúčastňují uzavírání podnikových kolektivních smluv v těchto oborech, vyšší kolektivní smlouvy naznačují mzr. nárůst průměrné nominální mzdy v uvedených oborech ve výši cca 6,0 %. Souhrnně by mzdové návrhy odborů při vyjednávání podle odhadu ČMKOS měly mířit k meziročnímu růstu průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře k 7,8 %. Po započtení krátkodobých diskrečních rizik, plynoucích z prodeje a následné restrukturalizace ve velkých podnicích (např. TELECOM a ČEZ) a z postupného dokončování výplaty odstupného uvolněným pracovníkům v peněžnictví (např. v ČS) odhadujeme mzr. růst průměrné nominální mzdy v intervalu 7,7 až 8,7 %.

Ve snížení mzr. dynamiky růstu průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře se promítlo snížení výdajů na mzdy a platy v ústředně řízené sféře a okresních úřadech (ROPO) o 1,5 mld. Kč vyplývající z rozhodnutí vlády při projednávání SR na rok 2002 v PS PČR. Po této úpravě činí mzr. růst průměrné nominální mzdy v rozpočtových a příspěvkových organizacích 7,4 %. Po započtení fondů sociálního zabezpečení, soukromých neziskových institucí (nadace, církevní školy) mzr. růst v nepodnikatelské sféře odhadujeme ve výši 8,5 %.

Pro rok 2003 očekáváme mzr. růst průměrné nominální mzdy ve sledovaných organizacích na obdobné úrovni jako v letošním roce. Úvaha u podnikatelské sféry nepředpokládá změny ve vývoji zaměstnanosti (stagnace na úrovni roku 2002). Stabilita ve vývoji růstu HDP neovlivní v podstatné míře vývoj průměrných mezd v podnikatelské sféře. Dle prvních informací z ČMKOS lze očekávat prodloužení platnosti letos navržených cílů, tj. nutnost prosazování růstu, nebo alespoň udržení reálných mezd a platů podle hospodářské situace odvětví anebo podniku. První velice hrubé odhady ČMKOS vychází z prognózy inflace na úrovni letošního roku (5 %). Po přidání participace na produktivitě práce k této minimální hodnotě růstu nominální mzdy odhad průměrné nominální mzdy ve statisticky sledované podnikatelské sféře činí dle ČMKOS cca 7,7 %.
Pokud jde o nepodnikatelskou sféru, ze Střednědobého výhledu na rok 2003 a 2004, jehož součástí je také výhled některých hlavních indikátorů v nepodnikatelské sféře lze odvodit odhad mzr. růstu mezd a platů ve veřejném sektoru ve výši 5,5 %. V případě platnosti našeho předpokladu jen mírného růstu

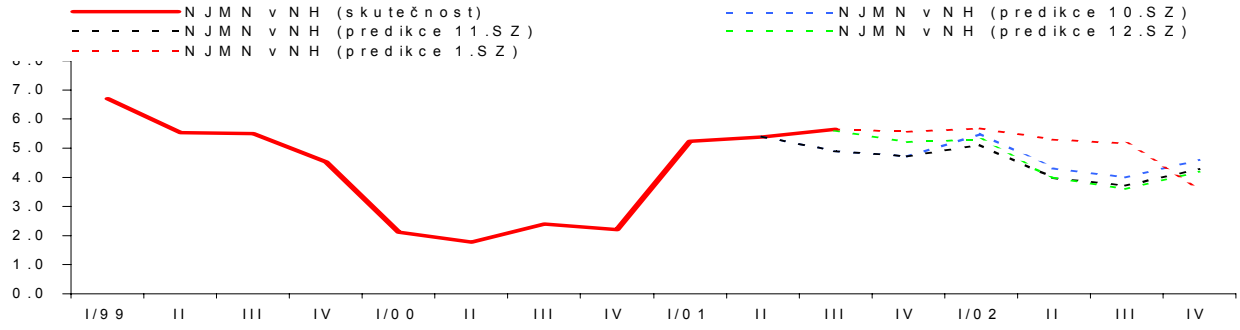
počtu zaměstnanců v rozpočtové sféře (+0,4 %) lze odvodit růst průměrné nominální mzdy ve výši 5,1 %. Námi vypočtená hodnota odpovídá také minimálnímu nárůstu vycházejícího ze sociálního smíru (predikce inflace z listopadu 2001 dle MF činí 4,0 % + požadavek minimálně jednoprocentního růstu reálné mzdy), Dále lze vycházet ze zohlednění reformy zákonů o odměňování (zákon o státní službě a modifikace platového systému), které dle MPSV mají vejít v tomto roce v platnost, lze očekávat nárůst v ROPO ve výši cca 7,0 %. Definitiva se bude dle informací MPSV týkat cca 70 000 lidí, u kterých dojde z titulu reformy k nárůstu o cca 40,0 %. Po započtení expertního odhadu průměrné mzdy v části, která není pokryta SR lze odhadnout mzr. růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře na 8,1 %.

3.3 Mzdově nákladové inflační tlaky

Předpokládaný vývoj mzdově nákladové inflace pro rok 2001 až 2002

Pro roky 2001 a 2002 dochází v predikci NJMN (souhrnný ukazatel rizik mzdově nákladové inflace) k posunu o cca 0,5 p.b. nahoru. Tato úprava je vyústěním dopadu protisměrné úpravy průměrné mzdy, počtu zaměstnanců (snížení mzr. růstu, resp. přechod mírného růstu v pokles) a meziroční snížení očekávaného ekonomického růstu. Nominální jednotkové mzdové náklady vzrostly dle našeho odhadu v roce 2001 o 5,5 %, v roce 2002 o 4,9 %. V roce 2002 se rizika vývoje NJMN nekoncentrují na rizika nadměrného růstu průměrné mzdy, ale na rizika zpomalení ekonomického růstu při dosažení vyjednané dynamiky mezd (viz změna odhadu meziročního růstu NJMN proti 10. SZ, aktuálně odvozená ze snížení odhadu ekonomického růstu pro tento rok). Celkem lze říci, že mzdově nákladové tlaky zůstávají na úrovni, kdy sice nepřispívají k urychlení cenového růstu, na straně druhé však nepřispívají k jeho zpomalení. Tato rizika s největší pravděpodobností budou významně oslabována předpokládaným vývojem dovozních cen.

Vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů v NH (skutečnost, predikce v 10., 11., 12. a 1. SZ, mzr. změny v %)



Pozn.: Od 4. čtvrtletí 2001 predikce.

4. Ostatní nákladové faktory

meziroční růst v %	*období*	*Scénář/predikce*	*skutečnost*
PPI v SRN	*11/2001*	2,3 [1)]	0,1
Uralská ropa	*12/2001*	-36,33 [3)]	-24,83
Efektivní kurs	*12/2001*	-5,21	--6,38
Ceny průmyslových výrobců	*12/2001*	0,8	0,8
Ceny zemědělských výrobců	*12/2001*	3,2[2)]	1,8
Směnné relace	*10/2001*	1,0[1)]	4,5
Úrovňové hodnoty			
Kurs Kč/EUR [2)]	*12/2001*	33,00 [4)]	32,592
Kurs Kč/USD [2)]	*12/2001*	35,87 [4)]	36,475
Cena uralské ropy (USD/barel) [2)]	*12/2001*	20 [3)]	18,22
Cena zemního plynu AEBP (USD/tis. m^3) [2)]	*10/2001*	135 [1)]	126,72

1) Průměrná hodnota za 4. čtvrtletí 2001
2) Predikce ze 6. SZ na průměr mzr. hodnot za 4Q 2001
3) *Průměrná hodnota za 4. čtvrtletí 2001 (z 11 a 12.SZ)*
4) *Průměrná hodnota za 4. čtvrtletí 2001 (z 12. SZ)*

Aktuální výhled ve vývoji směnného kursu a vývoje zahraničních vysvětlujících veličin cenového vývoje dovezené inflace (na základě publikace Consensus forecast) vedla k přehodnocení predikce dovozních i produkčních cen směrem k nižším hodnotám mzr. růstu (resp. vyšším hodnotám mzr. poklesu) oproti dosavadním predikcím. Působení ostatních determinantů na cenový růst dovozních a produkčních cen se oproti původním předpokladům nemění. Změněná predikce dovozních cen, cen průmyslových a zemědělských výrobců implikuje snížení inflačních tlaků na růst spotřebitelských cen oproti dosavadním predikcím, zejména v segmentu obchodovatelných ostatních komodit a cen potravin. Dovozní ceny budou po celý rok 2002 vykazovat výrazný mzr. pokles, k postupnému snižování tohoto mzr. poklesu dojde až v první polovině roku 2003. Ceny v průmyslové sféře sice v meziročním srovnání i nadále v průběhu roku 2002 mírně porostou, dynamika jejich mzr. růstu však výrazně nepřekročí 2 %. Ceny zemědělských výrobců v letošním roce přejdou postupně k výraznému mzr. poklesu (až o cca 6 %), k obnovení slabého mzr. růstu by mělo dojít až v roce 2003.

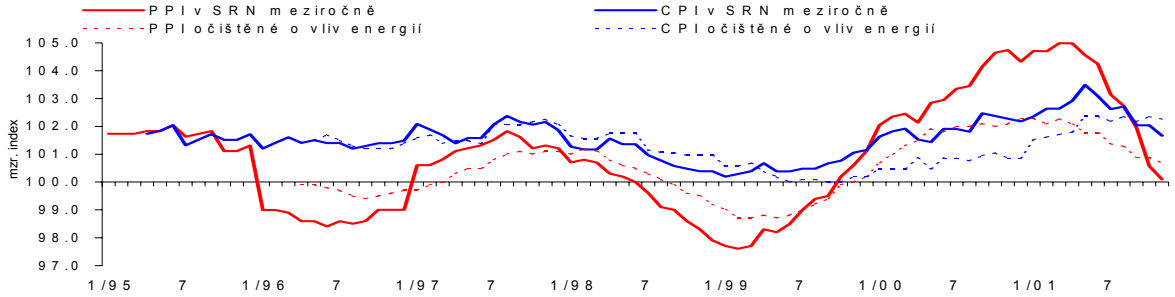
4.1 Dovezená inflace

Referenční scénář proxy proměnných, simulujících očekávaný vývoj exogenní tzv. dovezené inflace se proti 12. SZ mění (viz tabulka)

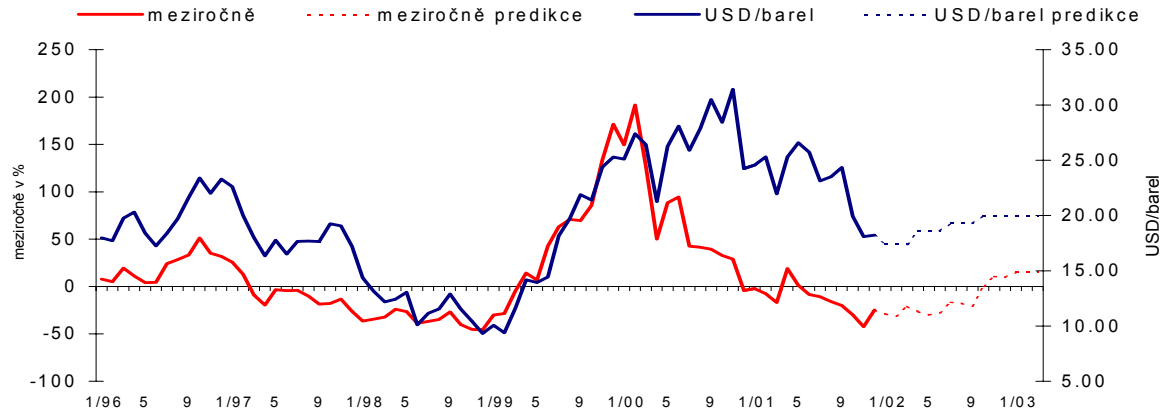
		1Q 02	2Q 02	3Q 02	4Q 02	1Q 03	2Q 03
PPI SRN (celorok, mzr. v %)	*12.SZ 2001*	1.3*				1*	
	1.SZ 2002	**0.2***				**1.6***	
Cena uralské ropy (USD/barel)	*12.SZ 2001*	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
	1.SZ 2002	**17.4**	**18.6**	**19.3**	**20.0**	**20.0**	**20.0**

* průměr za celý rok

Vývoj meziročních indexů PPI a CPI v SRN



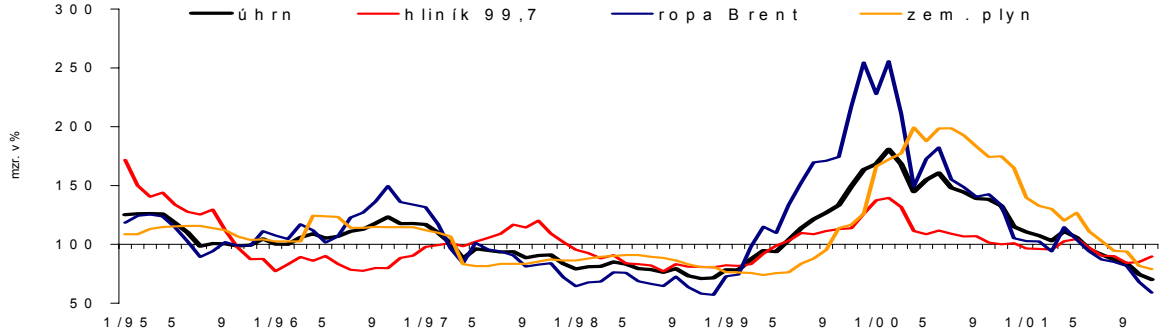
Meziroční změny ceny ropy uralské v % (levá osa) a v USD/barel (pravá osa)



V prosinci došlo k zastavení dosavadního poklesu cen ropy, když po několikaměsíčním poklesu se cena ropy uralské stabilizovala na úrovni mírně nad 18 USD/barel (18,22 USD/barel v prosinci oproti 18,08 v listopadu, při referenčním scénáři stabilně 20 USD/barel pro celý 4Q 2001). Rovněž rychleji oproti původním očekáváním docházelo ke snižování dynamiky meziročního PPI v SRN (z mzr. 1,9 % v září 2001 na 0,1% v listopadu 2001, průměr za uplynulých 11 měsíců letošního roku 3,3 % s výhledem na další snižování, při původním ref. scénáři na rok 2001 průměrně 3,8 %). Na snižování dynamiky růstu cen v průmyslu SRN jakožto nejdůležitějšího obchodního partnera se podílely jak ceny energetických surovin (vč. domácích, jako např.uhlí), tak i výrazné snížení dynamiky růstu cen v odvětvích zpracovatelského průmyslu. Obdobně tomu se i spotřebitelská inflace dále výrazně snižovala až na 1,7 % mzr. v listopadu 2001, což představovalo snížení dynamiky mzr. růstu oproti polovině roku 2001zhruba na polovinu (3,5 % v květnu 2001).

V listopadu 2001 oproti předchozímu měsíci světové ceny zahrnuté do indexu ČSÚ v úhrnu dále poklesly o 4,0 % (v říjnu o 11,0%). Ceny ropy se snížily o dalších 11,2 %, plynu o 1,4 %. Naopak ceny většiny ostatních ze sledovaných komodit rostly, nejvíce rostlinné oleje a kakao. V meziročním srovnání pak došlo k dalšímu prohloubení již tak výrazného meziročního poklesu světových cen většiny sledovaných komodit až na nejnižší hodnoty od roku 1995, odkdy je tento index sledován. V souhrnu byly v listopadu sledované ceny nižší o 29,7 % (v říjnu o 25,5 %), výrazněji vyšší ze sledovaných komodit byly pouze váhově málo významné ceny rostlinných olejů a kakaa, zatímco většina ostatních komodit vykázala výrazný pokles. Vývoj surovinového indexu za listopad 2001 v kontextu předchozích měsíců je nižší než původní očekávání. Kromě dramatického poklesu meziročních cen energetických surovin se na něm významnou měrou podílel i razantní pokles většiny ostatních skupin surovin, zejména kovů, což již nezanedbatelně působilo na nižší než očekávaný vývoj tzv. dovezené inflace v listopadu.

Vývoj surovinového indexu ČSÚ



4.2 Dovozní ceny

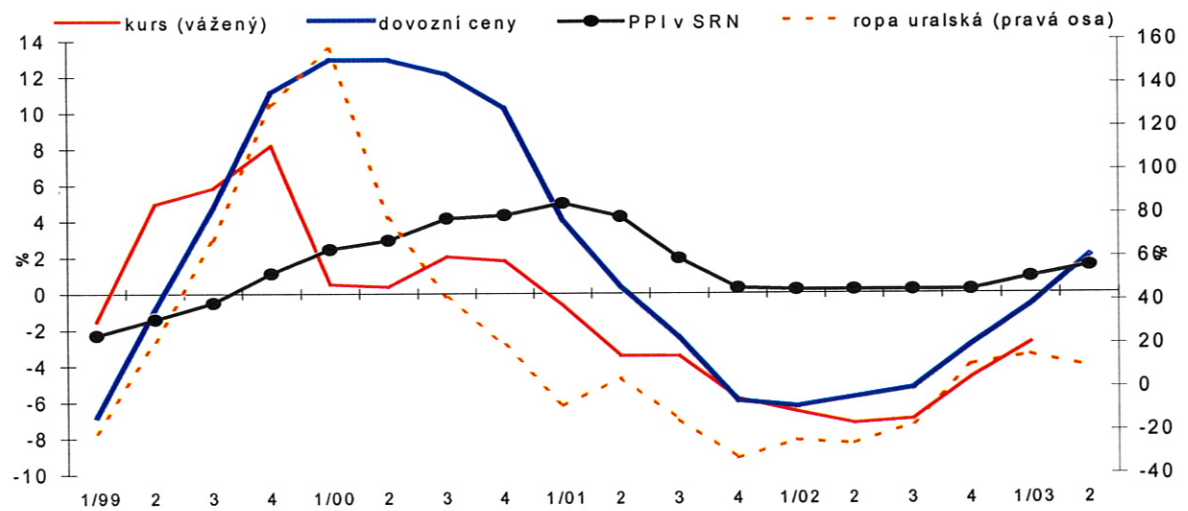
V meziročním srovnání již od května 2001 trvá pokles **dovozních cen**. V listopadu 2001 byly ceny nižší o 8,0 % Poklesly ceny téměř všech zbožových položek. Největší pokles o 30,9 % byl u nerostných paliv (hlavně u cen ropy, produktů rafinérského zpracování ropy, plynu), výrazně se snížily i ceny surovin o 11,6 % (zejména buničiny, textilních vláken a surového kaučuku). Ceny strojů a dopravních prostředků byly nižší o 3,1%. Vývoj dovozních cen za říjen, který byl ještě nižší než původní predikce založená na tzv. referenčních scénářích z 12. SZ naznačil rizika ještě nižšího vývoje dovozních cen oproti naší původní predikci dovozních cen směrem dolů.

Predikci dovozních cen měníme v důsledku změny referenčního scénáře vývoje devizového kursu **(viz tabulka) a změny predikce tzv. dovezené inflace (PPI v SRN). Dochází tak k ještě výraznějším poklesům meziroční dynamiky dovozních cen v posledním v celém průběhu roku 2002 (viz. tabulka).**

Změna referenčních scénářů směnného kursu

	sz	2002				2003			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Kč/EUR	*10.SZ*	33.75	33.75	33.5	33.5	33.25	33.25	33	33
	11.SZ	33.75	33.75	33.5	33.5	33.25	33.25	33	33
	12.SZ	32.75	32.75	32.5	32.5	32.25	32.25	32	32
	1. SZ 2002	**32.25**	**32.25**	**32**	**32**	**31.75**	**31.75**	**31.5**	**31.5**
USD/EUR	*10 -12. SZ*	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
	1. SZ 2002	**0.90**	**0.91**	**0.92**	**0.93**	**0.94**	**0.95**	**0.96**	**0.97**
Kč/USD	*10.SZ*	36.68	36.68	36.41	36.41	36.14	36.14	35.87	35.87
	11.SZ	36.68	36.68	36.41	36.41	36.14	36.14	35.87	35.87
	12.SZ	35.60	35.60	35.33	35.33	35.05	35.05	34.78	34.78
	1. SZ 2002	**35.83**	**35.38**	**34.72**	**34.33**	**33.72**	**33.43**	**32.89**	**32.62**
Ropa uralská USD/barel	*10.SZ*	25	25	25	25	25	25	25	25
	11.SZ	20	20	20	20	20	20	20	20
	12.SZ	20	20	20	20	20	20	20	20
	1. SZ 2002	**17.8**	**18.9**	**19.7**	**20.4**	**20.9**	**20.9**	**20.9**	**20.9**
Zemní plyn (dle struktury dovozu, USD/1000m3)	*10.SZ*	105	105	105	105	105	105	105	105
	11.SZ	105	100	90	90	90	90	90	90
	12.SZ	105	100	90	90	90	90	90	90
	1. SZ 2002	**102**	**95**	**92**	**95**	**95**	**95**	**95**	**95**

Predikce dovozních cen a jejich nejdůležitějších komponent (mzr.změny v %)

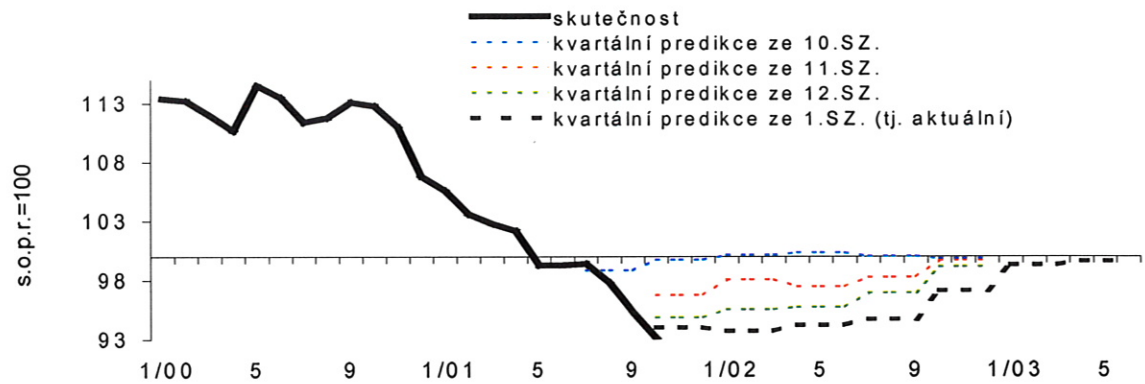


Dovozní ceny

čtvrtletí	3/2000*	4/2000*	1/2001*	2/2001*	3/2001*	4/2001	1/2002	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003
Dov. ceny meziročně (v %)	12.1	10.2	4.0	0.3	-2.5	-6.0	-6.3	-5.8	-5.3	-2.9	-0.7	2.0

* skutečnost

Dovozní ceny - skutečnost a predikce



Vývozní ceny meziročně klesaly až od srpna a v listopadu byl pokles 2,8 %. K největšímu snížení cen došlo u chemických výrobků o 10,8 % a u surovin (zejména kaučuku a vlákniny) o 10,4 %. Ceny strojů a dopravních prostředků byly nižší o 1,9 %.

Meziroční směnné relace v listopadu pokračovaly v příznivém trendu a dosáhly hodnoty 105,7.

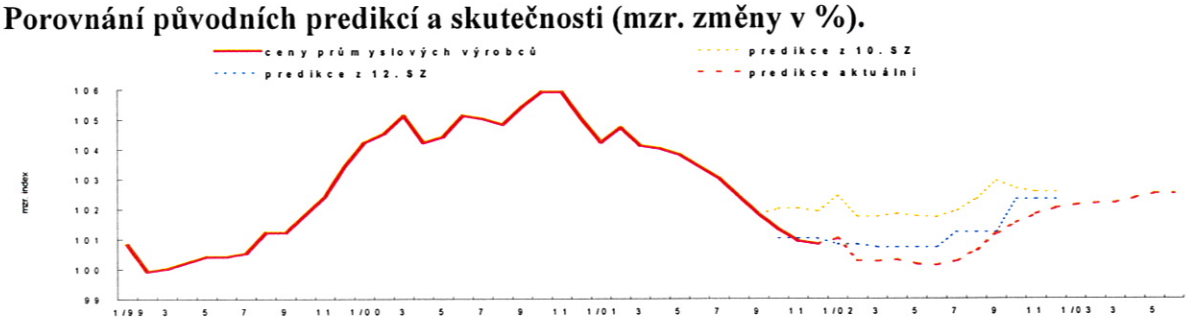
Za rok 2001 očekáváme kladnou mzr. změnu **reálných směnných relací** na úrovni cca 1,8 % (v důsledku výraznějšího mzr. poklesu dovozních cen v průběhu 2. pololetí 2001). Kladné směnné relace předpokládáme i v roce 2002 (cca 2,8 %). Vývoj reálných směnných relací bude v roce 2002 ovlivňován především vývojem dovozních cen energetických surovin - mzr. poklesem kontraktních cen ropy, resp. zemního plynu a mzr. apreciací nominálního kursu CZK/USD. Vývoj vývozních cen je spojen na jedné straně s postupně se oživující vnější poptávkou a na straně druhé s pokračující mzr. apreciací nominálního kursu CZK/EUR. V roce 2003 předpokládáme již jen nevýrazně pozitivní reálné směnné relace na úrovni cca 0,3 %.

4.3 Ceny průmyslových a zemědělských výrobců

Celková hladina cen průmyslových výrobců v prosinci mírně poklesla o 0,3 %. Nejvíce poklesly ceny produktů rafinérského zpracování ropy o 7,0 % a v chemickém a farmaceutickém průmyslu o 1,3 % (zejména základních chemikálií). Naopak vyšší ceny byly především v průmyslu skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot o 0,7 %.

Meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců se mírně zpomalilo na 0,8 % z 0,9 % v listopadu. Vývoj byl i nadále nejvýrazněji ovlivňován cenami produktů rafinérského zpracování ropy, které byly nižší o 31,9 %. Meziroční růst cen ve zpracovatelském průmyslu po očistění o odvětví rafinérského zpracování ropy a chemie dosáhl v prosinci 2001 1,9 %.

Porovnání původních predikcí a skutečnosti (mzr. změny v %).



V klíčovém zpracovatelském průmyslu očištěném o přímé vlivy změn cenové hladiny energetických surovin pokračoval i v závěru roku 2001 nadále trend postupného snižování hodnot mzr. růstu, což je přibližně méně než poloviční hodnota oproti počátku letošního roku. (1,9 % mzr. v prosinci 2001 oproti 4,5 % v červnu). Ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu došlo k poklesu meziročních hodnot cenového růstu. Potravinářský průmysl, který byl v prvním pololetí letošního roku významným tahounem růstu cen průmyslových výrobců v důsledku stagnace, resp. poklesu cenové hladiny nejvýznamnějších cen zemědělských výrobců, změnil již v srpnu t.r. trend směrem k významnému snižování dynamiky mzr. růstu. Naproti tomu dosavadní mírný pokles dynamiky mzr. růstu v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu se již v závěru minulého roku zastavil.

Vývoj cen průmyslových výrobců za prosinec odpovídá predikcím založených na referenčních scénářích pro zpracování 12.SZ. Pokles cen průmyslových výrobců tak ve zvýšené míře oproti původním očekáváním v předchozích situačních zprávách (10. a 11.) signalizuje předpokládaný pokles nákladových tlaků na inflační vývoj především v sektoru obchodovatelných komodit, zejména v důsledku rychlejší než očekávané apreciace směnného kursu a příznivějších cen surovin.

Dosavadní vývoj cen průmyslových výrobců signalizuje, že dopad externího nákladového šoku (vysoké dovozní ceny ropy a následně i dalších okruhů dovozních cen z druhé poloviny předloňského a počátku loňského roku) do cen ostatních odvětví nebyl v roce 2001 již významný a byl naopak výrazně vykompenzován prudkým poklesem korunových cen většiny surovin v posledním čtvrtletí t.r. a to i přes loňský méně příznivý mzdově - inflační vývoj ve srovnání s předchozími roky.

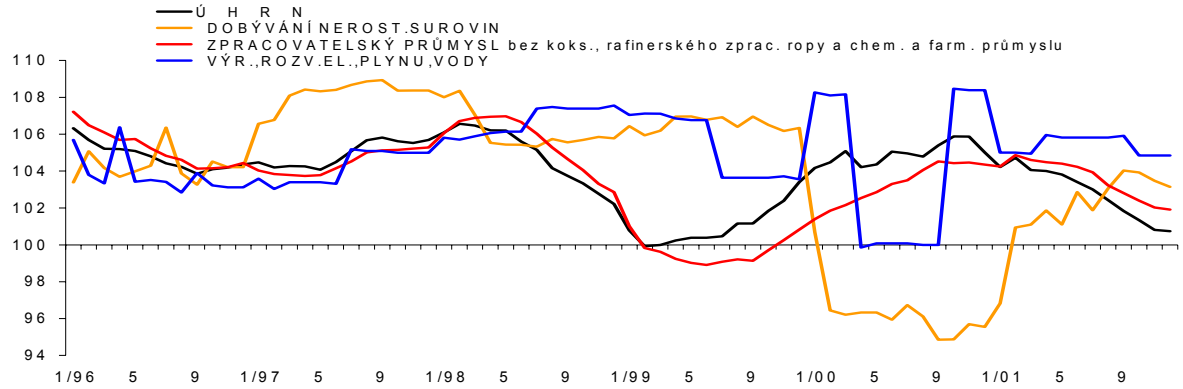
Predikci cen průmyslových výrobců dále snižujeme v posledním čtvrtletí letošního a v prvním pololetí příštího roku, zejména v důsledku opětovné změny predikce dovozních cen. Tento předpokládaný vývoj implikuje oproti původním předpokladům další pokles nákladových tlaků z průmyslové sféry na spotřebitelské ceny, zejména v sektoru obchodovatelných komodit. Mírná akcelerace dynamiky mzr. růstu cen průmyslových výrobců směrem k cca 2% mzr. růstu je, kromě vlivu nízké srovnávací základny loňského roku (dané především poklesem cen ropy v závěru roku 2001), zapříčiněna především obnovením mírného růstu cen surovin ve srovnání s rokem 2001. Předpokládáme, obdobně jako v roce 2001, že i v roce 2002 bude mít mzdový vývoj (s ohledem na předpokládaný vývoj produktivity) pouze malý vliv.

Predikce cen průmyslových výrobců (mzr. index)

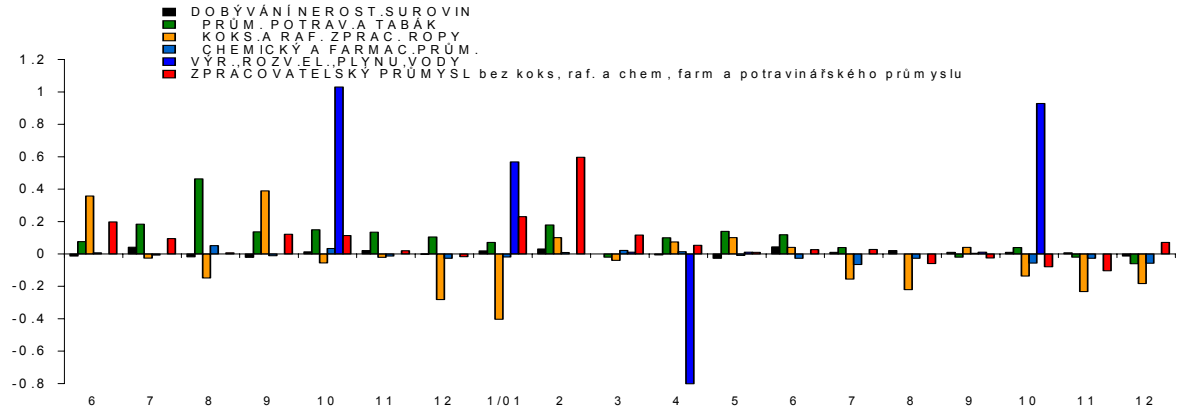
2001				2002				2003	
1Q*	2Q*	3Q*	4Q*	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
104.3	103.7	102.4	101.0	100.5	100.2	100.7	101.8	102.1	102.4

* skutečnost

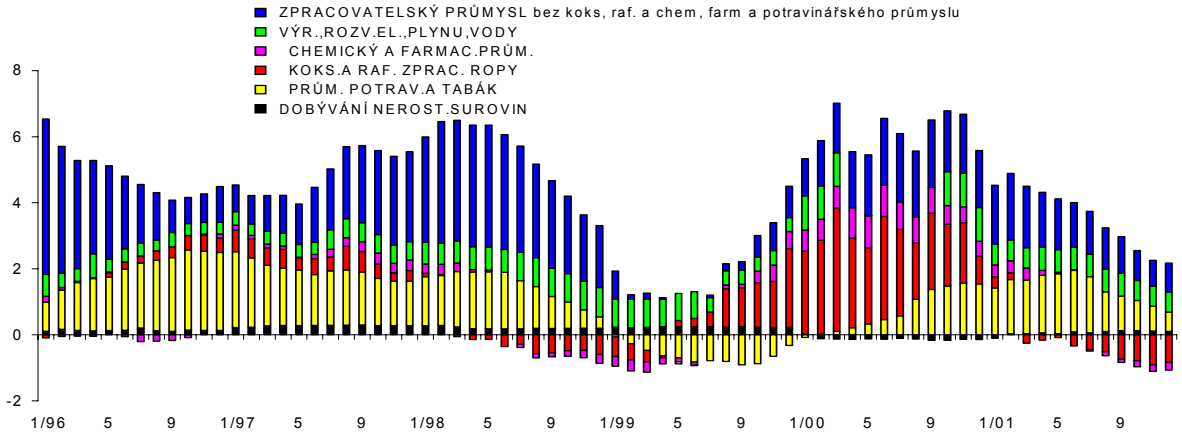
Meziroční růst cen v jednotlivých odvětvích průmyslu (v %)



Struktura meziměsíčního růstu cen průmyslových výrobců v letech 2000 a 2001 (v procentních bodech)



Struktura meziročního růstu cen průmyslových výrobců (v procentních bodech)



Dynamika vývoje meziročních hodnot **cen zemědělských výrobců** se v prosinci 2001 dále snížila na 1,8 %. Ceny živočišných výrobků mzr. vzrostly o 0,7 % v důsledku růstu cen prasat, drůbeže a mléka, na druhé straně poklesly ceny skotu a vajec. U rostlinných výrobků se ceny zvýšily meziročně o 3,7 %, přitom vzrostly především ceny ovoce (jablka, v jejichž cenách se promítá mimořádná úroda v roce 2000 a nižší v r. 2001), brambor, olejnin a zeleniny. Naopak poklesly ceny obilovin. Tento vývoj (tj. výrazné snižování dynamiky mzr. růstu cen zemědělských výrobců) byl v souladu s předpokládanou trajektorií predikce cen ze 6-10. SZ.

Dosavadním hlavním faktorem stagnace, resp poklesu cenové hladiny nejdůležitějších zemědělských komodit je zejména vliv nadprůměrné domácí sklizně v kombinaci s poklesem cen řady zemědělských komodit v zahraničí. Rekordně vysoké ceny zemědělských komodit z první poloviny letošního roku se tak pozvolna vracejí na nižší hodnoty dosahované v minulém roce. Tento námi očekávaný vývoj, korespondující i s výrazným snížením dynamiky růstu cen v potravinářském průmyslu, představuje významné oslabení nákladových rizik spotřebitelské inflace u cen potravin a za předpokladu pokračování tohoto trendu i v několika příštích měsících implikuje relativně velmi nízký cenový růst cen potravin

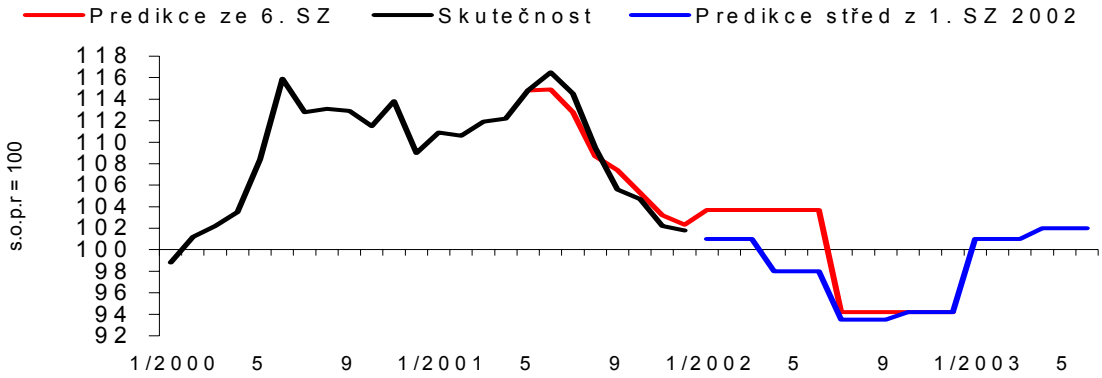
v letošním roce. Změněné předpoklady kursového vývoje implikují ceteris paribus zvýšení tlaků dovážených agrárních produktů na domácí cenovou hladinu zemědělských výrobců a implikují tak i vyšší pravděpodobnost rychlejšího snižování dynamiky meziročního růstu cen zemědělských výrobců oproti původním predikcím. Z tohoto důvodu snižujeme dosavadní predikci cen zemědělských výrobců.

Predikce cen zemědělských výrobců

	1/2001*	2/2001*	3/2001*	4/2001*	1/2002	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003
CZV (mzr v %)	11.1	14.5	9.9	2.9	1.0	-2.0	-6.5	-5.8	1.0	2.0

*skutečnost

Predikce cen zemědělských výrobců a skutečnost



5. Vnější prostředí

Vývoj cen surovin a potravin na světovém trhu v roce 2001 lze hodnotit jako pokračování prudkého poklesu, započatého ve druhé polovině roku 2000. V průběhu roku 2001 došlo u významných, do ČR dovážených, komodit k následujícím poklesům: ropa o 20 %, plyn dlouhodobé kontrakty o 20 %, kovy o 15 až 25 %, technické a textilní suroviny o 15 až 40 %, káva o 40 %. Ceny obilnin se výrazněji nezměnily a k růstu o 65 % došlo vlivem neúrody u kakaa. Dna poklesu cen většiny komodit bylo dosaženo v říjnu 2001. Od listopadu došlo u některých významných komodit k růstu. K vyššímu růstu o cca 25 až 40 % došlo za poslední dva a půl měsíce u cen textilních surovin. Růst cen kovů představoval cca 8 až 12 % a obdobně vzrostly ceny obilnin a kakaa. Příčinou růstu cen některých komodit byla pravděpodobně korekce předcházejícího příliš prudkého poklesu. Do budoucna lze očekávat stagnaci cen na současné nízké úrovni v první polovině letošního roku a postupný návrat k obvyklým úrovním ve vazbě na oživení světové poptávky. U cen ropy bylo dna poklesu, vlivem dlouho neúspěšného jednání producentů o omezení nabídky, dosaženo až v prosinci (cca 18 USD/barel ropy Brent). Hledání dohody o rozsahu exportu mezi producentskými zeměmi sdruženými v OPEC a ostatními významnými producenty bylo ukončeno na přelomu roku 2001 a 2002. Dle dohody by země OPEC měly omezit export o 1,5 mil. barelů denně a ostatní producenti o téměř 0,5 mil barelů denně. Přestože trhy příliš nevěřily, že producentské země budou dohodu striktně dodržovat, vzrostla cena ropy (Brent 1 měs. kontrakty) krátkodobě z nejnižší úrovně cca 18 USD/barel až o cca 4 USD na cca 22 USD/barel. Po zveřejnění údajů o stavu zásob ropných produktů však postupně poklesla až na cca 19 USD/barel. Další vývoj cen ropy bude záviset na dodržování dohody o omezení těžby mezi producentskými zeměmi. V případě naplnění dohody není vyloučen návrat cen ropy do dolní poloviny cenového koridoru deklarovaného v roce 2000 zeměmi OPEC (v rozmezí 22 až 28 USD/barel). Lednová prognóza ceny ropy /podle Consensus Forecasts/ oproti minulé prognóze velmi mírně vzrostla a nyní předpokládá úroveň ceny WTI v dubnu 2002 na úrovni 21,1 USD/barel a v lednu 2003 na úrovni 23,3 USD/barel (této hodnotě by odpovídala cena uralské ropy 20,9 USD/barel). Rozptyl prognóz jednotlivých institucí je poměrně široký a pohybuje se v rozmezí 18 až 28 USD/barel, to je výrazem značných nejistot v predikci.

Cenový vývoj v EU nevybočil z dosavadních trendů. Ceny průmyslových výrobců dále prohloubily meziroční pokles, kterého bylo poprvé dosaženo v říjnu 2001 (v listopadu ceny průmyslových výrobců v EU meziročně poklesly o 1,1 %, v eurozóně o 1,3 %). Pozvolný meziroční pokles tempa růstu spotřebitelských cen nastoupený v červnu 2001 v prosinci nepokračoval. Meziroční růst spotřebitelských cen v eurozóně stagnoval na listopadové úrovni 2,1 % a v EU spotřebitelské ceny meziročně vzrostly z listopadových 1,8 % na 2,0 % v prosinci. V souvislosti s přechodem na euro v oblasti oběživa je očekáváno krátkodobě mírné zvýšení cen. Prognóza Consensus Forecasts předpokládá pro rok 2002 růst spotřebitelských cen ve výši 1,7 % pro EU, 1,3 % pro Německo a 1,6 % pro USA (průměrná meziroční míra růstu). V roce 2003 by mělo dojít k mírnému urychlení míry růstu spotřebitelských cen především v USA na 2,5 %. V Německu (1,5 %) a v EU (1,8 %) by mělo být urychlení růstu nevýznamné.

Již podruhé byly revidovány statistické údaje o hospodářském růstu v USA za 3. čtvrtletí 2001, v jejich rámci došlo k dalšímu snížení meziročního růstu na 0,5 % (původní hodnota 0,8 %, 1. revize 0,6 %). Německý Spolkový statistický úřad odhadl hospodářský růst v Německu za rok 2001 na 0,6 %. Této hodnotě by odpovídalo dosažení meziročního poklesu HDP ve 4. čtvrtletí o 0,5 %. Odhady hospodářského růstu v nejdůležitějších světových ekonomikách za rok 2001 činí cca 1 % pro USA, cca 1,5 % pro EU a cca 0,6 % pro Německo.

V posledních dvou měsících již nedochází k revizím prognóz hospodářského růstu, které byly v průběhu loňského roku velmi časté. Jako klíčové pro posouzení délky a hloubky světové recese jsou považovány údaje o hospodářském vývoji v USA ve 4. čtvrtletí 2001. Prognózované hodnoty růstu pro nejvýznamnější světové ekonomické regiony se pro rok 2002 stabilizovaly a pohybují se v následujících rozpětích (Německo 0,1 až 1,25 %, EU 0,8 až 2,2 %, USA 0,0 až 1,6 % a Japonsko –2,3 až – 0,1 %). Nejistoty panují ohledně obnovení hospodářského růstu. Většina analytiků ho zasazuje do druhého pololetí roku 2002, ale někteří z nich, především z komerční oblasti varují, že by k urychlení růstu mohlo dojít později. Předpovědi Consensus Forecasts pro nejdůležitější světové ekonomiky na rok 2002 zůstávají s výjimkou Japonska nezměněny (USA 0,9 %, Německo 0,7 %, EU 1,3 %). Prognóza růstu HDP Japonska v roce 2002 se mění z –0,6 % na –1,2 %. Hospodářská a měnová krize v Argentině vyústila v lednu 2001 ve státní bankrot (neschopnost splácet závazky) a silnou devalvaci pesa. Vzhledem k malé váze argentinské ekonomiky nebude mít tamní hospodářský vývoj významný dopad na světový růst, může však nepříznivě ovlivnit vývoj v Jižní Americe. Přímé dopady na českou ekonomiku budou, vzhledem k rozsahu vzájemných ekonomických vztahů, zanedbatelné.

Prognóza meziročního růstu HDP v % v nejdůležitějších světových ekonomikách

	2001	2002	2003
USA	1,0	0,9	3,5
EU	1,5	1,3	2,7
Německo	0,6	0,7	2,5
Japonsko	-0,3	-1,2	0,7

Pramen: Consensus Forecasts

Trend poklesu měnově politických sazeb pokračoval v závěru roku 2001 i v lednu 2002. V prosinci došlo ke snížení základní měnověpolitické sazby v USA (Federal Funds Rate) o 0,25 p.b. na 1,75 % (v průběhu roku 2001 došlo ke snížení sazeb celkem o 4,25 p.b.). V lednu snížila ve dvou krocích svou základní sazbu Maďarská národní banka celkem o 0,75 p.b. na 9,0 % a Bank of Canada o 0,25 p.b. na 2,0 %.

Kurz eura vůči americkému dolaru osciloval v prosinci 2001 a na počátku ledna 2002 kolem hodnoty 0,9 USD/EUR, ve druhé lednové dekádě byla patrná tendence k mírnému posílení USD na 0,88 USD/EUR, především v důsledku lepšího než očekávaného vývoje maloobchodních prodejů v USA za prosinec 2001. Prognóza Consensus Forecasts očekává mírné oslabení dolaru v horizontu 3 měsíců na 0,908 USD/EUR, další oslabení v ročním horizontu na 0,939 USD/EUR a další ve dvouletém horizontu na 0,971 USD/EUR.

III. Inflace

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce	skutečnost	predikce	skutečnost
Index spotřebitelských cen	prosinec 2001	0,2	0,1	4,3	4,1
Čistá inflace	prosinec 2001	0,3	0,2	2,5	2,4
Ceny potravin, nápoje, tabák	prosinec 2001	0,4	0,9	2,4	2,9
Korigovaná inflace	prosinec 2001	0,2	-0,3	2,6	2,1

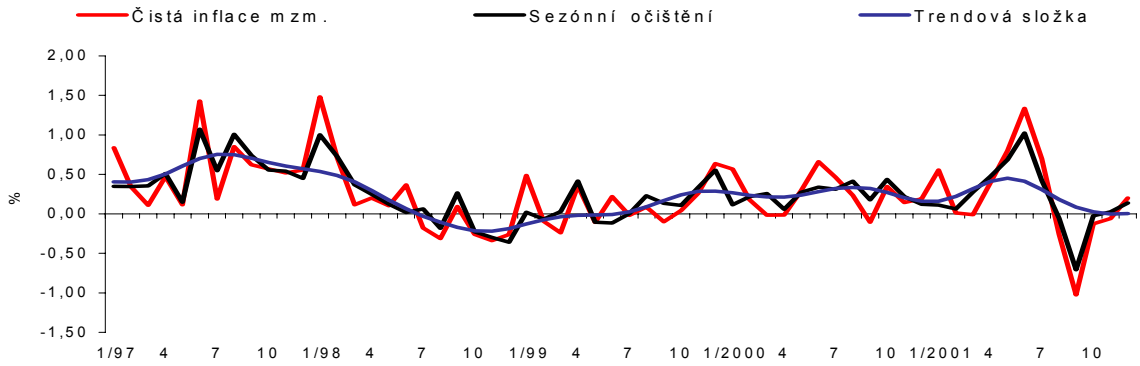
1. Minulý vývoj

Spotřebitelské ceny v prosinci 2001 meziměsíčně slabě vzrostly. Příznivě na vývoj cen působil především pokles cen pohonných hmot (-6,3 %) a nízká korigovaná inflace bez pohonných hmot (cca 0,1 %). Vyšší růst zaznamenaly pouze ceny potravin, avšak to odpovídá běžnému sezónnímu vývoji. Regulované ceny meziměsíčně stagnovaly.

Meziměsíční inflace v prosinci byla jen mírně nižší, než jsme očekávali, především v důsledku neočekávané výše poklesu cen pohonných hmot (jako důsledek odchylky scénářových veličin). Cenový vývoj v prosinci odpovídal v zásadě běžnému sezónnímu pohybu a nepřinesl žádný signál o významnějších rizicích zrychlení či zpomalení inflačního pohybu proti aktuální predikci ČNB. Odchylky od predikce v dílčích segmentech nemají vliv na zásadnější změny dynamiky cenového pohybu. Růst cen potravin byl - kromě sezónního vlivu v důsledku tradičního zvýšení poptávky před vánočními svátky - kompenzací pomalejšího růstu cen v předchozích dvou měsících. Pokles cen pohonných hmot byl odpovídající reakcí na pokles cen ropy. Vývoj cen položek korigované inflace bez pohonných hmot znovu potvrdil hypotézu, že v této časové řadě se "vytrácí" výraznější vánoční sezónní zrychlení cen běžné do roku 1999. Považujeme to za důsledek vzniku silného konkurenčního prostředí. V rámci korigované inflace ceny obchodovatelných ostatních položek bez pohonných hmot poklesly o 0,1 % a ceny neobchodovatelných ostatních položek (neregulovaných) vzrostly o cca 0,2 %.

Příznivý vývoj meziměsíční čisté inflace v posledních měsících způsobil pokles trendové složky čisté inflace.

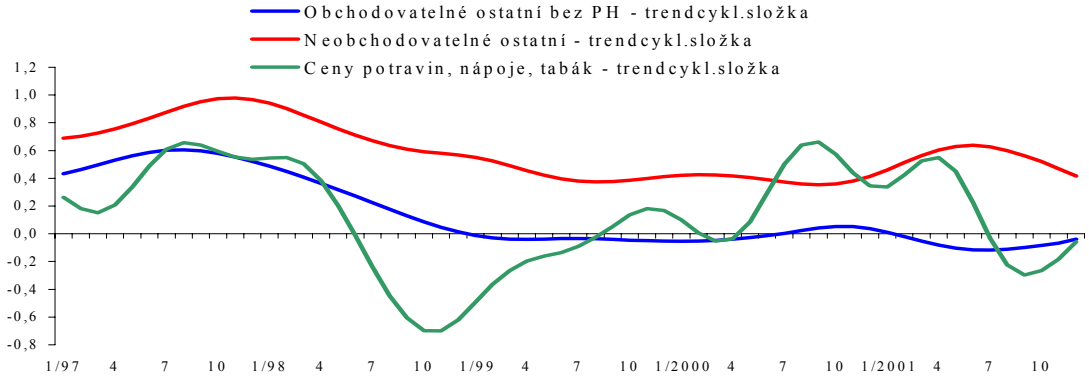
Sezónně očištěné hodnoty a trend mzm. čisté inflace (v %)
(řadu mzm. indexů jsme získali přímým napojením údajů spočtených na starém a novém spotřebním koši)



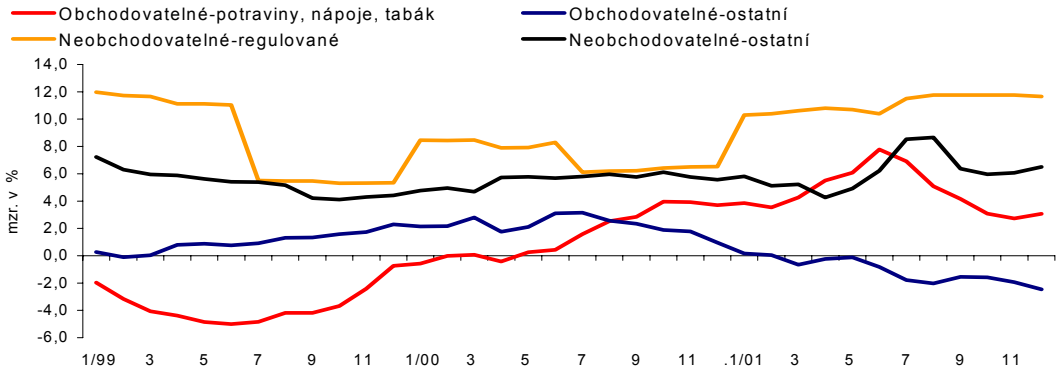
Ve vývoji trendové složky mzm. změn cen obchodovatelných ostatních položek bez pohonných hmot a cen neobchodovatelných položek ostatních (neregulovaných) nedošlo proti minulé SZ ke změně. Trendová složka cen obchodovatelných ostatních položek bez pohonných hmot nadále mírně stoupá a trendová složka cen neobchodovatelných položek

ostatních (neregulovaných) naopak mírně klesá. U trendové složky mzm. změn cen potravin došlo proti minulé SZ k přechodu od stagnace k jejímu růstu.

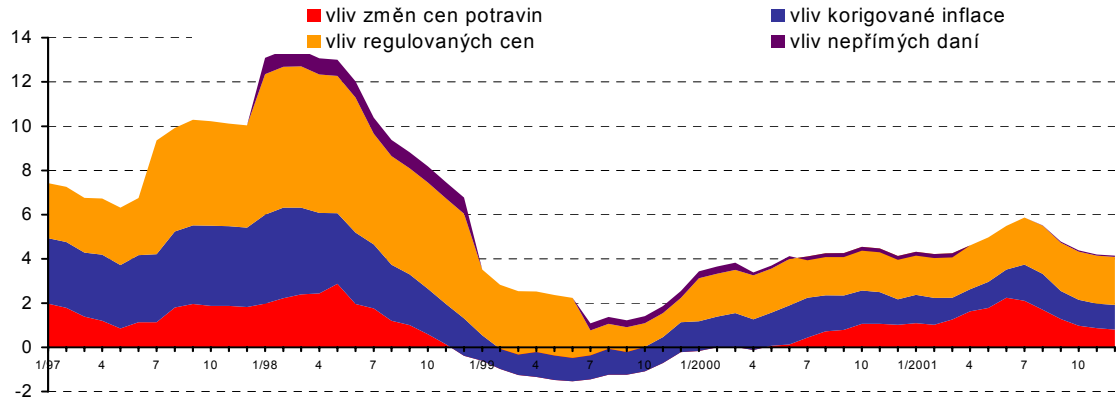
Trendové složky mzm. řad složek čisté inflace (v %)
(řady mzm. indexů jsme získali přímým napojením údajů spočtených na starém a novém spotřebním koši)



Meziroční růst jednotlivých skupin cen (v %)
(řadu mzr. indexů jsme získali přímým napojením údajů spočtených na starém a novém spotřebním koši)



Struktura mzr. růstu spotřebitelských cen (v %)
(řadu mzr. indexů jsme získali přímým napojením údajů spočtených na starém a novém spotřebním koši)



2. Predikce pro rok 2002

Aktuální a očekávaný vývoj hlavních faktorů inflace.
Pokud jde o **exogenní faktory**, očekáváme jejich výrazně příznivý vývoj, který spolu **s očekávanou apreciací devizového kursu** povede k výraznému meziročnímu poklesu dovozních cen v průběhu celého roku 2002**.**

Odhadovaný růst domácí poptávky a HDP, který se proti předchozím třem SZ výrazněji nemění, nevytváří podstatnější rizika spotřebitelskou poptávkou tažené inflace. Predikce předpokládá, že nebyl dosud uzavřen gap mezi potenciálním a reálným produktem. Mírně proinflační charakter si udržuje vývoj agregátních **nominálních jednotkových mzdových nákladů.** V očekávaných podmínkách protiinflačního působení externích faktorů by však rozdíl mezi vývojem jednotkových mzdových nákladů a růstem cen (cca 1,0 proc. bod) neměl být, s přihlédnutím k minulým zkušenostem, faktorem výrazně měnícím vývoj inflace**.** Obdobně lze hodnotit i předpokládaný vývoj **průměrné mzdy** z pohledu tvorby kupní síly domácností, na ni navazující predikci **spotřeby domácností** a předpokládaný vývoj **tržeb v maloobchodě.**

Hlavní faktory inflace (mzr. změny v %)

Období	Efektivní kurs*	Cena ropy	Dovozní ceny**	Ceny prům. výrobců	Reál.spotřeba domácností	Průměrná mzda ve sled. org., b.c.	NJMN v NH****	Ceny zeměděl. výrobců	Mzdy a platy v NH, v b.c. ***	Tržby v maloobchodě	M 2
1.Q99	-1.58	-21.05	-6.8	0.2	2.5	8.6	6.7	-8.5	4.3	1.2	10.1
2.Q99	4.90	21.21	-0.9	0.3	2.5	8.0	5.5	-16.9	4.3	3.5	9.3
3.Q99	5.79	67.82	4.7	1.0	2.1	8.7	5.5	-16.0	6.0	0.5	8.3
4.Q99	8.15	130.14	11.1	2.5	2.2	7.9	4.5	-3.6	5.6	4.1	8.1
1.Q00	0.47	156.13	12.9	4.6	1.5	7.0	2.1	0.7	5.1	6.0	7.6
2.Q00	0.32	77.63	12.9	4.6	1.6	5.8	1.8	9.3	4.3	4.7	5.8
3.Q00	1.98	41.12	12.1	5.1	2.5	6.2	2.4	12.9	4.8	2.9	6.9
4.Q00	1.74	19.16	11.9	5.6	1.3	7.2	2.2	11.4	6.0	2.9	6.5
1.Q01	-0.71	-8.85	4.0	4.3	3.4	9.3	5.2	11.1	9.4	3.7	7.8
2.Q01	-3.50	3.92	0.3	3.7	4.0	9.3	5.4	14.5	9.4	4.0	13.1
3.Q01	-3.51	-15.52	-2.5	2.4	3.4	8.9	5.6	10.5	9.1	3.7	12.0
4.Q01	-5.87	-33.10	-6.0	1.0	3.4	8.7	5.6	2.9	8.6	3.7	11.6
2001	-3.40	-13.39	-1.1	2.9	3.5	9.0	5.5	9.6	9.1	3.8	11.6
1.Q02	-6.62	-24.82	-6.3	0.5	3.0	8.9	5.7	1.0	8.6	3.3	9.3
2.Q02	-7.25	-26.54	-5.8	0.2	3.1	8.3	5.3	-2.0	8.1	3.3	6.6
3.Q02	-7.03	-17.45	-5.3	0.7	2.9	8.4	5.2	-6.5	8.2	3.2	7.1
4.Q02	-4.71	-14.73	-2.9	1.8	3.1	7.1	3.6	-5.8	7.1	3.3	10.5
2002	-6.40	-13.39	-5.1	0.8	3.1	8.2	4.9	-3.3	8.0	3.3	10.5
1.Q03	-2.80	14.44	-0.7	2.1	2.9	8.4	4.4	1.0	8.3	3.2	10.6
2.Q03	-2.64	8.42	2.0	2.4	2.9	7.4	3.7	2.0	7.7	3.2	10.6
2003	-2.63	7.08	0.6	2.5	2.9	8.0	3.6	3.5	7.9	3.2	10.8

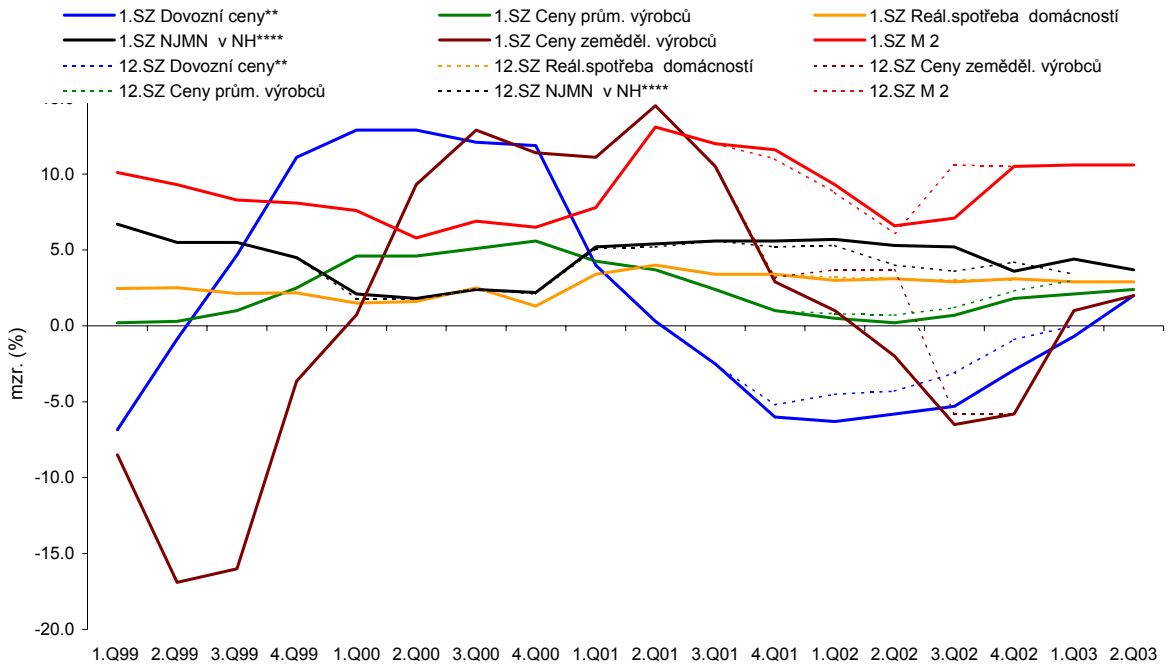
*0.75*EUR + 0.25*USD

**ekonometrický model DC v závislosti na váženém kursu, cenách uralské ropy a zemního plynu a vývoji PPI v SRN

*** průměrná nominální mzda ve sledovaných organizacích vynásobená počtem zaměstnanců v NH

**** na základě průměrné mzdy ve sledovaných organizacích, počtu zaměstnanců a HDP, v b.c.

Hlavní faktory inflace (mzr. změny v % - aktuální predikce a predikce z 12. SZ)



Rozdíl v predikci hlavních faktorů inflace proti 12. SZ (mzr., změny v %)

Období	Efektivní kurs*	Cena ropy	Dovozní ceny**	Ceny prům. výrobců	Reál.spotřeba domácností	Průměrná mzda ve sled. org., b.c.	NJMN v NH****	Ceny zeměděl. výrobců	Mzdy a platy v NH, v b.c. ***	Tržby v maloobchodě	M 2
1.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
2.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
4.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
1.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
2.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
3.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
4.Q01	-0.69	-4.40	-0.8	0.0	0.0	0.3	0.4	-0.3	0.1	0.1	0.6
2001	-0.11	-1.10	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.6
1.Q02	-0.88	-8.35	-1.8	-0.3	-0.2	0.7	0.4	-2.7	0.3	0.0	0.5
2.Q02	-1.29	-3.87	-1.5	-0.5	0.0	0.4	1.3	-5.7	0.1	0.1	0.5
3.Q02	-1.61	-1.97	-2.2	-0.5	-0.1	0.3	1.6	-0.7	0.0	0.1	-3.5
4.Q02	-1.27	-14.83	-2.0	-0.5	0.1	-1.3	-0.6	0.0	-1.5	0.2	0.0
2002	-1.26	0.24	-1.9	-0.5	0.0	0.0	0.6	-2.3	-0.3	0.1	0.0
1.Q03	-1.27	14.44	-0.7	-0.9		0.7	1.0				
2. Q03											
2003	-1.10	7.08	0.2	-0.5		0.2	0.1				

Předpoklady o vývoji jednotlivých skupin spotřebního koše.

Podrobnější predikce **regulovaných cen** je obsahem přílohy, která je k disposici u měnové sekce a která informuje o očekávaném vývoji klíčových položek skupiny regulovaných cen i o míře spolehlivosti jednotlivých informací (jde jednak o informace MF ČR, případně informace od jednotlivých nezávislých regulátorů - tyto vstupy se týkají klíčových položek segmentu regulovaných cen s rozhodující vahou v koši, za druhé pak o odhady ČNB - týkají se málo významných položek. V souhrnu meziroční růst regulovaných cen zpomalí z cca 11,7 % v prosinci 2001 na cca 6,5 % v průběhu roku 2002, resp. 6,4 % v prosinci 2002. Zpomalení růstu regulovaných cen se projeví snížením indexu CPI o cca 0,9 proc. bodu v prosinci 2002 ve srovnání s prosincem 2001.

Ceny pohonných hmot odvozujeme od očekávaného vývoje kursu Kč/USD a ceny ropy, vývoj uvedených dvou veličin i nadále velmi uspokojivě vysvětluje vývoj cen pohonných hmot. Stabilita cen pohonných hmot znamená - vzhledem k rozdílnému základu - velmi rozdílný vývoj meziročních hodnot v průběhu roku. Zatímco v červnu se bude jednat o cca 17 % meziroční pokles, ke konci roku 2002 půjde o mzr. růst kolem 1 %. Takto očekávaný vývoj cen pohonných hmot tak přispěje k přechodnému poklesu meziročního indexu CPI v průběhu 2. čtvrtletí 2002.

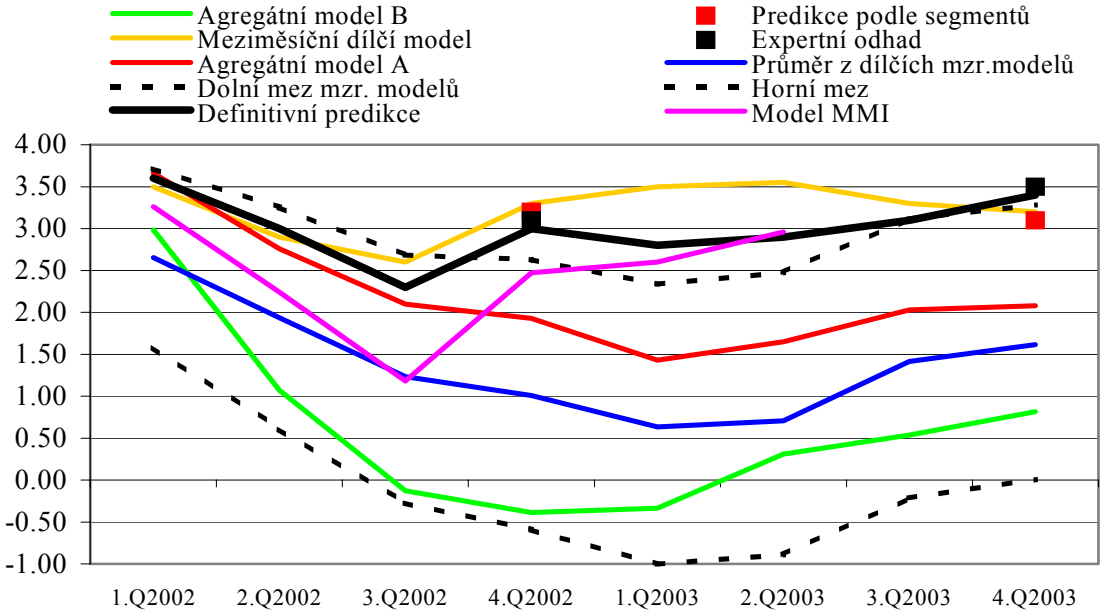
Vývoj **cen potravin** za 4Q 2001 jako celek nevybočil z původních předpokladů z 10-12. SZ. Stejně tak se nezměnily výchozí předpoklady cen zemědělských výrobců (v nejbližším období ještě mírný pokles cenové hladiny, který by měl přejít v 2. pololetí t.r. ve stagnaci, resp. velmi slabý růst - ovšem v meziročním vyjádření budou prakticky po celý rok 2002 ceny zemědělských výrobců výrazně klesat a k obnovení dynamiky jejich mzr.růstu dojde až v roce 2003). Zásadní změnou je změna referenčního devizového kursu ve srovnání s předchozími SZ směrem k vyšší apreciaci nominálního směnného kursu. Z tohoto důvodu byla revidována predikce cen zemědělských výrobců na rok 2002 o část rozdílu kursové apreciace, neboť ceny klíčových zemědělských výrobců v ČR jsou významně determinovány možnostmi dovozové arbitráže. Do cen potravin se vliv změny předpokladů o nominálním směnném kursu promítá jednak nepřímo přes ceny zemědělských výrobců, jednak přímo u dovážených skupin potravin. Z těchto důvodů snižujeme predikci mzr. růstu cen potravin na 2 % v závěru roku 2002, v roce 2003 pak předpokládáme z důvodu zpomalení mzr. dynamiky apreciace nominálního kursu a mírného růstu cen zemědělských výrobců mírnou akceleraci mzr. růstu na cca 2,6 % na konci prvního pololetí. Pokles mzr. dynamiky růstu cen potravin ve 3. čtvrtletí 2002 výrazně pod 2% je zapříčiněn výhradně technickým vlivem srovnávací základny.

Ceny obchodovatelných komodit zaznamenaly v uplynulých dvou letech stagnaci cenové úrovně v podmínkách silného domácího trhu, který brzdil snahy o růst ziskových marží prodejců, spotřebitelské poptávky na úrovni kolem 3 % a poměrně silné nominální apreciace kursu Kč/EUR (v roce 2000 mzr. apreciace v prosinci 3,4 %, v roce 2001 6,4 %). Předpokládáme, jak ve shodě s ekonomickou teorií o malé pružnosti cen směrem dolů, tak i s vývojem v posledních dvou letech, že i v podmínkách pokračující apreciace ceny obchodovatelných komodit výrazněji neklesnou a prostor, získaný kursovou apreciací bude prodejci využit k zvýšení ziskových marží.
Ceny neobchodovatelných komodit představují segment se setrvale vysokou úrovní meziročního růstu cen. Dokonce i podmínkách domácí recese a záporné meziroční čisté inflace rostly ceny neobchodovatelných komodit více než 4 %. Uvedený růst odvozujeme mj. od působení B-S efektu v podmínkách rostoucí ekonomiky.Tyto ceny v dosavadním vývoji zároveň se zhruba ročním zpožděním, zato však spolehlivě reagovaly na vývoj celkové inflace. Lze očekávat, že růst v roce 2002 se bude i nadále pohybovat kolem 5,5 % (v prosinci 2001 ještě s vlivem výkyvu cen zahraničních rekreací činil mzr. růst 6,5 %).
Uvedený pohled na vývoj jednotlivých segmentů spotřebitelského koše znamená meziroční růst CPI v prosinci 2002 kolem 3,2 %.

Výsledky krátkodobého modelu vývoje ekonomiky a parciálních modelů inflace

Krátkodobá predikce byla umístěna na horní hranici intervalu spolehlivosti vějíře dílčích ekonometrických meziročních modelů zejména v důsledku předpokladu o rigiditě cen směrem dolů a předpokládaném mírném zrychlení cen potravin (meziroční modely s cenami potravin explicitně nepracují). Krátkodobá predikce je rovněž ve shodě s meziměsíčním modelem inflace (který s cenami potravin pracuje) a se souhrnným krátkodobým modelem vývoje ekonomiky. Odpovídá rovněž úvaze o předpokládaném vývoji, pokud jde o jednotlivé diferencované segmenty inflace.

Přehled výsledků hlavních přístupů ke krátkodobé predikci inflace (mzr. změny v %)

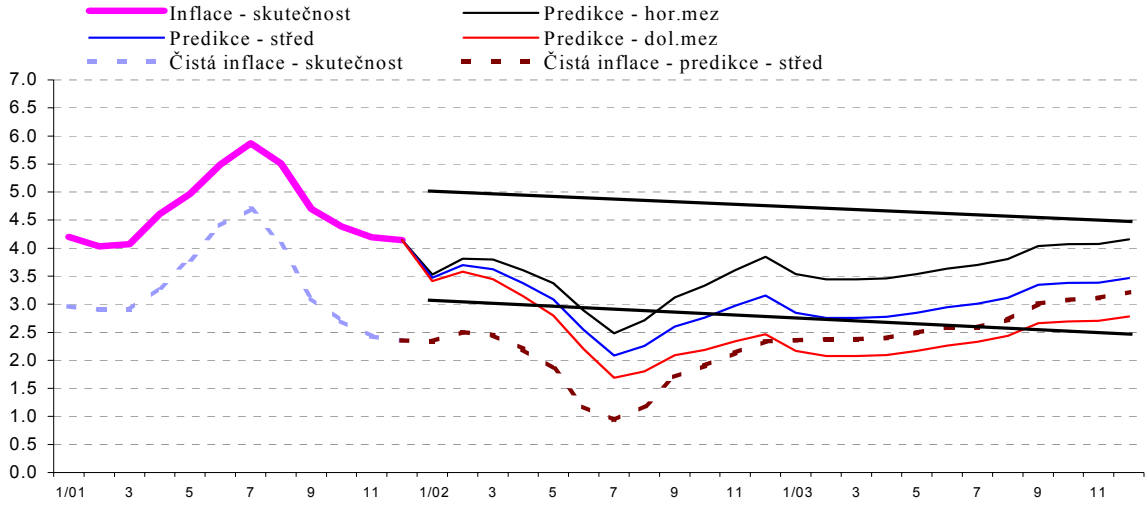


Výsledky všech přístupů, ze kterých vychází krátkodobá predikce, se shodují v tom, že v průběhu prvních tří čtvrtletí roku 2002 bude docházet k postupnému snižování úrovně meziročního indexu spotřebitelských cen. Tento vývoj bude spojen

- s vlivem regulovaných cen na index CPI
- s pokračujícím a postupně doznívajícím vnějším nákladovým šokem (cca 8 % pokles dovozních cen v 4. čtvrtletí 2001 a cca 5 % pokles v prvních třech čtvrtletích 2002
- s vlivem základny, pokud jde o meziroční růst cen potravin

V průběhu 4. čtvrtletí 2002 by podle předpokladů mělo dojít k pozvolnému růstu meziročního cenového indexu zejména v důsledku vyčerpání vlivu meziroční základny při pokračování trendu růstu cen okolo 3 % ročně.

Meziroční index spotřebitelských cen a mzr. čistá inflace minulý vývoj a predikce do konce roku 2003



Rizika inflační predikce jsou především spojena s odlišným (proti očekávání) vývojem faktorů inflace. Za poměrně malá považujeme rizika, spojená se změnou reakčních funkcí ekonomiky na vývoj inflačních faktorů. Specifickým rizikem zůstává vývoj cen potravin včetně vlivu blížícího se vstupu země do Evropské unie. Při pomalejším než očekávaném ekonomickém růstu, resp. pomalejším růstu mezd, spotřeby či vývoje na maloobchodním trhu by reakce trhu na nákladový šok mohla být proti predikci ještě výraznější, tj. úroveň meziročního indexu spotřebitelských cen by mohla být výrazně na dolní hranici predikce.

Alternativní kursová varianta pracuje s kursem Kč /EUR v celém uvažovaném období o 1 Kč slabší než je hodnota v referenčním scénáři. Při neměnném křížovém kursu to znamená dopad i do scénáře kursu Kč /USD. V porovnání se základním scénářem vyjadřuje uvedený alternativní scénář mírnější apreciaci. Alternativní scénáře kursů znamenají v modelovém vyjádření pro období predikce rozdíl v rozsahu cca 0,3 - 0,7 proc. bodu do meziročního indexu spotřebitelských cen. Ve skutečnosti může být rozdíl proti základnímu kursovému scénáři menší.

3. Predikce pro rok 2003

Očekávaný vývoj hlavních faktorů inflace.

Pozitivní vliv externích faktorů a kursové apreciace, souhrnně vyjádřený změnami dovozních cen, se bude postupně vyčerpávat (ve 2. čtvrtletí 2003 již dovozní ceny meziročně porostou. Předpokládané další mírné urychlení ekonomického růstu v roce 2003 zůstane v pásmu, kdy

nelze očekávat výraznější dopad do cenové dynamiky. Určitá nejistota panuje okolo výsledků mzdových vyjednávání pro rok 2003, predikce předpokládá pokračování dosavadní umírněné mzdové politiky odborů.

Předpoklady o vývoji jednotlivých skupin spotřebního koše.
Podrobnější predikce **regulovaných cen** je obsahem přílohy, která je k disposici u měnové sekce. V souhrnu meziroční růst regulovaných cen dále zpomalí z cca 6,4 % v prosinci 2002 na cca 4,0 % v průběhu roku 2003, resp. 4,4 % v prosinci 2003. Toto zpomalení se promítne do snížení indexu CPI o cca 0,4 proc. bodu v prosinci 2003 ve srovnání s prosincem 2002. **Ceny pohonných hmot** by v návaznosti na scénáře cen ropy a kursu USD měly meziročně velmi slabě poklesnout a jejich příspěvek k meziročnímu růstu cen by měl být v průběhu roku řádově nulový. Meziroční růst **cen potravin** by měl být v roce 2003 vyšší ve srovnání s rokem 2002 (obnovený mírný růst cen zemědělských výrobců, zpomalení, resp. zastavení meziroční apreciace kursu a přibližující se vstup do EU (cenový dopad opatření k zajištění standardů EU ve výrobě a distribuci potravin. U **cen obchodovatelných komodit** očekáváme mírný vzrůst, což souvisí především se zpomalením kursové apreciace v podmínkách silně konkurenčního trhu. Bude pokračovat poměrně rychlý růst **cen neobchodovatelných komodit** v důsledku působení BS efektu. Vliv nízkého růstu CPI v roce 2002 se projeví se zpožděním i v cenách těchto komodit. Meziroční růst by se měl pohybovat kolem 5 %. Uvedený pohled na vývoj jednotlivých segmentů spotřebitelského koše znamená meziroční růst CPI kolem 3,5 %.

V roce 2003 by mělo dojít k mírnému vzestupu CPI na úroveň kolem 3,5 % na konci roku, především v důsledku:
- zmírňování pozitivního externího nákladového šoku
- postupného zrychlování růstu cen potravin
- vliv těchto faktorů na zrychlování růstu cen bude částečně kompenzován dalším předpokládaným snížením míry růstu regulovaných cen (z cca 6,4 % v prosinci 2002 na cca 4,4 % v prosinci 2003).

Simulace odezvy inflace na snížení krátkodobé úrokové sazby o 0,25 p.b. po dobu čtyř čtvrtletí
Simulace byly provedeny jak krátkodobým modelovým predikčním aparátem odboru 413, tak za pomocí střednědobého projekčního modelu odboru 414. Transmise se v obou přístupech odehrává úrokovým kanálem a přímým i nepřímým kurzovým kanálem. Nejvýraznějším rozdílem obou přístupů je endogenní reakce měnové politiky ve střednědobém modelu. Ačkoliv lze tento rozdíl dobře pozorovat rovněž v níže uvedené tabulce (prudký reverz krátké sazby po čtyřech čtvrtletích, během nichž byla zafixována), na výsledky v horizontu 4-6 čtvrtletí má díky zafixované krátkodobé sazbě (čtyři čtvrtletí) pouze malý dopad. Celkově lze simulace zhodnotit následovně.

Ukazuje se, že kredibilní snížení řídící úrokové sazby (tj. s odpovídajícím dopadem do ročních úrokových sazeb) v rozsahu 0,25 p.b. vede v horizontu 4 – 6 čtvrtletí k růstu meziroční míry inflace zhruba o 0,2 – 0,3 p.b.

Za povšimnutí stojí, že oba přístupy vycházejí z determinace měnového kurzu prostřednictvím výnosové parity.[9] V případě, že by zůstával kurzový kanál z hlediska vlivu měnové politiky nefunkční, byl by dopad změny úrokové sazby do inflace pouze cca 0,1 p.b.

Konkrétní průběh v čase a odezvy dalších veličin dle střednědobého modelu odboru 414 shrnuje následující tabulka.

[9] Simulace budoucího vývoje měnového kurzu byly provedeny střednědobým modelem.

Odezva základních veličin na snížení krátkodobé úrokové míry o 0.25 p.b. po dobu 4 čtvrtletí**

	02q1	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Krátkodobá úroková míra	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	0,22	0,41	0,45	0,43	0,38	0,33	0,28	0,23
CPI inflace	0,01	0,04	0,09	0,17	0,25	0,32	0,35	0,34	0,30	0,26	0,21	0,18
Mezera výstupu	0,00	0,09	0,20	0,31	0,40	0,36	0,28	0,19	0,12	0,05	-0,01	-0,06
Kurz CZK/DEM*	0,34	0,56	0,65	0,61	0,43	0,28	0,21	0,20	0,23	0,28	0,34	0,41

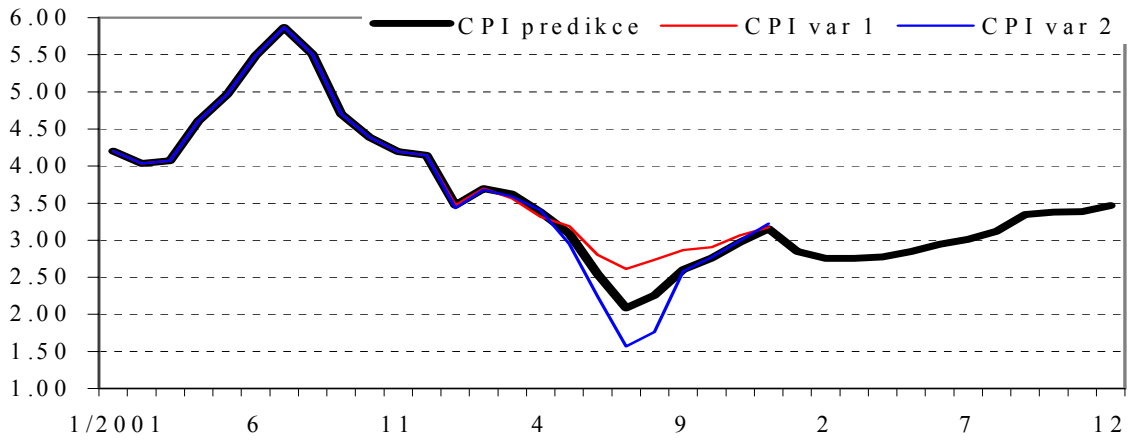
* kladná hodnota znamená depreciaci
** odchylky od základního scénáře v procentech, resp. procentních bodech

4. Vývoj cen zahraničních zájezdů v roce 2002

Podle údajů, publikovaných ČSÚ, změnily ceny zahraničních zájezdů (cca 10 položek ve spotřebním koši) v roce 2001 významně svoji sezónnost oproti předchozím rokům. Jaká přesně je souvislost této změny se zavedením nového spotřebního koše, není identifikovatelné. ČSÚ sám neoficiálně v pracovním kontaktu sdělil, že bude zkoumat způsob zachycení cen těchto položek. Již tuto skutečnost lze v zásadě vyložit jako určitou možnost toho, že sezónní průběh cen uvedených komodit bude v letošním roce do CPI zachycena odlišně od minulého roku. Tím se otevírá riziko výrazné jednorázové změny ve vývoji těchto cen s příslušným dopadem do CPI.

V měsících červen 2002 - září 2002 tak existují rizika dočasného odchýlení hodnot meziročního indexu spotřebitelských cen od predikce, která nebudou mít - vzhledem ke krátkosti epizody - významnější vliv na celkový cenový pohyb, v krátkém čase však mohou výrazně odchýlit mzr. CPI od středu predikce, zároveň i výrazněji než v predikci vychýlit hodnoty CPI od koridoru cíle směrem dolů, a tím znejistit hodnocení inflace. Dále uvádíme informativně odchylky od predikce pouze v důsledku změněných předpokladů o použité sezónnosti rekreací.

CPI predikce - aktuální predikce
CPI var. 1 - aplikace sezónnosti z roku 2001
CPI var. 2 - aplikace sezónnosti z let 1995 - 2000



5. Prognóza inflace na základě MMI (Měsíční model inflace)

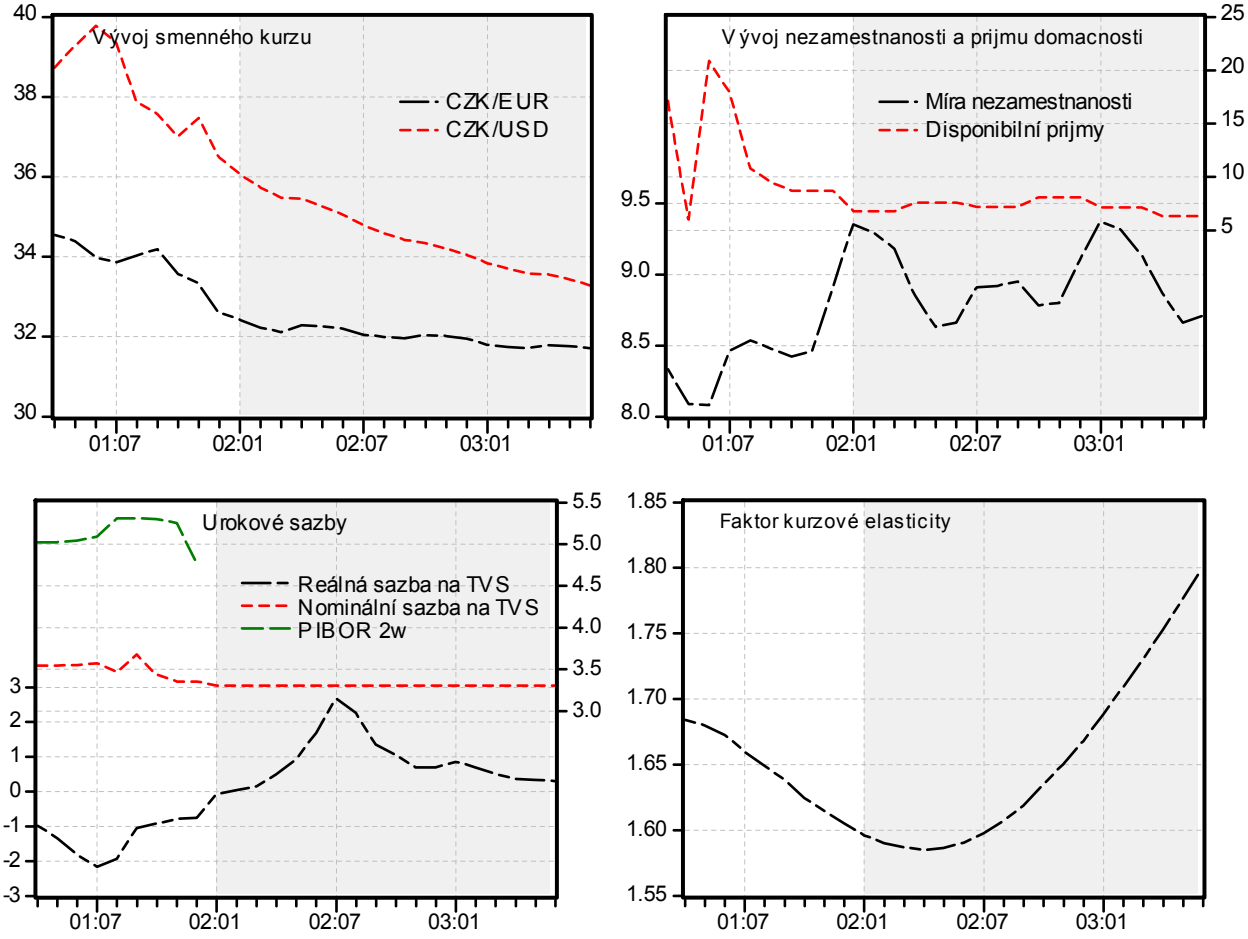
Na základě propočtů odboru 414 (nezaokrouhlované údaje) dosáhla celková meziměsíční inflace v listopadu hodnoty 0,11 % (zatímco modelová predikce očekávala další mírný pokles cen -0,08 %). Obdobné hodnoty platí i pro čistou inflaci, 0,13 % (-0,13 %) když regulované ceny nerostly tak rychle, jak uvažoval scénář, 0,10 % (0,02 %). Zatímco u potravin předpokládal model pokles (-0,31 %), došlo v této skupině v prosinci k růstu cen o 0,85 %. I v tomto měsíci pokračoval zásluhou pohonných hmot pokles cen ve skupině ostatních obchodovatelných komodit -0,72 %, když model předpovídal menší pokles (-0,28 %). Konečně u neobchodovatelných položek se situace vyvíjela v souladu s predikcí a meziměsíční inflace dosáhla 0,19 % (0,18 %).

Nezaměstnanost byla opět mírně vyšší, než očekával modelový scénář a s předpovědí zpomalení ekonomického růstu dochází k dalšímu posunu scénáře nezaměstnanosti směrem k vyšším hodnotám. Klientské úrokové sazby na střednědobé termínované vklady po růstu v měsíci září opět v říjnu a listopadu klesaly a dostaly se tak do souladu s uvažovaným scénářem. Reálná sazba kvůli předstihu poklesu inflace před úrokovou sazbou stále mírně roste, přesto zůstává záporná. Po zapracování nových údajů o disponibilních příjmech se ukazuje, že jejich růst ve 3. čtvrtletí 2001 byl vyšší, než se předpokládalo. To je v souladu se skutečností, že prosincová inflace byla vyšší než prognóza. Do budoucna se scénář disponibilních příjmů nijak výrazně nemění. Kurz CZK/EUR zhodnocoval o něco rychleji, kurz USD se vyvíjel více méně ve shodě se scénářem. Do budoucna však se předpokládá výraznější zhodnocení koruny k oběma měnám, než obsahovaly minulé scénáře. Ve scénáři cen ropy došlo sice k malému posunu směrem vzhůru, jeho rozsah však na předpověď bude mít zanedbatelný dopad.

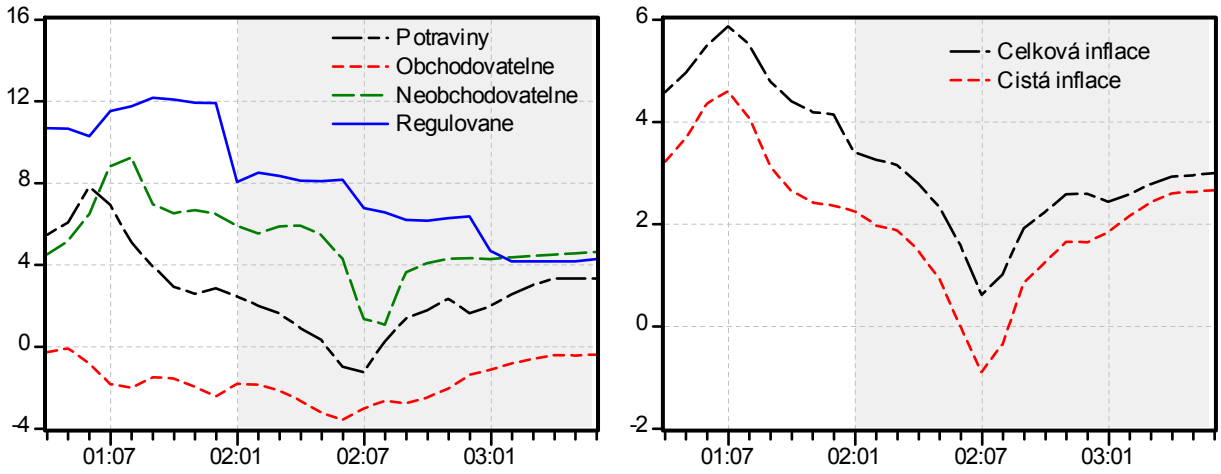
Zejména v důsledku vyšší očekávané nezaměstnanosti a rychlejšího zhodnocování směnného kurzu se prognóza inflace posouvá dolů. Nárůst reálné úrokové sazby sice také přispívá k poklesu inflace, ale jeho vliv je v uvažovaném rozsahu zanedbatelný. V porovnání s prognózou v předchozí části je průběh odlišný zejména v roce 2002, kdy je pokles inflace předpovídaný modelem MMI výraznější. Je to dáno faktem, že ještě po celý rok 2002 bude minulý přechod na novou strukturu spotřebitelského koše a hlavně na novou metodiku měření cen některých služeb ovlivňovat základnu pro výpočet meziroční inflace. Model neumí s touto anomálií pracovat, a tak pravděpodobně výrazně podhodnocuje inflaci v tomto roce. Od roku 2003 jsou obě prognózy v souladu, pokud se týká celkové a čisté inflace. V porovnání s prognózami v předchozí části (které jsou expertně upraveny směrem k vyšší inflaci na základě hypotézy o nižší pružnosti cen směrem dolů), však prognóza MMI upravena není a je tedy ve skutečnosti vyšší. Vysvětlením je důchodový efekt regulovaných cen. Díky očekávanému nižšímu růstu regulovaných cen totiž model MMI přesouvá disponibilní přostředky domácností k využití do ostatních, neregulovaných skupin. Proto MMI předpovídá vyšší inflaci zejména u potravin v roce 2003 (cca o 0,5 p.b.). Menší rozdíly jsou i ve skupinách obchodovatelného ostatního zboží, kde model nepočítá se sníženou pružností cen dolů a předpovídá tak další pokles těchto cen zejména v roce 2002.

Pokud bychom pomocí modelu MMI simulovali pokles úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu, lze konstatovat, že přímý dopad do inflace by byl cca +0,15 procentního bodu v horizontu 18 měsíců. Toto je však pouze konzervativní odhad, neboť nepočítá s nepřímým dopadem přes znehodnocení kurzu (případně pomalejší zhodnocování) ani s oživením ekonomiky, a tedy poklesem nezaměstnanosti a růstem disponibilních příjmů.

Referenční scénáře vstupujících veličin



Prognóza inflace dle MMI pro leden 2002 až červen 2003

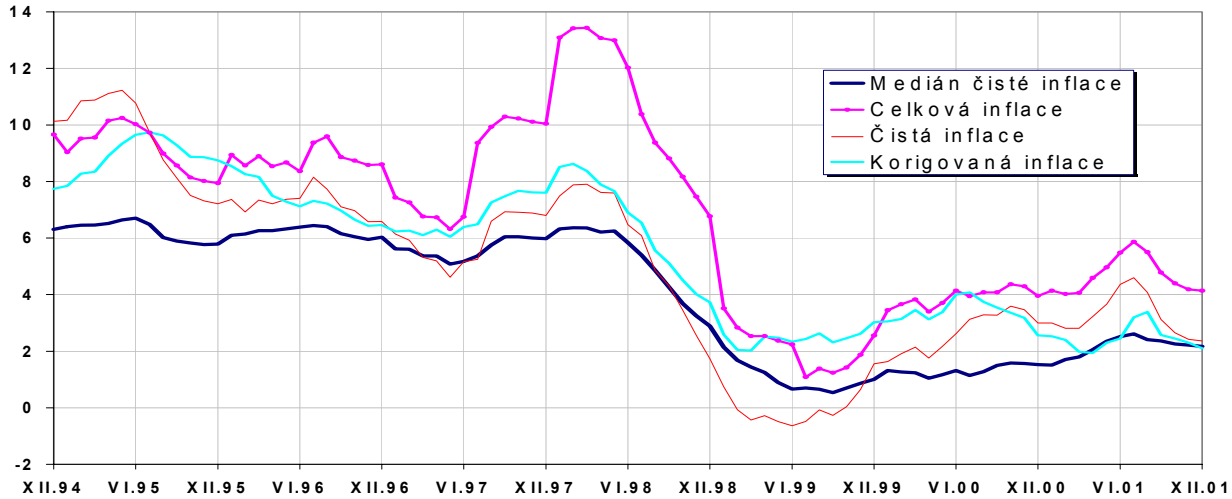


	11/01	12/01	1/02	2/02	3/02	4/02	5/02	6/02	7/02	8/02	9/02	10/02	11/02	12/02	1/03	2/03	3/03	4/03	5/03	6/03
Celková	**4,2**	**4,1**	3,39	3,26	3,15	2,79	2,35	1,59	0,62	1,01	1,92	2,23	2,58	2,59	2,43	2,58	2,78	2,93	2,95	3,00
Čistá	**2,4**	**2,4**	2,25	1,97	1,87	1,48	0,95	0,00	-0,89	-0,36	0,85	1,25	1,65	1,64	1,84	2,16	2,41	2,60	2,63	2,66

Medián čisté inflace

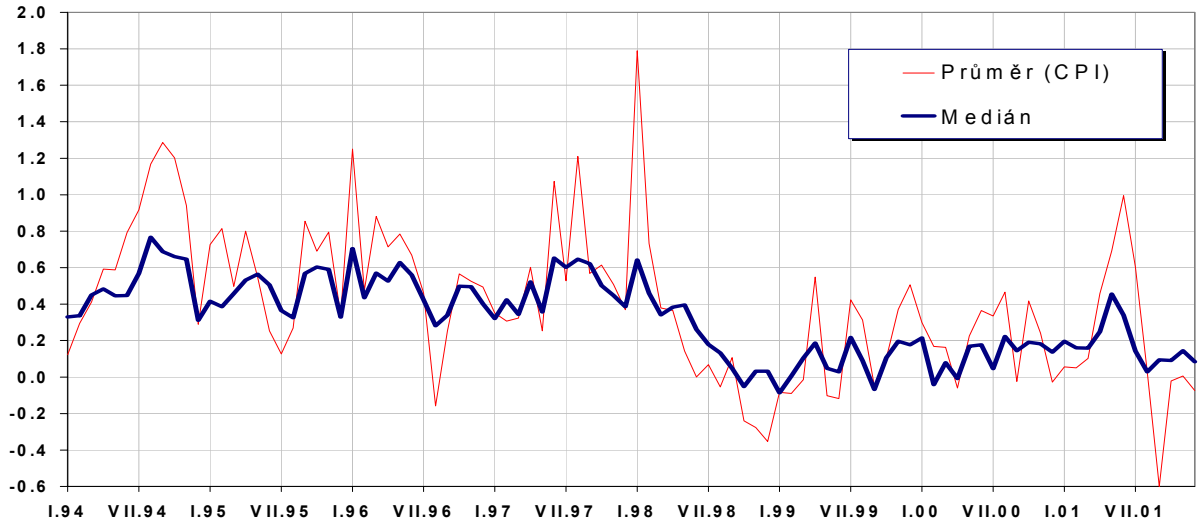
V 11. SZ 2001 byl popsán alternativní indikátor *jádrové inflace*, tzv. vážený medián čisté inflace. Je konstruován na sezonně očištěných řadách jednotlivých reprezentantů spotřebitelského koše (s vyloučením regulovaných položek) a stejně jako vážený aritmetický průměr (standardně používaný k výpočtu CPI inflace) je odhadem střední hodnoty rozdělení cenových pohybů v koši v daném měsíci. Na rozdíl od průměru však méně zohledňuje krátkodobé extrémní výkyvy jednotlivých položek a spíše reprezentuje střednědobé cenové tendence v ekonomice. Na rozdíl od dlouhodobých centrovaných průměrů, které mohou rovněž sloužit jako odhad jádrové inflace, je medián k dispozici aktuálně v daném měsíci a jeho vývoj tak poskytuje užitečnou doplňkovou informaci o současných cenových trendech.

Medián čisté inflace a jeho porovnání s ostatními agregáty inflace



Meziročně došlo v prosinci k zastavení od srpna klesajícího trendu mediánové inflace.

Meziměsíční čistá inflace (sezonně očištěno)



CPI inflace se již čtyři měsíce pohybuje pod svým mediánem. Z toho lze usuzovat, že meziroční nízká hodnota klasických agregátů je pouze přechodná (způsobena příznivými vnějšími vlivy na relativní ceny) a pouze částečně souvisí s ochlazením poptávkových tlaků v ekonomice. Naopak po odeznění příznivých šoků lze očekávat mírný vzestup inflace.

6. Střednědobý modelový výhled

Střednědobý modelový makroekonomický výhled na období 2002 - 2004 byl sestaven na základě předpokladů ohledně vývoje exogenních veličin vnitřního i vnějšího prostředí a mechanismů budoucího ekonomického vývoje dohodnutých v rámci měnové sekce. Podobně jako v předchozích velkých situačních zprávách, byla do modelové prognózy do 2.Q 2002 zahrnuta i prognóza endogenních veličin sestavená v odb. 413. Tento krok by měl napomoci sjednocení obou druhů prognóz prováděných v měnové sekci. Jako tradičně je prognóza sestavena s předpokladem reaktivní měnové politiky. Na rozdíl od minulých prognóz však byla reakce měnověpolitických veličin omezena na úrokové sazby, zatímco kurzový vývoj se v horizontu jednoho roku řídí referenčním scénářem. K tomuto kroku nás opravňuje přesvědčení, že vývoj kurzu v tomto horizontu bude převážně určován autonomními faktory bez ohledu na průběh měnového cyklu. Tato změna je pro vyznění prognózy klíčová, neboť zbavuje měnovou politiku možnosti působit na inflaci skrze kurzový kanál.

Exogenní předpoklady vnitřního a vnějšího prostředí

Základní nejistoty panují ohledně poptávkových dopadů světové hospodářské recese a očekávaného fiskálního stimulu.

Klíčovou nejistotu pro střednědobou prognózu představuje vývoj autonomních faktorů determinujících očekávanou změnu směnného kurzu. Průběh kurzu v posledních měsících ukázal jen malou citlivost na průběh měnového cyklu a na základě analýzy finančních toků se lze domnívat, že tomu tak bude i v nejbližších několika čtvrtletích. Z tohoto důvodu je referenční scénář vývoje kurzu na rok 2002, sestavený na základě analýzy finančních toků, respektován i modelovou prognózou jako nejlepší odhad budoucího kurzového vývoje. V delším časovém horizontu ovšem předpokládáme odeznění těchto autonomních faktorů a očekáváme, že jeho vývoj bude více odpovídat fázi měnového cyklu. Absence vlivu měnověpolitických opatření na vývoj kurzu, byť pouze po dobu jednoho roku, ovlivňuje rozhodujícím způsobem vyznění prognózy, neboť znamená ztrátu klíčového mechanismu působení měnové politiky v malé otevřené ekonomice. Výslednou prognózu tak lze chápat jako popis vývoje uzavřené ekonomiky, v níž dochází k exogennímu pozitivnímu nákladovému šoku, a kdy jediným prostředkem reakce měnové politiky zůstávají reálné úrokové sazby.

Oproti minulé velké SZ se výrazně nezměnila nejistota ohledně předpokládaného vývoje světové ekonomiky. Základní scénář predikce předpokládá již od příštího roku postupné oživování německé ekonomiky spojené s růstem inflace a odpovídající reakcí úrokových sazeb. V souladu s tímto vývojem referenční scénář počítá s poklesem cen ropy během roku 2002 o 25 % a jejich následnou stabilizaci.

Ve vývoji vnitřního prostředí se předpokládá zvýšení poptávkotvorné části deficitu veřejných rozpočtů pro rok 2002 a 2003 (zvýšení dopadů do HDP o 0,75, resp. 0,3 %). Vzhledem k tomu, že podklady MF na rok 2003 neumožňují přesný odhad přímých poptávkových dopadů veřejných rozpočtů, zvýšila se oproti minulé velké SZ nejistota ohledně působení fiskální politiky v druhé fázi predikovaného období. Tuto nejistotu však nepovažujeme za zásadní pro vyznění prognózy, a proto ji dále neanalyzujeme. Scénář deregulací na léta 2001 až 2003 vychází z odhadů Ministerstva financí a informací jednotlivých regulátorů; pro pozdější období byla použita extrapolace na základě predikce vývoje inflace v sektoru neobchodovatelného zboží.

Další významný předpoklad vnitřního prostředí se týká mechanismu cenové a mzdové tvorby ve výrazně dezinflačním nebo dokonce deflačním prostředí. Modelový výhled pracuje standardně se strnulostí procesu cenové a mzdové tvorby, která je symetrická oběma směry. Takový mechanismus se zdá být adekvátní v případě obvyklého mírně inflačního prostředí. Vzhledem k předpokladu o silném autonomním zhodnocování kurzu však lze v následujícím období počítat s tlakem na absolutní snižování cen v odvětvích obchodovatelných zboží. V souladu s mezinárodním pozorováním, částečně potvrzeném anekdotickými informacemi z české ekonomiky, se v takovémto případě část deflačního tlaku neprojeví v cenách, ale v ziskových maržích. Jinými slovy, cenová tvorba vykazuje větší flexibilitu směrem vzhůru než směrem dolů. Míra asymetrie cenové strnulosti byla expertně upravena na základě analýzy odboru reálné ekonomiky, ze které přibližně vyplývá, že míra jádrové inflace by se neměla ve sledovaném období dlouhodobě pohybovat pod 2,5 %.

Předpoklady počátečních podmínek

Významným faktorem vyznění predikce je odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. Tento odhad je modelově zpostředkován pomocí předpokladů o počáteční úrovni rovnovážných hodnot několika základních makroekonomických veličin: HDP, reálného kurzu a reálných úrokových sazeb. Tyto předpoklady zároveň vypovídají o výchozím nastavení měnových podmínek. Predikce je navíc usměrněna předpoklady o budoucím vývoji těchto rovnovážných hodnot, které mohou mít významný vliv pro posouzení budoucího vývoje měnové politiky.

Současná úroveň *výstupové mezery* byla na základě několika metod[10] stanovena na zhruba -1 %. Ačkoliv se tento předpoklad oproti minulým prognózám nezměnil, nové informace ukazují, že se HDP v minulém čtvrtletí nacházel pravděpodobně dále od své potenciální úrovně (-1,4). Ačkoliv existují značné nejistoty ohledně absolutní výše této mezery, robustní informací se zdá být, že současná úroveň výstupové mezery zhruba odpovídá hodnotám z první poloviny roku 2001. Potvrzuje se tedy závěr z předchozí situační zprávy, že vývoj HDP vůči potenciálu v průběhu roku 2001 stagnoval a ekonomika se ještě zcela nevymanila z recesní fáze. Za touto stagnací lze vidět jak oslabování růstu zahraniční poptávky, tak nepříznivý vývoj v nastavení jednotlivých složek měnových podmínek. Pro budoucí vývoj potenciálního produktu uvažujeme obdobně jako v minulých prognózách se zrychlujícím se tempem růstu potenciálu HDP v rozmezí 2,5-3,5 % v průběhu celého predikčního období. Nové informace ohledně vývoje produktivity ve vysoce produktivních odvětvích průmyslu tento předpoklad potvrzují.

Na základě inflačního vývoje došlo v posledních čtvrtletích k dalšímu poklesu *reálných úrokových sazeb*[11] pod jejich rovnovážnou úroveň. Současné nastavení reálných sazeb tak lze hodnotit jako uvolněné. Vývoj reálných úrokových sazeb proto nevysvětluje zpomalování návratu HDP k potenciálu pozorované v posledních několika čtvrtletích. Nicméně v souvislosti s průběžným poklesem inflace v nejbližších čtvrtletích lze očekávat tlak na zvyšování reálných úrokových sazeb, a tedy i zpřísňování úrokové části měnových podmínek. Současná rovnovážná úroveň byla u tříměsíčních mezibankovních sazeb odhadnuta na zhruba 2 %, ale o jejím vývoji do budoucna panují značné nejistoty, neboť úzce souvisí s průběhem autonomních faktorů vývoje směnného kurzu (rizikové prémie) a představou o rovnovážné míře reálné apreciace. Vzhledem k tomu, že trajektorie rovnovážných reálných sazeb

[10] Jednalo se mimo jiné i o použití modelově konzistentních vazeb v rámci vícerozměrných filtrů, požadavků na dlouhodobou konvergenci a řadu expertních informací.
[11] Reálné sazby konstruujeme na základě inflačních očekávání, ve kterých převažuje zpětně hledící prvek.

spoluurčuje adekvátní nastavení budoucí měnové politiky, diskutujeme její determinanty více v části věnované dopadům prognózy do měnové politiky. Ve stručnosti však lze konstatovat, že na základě očekávaného dlouhodobého poklesu rizikové prémie korunových instrumentů počítáme s mírně sestupným trendem reálných rovnovážných úrokových sazeb.

Průměrná míra zhodnocení *reálného směnného kurzu* se v posledních dvou letech pohybovala kolem 4,5 %, avšak v posledním období výrazně zrychlila až nad 5 %. To nás vede k přesvědčení, že současná úroveň reálného kurzu vykazuje nadměrné zhodnocení (konkrétně 2 % oproti současné rovnovážné hodnotě). Vývoj reálného kurzu je proto faktorem brzdící ukončení recesní fáze hospodářského cyklu.

Ohledně stanovení míry reálného rovnovážného zhodnocení panují velké nejasnosti. Na jedné straně nelze popřít, že ekonomika vykazovala v posledních několika letech od dosažení dna hospodářské recese poměrně stabilní vysokou míru zhodnocování reálného kurzu. Je proto obtížné považovat ji za nerovnovážnou. Na druhou stranu jsme však, vzhledem k relativně umírněným předpokladům ohledně růstového potenciálu HDP, schopni přisoudit pouze menší část tohoto zhodnocení působení změn relativních cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků prostřednictvím tzv. Balassa-Samuelsonova efektu. Zhruba stejnou část rovnovážné reálné apreciace proto spojujeme s procesem dorovnávání cenové hladiny EU (tedy změnou podílu obchodovatelných a neobchodovatelných komodit) a změnami v obchodních podmínkách, které je ovšem obtížné kvantifikovat. Z těchto důvodů projektujeme míru rovnovážného reálného zhodnocení do budoucna s mírně klesajícím trendem (4 % v roce 2004), neboť se domníváme, že část faktorů rovnovážné reálné apreciace pozorované v minulých letech bude postupně odeznívat.

Ze souhrnu uvažovaných počátečních podmínek vyplývá, že ačkoliv se HDP nachází relativně blízko své potenciální úrovně, poptávkové tlaky doposud nejsou v ekonomice patrné. Naopak v posledním roce pozorujeme stagnaci HDP vzhledem k potenciálu. Tato stagnace je dána především nepříznivým vývojem zahraniční poptávky a zrychlujícím se zhodnocováním reálného kurzu, které převyšuje předpokládané rovnovážné tempo. Původně uvolněné měnové podmínky z počátku loňského roku se výrazně zpřísnily a v současnosti se jeví jako téměř neutrální, a to kvůli působení nadměrného zhodnocení reálného kurzu, které téměř vyvažuje příspěvek uvolněných reálných úrokových sazeb. Z analýzy vývoje posledního čtvrtletí vyplývá, že se nastavení měnových podmínek nezměnilo, tedy vliv vývoje kurzu byl kompenzován uvolněním úrokových sazeb koncem roku. V nejbližší budoucnosti však kromě kurzu vzroste tlak na zpřísnění měnových podmínek i ze strany reálných úrokových sazeb, které bude zvyšovat klesající inflace.

Na základě uvedených předpokladů byl sestaven základní scénář modelové predikce, jehož výsledky jsou shrnuty v tabulkách na konci textu doprovázených grafickou ilustrací. Vyznění prognózy spolu s rozborem předpokladů pomohly identifikovat dodatečná rizika předkládaného vývoje, za která lze považovat: odlišný průběh faktorů autonomního působení směnného kurzu a rozsah strnulosti cen a mezd směrem dolů. Ohodnocení citlivosti nastavení měnové politiky vůči těmto faktorům bylo provedeno v doplňkových simulacích alternativních scénářů a je diskutováno na konci textu stejně jako citlivost prognózy na plošné snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.

Vyznění predikce

Modelový výhled počítá s mírným poklesem temp růstu HDP v příštích šesti čtvrtletích až na úroveň pod 3 % a návratem k vyšším hodnotám až koncem roku 2003. Zrychlení růstu HDP bude pokračovat i v roce 2004, kdy se jeho tempa budou pohybovat kolem 4 %. Zpomalená dynamika HDP na přelomu let 2001 a 2002 souvisí především s očekávaným vývojem měnových podmínek v první polovině letošního roku. Lze počítat s jejich dalším zpřísňováním, a to jak z důvodu zhodnocujícího kurzu, tak z důvodu nízké inflace a s tím spojeného růstu reálných úrokových sazeb. V důsledku relativně přísného nastavení měnových podmínek, které je možno očekávat po celé predikční období, bude mezera HDP vzhledem k potenciálu v průběhu celé predikce stagnovat na hodnotách odhadovaných pro konec roku 2001. Její uzavření bude dosaženo až v delším časovém horizontu.

Inflační výhled předpokládá po celé období predikce se snížením inflačních tlaků, což souvisí především s příznivým vývojem vnějších nákladových faktorů a regulovaných cen, ale i s absencí poptávkové inflace. Míry celkové inflace se tak budou po celé predikční období pohybovat na hranici 3 %, s výjimkou třetího čtvrtletí roku 2002, kdy inflace dočasně poklesne vlivem odeznění technických faktorů až ke 2 %, pod dolní hranici cílovaného koridoru. Míry čisté inflace poklesnou v průběhu roku 2002 až k 1 %, od roku 2003 se však stabilizují na úrovni kolem 2,5 %. Inflace se tak bude po většinu let 2003 a 2004 pohybovat jen těsně nad spodní hranicí cílovaného koridoru, což je v souladu s přetrvávající výstupní mezerou.

Očekávaný ekonomický vývoj v letech 2002 až 2004 lze tedy charakterizovat jako relativní stagnaci temp růstu ekonomiky spojenou s dezinflačním působením autonomního směnného kurzu. Inflační vývoj bude těžit z nízké dovezené inflace a absence poptávkových tlaků, míry inflace se budou po celou dobu predikce pohybovat při dolním okraji cílovaného koridoru. Přetrvávající záporná mezera výstupu a nízká očekávaná inflace proto poskytují prostor ke snížení úrokových sazeb v řádu 0,25-0,5 p.b. Tlak na další snižování sazeb lze očekávat i v průběhu většiny roku 2002. Vzhledem ke klesající inflaci však nelze předpokládat, že by snižování úrokových sazeb v obvyklém rozsahu dokázalo zabránit růstu reálných úrokových sazeb v průběhu roku 2002, a tak přispět k uvolnění měnových podmínek nutnému pro uzavření výstupové mezery. Prognóza tak realisticky zachycuje omezené možnosti měnové politiky v malé otevřené ekonomice v případě ztráty kurzového kanálu.

Rozhodujícím pro vyznění prognózy je referenční scénář vývoje kurzu. V případě mírnějšího zhodnocování se budou míry inflace pohybovat výše a lze počítat i s rychlejším uzavřením výstupové mezery. Naopak ale v případě, že se míra cenové strnulosti směrem dolů ukáže jako nadhodnocená, bude se inflace pohybovat níže a po většinu let 2002 a 2003 bude pod spodní hranicí cílovaného koridoru. Vzhledem k současnému vývoji na devizovém trhu nepovažujeme scénář mírnějšího zhodnocení kurzu za reálný, a proto rizika pro inflační vývoj charakterizujeme směrem dolů.

Základní scénář

HDP

Zpomalená dynamika HDP na přelomu let 2001 a 2002 souvisí především s očekávaným vývojem měnových podmínek v první polovině tohoto roku, kdy lze počítat s jejich dalším zpřísňováním, a to jak z důvodu zhodnocujícího kurzu, tak z důvodu nízké inflace a s tím

spojeného růstu reálných úrokových sazeb. Na vývoj HDP v průběhu roku 2002 a 2003 budou kromě reálných měnových podmínek působit dvě protichůdné síly. Na jedné straně prohloubení deficitu veřejných rozpočtů s dodatečným přímým poptávkovým stimulem 0,75 % v roce 2002 a 0,3 % v roce 2003, na straně druhé se bude projevovat uvažované zpomalení německé ekonomiky. Lze přepokládat, že oba tyto faktory se budou zhruba kompenzovat, a proto rozhodujícím faktorem vývoje HDP bude průběh reálných měnových podmínek. K jejich mírnému uvolnění dojde až začátkem roku 2003, odkdy na rozdíl od referenčního scénáře předpokládáme, že se vývoj kurzu bude opět řídit průběhem měnového cyklu. V souladu s ním se proto sníží tempo zhodnocování směnného kurzu. Uvolnění měnových podmínek sice povede ke zrychlení růstu HDP od konce roku 2003, avšak nebude dostatečné, aby umožnilo uzavřít mezeru HDP na horizontu predikce. V souvislosti s přiblížením inflace středu cílovaného koridoru očekávaným koncem roku 2004 bude totiž už v průběhu roku 2004 docházet k dalšímu zpřísňování měnových podmínek, které bude expanzi HDP tlumit.

Inflace

Záporná mezera HDP se bude projevovat dezinflační tendencí. Její příspěvek do jádrové inflace se bude pohybovat po celou dobu predikce kolem –0,5 %. K dezinflačnímu vývoji bude navíc až do poloviny roku 2003 přispívat i vývoj dovezené inflace, neboť zhodnocování směnného kurzu bude přesahovat míru zahraniční inflace. Vývoj dovezené inflace bude vytvářet tlak na deflaci ve skupině obchodovatelných zboží. Avšak vzhledem k intenzitě tohoto tlaku a cenovým strnulostem lze předpokládat, že se jeho výše do cen plně nepromítne. Díky tomuto expertnímu posouzení lze uvažovat, že se míra celkové inflace bude po většinu let 2003 a 2004 pohybovat jen těsně nad spodní hranicí cílovaného koridoru. Pouze koncem roku 2004 se hodnoty inflace přiblíží jeho středu v souvislosti s růstem regulovaných cen. Dočasný pokles celkové inflace pod cílovaný koridor ve třetím kvartálu roku 2002 nemá měnový charakter, souvisí pouze s odezněním technických faktorů z druhé poloviny roku 2001.

Alternativní scénáře a rizika

Předmětem alternativních scénářů se stalo ohodnocení citlivosti základního scénáře predikce na odlišné předpoklady u faktorů, u nichž panuje největší nejistota. Těmi jsou vývoj směnného kurzu a míra asymetrie strnulosti cenové tvorby. Dopady simulací alternativních scénářů ohodnocujících tyto nejistoty do inflace jsou shrnuty v tabulkách 1. a 2. Odpovídající implikace pro měnovou politiku lze odečíst z tabulky 3.

Vývoj směnného kurzu

Alternativní scénář kurzového vývoje byl založen na předpokladu, že pohyb směnného kurzu koncem roku 2001 byl pouze dočasný a bude korigován vývojem na počátku ledna. Nepředpokládá tak odlišnou míru zhodnocování kurzu v průběhu roku 2002. Dopady simulace s touto alternativní trajektorií jsou shrnuty v tabulce 1.

Tabulka 1 Odezva základních veličin na posun v referenčním scénáři nominálního kurzu cca o 1CZK/EUR**

	02q1	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Krátkodobá úroková míra	0,18	0,30	0,35	0,35	0,33	0,29	0,25	0,22	0,20	0,17	0,15	0,14
CPI inflace	0,01	0,04	0,08	0,14	0,18	0,21	0,21	0,20	0,18	0,16	0,14	0,13
Mezera výstupu	0,00	-0,03	-0,08	-0,14	-0,18	-0,23	-0,27	-0,30	-0,31	-0,31	-0,31	-0,30
Kurz CZK/DEM*	3,00	3,00	3,00	3,00	2,91	2,91	2,96	3,03	3,10	3,18	3,25	3,32

* kladná hodnota znamená depreciaci
** odchylky od základního scénáře v procentech, resp. procentních bodech

Podle očekávání přinese vyšší úroveň nominálního kurzu mírně vyšší predikci inflace a adekvátně sníží tlak na pokles úrokových sazeb implikovaný základním scénářem. Dopad do HDP však nebude pozitivní, neboť implikovaná reakce nominálních sazeb bude větší než očekávaný dopad do inflace, což povede k vyšším reálným úrokovým sazbám. Takový dopad do HDP je důsledkem nezměněného sklonu zhodnocujícího kurzu alternativního scénáře, který v horizontu nad jeden rok bude přispívat k nízké inflaci stejným tempem jako v základním scénáři.

Míra cenových strnulostí

Významným faktorem umožňujícím predikci inflace pohybovat se v cílovaném koridoru je předpoklad, že se dezinflační tlaky dané vývojem dovozních cen nepromítnou do cen stejným způsobem jako v případě inflačních tlaků z dovozních cen. Vzhledem k tomu, že míra této asymetrie byla posouzena expertně, existuje reálné nebezpečí, že by mohla být nadhodnocena. Alternativní simulace potvrdila, že v takovém případě by se predikce inflace pohybovala zhruba 0,5 p.b. pod spodní hranicí cílovaného koridoru. Příslušný průběh inflace je možno odečíst z tabulky 2. Tabulka 3 potom ukazuje adekvátní dopad do nastavení měnové politiky.

Tabulka 2 Celková meziroční inflace

	02q1	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář	3,50	2,92	2,14	3,02	3,11	2,92	2,90	2,83	2,67	2,90	2,87	3,05
Cílování spodní hranice koridoru	3,50	2,92	2.14	3.00	3,06	2,80	2,69	2,51	2,24	2,37	2,24	2,33
Symetrické cenové strnulosti	3,50	2,92	1,79	2,17	2,05	1,74	1,98	2,29	2,25	2,51	2,51	2,74

Reakce úrokových sazeb

Adekvátní míra reakce krátkodobých úrokových sazeb závisí na posouzení několika odlišných faktorů. Lze je rozdělit do dvou základních skupin. První z nich souvisí s dlouhodobými charakteristikami domácí ekonomiky a druhá s očekávaným průběhem hospodářského cyklu.

Politicky neutrální úroveň úrokových sazeb

Nastavení krátkých úrokových sazeb ovlivňuje v prvé řadě tzv. politicky neutrální úroveň sazeb, která souvisí s fundamentálními charakteristikami ekonomiky. Tato úroveň je určena rovnovážnou mírou reálných úrokových sazeb upravenou o inflační očekávání. Ukazuje tedy takové nastavení nominálních sazeb, které by bylo optimální v případě, že by centrální banka nemusela reagovat na výchylky inflace a výstupové mezery[12]. Na vývoji v roce 2001 pozorujeme setrvalý pokles této neutrální sazby, který je dán jak poklesem odhadované rovnovážné úrovně reálných sazeb, tak očekávaným poklesem inflace podél středu cílovaného koridoru v roce 2002. Politicky neutrální hladina sazeb se tak v současnosti dostala až na úroveň skutečného nastavení krátkých sazeb.

Budoucí vývoj této neutrální hladiny záleží především na očekávaném vývoji inflace a rovnovážných reálných sazeb. Jelikož predikce inflace na přelomu let 2002 a 2003 ukazuje stabilní průběh kolem 3 %, vývoj inflace není důvodem změny politicky neutrální úrovně nominálních úrokových sazeb. Naproti tomu budoucí pohyb reálných rovnovážných úrokových sazeb je mnohem komplikovanější, neboť souvisí více s intuitivním chápáním ekonomických trendů než s přesným výpočtem.

Předpokládáme, že vývoj rovnovážných reálných úrokových sazeb domácích a zahraničních je svázán se změnou rovnovážného reálného kurzu prostřednictvím reálné úrokové parity. Tento předpoklad považujeme za poměrně robustní vztah dlouhodobých trendů reálných veličin, mimo jiné i proto, že reálnou úrokovou paritu lze jednoduše odvodit od jejího nominálního protějšku[13]:

$$\left(z_{t+1} - z_t\right) = r_t - r_t^f - prem_t ,$$

kde pro naše účely r_t a r_t^f jsou domácí a zahraniční rovnovážná reálná úroková míra, $\left(z_{t+1} - z_t\right)$ je očekávaná rovnovážná reálná procentní depreciace (resp. se záporným znaménkem apreciace) a $prem_t$ představuje rizikovou prémii investování do domácí ekonomiky.

Vzhledem k tomu, že obvykle existuje více informací o determinantech budoucího vývoje rovnovážného reálného kurzu, zahraniční rovnovážné reálné úrokové míry a rizikové prémie, můžeme úrokovou paritu využít pro dopočet budoucího vývoje domácí reálné rovnovážné úrokové míry. Při této interpretaci je pohyb domácí rovnovážné míry vůči zahraniční dán spolupůsobením faktorů rovnovážného reálného zhodnocení a vývoje rizikové prémie.

Tento jednoduchý arbitrážní vztah je možno využít pro ilustraci kvalitativního problému konvergence domácích reálných úrokových měr k zahraničním v malé otevřené tranzitivní ekonomice. Na jedné straně lze očekávat, že konvergující ekonomika se bude vyznačovat vysokou mírou mezní návratnosti kapitálu, tedy i vysokými reálnými úrokovými mírami. V průběhu konvergence se tak budou domácí reálné míry blížit zahraničním *shora* v souvislosti s klesajícími mezními výnosy. Takovýto vývoj by zřejmě nastal v uzavřené ekonomice.

[12] Je ovšem třeba zdůraznit, že porovnání aktuální výše sazeb s politicky neutrální úrovní nevyjadřuje charakter působení měnové politiky v ekonomice. Ten je představován indexem měnových podmínek a jeho složkami.
[13] Nominální výnosová parita má význam arbitrážní podmínky na mezinárodním finančním trhu.

Na druhou stranu v ekonomice otevřené, která je přístupna mezinárodní finanční arbitráži, lze počítat, že se relativní úrokové míry budou spíše řídit výše uvedeným vztahem úrokové parity. Z něho je především zřejmé, že domácí reálná úroková míra bude vyšší než zahraniční pouze tehdy, pokud riziková prémie bude vyšší než míra rovnovážného reálného zhodnocení. V opačném případě se budou domácí reálné sazby blížit zahraničním *zespoda*. Tyto dvě možnosti ilustrují i následující příklady vývoje rovnovážných veličin během rozhodujících mezníků budoucího vývoje české ekonomiky – vstupu do EU (2004) a EMU (2007):

Případ 1

	2001	2004	2007
Zahraniční rovnovážná reálná úroková míra, r^f	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Rovnovážná reálná depreciace, $(z_{t+1} - z_t)$	-5,0 %	-4,5 %	-4,5 %
Riziková prémie, $prem_t$	5,0 %	4,5 %	4,5 %
Domácí rovnovážná reálná úroková míra, r_t	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Případ 2

	2001	2004	2007
Zahraniční rovnovážná reálná úroková míra, r^f	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Rovnovážná reálná depreciace, $(z_{t+1} - z_t)$	-5,0 %	-4,5 %	-2,5 %
Riziková prémie, $prem_t$	5,0 %	1 %	0,0 %
Domácí rovnovážná reálná úroková míra, r_t	2,0 %	-1,5 %	-0,5 %

Případ 3

	2001	2004	2007
Zahraniční rovnovážná reálná úroková míra, r^f	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Rovnovážná reálná depreciace, $(z_{t+1} - z_t)$	-5,0 %	-4,0 %	-2,5 %
Riziková prémie, $prem_t$	5,0 %	3 %	1,0 %
Domácí rovnovážná reálná úroková míra, r_t	2,0 %	1,0 %	0,5 %

První příklad ukazuje, že pokud má konvergence reálných úrokových sazeb proběhnout shora, potom musí riziková prémie zůstat v zásadě nezměněna nebo míra rovnovážného zhodnocení rychle poklesnout. Rychlý pokles míry reálného zhodnocování se však zdá být nepravděpodobný nejen na základě minulého vývoje v české ekonomice, ale i řady dalších

tranzitivních ekonomik, jejichž měny reálně zhodnocují v minimálně stejném rozsahu. Alternativní možnost, že by riziková prémie zůstala nezměněna, zase ponechává nevysvětlen současný vývoj nominálního kurzu, za kterým by musely být pouze krátkodobé faktory nesouvisející s poklesem rizikové prémie.

Druhý příklad představuje opačný extrém: většinu současného zhodnocování nominálního kurzu lze připsat vývoji rizikové prémie, která rychle klesá. V souladu s tím klesají i reálné rovnovážné sazby nejen pod úroveň německých, ale až do záporných hodnot. Postupný návrat k německým hodnotám bude souviset s postupným snižováním míry reálného zhodnocování.

Je pochopitelné, že vyřešení problému konvergence rovnovážných reálných úrokových měr významně ovlivní naše chápání o adekvátnosti nastavení měnové politiky. Současná podoba predikce odpovídá střední cestě příkladu 3: středně rychlé snižování rizikové prémie doprovázené mírným poklesem reálného zhodnocování. Uvažujeme proto, že až do okamžiku vstupu do EMU bude rovnovážná reálná úroková míra vůči německé klesat a s tím bude sledovat sestupný trend i politicky neutrální úroveň nominálních úrokových sazeb. Konvergence v hodnotách reálných úrokových sazeb proběhne až během našeho členství v EMU prostřednictvím postupného poklesu reálného zhodnocování spojeného s konvergencí v produktivitách. Zároveň proto přepokládáme, že většina současného průběhu nominálního kurzu souvisí s faktory odlišnými od poklesu rizikové prémie. Domníváme se, že je předčasné hodnotit význam vývoje směnného kurzu v posledním čtvrtletí pro odhad dlouhodobých trendů. Přikládáme proto možným změnám dlouhodobých trendů jako faktorům uvolnění měnové politiky jen malou váhu. Jinými slovy se domníváme, že současná úroveň politicky neutrální úrokové sazby kolem 4,7 nevyžaduje podstatnou revizi a bude klesat jen pozvolna v souvislosti s pozvolným poklesem rizikové prémie.

Vliv hospodářského cyklu

Doporučená úroveň nominálních sazeb by se od politicky neutrální úrovně měla lišit tak, aby zohlednila očekávaný průběh hospodářského cyklu v podobě inflace a výstupové mezery. Predikce inflace se v ročním předstihu pohybuje jen těsně nad spodní hranou cílovaného koridoru, což samo o sobě zakládá důvod pro mírné snížení úrokových sazeb. Zároveň i současná úroveň výstupové mezery opravňuje nastavení sazeb pod neutrální úrovní. Průběh cyklu tak ukazuje na potřebu současného uvolnění měnové politiky oproti neutrální úrovni řádově o 0,5 p.b. Výše tohoto uvolnění je však do značné míry ovlivněna interpretací cílovaného koridoru. Pokud by měnová politika považovala splnění spodní hranice cíle za stejně hodnotné jako střed koridoru, potom by odpovídající reakce vyplývala pouze ze současného odhadu výše výstupové mezery a pohybovala by se v řádu 0,25 p.b. Příslušné trajektorie inflace a úrokových sazeb lze opět odečíst z tabulek 2 a 3.

Tabulka 3 Krátkodobé nominální úrokové sazby

	02q1	**02q2**	**02q3**	**02q4**	**03q1**	**03q2**	**03q3**	**03q4**	**04q1**	**04q2**	**04q3**	**04q4**
Základní scénář	4,49	4,10	3,89	3,65	3,39	3,54	3,59	3,84	3,95	4,05	4,13	4,23
Cílování spodní hranice koridoru	4,94	4,71	4,47	4,11	3,66	3,61	3,45	3,51	3,43	3,33	3,22	3,13
Symetrické cenové strnulosti	3,43	2,40	2,15	2,32	2,41	2,77	2,93	3,26	3,44	3,62	3,77	3,93

V souhrnu faktorů ovlivňujících nastavení úrokových sazeb lze konstatovat, že jak průběh hospodářského cyklu, tak vývoj dlouhodobých trendů ukazuje na pokles úrokových sazeb, a to v rozsahu až 0,5 p.b., přičemž lze očekávat i podobný tlak v dalších čtvrtletích. Vzhledem k tomu, že implikovaný vývoj úrokových sazeb je podmíněn velice specifickou a hrubou reakční funkcí, je v tabulce 4 provedeno srovnání modelové trajektorie s informací extrahovanou z finančních trhů.

Tabulka 4 Budoucí úrokové sazby implikované z FRA, srovnání se základním scénářem predikce

- Před snížením (21.01.2002)

	02q1	**02q2**	**02q3**	**02q4**	**03q1***	**03q2***	**03q3***	**03q4***
Plně racionální trh	4,55	4,38	4,38	4,44	4,49*	4,49*	4,49*	4,49*
Částečně racionální trh (20 %)	4,55	3,70	3,70	4,00	4,25*	4,25*	4,25*	4,25*
Základní scénář predikce	4,49	4,10	3,89	3,65	3,39	3,54	3,59	3,84

* hodnota FRA 12x24

- Po snížení (22.01.2002)

	02q1	**02q2**	**02q3**	**02q4**	**03q1***	**03q2***	**03q3***	**03q4***
Plně racionální trh	4,47	4,37	4,40	4,48	4,83*	4,83*	4,83*	4,83*
Částečně racionální trh (20 %)	4,47	3,97	4,12	4,52	6,27*	6,27*	6,27*	6,27*
Základní scénář predikce	4,49	4,10	3,89	3,65	3,39	3,54	3,59	3,84

* hodnota FRA 12x24

Posledním krokem v analýze faktorů změny úrokových sazeb je ohodnocení citlivosti predikce na plošné snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b., které je uvedeno v kapitole III.3. Tam ukazujeme, že kredibilní snížení řídící úrokové sazby (tj. s odpovídajícím dopadem do ročních úrokových sazeb) v rozsahu 0,25 p.b. vede v horizontu 4 - 6 čtvrtletí k růstu meziroční míry inflace zhruba o 0,2 - 0,3 p.b.

Box 1
Guide to the Model Report

Forecast Summary sheet provides a quick view on basic indicators of macroeconomic and monetary policy performance.

Nominal Interest Rates

3-Month Interbank Rate is the key policy instrument; both other rates (*1-Year Interbank Rate* and *Newly-Issued Bank Loans Rate*) are tied up using simple models of term and market structure of interest rates.

Policy Neutral Rate represents the level of nominal rate corresponding to equilibrium real rate (determined outside the core business cycle model) and model-consistent inflationary expectations. It is therefore consistent with neutral policy stance in terms of its impact into real activity.

Nominal Exchange Rates

For most model behavior only *CZK/DEM* rate matters (endogenous UIP-fashion equation, real exchange rate definition etc.).

Risk premium term causes systematic deviations from UIP condition. *Risk premium* determines domestic equilibrium real interest rates along with assumptions on real rate appreciation and foreign equilibrium real interest rates

CZK/USD rate follows a (possibly time-varying) exogenous mark-up over *CZK/DEM* rate (exogenous *USD/DEM* assumed in other words). It enters energy import prices believed to be contracted on USD rather than EUR basis.

Supply-Side Assumptions

Neither *Real Potential GAP* nor *NAIRU* are of any policy significance. They only provide a basis for calculating real GDP level and growth and unemployment rate, respectively.

Unemployment Rate Gap (an alternative measure of business cycle position, redundant for the model) evolves according to a simple Okun's-like equation. with a high persistence term (taking into accoutn labor market more rigid than goods market).

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions **sheet relates demand-side of the economy with its primary model driving forces collected in an index of real monetary conditions (weighted average of longer-term real interest rates, foreign real interest rate, and real exchange rate).**

Weighted Contributions to Aggregate Demand

Real GDP Gap mirrors business cycle position of the economy. Its dynamics is contributed to by its proper persistence (*Real GDP Gap Lag*), real monetary conditions (*RMC Index Lag*), foreign demand influence (*Foreign Demand Gap*), and other terms (scope for expert judgement). Contributions are weighted so that they sum immediately to *Real GDP Gap*.

Tune is in fact near-term forecast borrowed from Real Economy Department. It applies for 2 forthcoming quarters, i.e. on the horizon where *Tune Weight* equals 1 (model mechanisms are switched off then).

Indicators of Real Monetary Conditions

RMC Index Gap underlies the cyclical movements in output gap (*RMC Index* itself and *Equilibrium RMC Index* are of no meaningful scale being reported for technical purposes only).

RMC Index Gap = *0.25 (0.25 Newly-Issued Bank Loans Real Rate Gap +*
0.50 Real 1-Year Interbank Rate Gap +
0.25 Euro Real 3-Month Interbank Rate Gap) +
0.15 Real Exchange Rate Gap

Note that both overall *RMCI Index Gap* and all its components are stated so that positive sign implies *tight* real monetary conditions and vice versa.

Inflation Determinants sheet splits the overall targeted CPI inflation development into its model components.

Net CPI (Headline CPI net of administered prices)
Core CPI (Net CPI excluding energy prices)
Energy Prices
Regulated CPI

Monetary nature is attributed to *Core CPI* which therefore enters Phillips curve (*Energy Prices* are modelled as an error correction specification depending upon *Import Energy Prices*; *Regulated CPI* follows from Ministry of Finance's schedule.
Inflation Deviation from Target together with business cycle position represent the engine in monetary policy rule design.

Weighted Contributions to CPI Inflation

Reported are inflation contributions in terms of percentage points wieghted so that *Core CPI* and *Energy Prices* contributions sum immediately to that of *Net CPI*, and *Net CPI* and *Regulated CPI* contributions sum to overall *CPI* inflation.

Werighted Contributions to Core Phillips Curve

Firms' pricing mechanism is influenced by a number of factors formally captured in a Phillips curve equation. Three major groups of them are distinct: labor cost channel (*Real GDP Gap*, *Inflation Expectations*), other cost channel (*Import Prices*), and inflation from equilibrium movement in relative (tradables-nontradables) prices (*Real Eq. Appreciation*). Contributions are wieghted so that tehy sum immediately to quarter-on-quarter core inflation.
Tune is in fact near-term forecast borrowed from Real Economy Department. It applies for 2 forthcoming quarters, i.e. on the horizon where *Tune Weight* equals 1 (model mechanisms are switched off then).

Reported: 22-Jan-2000 15:42:50

Database: base.csv
Created: 22-Jan-2000 15:36:43

January 2002 Forecast Summary

Baseline

		2000:2	2000:3	2000:4	2001:1	2001:2	2001:3	2001:4	2002:1	2002:2	2002:3	2002:4	2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4
CPI	% pa y-o-y	3.7	3.9	4.1	4.0	4.9	5.3	4.2	3.5	2.9	2.1	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.9	2.9	3.1
	% pa q-o-q	1.5	4.9	3.3	6.1	5.2	6.3	-0.9	3.3	2.9	3.2	2.6	3.7	2.1	3.2	2.3	3.1	3.0	3.1	3.0
	level	102.0	103.3	104.1	105.9	107.3	109.0	108.7	109.7	110.4	111.3	112.1	113.1	113.7	114.6	115.3	116.2	117.0	118.0	118.8
Real GDP	% pa y-o-y	2.4	2.5	3.6	3.8	3.7	3.2	2.8	2.3	3.2	3.4	2.7	2.3	2.3	2.9	3.5	3.9	4.0	3.9	3.9
	% pa q-o-q	0.8	2.4	6.2	5.9	0.3	0.6	4.4	4.1	3.7	1.5	1.3	2.5	3.9	3.9	3.7	4.2	4.0	3.7	3.6
	level	359.5	361.7	367.3	372.8	373.0	373.6	377.8	381.6	385.2	386.7	388.0	390.4	394.2	398.1	401.8	406.0	410.1	413.9	417.7
Unemployment Rate	%	9.2	8.9	8.6	8.5	8.5	8.5	8.6	8.9	9.1	8.8	8.6	8.5	8.4	8.2	8.1	8.0	7.8	7.7	7.6
Nominal Interest Rates																				
3-Month Interbank Rate	% pa	5.3	5.3	5.4	5.2	5.0	5.4	5.0	4.5	4.1	3.9	3.7	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0	4.1	4.1	4.2
Policy Neutral Rate	% pa	7.5	7.6	6.4	5.5	4.8	4.0	4.6	4.8	4.6	4.6	4.5	4.3	4.5	4.4	4.6	4.5	4.5	4.4	4.4
Policy Misalignment	pp	0.0	-1.3	-0.3	0.1	0.6	1.9	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1-Year Interbank Rate	% pa	5.6	5.7	5.8	5.3	5.1	5.8	5.0	4.6	4.2	4.0	3.7	3.5	3.7	3.7	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4
Newly-Issued Bank Loans	% pa	7.0	6.7	6.7	6.2	6.2	6.5	6.4	6.1	5.9	5.8	5.7	5.6	5.8	5.8	6.1	6.1	6.2	6.3	6.5
Euro 1-Year Interbank Rate	% pa	4.7	5.2	5.1	4.5	4.4	4.1	3.3	3.1	3.1	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2
Nominal Exchange Rates																				
CZK/DEM	% pa y-o-y	-3.6	-2.7	-4.1	-2.8	-5.6	-4.1	-5.1	-7.6	-6.2	-6.1	-3.6	-0.5	-0.6	-0.4	-1.2	-2.5	-3.6	-4.2	-4.4
	% pa q-o-q	5.7	-9.2	-6.4	-1.3	-5.7	-3.2	-10.3	-11.1	0.0	-3.1	0.0	1.1	-0.5	-2.3	-3.2	-3.8	-5.1	-4.9	-3.8
	level	18.6	18.1	17.8	17.8	17.5	17.4	17.0	16.5	16.5	16.4	16.4	16.4	16.4	16.3	16.2	16.0	15.8	15.6	15.5
CZK/DEM Risk Premium	% of Exchng Rate	4.7	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.1	4.9	4.7	4.6	4.4	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0
CZK/USD	% pa y-o-y	8.8	12.0	14.0	4.0	1.1	-2.4	-8.3	-5.2	-10.8	-10.1	-7.9	-4.8	-4.4	-3.9	-4.4	-5.0	-5.3	-5.1	-4.4
	% pa q-o-q	28.4	3.4	10.1	-26.1	16.8	-10.4	-13.5	-13.6	-5.6	-7.6	-4.7	-1.5	-3.9	-5.7	-6.5	-3.8	-5.1	-4.9	-3.8
	level	38.8	39.2	40.2	37.6	39.3	38.3	37.0	35.7	35.3	34.6	34.2	34.1	33.7	33.3	32.7	32.4	32.0	31.6	31.3
Supply-Side Assumptions																				
Real Potential GDP	% pa y-o-y	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.5
	% pa q-o-q	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
NAIRU	% of Labor Force	6.8	6.7	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
Unemployment Gap	% of Labor Force	-2.4	-2.2	-2.0	-1.9	-1.8	-1.7	-1.9	-2.1	-2.4	-2.1	-1.9	-1.7	-1.6	-1.5	-1.3	-1.2	-1.1	-1.0	-0.9

Reported: 22-Jan-2000 15:42:50

Database: base.csv
Created: 22-Jan-2000 15:36:43

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

		2000:2	2000:3	2000:4	2001:1	2001:2	2001:3	2001:4	2002:1	2002:2	2002:3	2002:4	2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4
Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms																				
Real GDP Gap	% of Actual Value	-2.3	-2.2	-1.3	-0.4	-1.0	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.8	-1.2	-1.4	-1.2	-1.1	-0.9	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6
Real GDP Gap Lag	pp	-1.8	-2.1	-2.0	-1.1	-0.4	-0.9	-1.3	-0.9	-0.6	-0.4	-0.7	-1.1	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5
RMC Index Lag	pp	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Foreign Demand Gap	pp	0.6	0.5	0.4	0.4	0.2	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0
Expert Judgement	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Tune	pp	-2.3	-2.2	-1.3	-0.4	-1.0	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Tune Weight	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Indicators of Real Monetary Conditions																				
RMC Index		-43.8	-43.4	-43.2	-43.2	-42.9	-42.7	-42.5	-41.9	-41.7	-41.4	-41.4	-41.5	-41.4	-41.2	-41.0	-40.9	-40.6	-40.5	-40.3
Equilibrium RMC Index		-43.4	-43.2	-43.1	-42.9	-42.8	-42.6	-42.4	-42.2	-42.0	-41.9	-41.7	-41.5	-41.4	-41.2	-41.1	-40.9	-40.8	-40.6	-40.5
RMC Index Gap		-0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
Real 3-Month Interbank Rate	% pa	1.7	1.7	1.5	1.1	1.0	0.5	-0.3	0.4	0.6	1.0	1.4	0.5	0.4	0.7	0.9	1.1	1.3	1.2	1.3
Equilibrium Rate	% pa	2.6	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
Rate Gap	% pa	-0.8	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-1.3	-2.0	-1.3	-1.1	-0.7	-0.3	-1.2	-1.2	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	-0.1	0.1
Real 1-Year Interbank Rate	% pa	2.0	2.0	1.9	1.2	1.1	0.9	-0.3	0.5	0.7	1.0	1.5	0.6	0.6	0.8	1.1	1.2	1.5	1.3	1.5
Equilibrium Rate	% pa	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
Rate Gap	% pa	-0.7	-0.4	-0.3	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-1.3	-1.0	-0.7	-0.1	-1.0	-0.9	-0.6	-0.3	-0.0	0.3	0.3	0.5
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	% pa	3.4	3.0	2.8	2.1	2.2	1.6	1.1	2.0	2.5	2.9	3.5	2.6	2.7	2.9	3.2	3.3	3.5	3.4	3.6
Equilibrium Rate	% pa	3.8	3.6	3.4	3.2	3.0	2.9	2.8	3.0	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
Rate Gap	% pa	-0.5	-0.6	-0.6	-1.1	-0.8	-1.3	-1.7	-1.0	-0.7	-0.4	0.1	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.0	-0.1	0.1
Euro Real 1-Year Interbank Rate	% pa	2.5	3.1	3.0	2.5	2.1	1.2	1.0	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
Equilibrium Rate	% pa	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Rate Gap	% pa	0.2	0.8	0.7	0.3	0.0	-0.8	-0.9	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Real CZK/DEM Exchange Rate	level	19.4	18.8	18.5	18.3	17.9	17.5	17.1	16.6	16.5	16.3	16.3	16.3	16.2	16.0	15.9	15.7	15.5	15.4	15.2
Equilibrium Exchange Rate	level	18.9	18.7	18.4	18.2	18.0	17.7	17.5	17.3	17.1	16.9	16.7	16.5	16.3	16.2	16.0	15.8	15.7	15.5	15.4
	% pa y-o-y	-4.5	-4.6	-4.7	-4.9	-5.0	-5.1	-5.1	-5.0	-4.9	-4.7	-4.6	-4.5	-4.4	-4.3	-4.3	-4.2	-4.1	-4.0	-3.9
Exchange Rate Gap	% of Actual Value	-2.3	-0.8	-0.3	-0.5	0.1	1.1	2.1	4.1	3.5	3.5	2.1	1.5	0.9	1.0	0.5	0.5	0.8	1.0	1.0

Reported: 22-Jan-2000 15:42:50

Database: base.csv
Created: 22-Jan-2000 15:36:43

Inflation Determinants

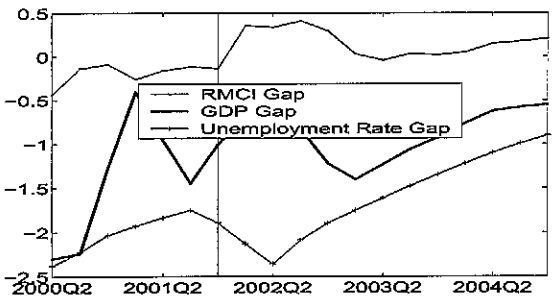
Baseline

		2000:2	2000:3	2000:4	2001:1	2001:2	2001:3	2001:4	2002:1	2002:2	2002:3	2002:4	2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4
Inflation Target	% pa y-o-y	5.5	5.5	5.5	5.1	4.8	4.4	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3
Inflation Deviation from Target	pp	0.1	0.9	0.1	-0.5	-1.0	-1.7	-0.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	-0.0	0.1
Year-on-Year CPI Inflation Components																				
CPI	% pa y-o-y	3.7	3.9	4.1	4.0	4.9	5.3	4.2	3.5	2.9	2.1	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.9	2.9	3.1
Net CPI	% pa y-o-y	2.2	3.1	3.3	2.8	3.7	3.9	2.5	2.4	1.7	1.1	2.2	2.8	2.6	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5
Core CPI	% pa y-o-y	1.2	2.1	2.7	2.9	3.9	4.3	3.1	2.9	2.2	1.7	2.5	2.8	2.7	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5
Energy Prices	% pa y-o-y	22.0	23.9	16.2	0.3	-2.2	-6.0	-12.6	-11.9	-11.2	-13.7	-6.4	3.0	-0.1	1.4	1.9	1.5	1.1	1.5	2.4
Regulated CPI	% pa y-o-y	7.7	6.0	6.3	9.2	10.0	11.2	11.3	7.8	7.6	6.2	6.1	4.3	4.2	4.5	4.4	3.3	4.2	4.0	5.0
Import Prices	% pa y-o-y	12.0	11.4	9.6	3.9	0.2	-2.5	-7.2	-8.9	-9.6	-10.0	-6.5	-1.6	0.1	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.0	-0.2
Import Prices ex Energy	% pa y-o-y	5.9	6.5	5.9	3.2	0.0	-1.3	-2.5	-5.2	-5.6	-6.6	-6.9	-2.1	-0.4	0.5	0.4	-0.0	-0.6	-0.9	-1.1
Import Energy Prices	% pa y-o-y	69.7	56.9	45.3	17.2	7.4	-7.9	-50.3	-43.4	-48.2	-44.4	-1.9	3.5	5.0	1.4	-3.3	-6.1	0.7	9.7	9.7
German CPI	% pa y-o-y	1.6	2.0	2.3	2.5	3.1	2.4	1.8	1.3	0.8	1.0	1.9	1.6	1.6	1.4	1.3	1.8	2.4	3.0	3.0
Price of Oil	% pa y-o-y	51.7	38.2	24.1	-0.1	3.2	-17.0	-41.7	-38.3	-37.4	-26.4	4.0	13.5	8.1	4.0	0.0	-1.7	6.7	15.5	13.6
Weighted Contributions to CPI Inflation																				
CPI	% pa y-o-y	3.7	3.9	4.1	4.0	4.9	5.3	4.2	3.5	2.9	2.1	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.9	2.9	3.1
Net CPI	pp	1.6	2.3	2.5	2.3	3.1	3.2	2.1	2.0	1.4	0.9	1.8	2.3	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Core CPI	pp	0.9	1.5	1.9	2.3	3.1	3.4	2.4	2.3	1.7	1.3	2.0	2.2	2.1	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Energy Prices	pp	0.7	0.8	0.6	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Regulated CPI	pp	2.1	1.7	1.8	1.8	2.0	2.2	2.2	1.6	1.6	1.3	1.3	0.9	0.9	1.0	0.9	0.7	0.9	0.9	1.1
Weighted Contributions in Core Phillips Curve – log terms																				
Core CPI	% pa q-o-q	1.4	3.9	4.4	1.8	5.6	5.5	-0.6	1.2	2.7	3.2	2.9	2.2	2.3	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	2.4
Core CPI Lag	pp	0.4	0.6	1.7	1.8	0.8	2.4	2.3	-0.2	0.5	1.2	1.4	1.2	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Inflation Expectations	pp	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.6	1.7	1.3	1.1	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
Import Prices ex Energy	pp	1.5	1.6	1.5	0.8	0.0	-0.3	-0.6	-1.3	-1.4	-1.6	-1.7	-0.5	-0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.3
Real Eq. Appreciation	pp	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Real GDP Gap	pp	-1.0	-1.1	-1.1	-0.6	-0.2	-0.5	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3
Expert Judgement	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	1.4	3.9	4.4	1.8	5.6	5.5	-0.6	1.2	2.7	3.2	2.4	1.6	3.0	4.3	3.9	2.5	2.4	2.4	2.3
Tune Weight		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

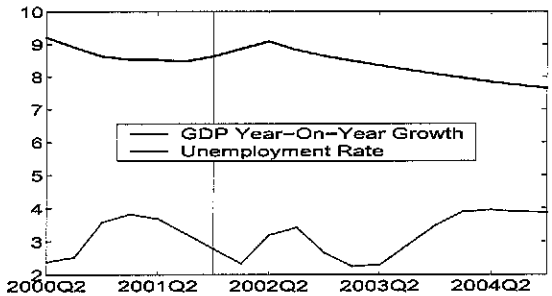
October 2001 Forecast

Baseline

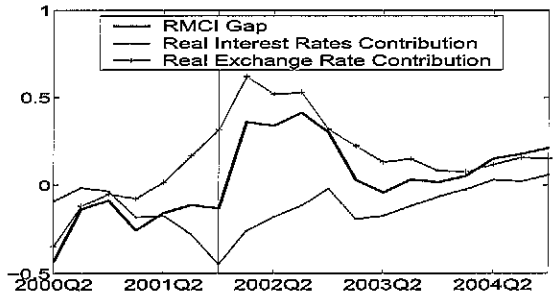
Real Activity Measures



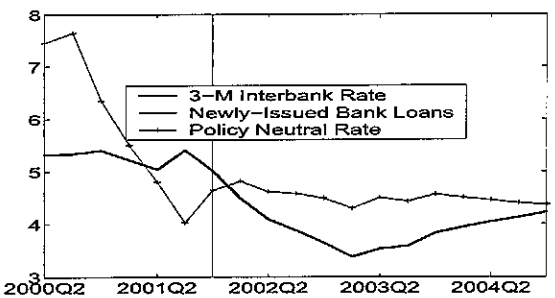
Real Activity Measures



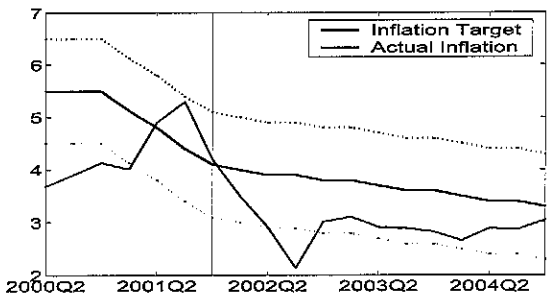
Real Monetary Conditions



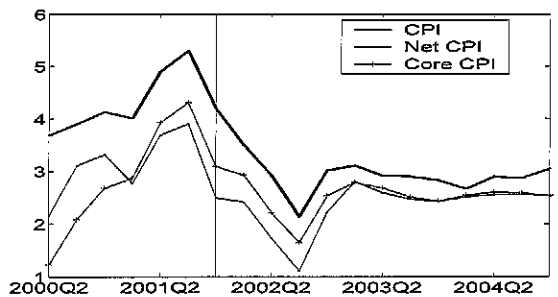
Nominal Interest Rates



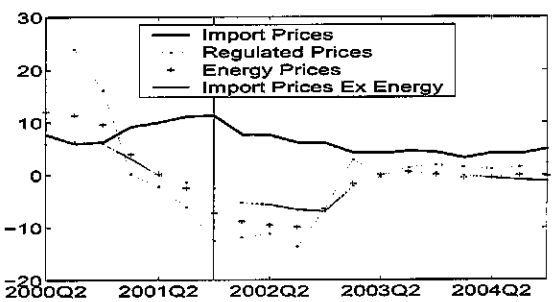
Inflation Target



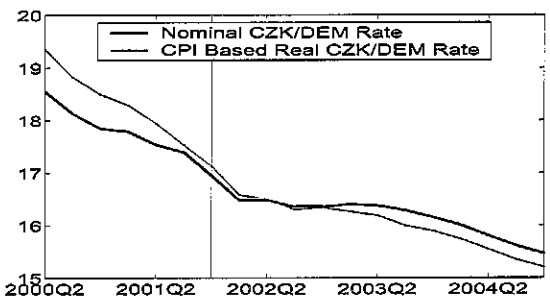
Year-On-Year Inflation Components (1)



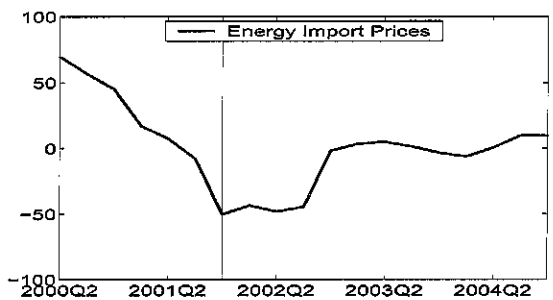
Year-On-Year Inflation Components (2)



Exchange Rates



Year-On-Year Import Inflation Components



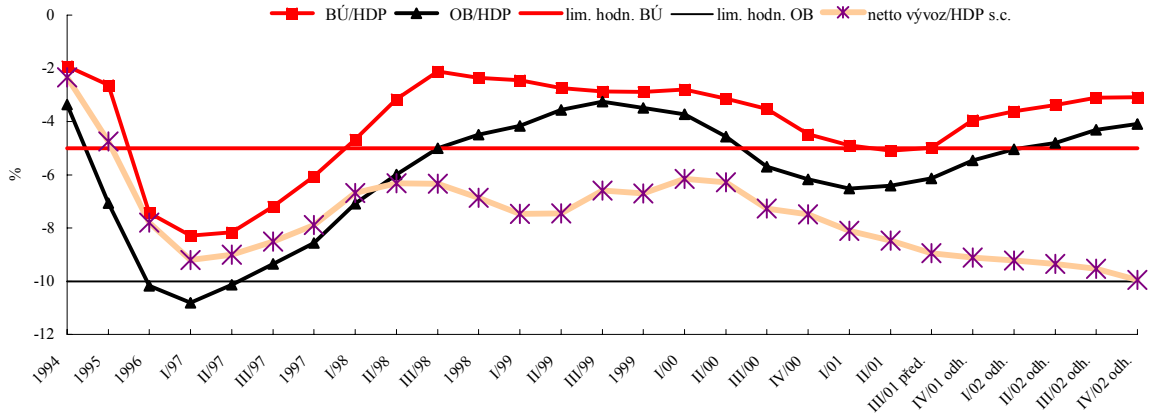
Příloha č. l

Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

A/ Indikátory rozsahu vnější nerovnováhy

1/ podíl běžného účtu a obchodní bilance na vytvořeném HDP

Vývoj poměru BÚ a OB k HDP v b.c. a netto vývozu k HDP ve s.c.1995

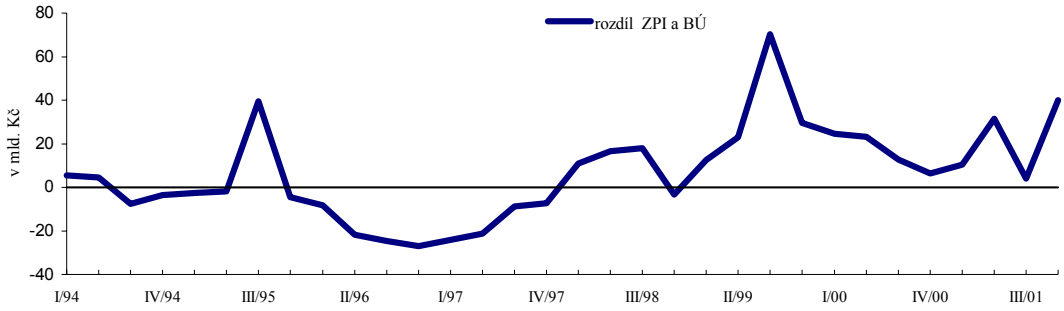


Pozn.: čtvrtletní údaje na bázi ročního klouzavého úhrnu
netto vývoz (vývoz zboží a služeb - dovoz) ve stálých cenách r. 1995

Predikce pro letošní rok předpokládá zlepšování poměru schodku běžného účtu a obchodní bilance k HDP pod hranici –5%V závěru roku by se měl ustálit poměr schodku běžného účtu k HDP pod hranicí -5% v běžných cenách vlivem meziročně příznivějšího cenového vývoje. Ve stálých cenách je pokračuje tendence prohlubování schodku. Meziroční zlepšení vnější nerovnováhy bude působit ve směru apreciace kurzu.

2/ krytí schodku běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

Krytí schodku běžného účtu přílivem ZPI



I přes současný možný odklad privatizace energetického sektoru a dohodnutá opatření mezi vládou a ČNB k eliminaci dopadu přílivu ZPI na kurz lze usuzovat na pokračující příliv zahraničního kapitálu a jeho vliv na zhodnocování koruny.

3/ změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Expektace zahraničních subjektů ohledně dalšího ekonomického vývoje zůstávají vcelku příznivé. Pozitivně byly přijaty zveřejněné údaje o růstu průmyslové výroby v listopadu a cenovém vývoji, které potvrzovaly desinflační vývoj a udržující se výkonnost ekonomiky.

Pozitivně je vnímána dohoda vlády a centrální banky ohledně přijetí kroků k eliminaci negativních dopadů přílivu zahraničního kapitálu na kurzový vývoj.

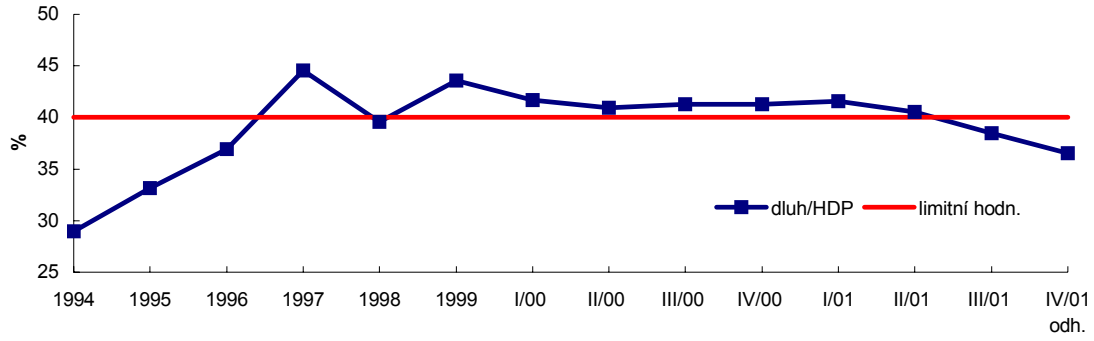
Příznivý cenový vývoj v 1.čtvrtletí v meziročním srovnání (vliv nižších cen ropy, nižší dynamika uvolnění regulovaných cen a vliv základny) a předpokládané zpomalování ekonomiky v důsledku zhoršených vnějších podmínek navozuje očekávání o rozhodnutí ČNB o snížení úrokových sazeb již v lednu.

Z hodnocení zahraničních subjektů nevyplývá riziko růstu depreciačních expektací.

B/ Indikátory dluhového vývoje

1/ Poměr zahraničního dluhu k HDP

Poměr zahraničního dluhu k HDP



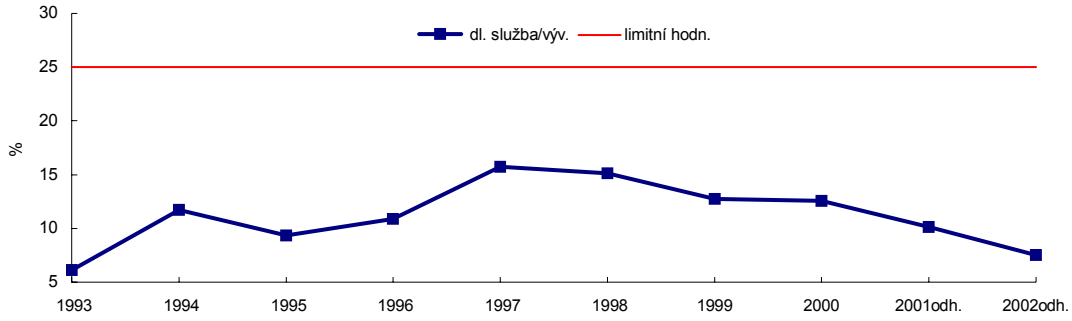
Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

Zahraniční dluh vztažený k HDP poklesl ve 4. čtvrtletí t.r. pod úroveň 40% HDP především vlivem nominálního poklesu dluhu zejména v jeho krátkodobé složce. Tento vývoj působí ve směru apreciace kurzu.

2/ Poměr dluhové služby ze střednědobých a dlouhodobých závazků k exportu zboží a služeb

Vývoj dluhové služby v poměru k ročnímu objemu exportu zboží a služeb vykazuje klesající trend a je výrazně pod limitní hodnotou. Vývoj indikátoru působí proti růstu depreciačních tlaků.

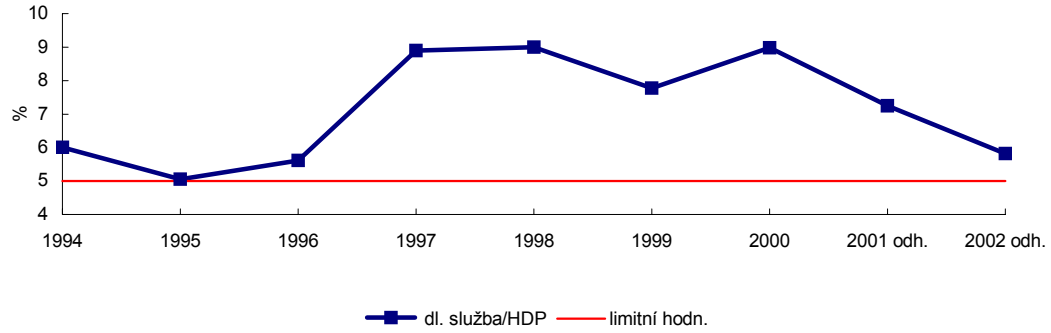
Poměr dluhové služby k exportu zboží a služeb



Pozn.: roční údaje

3/ Dluhová služba ve vztahu k HDP

Poměr dluhové služby k HDP

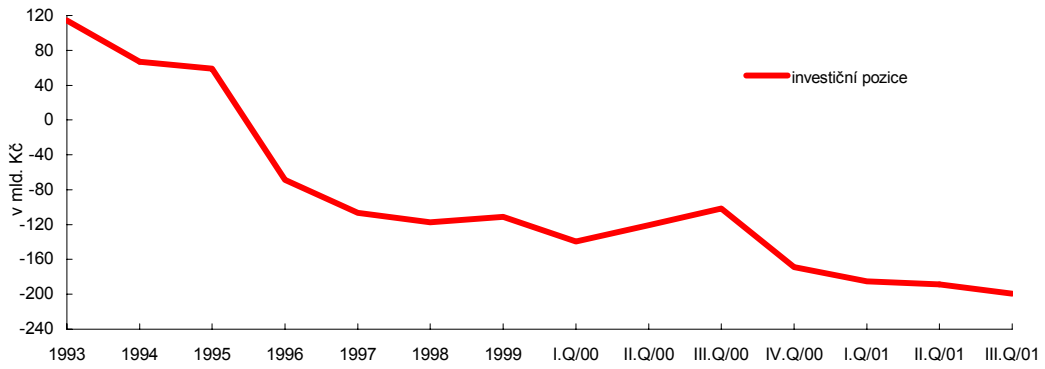


Pozn.: roční údaje

Výše dluhové služby vztažené k HDP meziročně klesá (odhad na rok 2001 cca 7,2%). Pokračování tohoto příznivého trendu by mělo působit ve směru růstu depreciačních očekávání.

4/ Vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

Vývoj investiční pozice ČR

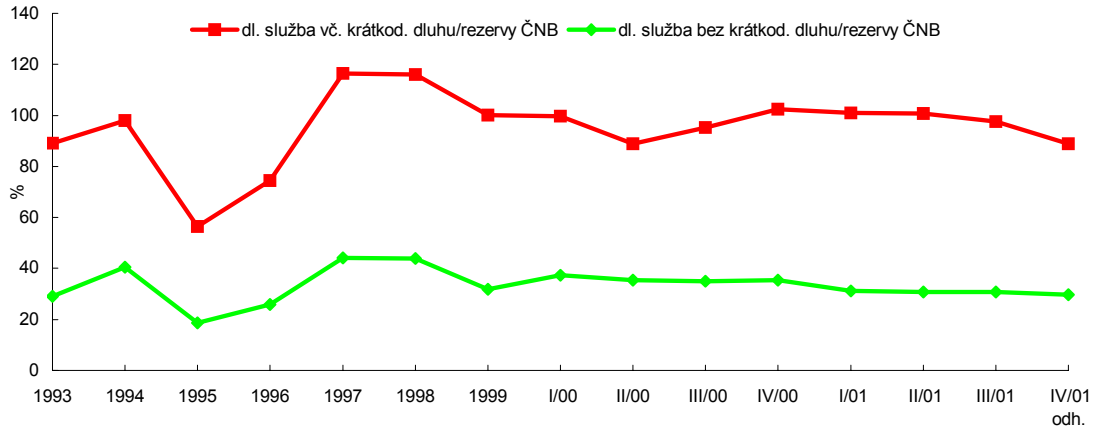


Ke konci 3. čtvrtletí dosáhl deficit investiční pozice vůči nerezidentům výše 199,2 mld. Kč. Ve 4. čtvrtletí lze předpokládat pokračování navyšování schodku (vliv přílivu přímých investic a zřejmě i odpis části pohledávek v důsledku deblokace vládních úvěrů). Vliv indikátoru na růst depreciačních tlaků není předpokládán.

C/ Indikátory vývoje likvidity České republiky

1/ Poměr dluhové služby ze střednědobých a dlouhodobých závazků a stavu krátkodobého dluhu k devizovým rezervám ČNB

Míra krytí rychle mobilizovatelného dluhu devizovými rezervami ČNB

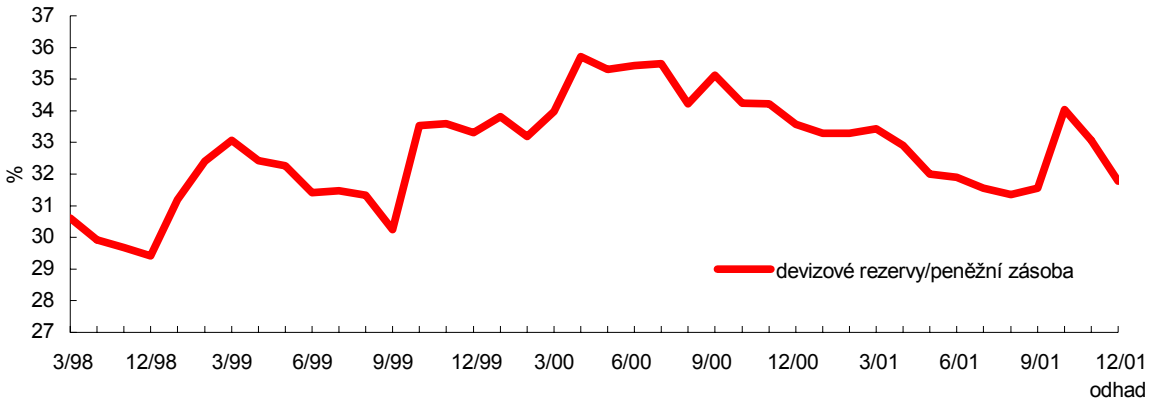


Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu období

Ve vývoji indikátoru se příznivě promítl pokles krátkodobých bankovních závazků a růst devizových rezerv ČNB dosažený ve 4. čtvrtletí m.r. Dosavadní vývoj neznamená riziko růstu depreciačních tlaků.

2/ Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

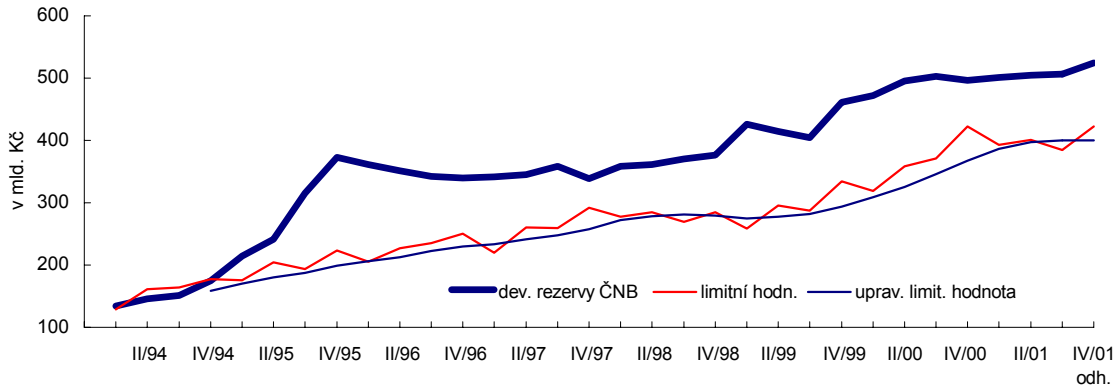


Pozn.: stav k ultimu příslušného měsíce

Podle odhadu představují devizové rezervy ČNB téměř 32% peněžní zásoby (agregát M2). Meziměsíční pokles v prosinci souvisí se snížením stavu devizových rezerv ČNB a vyšším růstem peněžní zásoby v posledních dvou měsících roku. Posilování depreciačních expektací z tohoto titulu se nepředpokládá.

3/ Devizové rezervy ČNB nepoklesnou pod hranici tříměsíčního dovozu zboží a služeb

Výše devizových rezerv ČNB vztažená k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb



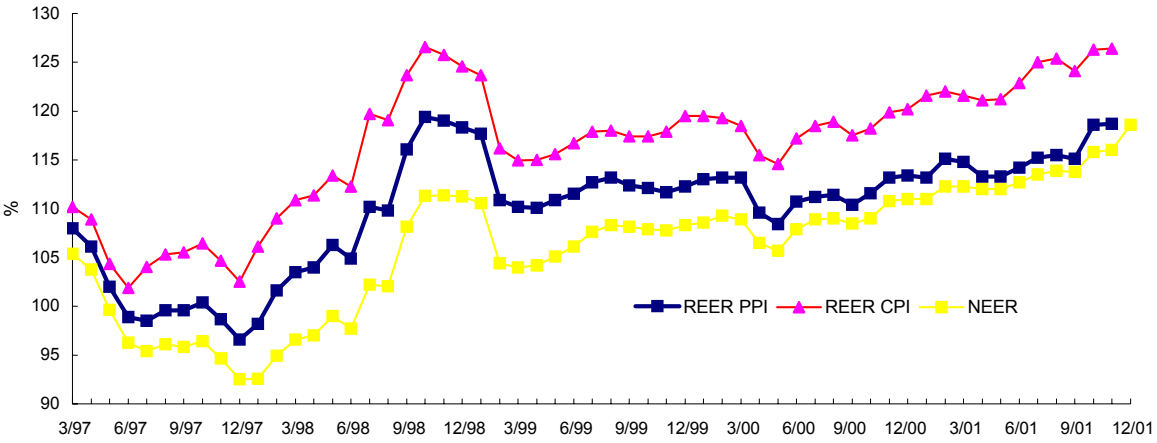
Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz za příslušné období
upravená limitní hodnota - očištěná o sezonní výkyvy

Devizové rezervy ČNB se nacházejí na úrovni krytí téměř 4-měsíčního dovozu zboží a služeb. Z hlediska mezinárodních standardů je tato výše považována za adekvátní. Vývoj indikátoru nepůsobí na růst depreciačních očekávání.

C/ Ostatní indikátory

1/ vývoj reálného efektivního kurzu

Vývoj reálného a nominálního efektivního kurzu

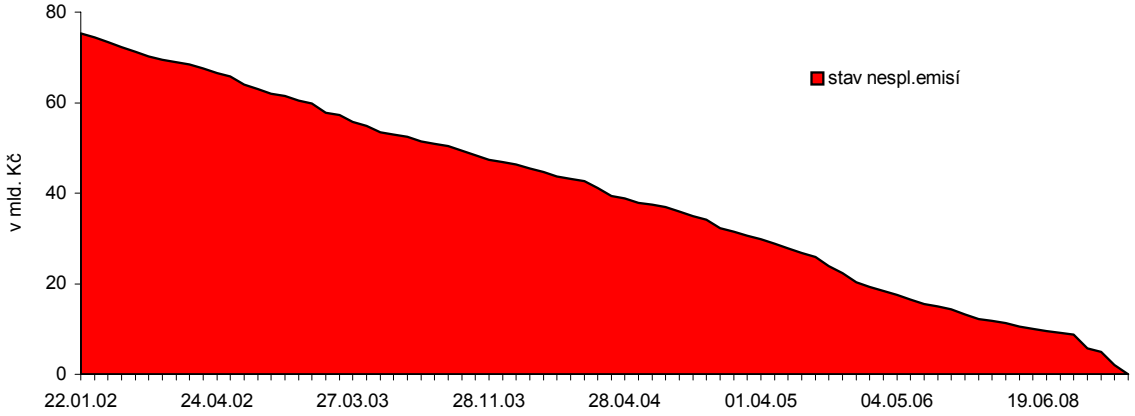


Pozn.: rok 1995 = 100

Ttrend posilování průměrných měsíčních hodnot reálných efektivních kurzů v návaznosti na vývoj nominálního efektivního kurzu se v posledních měsících urychlil (zejména u NEER a REER PPI). Tento vývoj působí proti udržování cenové konkurenceschopnosti českých vývozců.

2/ Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



Poptávka po eurokorunových obligacích na zahraničních trzích v lednu pokračovala (hlášena emise ve výši 2 mld. Kč). Na 1. čtvrtletí připadá cca 6 mld. splátek dřívějších emisí. Vývoj indikátoru nepůsobí ve směru depreciačních expektací.

Závěr:

V období od počátku prosince do poloviny ledna (17.1.) posiloval zpočátku devizový kurz koruny vůči euru až na 31,455 CZK/EUR a poté se stabilizoval. Obdobný vývoj probíhal i vůči dolaru (interval 34,836 – 37,396 CZK/USD).

Vývoj indikátorů vnější nerovnováhy probíhal v roce 2001 vcelku příznivě. V souhrnu působily ve směru apreciace koruny vlivem přílivu zahraničního kapitálu. Převážná většina indikátorů vykazovala v průběhu roku příznivý vývojový trend a hodnoty pod stanovenými mezními hodnotami (např. rozsah schodku běžného účtu, vývoj zahraničního zadlužení, výše devizových rezerv ČNB). Predikce na letošní rok u řady z nich počítají s prolongováním příznivého trendu (např.vývoj schodku BÚ v běžných cenách). Z hlediska hodnocení vlivu indikátorů na možnou depreciaci kurzu se ekonomika v minulém roce potýkala s opačným problémem – rizikem nadměrné apreciace kurzu.

Obdobný náhled byl patrný i ve formování názorů zahraničních subjektů, které hodnotí se střízlivým optimismem přibližování země Evropské unii, její růstový potenciál,nízkoinflační prostředí, zlepšení komunikace mezi vládou a centrální bankou ohledně eliminace dopadů přílivu zahraničního kapitálu. Rizikový faktor je spatřován především ve vývoji vnějšího prostředí (což je obecný faktor platný i pro okolní země).

Z uvedeného hodnocení nevyplývají rizika výraznějšího růstu depreciačních expektací.

Příloha č. 2

VÝHLED NEFINANČNÍCH KORPORACÍ A FIREM PRO NEJBLIŽŠÍ OBDOBÍ
(č. 11)

A. ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

1. Ve výhledu na 1.čtvrtletí roku 2002 se barometr podnikatelské důvěry, který vyjadřuje názor manažerů na budoucí vývoj celkové obchodní situace v jednotlivých oborech zpracovatelského průmyslu, snížil na hodnotu 84 body[x)], tj. o 10 bodů pod úroveň předchozího čtvrtletí a o 19 bodů pod úroveň 1. čtvrtletí 2001 (konjunkturní index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na příslušné čtvrtletí):

	1999		2000				2001				2002
	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.
index	96	107	111	114	120	115	103	107	94	94	84

V názorech podnikových manažerů tak nadále trvá určitý pesimismus, který po předchozí šňůře optimistických očekávání převládl poprvé ve výhledu na 3. čtvrtletí 2001. Míra pesimismu pro první měsíce tohoto roku zesílila.

2. Zvýšený počet manažerů signalizuje rostoucí obtíže v exportu. Konjunkturní index exportu spadl poprvé po třech letech opět pod kritickou hranici na 94 body. Jako důvod očekávaných exportních problémů manažeři uvádějí pokračující recesi na zahraničních trzích a silný kurs koruny.

3. Produkční ceny by měly v 1. čtvrtletí tendovat k poklesu. Nejnovější údaje z ledna, které vyjadřují očekávání sahající za horizont 1. čtvrtletí, však naznačují, že tento trend by se mohl zastavit a během 2. čtvrtletí by ceny mohly znovu přejít do fáze mírného růstu.

B. STAVEBNICTVÍ

1. Vysoká míra optimismu, která v odvětví převládala od druhé poloviny roku 2000, poněkud zeslábla. Barometr podnikatelské důvěry sestoupil pro 1. čtvrtletí 2002 na hodnotu 115 bodů, tj. o 8 bodů méně než ve 4. čtvrtletí loňského roku.Zůstal však podstatně vyšší než byly hodnoty 1. čtvrtletí z let 1999 – 2001 (konjunkturní index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na příslušné čtvrtletí):

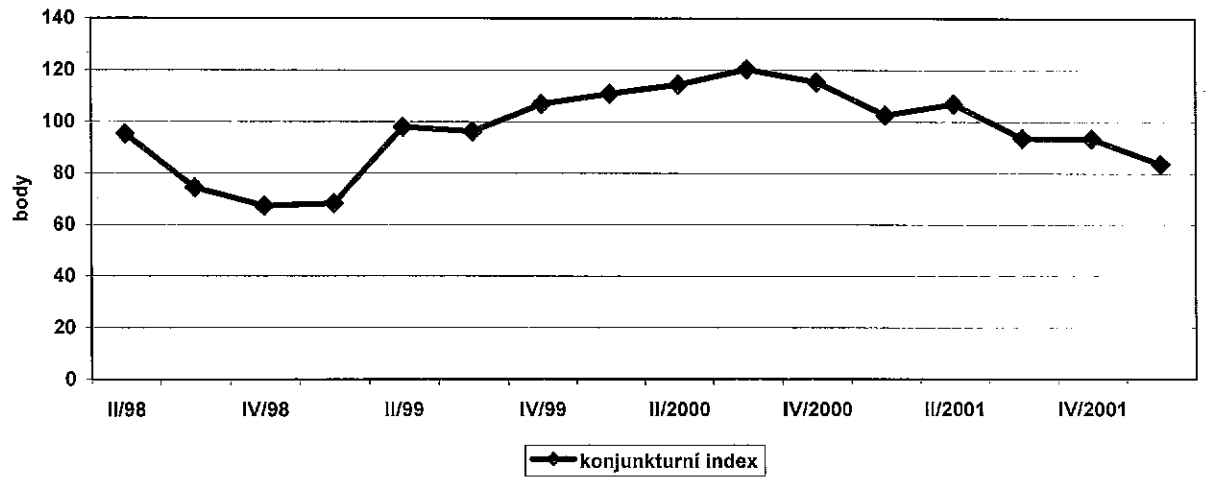
[x)]Konjunkturní index může nabývat hodnot od 0 do 200 bodů. Při hodnotě indexu 100 je vážený počet pozitivních a negativních odpovědí vyrovnaný. Převažují-li pozitivní odpovědi, pohybuje se index v intervalu 101-200 bodů, mají-li převahu negativní odpovědi, klesá hodnota indexu pod 100 bodů.

	1999		2000				2001				2002
	III.	IV.	I.	II.	III	IV.	I.	II.	II.	IV.	I.
index	89	54	62	108	140	128	91	153	131	123	115

Ve výhledu na 1. čtvrtletí 2002 se počet firem očekávajících zlepšení své podnikatelské situace snížil proti předchozímu čtvrtletí ze 36 na 30 %, se zhruba stejnou situací počítá 55 % firem (ve 4. čtvrtletí 2001 52 % firem) a s jejím zhoršením 15 % firem (ve 4. čtvrtletí 2001 12 % firem).

2. Respondenti předpokládají, že vzestup cen stavebních prací by se měl dále zpomalit. Konjunkturní index klesl proti předchozímu čtvrtletí ze 130 na 121 bod, když s cenovým růstem uvažuje v 1. čtvrtletí 26 % respondentů (ve 4. čtvrtletí 2001 30 % respondentů) a se zachováním stávající úrovně cen 69 % respondentů (v předchozím čtvrtletí 70 % respondentů). S poklesem cen nyní počítá 5 % respondentů, zatímco pro 4. čtvrtletí 2001 tak neuvažoval žádný z respondentů.

VŠEOBECNÁ OBCHODNÍ SITUACE

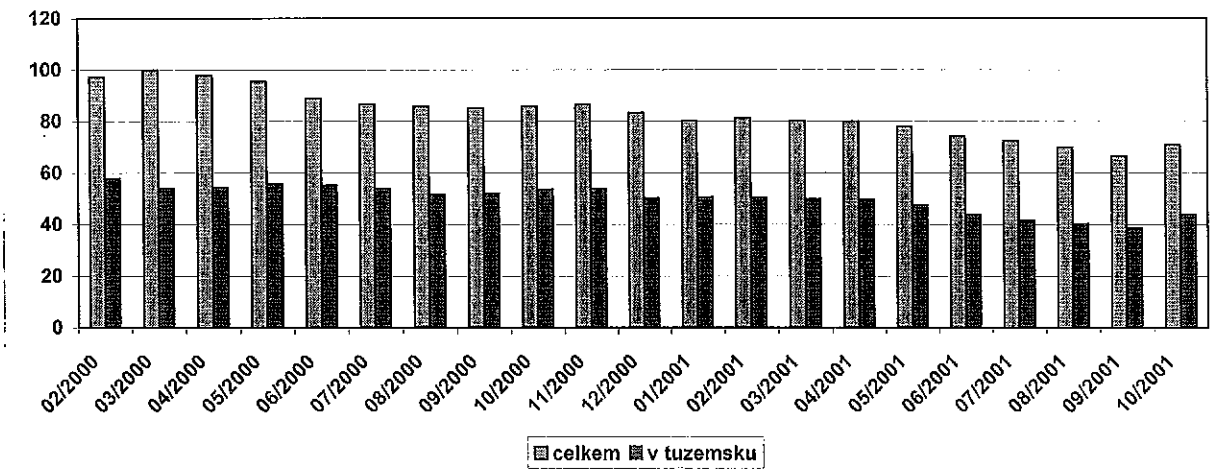


	I.	II.	III.	IV.
1998		95	74	67
1999	68	98	96	107
2000	111	114	120	115
2001	103	107	94	94
2002	84			

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

ZAKÁZKY

(stav ke konci období v mld. Kč)



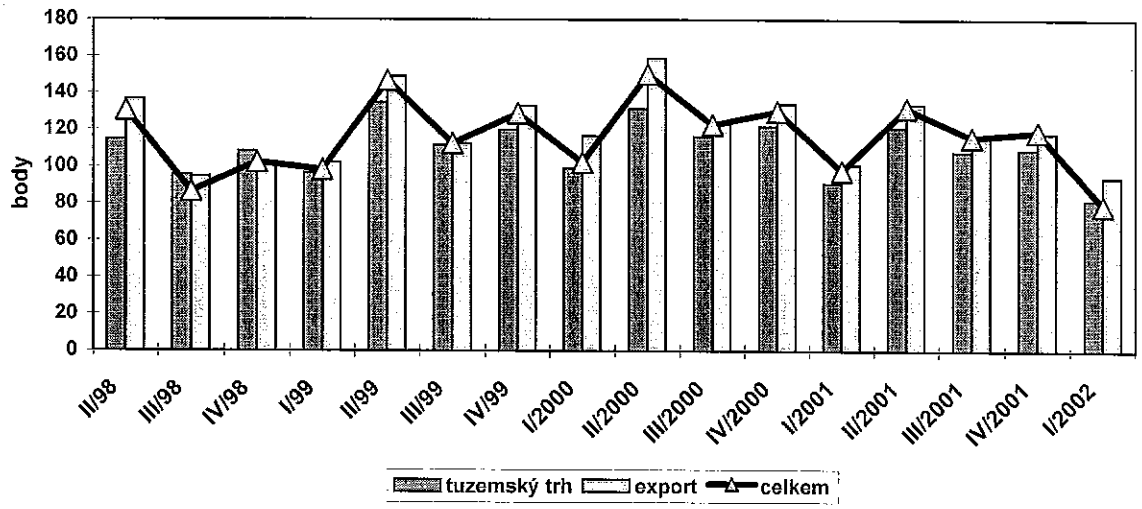
Rok 2000

	02/2000	03/2000	04/2000	05/2000	06/2000	07/2000	08/2000	09/2000	10/2000	11/2000	12/2000
celkem	97,3	99,9	97,7	95,5	89,0	86,6	85,7	85,1	85,8	86,4	83,2
v tuzemsku	57,8	53,9	54,3	55,7	55,1	53,7	51,4	51,7	53,5	53,7	50,1

Rok 2001

	01/2001	02/2001	03/2001	04/2001	05/2001	06/2001	07/2001	08/2001	09/2001	10/2001
celkem	80,1	81,1	80,0	79,9	77,9	74,0	72,3	69,8	66,6	70,9
v tuzemsku	50,5	50,2	49,7	49,5	47,4	43,7	41,6	40,3	38,5	44,0

DODÁVKY
(konjunkturní index)



celkem

	I.	II.	III.	IV.
1998		130	87	102
1999	98	147	113	129
2000	102	150	123	130
2001	98	132	116	119
2002	79			

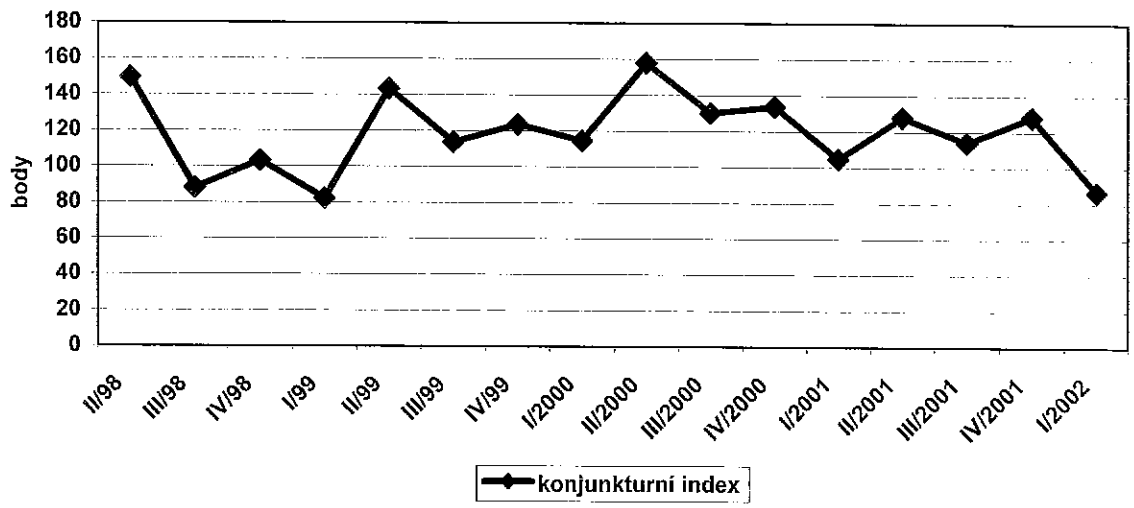
tuz.trh

	I.	II.	III.	IV.
1998		115	96	108
1999	96	135	112	120
2000	99	131	116	122
2001	91	121	108	109
2002	82			

export

	I.	II.	III.	IV.
1998		137	95	101
1999	102	149	113	133
2000	117	159	123	134
2001	101	134	117	118
2002	94			

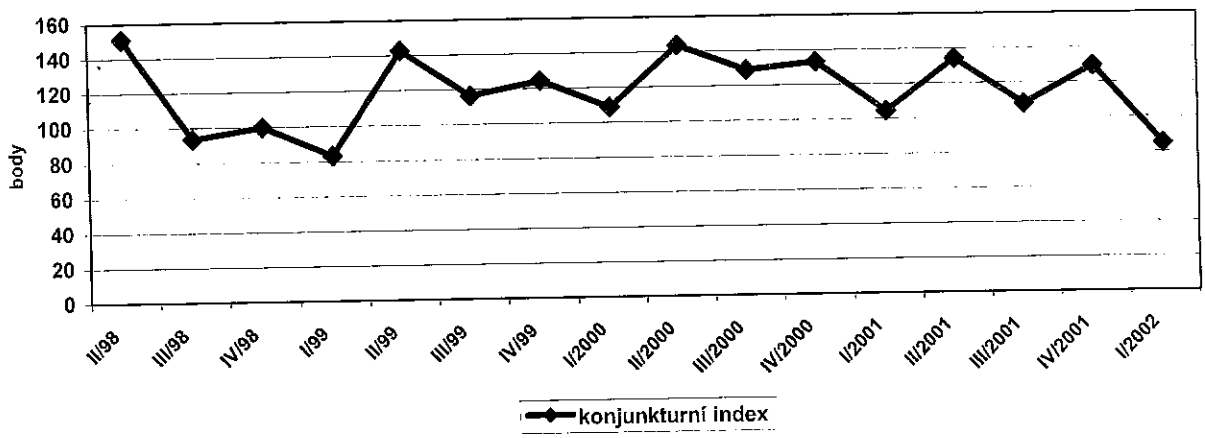
PRODEJ VÝROBKŮ A SLUŽEB NA VÝVOZ



	I.	II.	III.	IV.
1998		150	88	103
1999	82	143	114	124
2000	115	158	130	134
2001	105	128	114	128
2002	87			

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

TRŽBY

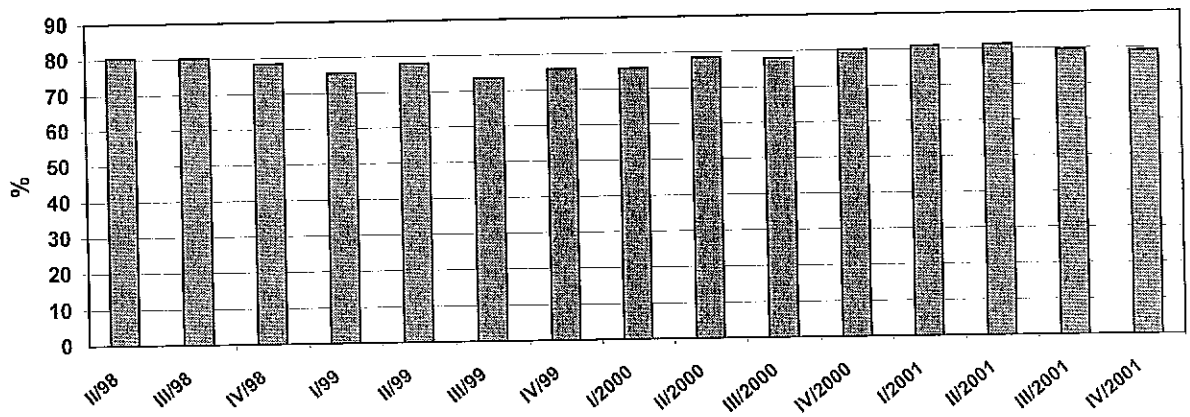


	I.	II.	III.	IV.
1998		151	94	100
1999	83	143	116	124
2000	109	144	129	133
2001	104	134	108	130
2002	85			

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

VYUŽITÍ VÝROBNÍCH KAPACIT

(průměrná míra v %)

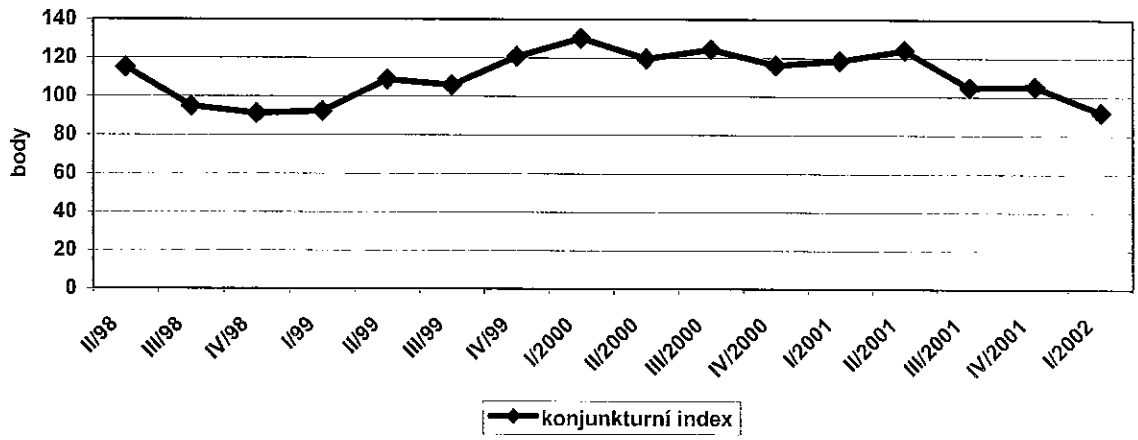


průměrná míra v %

	I.	II.	III.	IV
1998		80,4	80,2	78,4
1999	75,5	78,0	73,5	75,8
2000	75,7	78,4	78,0	80,1
2001	80,9	81,2	79,6	79,2

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

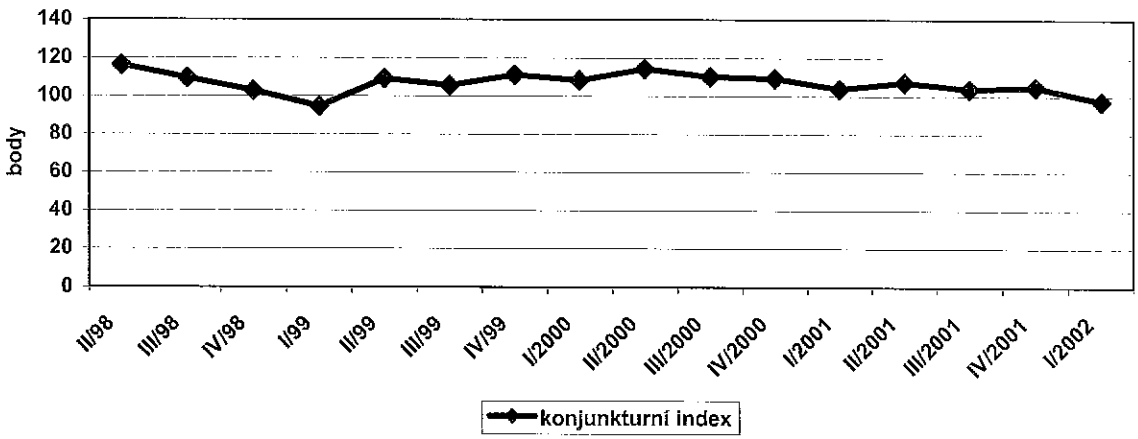
CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ



	I.	II.	III.	IV.
1998		115	95	91
1999	92	109	106	121
2000	130	120	125	116
2001	119	124	105	105
2002	92			

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

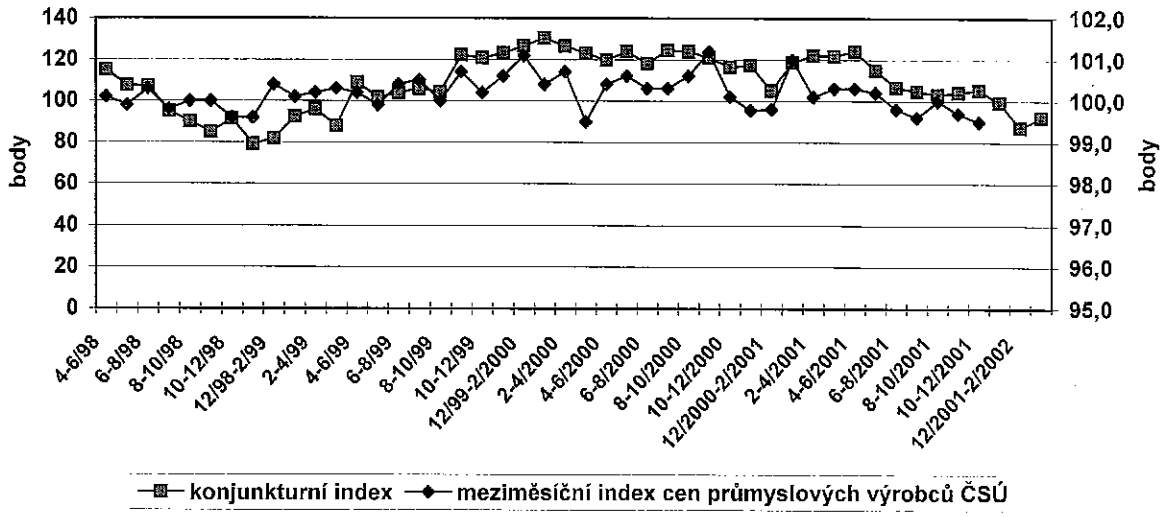
FINANČNÍ SITUACE



	I.	II.	III.	IV.
1998		116	110	103
1999	95	109	106	111
2000	108	114	110	109
2001	104	107	104	105
2002	98			

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

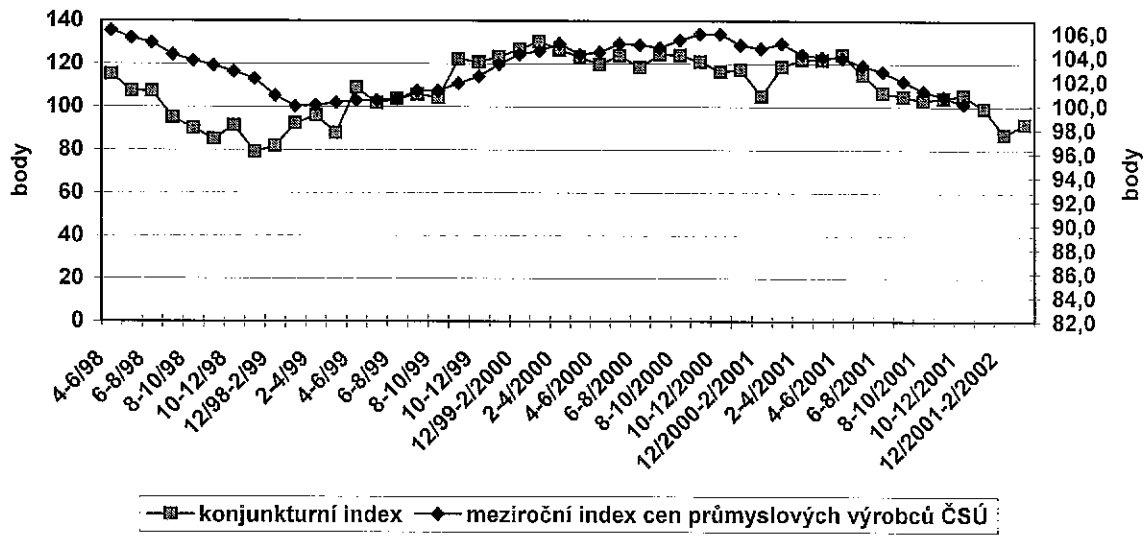
(porovnání s meziměsíčním indexem PPI ČSÚ)



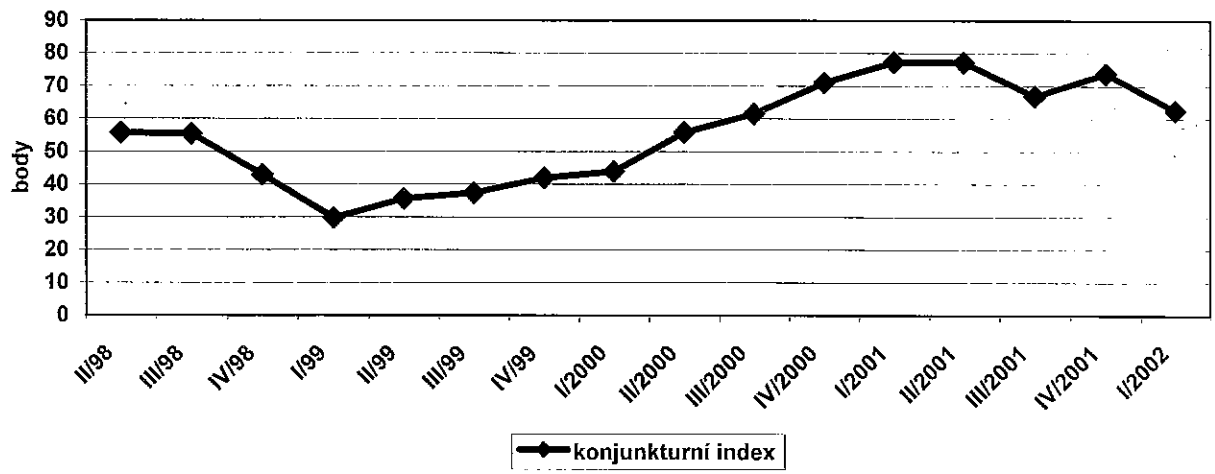
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

(porovnání s meziročním indexem PPI ČSÚ)

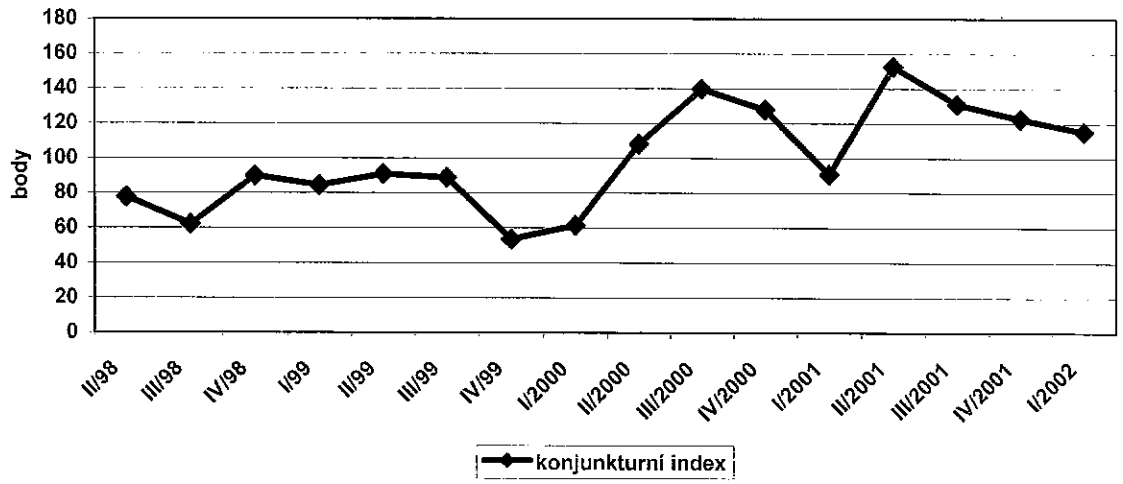


ZAMĚSTNANOST



	I.	II.	III.	IV.
1998		56	55	43
1999	30	36	37	42
2000	44	56	62	71
2001	77	77	67	74
2002	63			

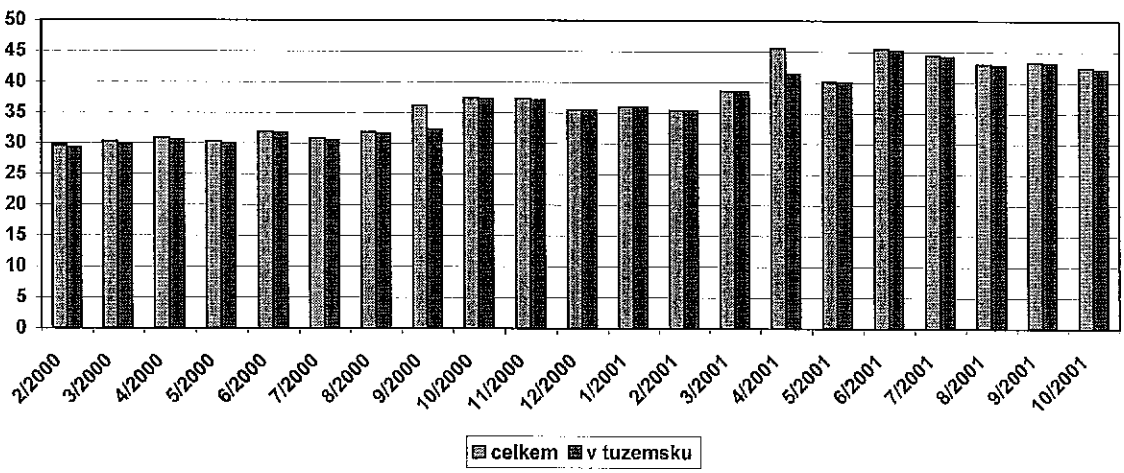
VÝVOJ VŠEOBECNÉ OBCHODNÍ SITUACE



	I.	II.	III.	IV.
1998		78	62	90
1999	84	91	89	54
2000	62	108	140	128
2001	91	153	131	123
2002	115			

ZAKÁZKY

(stav ke konci období v mld. Kč)



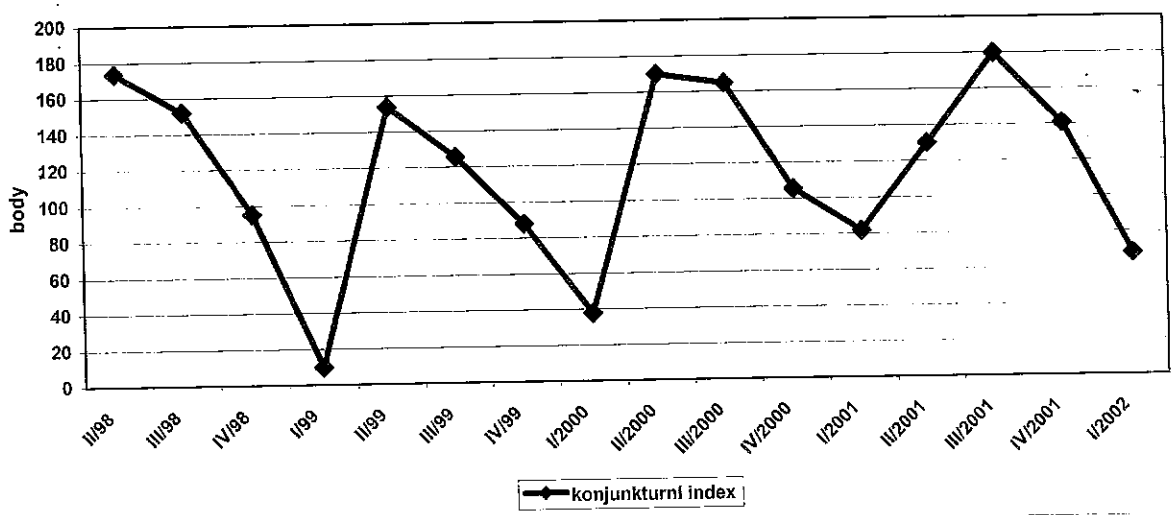
Rok 2000

	2/2000	3/2000	4/2000	5/2000	6/2000	7/2000	8/2000	9/2000	10/2000	11/2000	12/2000
celkem	29,7	30,3	30,9	30,3	31,9	30,8	31,8	36,2	37,4	37,3	35,5
v tuzemsk	29,3	29,9	30,6	30,0	31,7	30,5	31,6	32,3	37,3	37,1	35,4

Rok 2001

	1/2001	2/2001	3/2001	4/2001	5/2001	6/2001	7/2001	8/2001	9/2001	10/2001
celkem	36,0	35,4	38,6	45,5	40,1	45,4	44,4	43,0	43,3	42,4
v tuzemsk	36,0	35,4	38,5	41,4	40,0	45,2	44,2	42,8	43,2	42,1

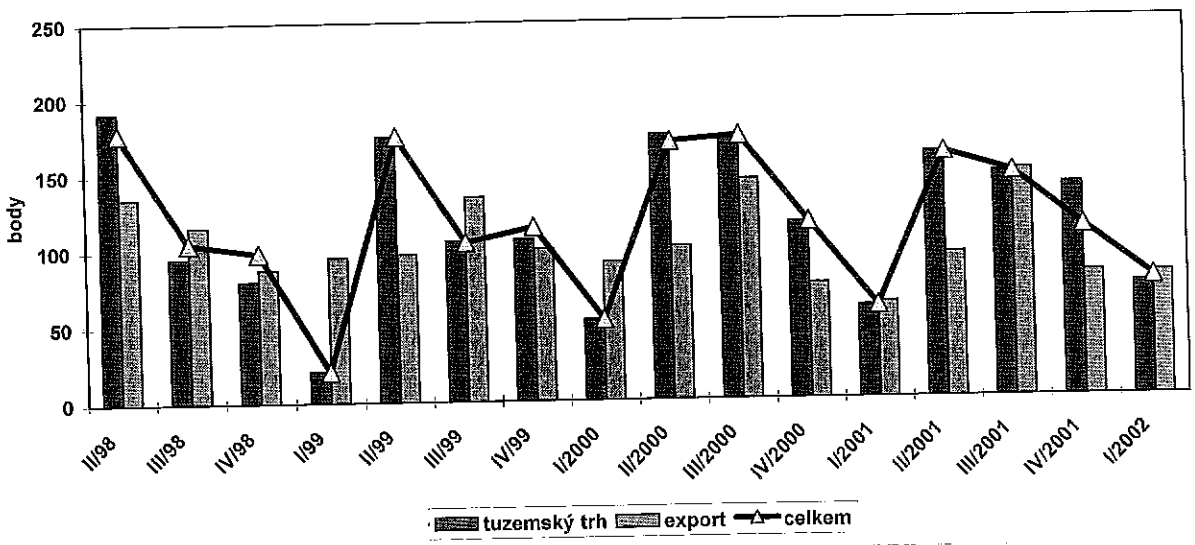
STAVEBNÍ VÝROBA



	I.	II.	III.	IV.
1998		174	152	95
1999	10	154	126	88
2000	38	170	165	105
2001	82	130	180	141
2002	68			

DODÁVKY

(konjunkturní index)



celkem

	I.	II.	III.	IV.
1998		178	105	99
1999	21	175	105	114
2000	53	170	173	116
2001	60	161	148	112
2002	78			

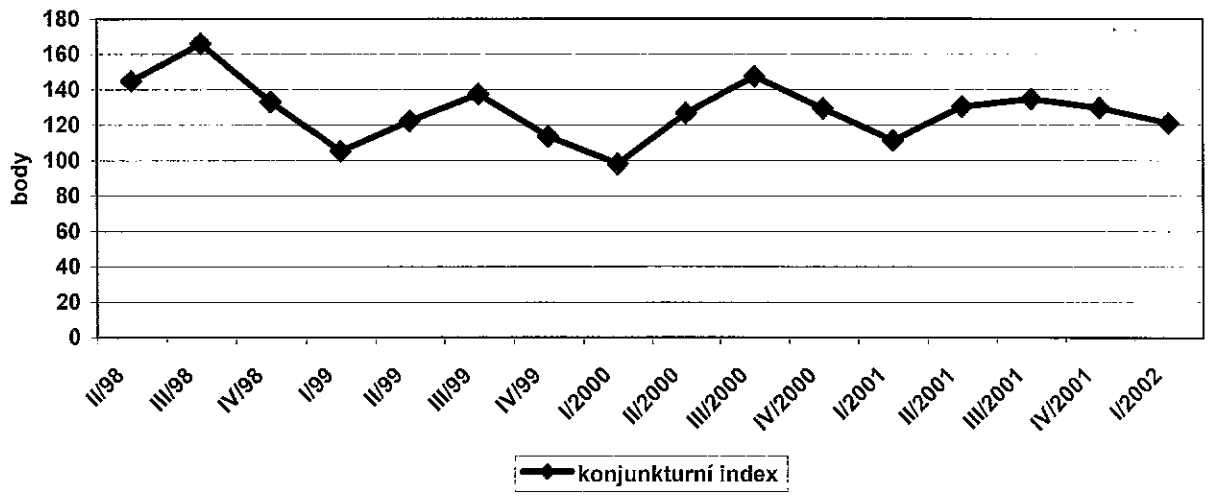
tuz.trh

	I.	II.	III.	IV.
1998		192	95	80
1999	21	175	106	106
2000	53	175	173	116
2001	60	161	148	140
2002	74			

export

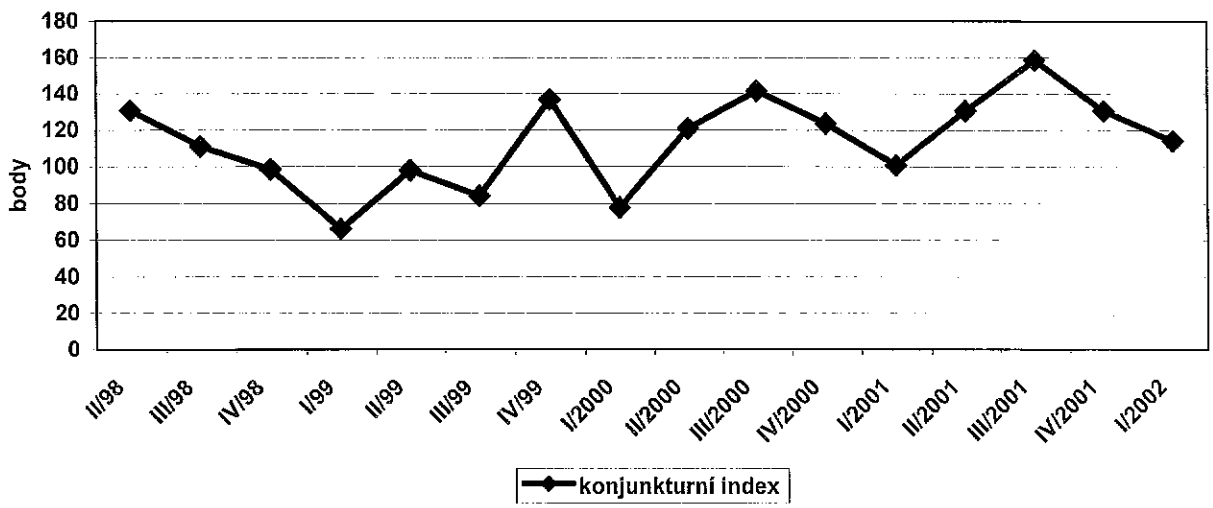
	I.	II.	III.	IV.
1998		135	116	88
1999	95	97	135	100
2000	91	101	145	75
2001	63	95	149	82
2002	81			

CENY STAVEBNÍCH PRACÍ



	I.	II.	III.	IV.
1998		145	166	133
1999	105	122	138	114
2000	98	127	147	129
2001	111	130	135	130
2002	121			

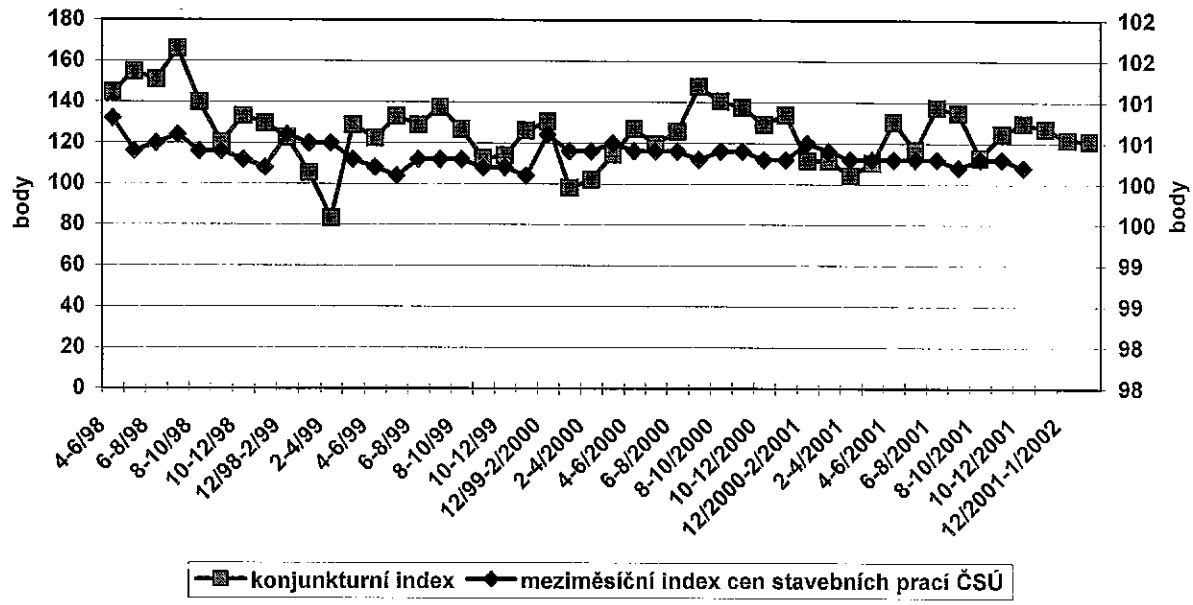
PRŮMĚRNÁ MZDA



	I.	II.	III.	IV.
1998		131	111	99
1999	66	98	84	137
2000	78	121	142	124
2001	101	131	159	131
2002	114			

CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

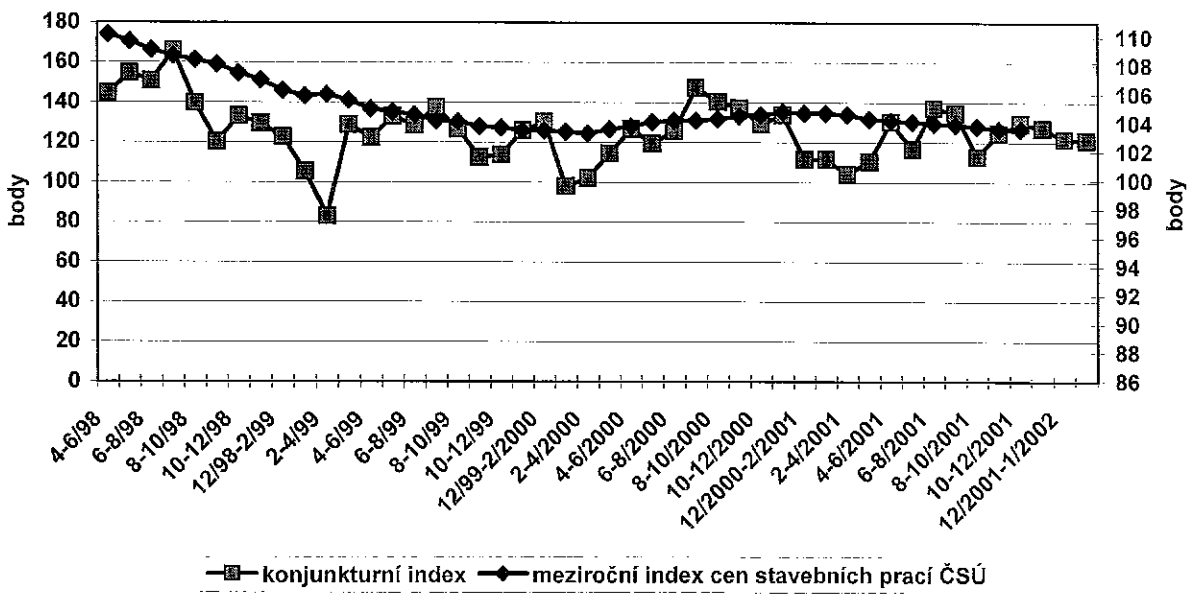
(porovnání s meziměsíčním indexem cen stavebních prací ČSÚ)



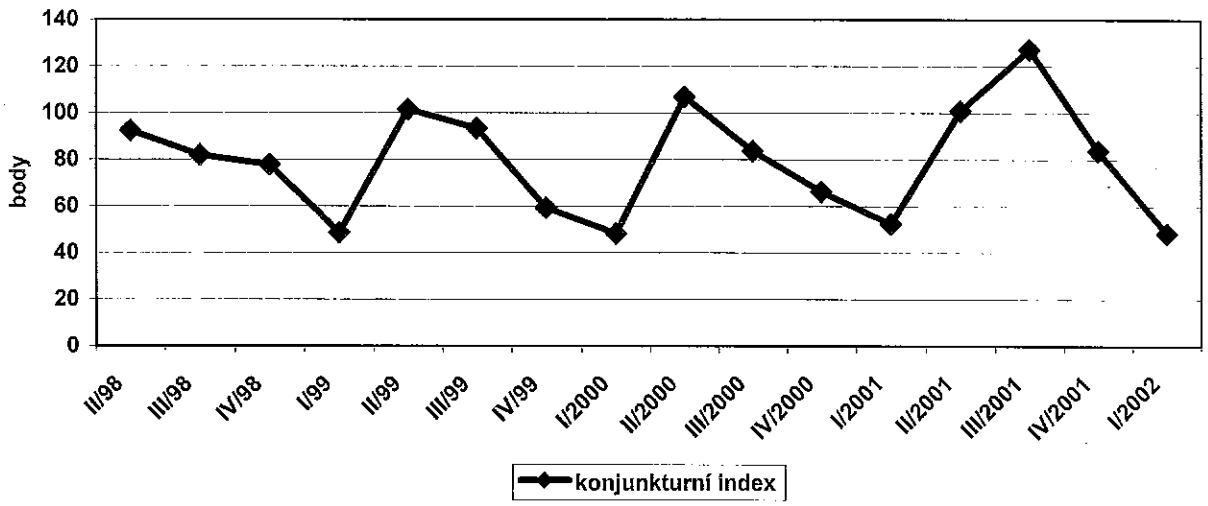
STAVEBNICTVÍ

CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

(porovnání s meziročním indexem cen stavebních prací ČSÚ)

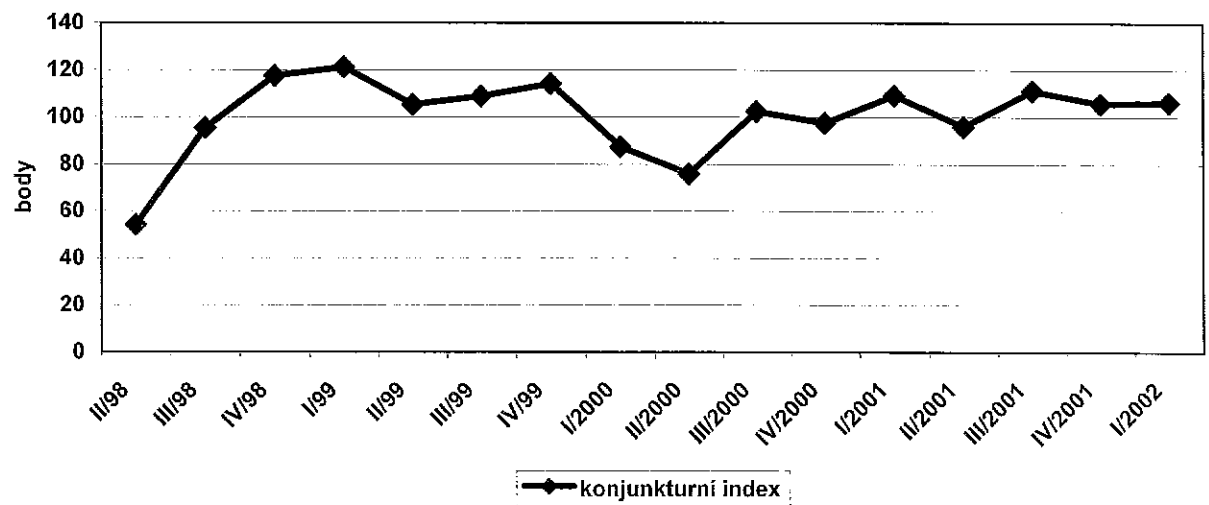


ZAMĚSTNANOST



	I.	II.	III.	IV.
1998		93	82	78
1999	49	102	93	59
2000	48	107	84	66
2001	53	101	127	84
2002	49			

FINANČNÍ SITUACE

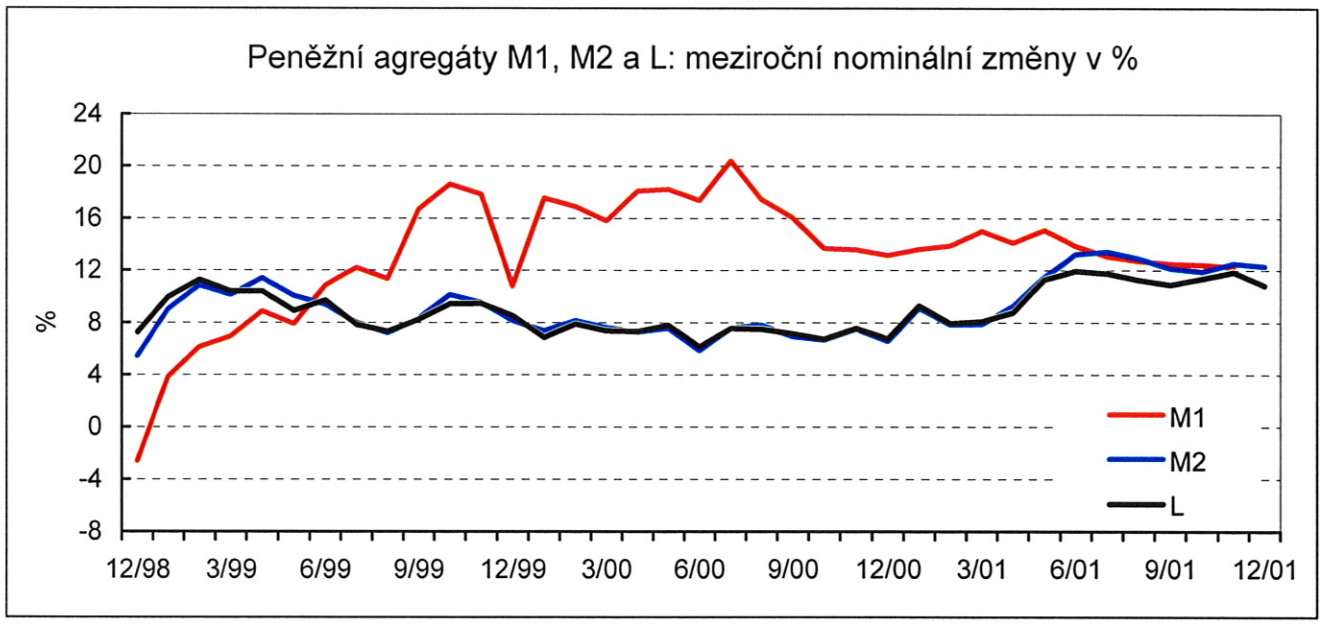


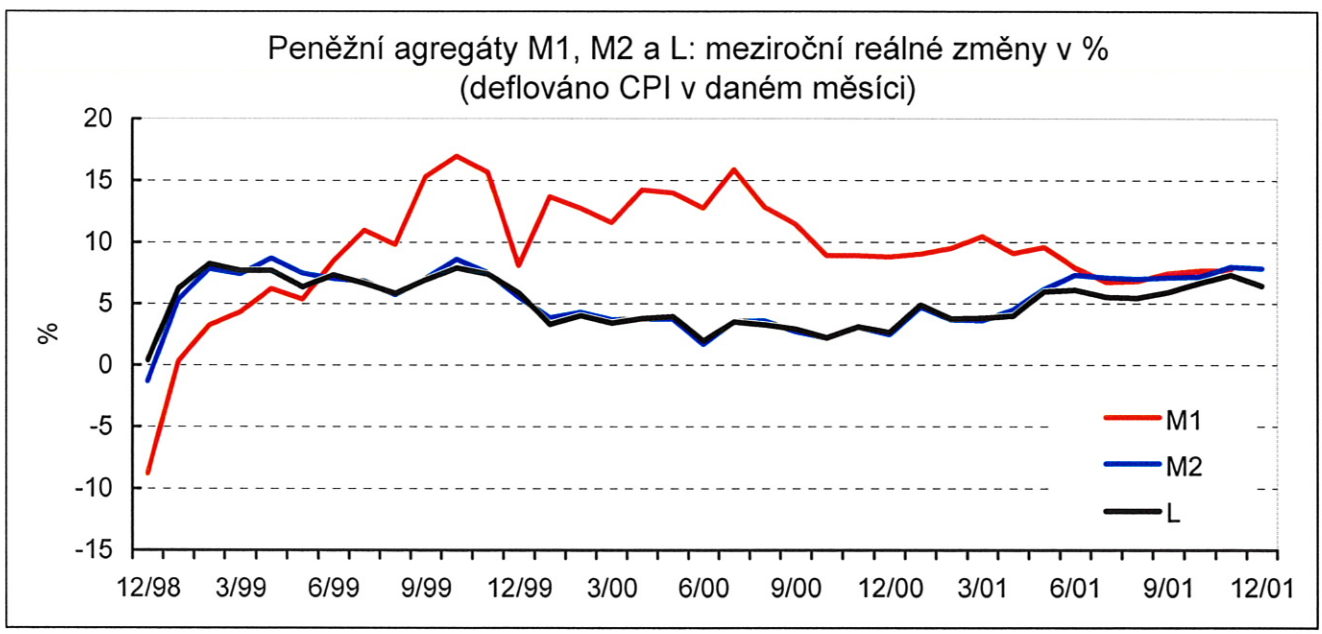
	I.	II.	III.	IV.
1998		54	95	118
1999	121	105	109	114
2000	87	76	103	98
2001	109	96	111	106
2002	106			

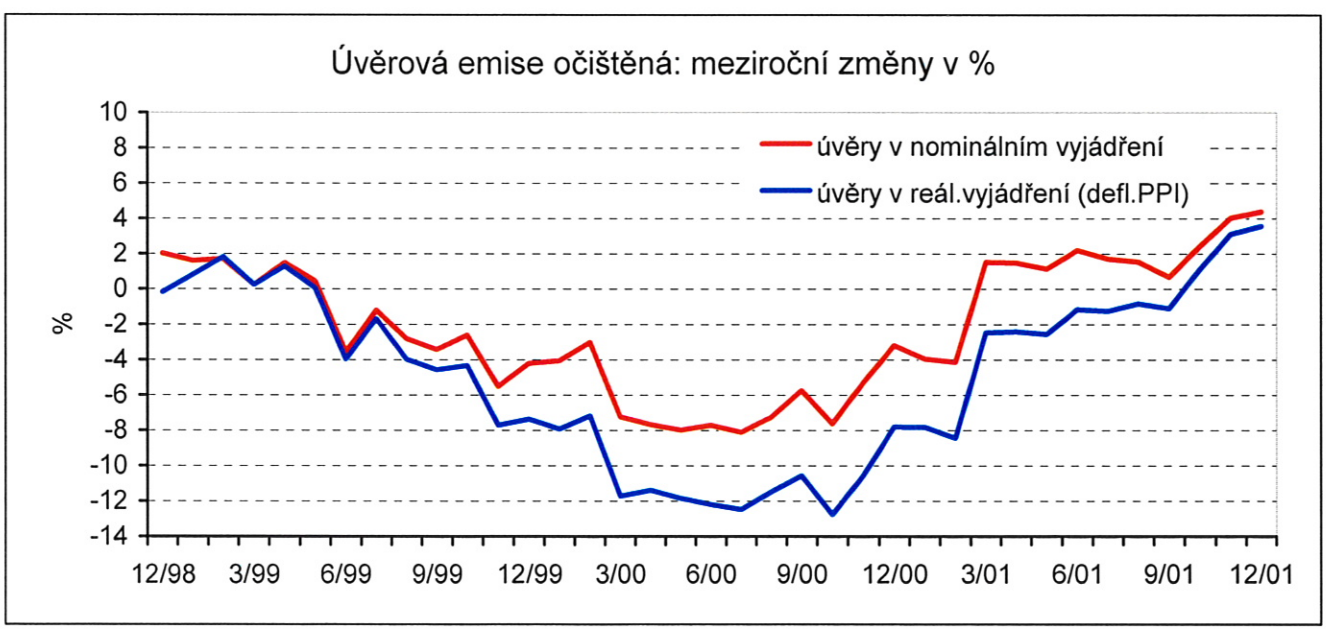
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vývoj peněžních agregátů a úvěrové emise

Příloha č. 1

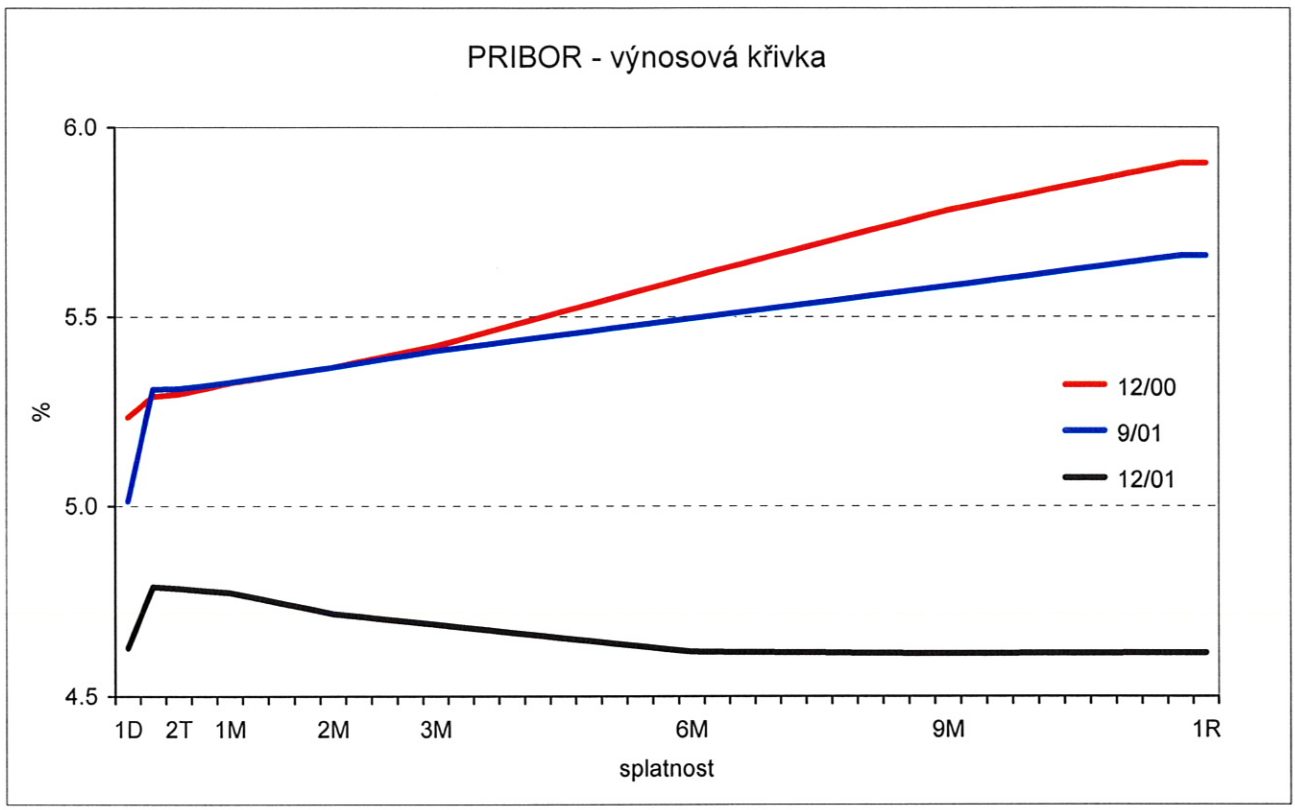


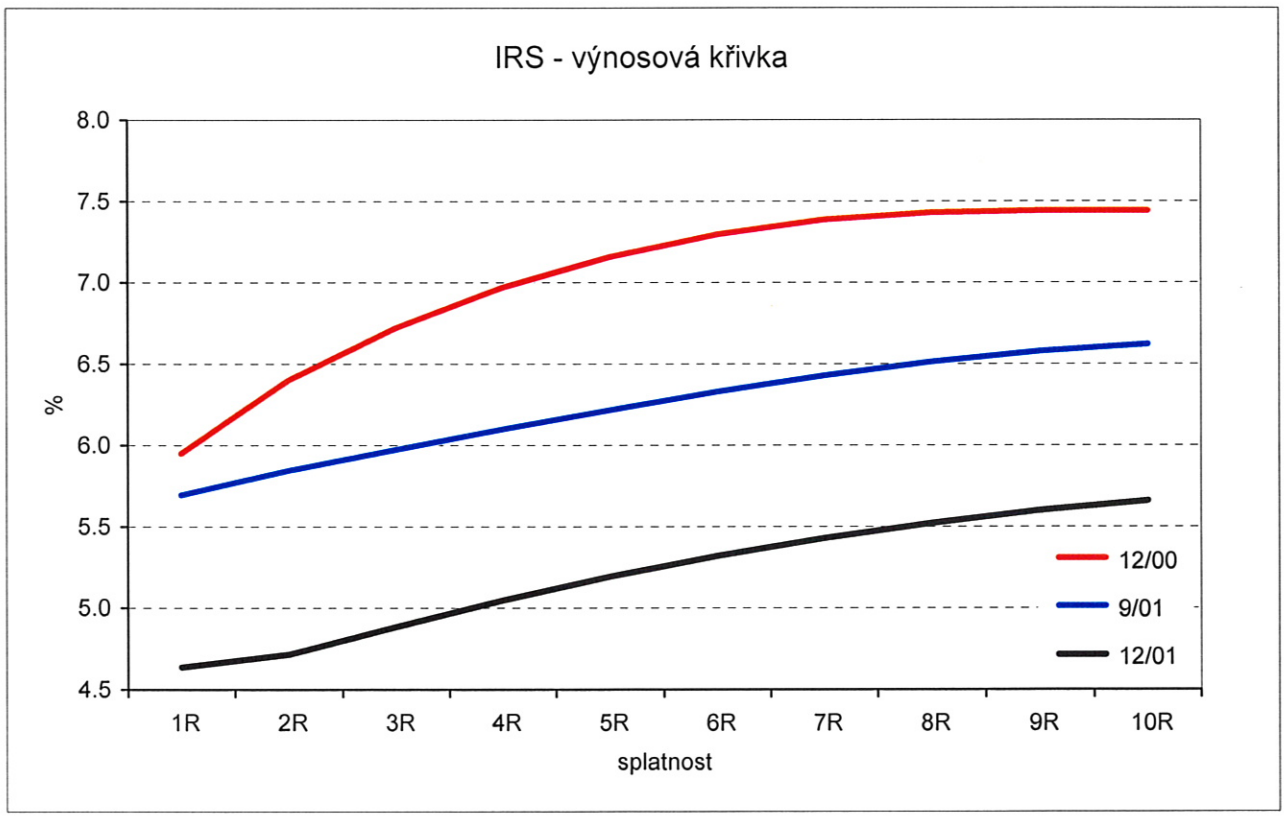




Sestavil: Ing.Pašaličová, linka 4435, Riziky, linka 4438

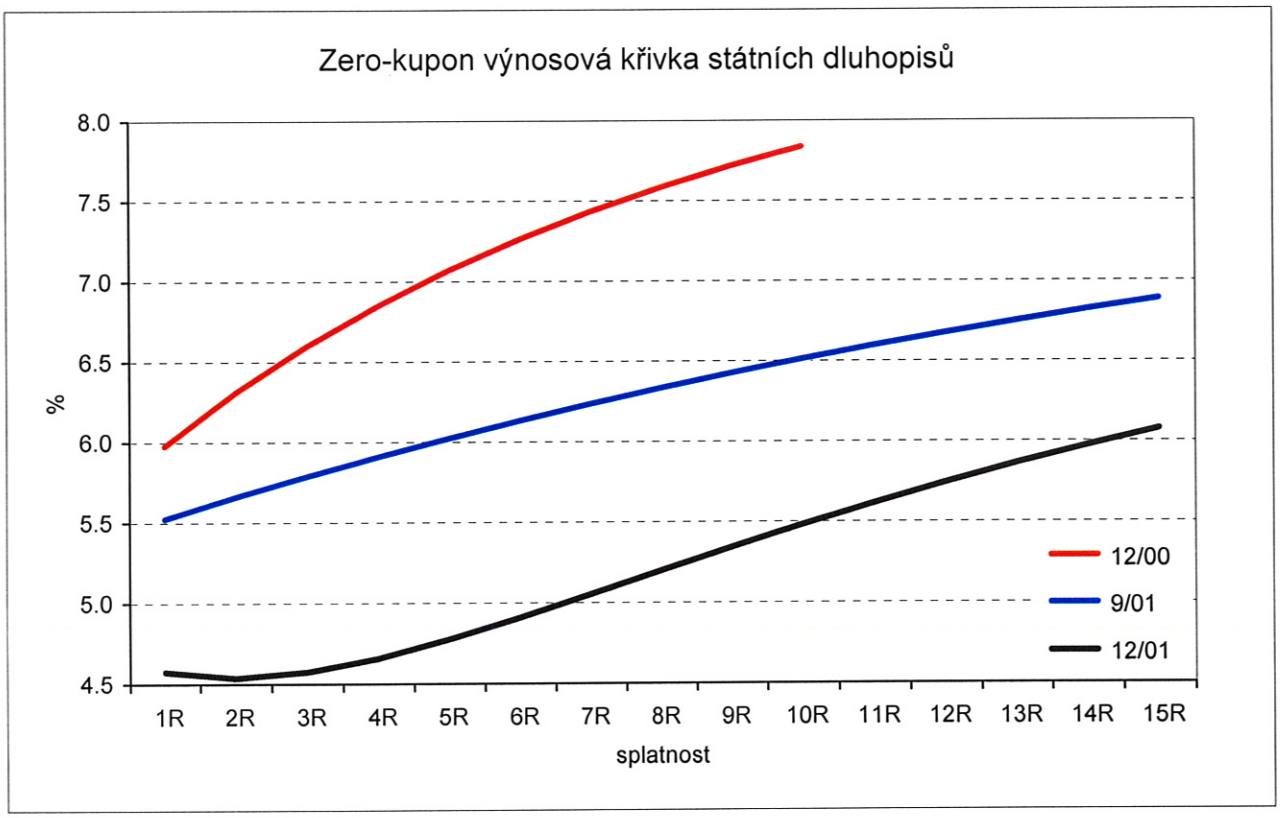
Vývoj výnosových křivek

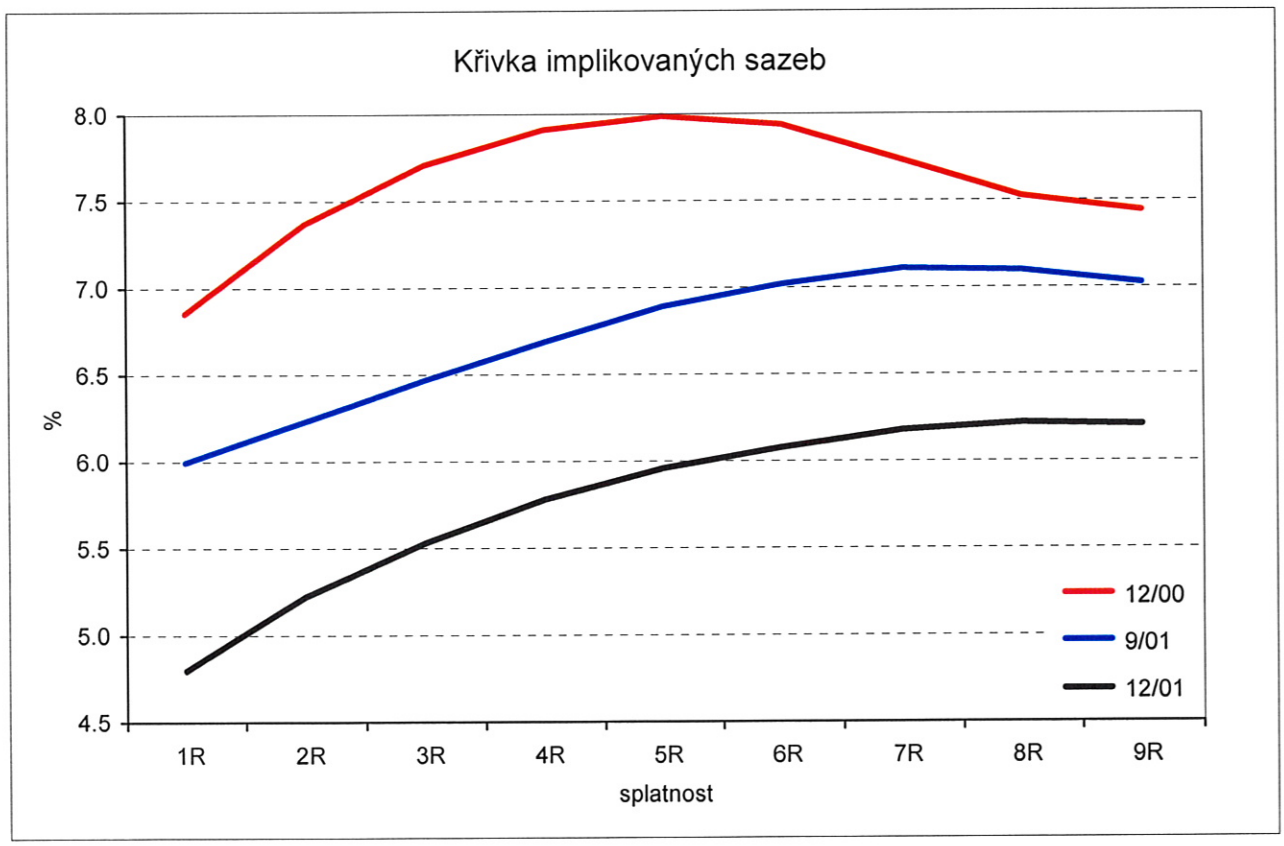




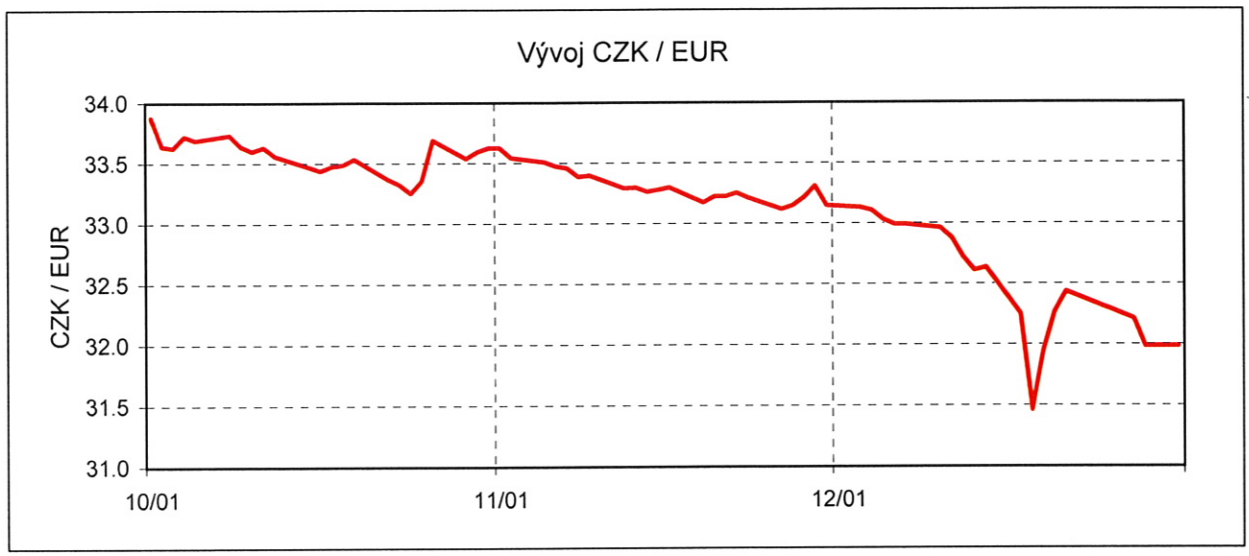
Sestavil Ing. Syrovátka, tel. 4303

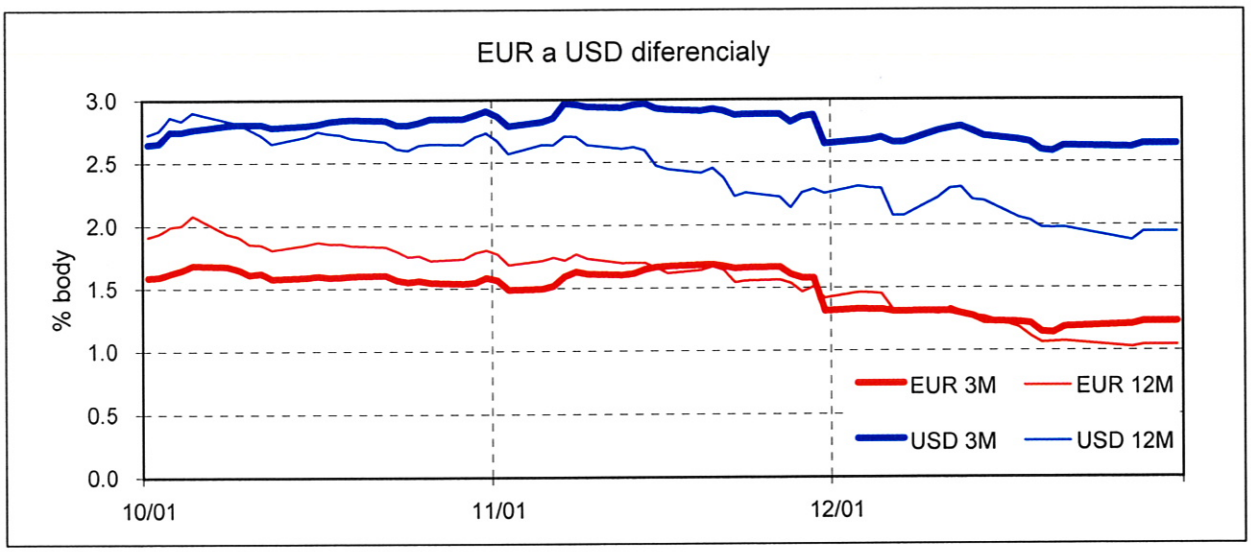
Vývoj výnosových křivek



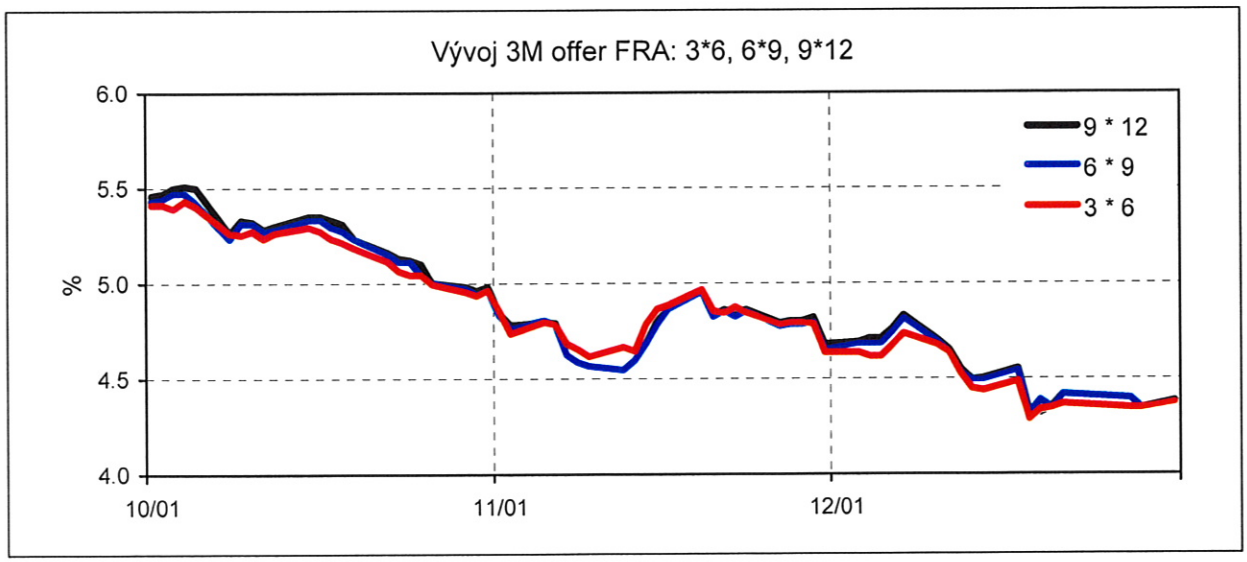


Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu



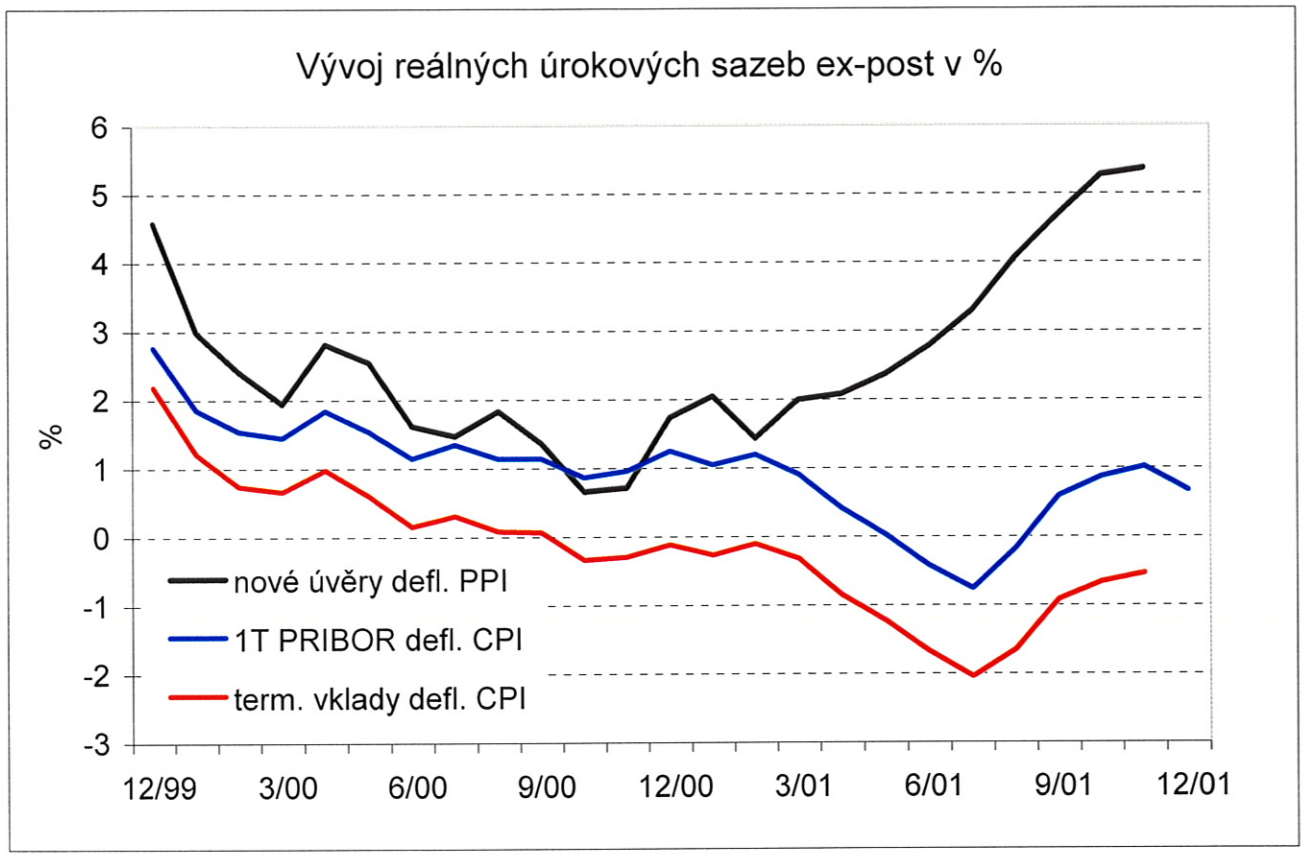


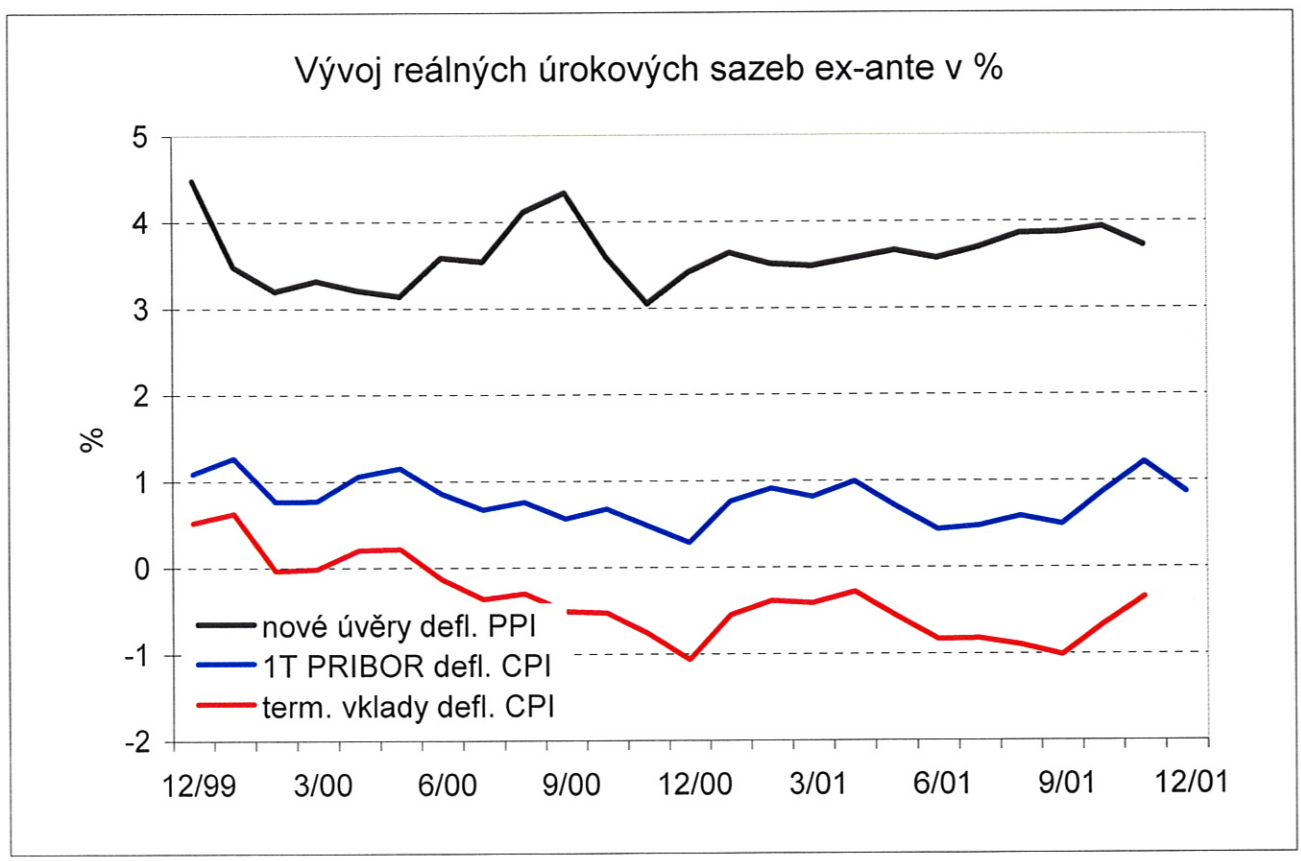
Vývoj sazeb FRA



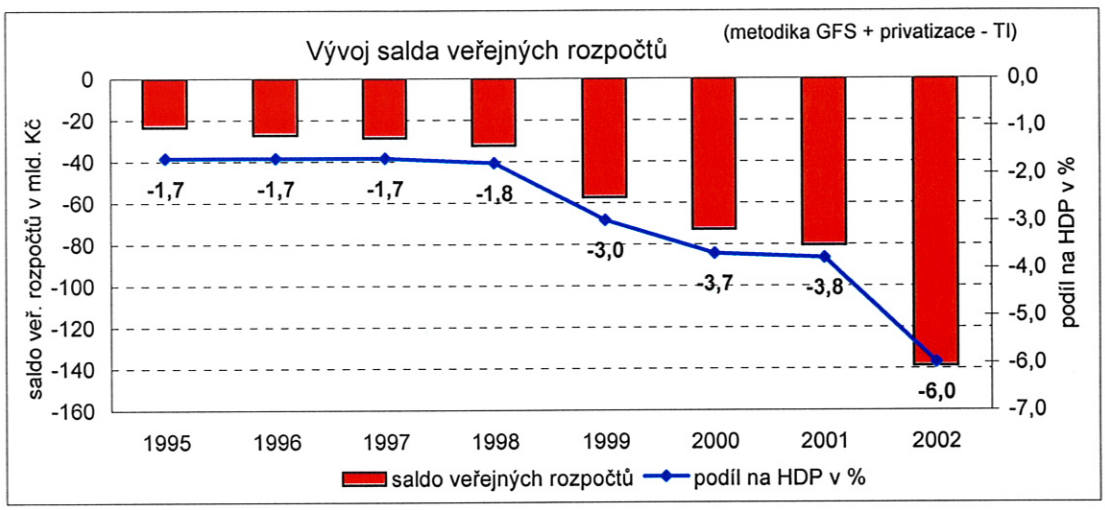
Sestavil Ing. Syrovátka, tel. 4303

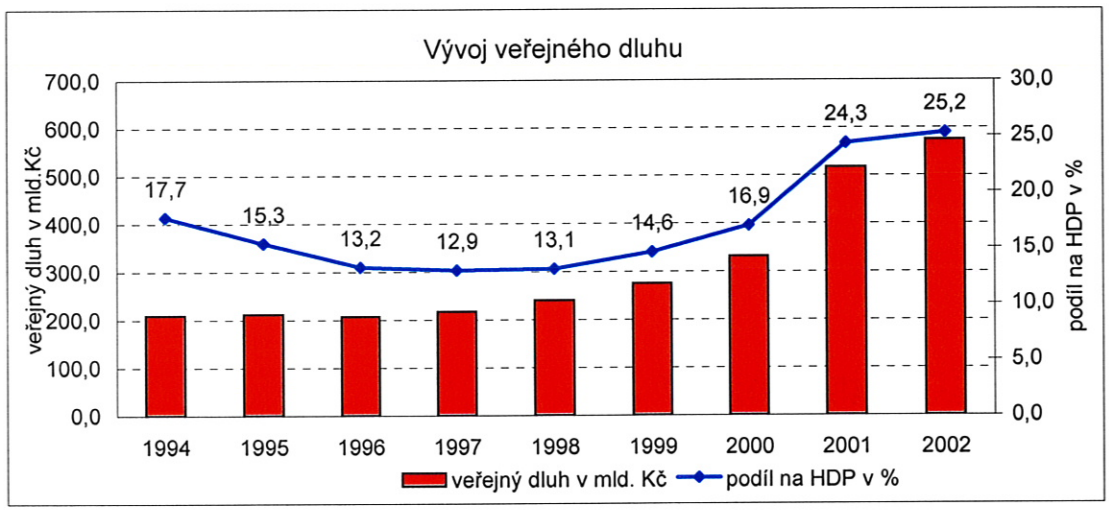
Vývoj reálných úrokových sazeb

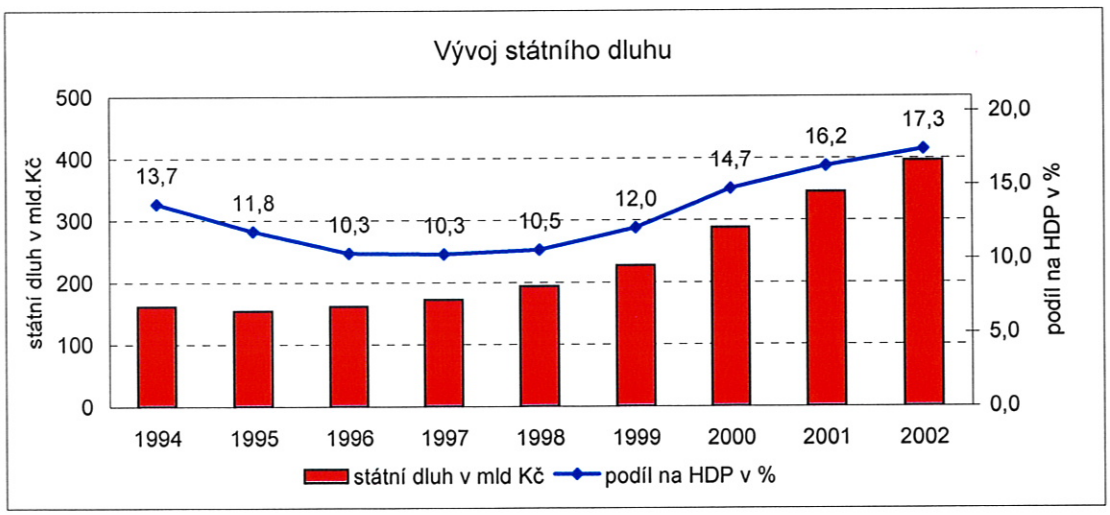




Sestavil Ing. Syrovátka, tel. 4303







Zpracoval: ing. Augusta, linka 4301; ing. Kochaníček, linka 2069

Vývoj inflace v roce 2002 - varianta střed

2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100										
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	1.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.5	0.5	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.3
Regulované ceny	17.97	20.53	4.0	0.7	0.1	0.1	0.0	0.1	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(podíl na růstu sp.cen)			*0.79*	*0.14*	*0.02*	*0.02*	*0.00*	*0.02*	*0.16*	*0.02*	*0.02*	*0.02*	*0.02*	*0.02*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.47	0.5	0.2	-0.1	0.1	0.4	0.7	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.2	0.3
(podíl na růstu sp.cen)			*0.43*	*0.14*	*-0.05*	*0.12*	*0.29*	*0.53*	*0.36*	*0.00*	*-0.42*	*0.06*	*0.13*	*0.26*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.31	1.0	0.1	-0.2	0.2	0.3	0.6	-0.6	-0.2	0.0	0.2	0.1	0.5
(podíl na růstu sp.cen)			*0.27*	*0.03*	*-0.05*	*0.05*	*0.08*	*0.16*	*-0.16*	*-0.05*	*0.00*	*0.05*	*0.03*	*0.14*
korigovaná inflace	54.35	52.16	0.3	0.2	0.0	0.1	0.4	0.7	1.0	0.1	-0.8	0.0	0.2	0.2
(podíl na růstu sp.cen)			*0.16*	*0.11*	*0.01*	*0.06*	*0.21*	*0.37*	*0.52*	*0.05*	*-0.42*	*0.01*	*0.11*	*0.13*

2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100										
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	1.2	1.5	1.5	1.6	1.9	2.5	3.0	3.0	2.6	2.7	2.9	3.2
Regulované ceny	17.97	20.53	4.0	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4
(podíl na růstu sp.cen)			*0.79*	*0.94*	*0.96*	*0.98*	*0.98*	*1.01*	*1.17*	*1.19*	*1.22*	*1.24*	*1.26*	*1.28*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.47	0.5	0.7	0.7	0.8	1.2	1.8	2.3	2.3	1.8	1.8	2.0	2.3
(podíl na růstu sp.cen)			*0.43*	*0.57*	*0.52*	*0.64*	*0.93*	*1.47*	*1.84*	*1.84*	*1.41*	*1.47*	*1.61*	*1.87*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.31	1.0	1.1	0.9	1.1	1.4	2.0	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	2.0
(podíl na růstu sp.cen)			*0.27*	*0.30*	*0.25*	*0.30*	*0.38*	*0.55*	*0.38*	*0.33*	*0.33*	*0.39*	*0.41*	*0.55*
korigovaná inflace	54.35	52.16	0.3	0.5	0.5	0.6	1.0	1.8	2.8	2.9	2.0	2.1	2.3	2.5
(podíl na růstu sp.cen)			*0.16*	*0.27*	*0.27*	*0.34*	*0.55*	*0.92*	*1.46*	*1.51*	*1.08*	*1.08*	*1.19*	*1.32*

2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100					Rok 2002					
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	3.5	3.7	3.6	3.4	3.1	2.5	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0	3.2
Regulované ceny	17.97	20.53	7.8	8.3	8.1	7.9	7.9	7.9	6.6	6.4	6.2	6.2	6.3	6.4
(podíl na růstu sp.cen)			*1.54*	*1.63*	*1.60*	*1.56*	*1.55*	*1.54*	*1.29*	*1.26*	*1.24*	*1.24*	*1.26*	*1.28*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.05*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.47	2.3	2.5	2.4	2.2	1.9	1.2	0.9	1.2	1.7	1.9	2.1	2.3
(podíl na růstu sp.cen)			*1.88*	*2.01*	*1.97*	*1.77*	*1.49*	*0.95*	*0.75*	*0.95*	*1.36*	*1.52*	*1.71*	*1.87*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.31	2.7	3.0	2.7	2.2	1.6	0.2	0.5	1.3	2.1	2.3	2.4	2.0
(podíl na růstu sp.cen)			*0.74*	*0.82*	*0.73*	*0.60*	*0.45*	*0.06*	*0.13*	*0.35*	*0.56*	*0.62*	*0.66*	*0.55*
korigovaná inflace	54.35	52.16	2.2	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7	1.2	1.1	1.5	1.7	2.0	2.5
(podíl na růstu sp.cen)			*1.14*	*1.19*	*1.23*	*1.17*	*1.04*	*0.89*	*0.61*	*0.60*	*0.80*	*0.91*	*1.05*	*1.32*
Roční klouz. průměr	x	x	4.6	4.7	4.6	4.5	4.3	4.1	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0
Průměr od počátku roku	x	x	3.5	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Příloha č. 7

Zpracoval: Mgr. Murárik, l.4398

09:37 21.1.2002 tabulky inflace SZ 1 02

Vývoj inflace v roce 2003 - varianta střed

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100										
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	0.9	0.2	0.0	0.2	0.4	0.6	0.6	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.4
Regulované ceny	17.97	20.91	2.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	1.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
(podíl na růstu sp.cen)			*0.49*	*0.04*	*0.02*	*0.02*	*0.00*	*0.04*	*0.23*	*0.02*	*0.02*	*0.00*	*0.00*	*0.02*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.09	0.6	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.8	0.5	0.1	-0.3	0.1	0.2	0.4
(podíl na růstu sp.cen)			*0.44*	*0.15*	*-0.05*	*0.13*	*0.36*	*0.60*	*0.36*	*0.10*	*-0.20*	*0.11*	*0.16*	*0.34*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.09	1.0	0.2	-0.2	0.3	0.5	0.8	-0.6	0.0	0.2	0.4	0.2	0.7
(podíl na růstu sp.cen)			*0.27*	*0.05*	*-0.05*	*0.08*	*0.14*	*0.22*	*-0.16*	*0.00*	*0.04*	*0.11*	*0.05*	*0.20*
korigovaná inflace	54.35	52.00	0.3	0.2	0.0	0.1	0.4	0.7	1.0	0.2	-0.5	0.0	0.2	0.3
(podíl na růstu sp.cen)			*0.17*	*0.09*	*0.01*	*0.05*	*0.23*	*0.39*	*0.52*	*0.10*	*-0.24*	*0.01*	*0.10*	*0.14*

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100										
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	0.9	1.1	1.1	1.2	1.6	2.3	2.9	3.0	2.8	2.9	3.1	3.5
Regulované ceny	17.97	20.91	2.4	2.6	2.7	2.8	2.8	3.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4
(podíl na růstu sp.cen)			*0.49*	*0.53*	*0.55*	*0.57*	*0.57*	*0.61*	*0.85*	*0.87*	*0.89*	*0.89*	*0.89*	*0.91*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.09	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	2.1	2.5	2.7	2.4	2.6	2.8	3.2
(podíl na růstu sp.cen)			*0.44*	*0.59*	*0.54*	*0.68*	*1.05*	*1.66*	*2.02*	*2.13*	*1.92*	*2.04*	*2.20*	*2.55*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.09	1.0	1.2	1.0	1.3	1.8	2.6	2.0	2.0	2.2	2.6	2.8	3.5
(podíl na růstu sp.cen)			*0.27*	*0.33*	*0.27*	*0.35*	*0.49*	*0.71*	*0.54*	*0.54*	*0.58*	*0.70*	*0.75*	*0.95*
korigovaná inflace	54.35	52.00	0.3	0.5	0.5	0.6	1.1	1.8	2.8	3.0	2.6	2.6	2.8	3.1
(podíl na růstu sp.cen)			*0.17*	*0.27*	*0.27*	*0.32*	*0.56*	*0.95*	*1.48*	*1.59*	*1.34*	*1.35*	*1.45*	*1.60*

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100				Rok 2003							
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100.00	100.00	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4	3.4	3.5
Regulované ceny	17.97	20.91	4.7	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.6	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4
(podíl na růstu sp.cen)			*0.97*	*0.87*	*0.87*	*0.87*	*0.87*	*0.89*	*0.95*	*0.95*	*0.96*	*0.94*	*0.92*	*0.91*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*	*0.00*
Čistá inflace	82.03	79.09	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	3.0	3.1	3.1	3.2
(podíl na růstu sp.cen)			*1.88*	*1.89*	*1.89*	*1.90*	*1.98*	*2.06*	*2.06*	*2.16*	*2.39*	*2.44*	*2.47*	*2.55*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27.68	27.09	2.0	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6	2.6	2.8	3.0	3.2	3.3	3.5
(podíl na růstu sp.cen)			*0.55*	*0.58*	*0.58*	*0.61*	*0.66*	*0.72*	*0.71*	*0.76*	*0.80*	*0.86*	*0.89*	*0.95*
korigovaná inflace	54.35	52.00	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	3.0	3.0	3.0	3.1
(podíl na růstu sp.cen)			*1.32*	*1.31*	*1.31*	*1.30*	*1.32*	*1.34*	*1.35*	*1.40*	*1.58*	*1.58*	*1.58*	*1.60*
Roční klouz. průměr	x	x	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1
Průměr od počátku roku	x	x	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1

Příloha č. 8

Zpracoval: Mgr. Murárik, l.4398

09:37 21.1.2002 tabulky inflace SZ 1 02

Zahraniční obchod ČR celkem

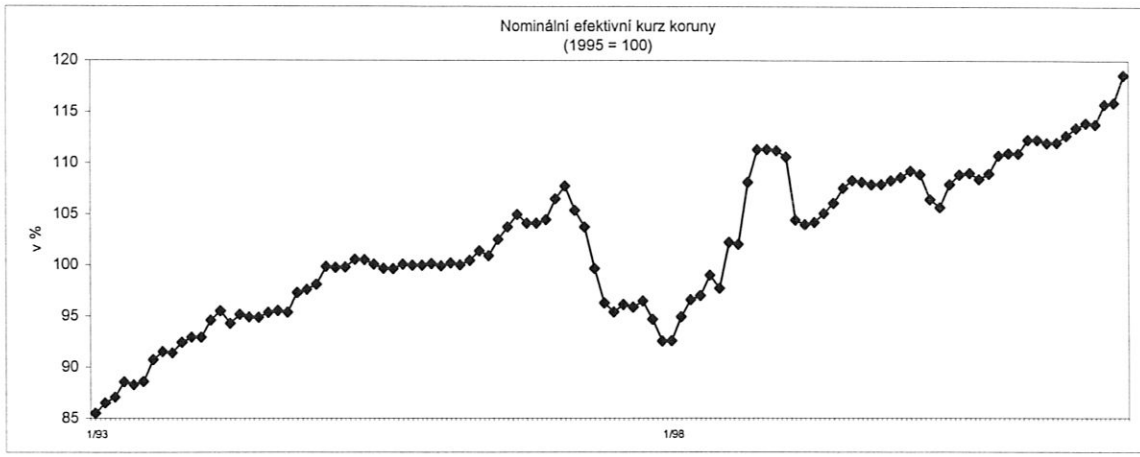
(obchod se zbožím vykazovaný ČSÚ)*/

v mil. Kč

Období		Měsíční hodnoty			Indexy		Kumulované hodnoty			Indexy	
		vývoz	dovoz	bilance	vývozu	dovozu	vývoz	dovoz	bilance	vývozu	dovozu
1999	leden	58 403	58 665	-262			58 403	58 665	-262		
	únor	62 423	65 488	-3 065			120 826	124 153	-3 327		
	březen	80 102	89 251	-9 149			200 928	213 404	-12 476		
	duben	75 429	79 323	-3 894			276 357	292 727	-16 370		
	květen	78 679	79 342	-663			355 036	372 069	-17 033		
	červen	82 812	85 725	-2 913			437 848	457 794	-19 946		
	červenec	70 264	77 200	-6 936			508 112	534 994	-26 882		
	srpen	70 885	73 464	-2 579			578 997	608 458	-29 461		
	září	82 711	81 662	1 049			661 708	690 120	-28 412		
	říjen	80 046	86 018	-5 972			741 754	776 138	-34 384		
	listopad	87 930	100 907	-12 977			829 684	877 045	-47 361		
	prosinec	79 072	96 124	-17 052			908 756	973 169	-64 413		
2000	leden	76 210	80 284	-4 074	130,5	136,9	76 210	80 284	-4 074	130,5	136,9
	únor	84 384	91 539	-7 155	135,2	139,8	160 594	171 823	-11 229	132,9	138,4
	březen	95 863	101 851	-5 988	119,7	114,1	256 457	273 674	-17 217	127,6	128,2
	duben	83 230	88 457	-5 227	110,3	111,5	339 687	362 131	-22 444	122,9	123,7
	květen	97 000	107 062	-10 062	123,3	134,9	436 687	469 193	-32 506	123,0	126,1
	červen	102 594	111 484	-8 890	123,9	130,0	539 281	580 677	-41 396	123,2	126,8
	červenec	83 094	97 174	-14 080	118,3	125,9	622 375	677 851	-55 476	122,5	126,7
	srpen	89 106	103 723	-14 617	125,7	141,2	711 481	781 574	-70 093	122,9	128,5
	září	97 520	100 680	-3 160	117,9	123,3	809 001	882 254	-73 253	122,3	127,8
	říjen	108 561	124 606	-16 045	135,6	144,9	917 562	1 006 860	-89 298	123,7	129,7
	listopad	112 906	123 467	-10 561	128,4	122,4	1 030 468	1 130 327	-99 859	124,2	128,9
	prosinec	90 631	111 597	-20 966	114,6	116,1	1 121 099	1 241 924	-120 825	123,4	127,6
2001	leden	100 532	108 121	-7 589	131,9	134,7	100 532	108 121	-7 589	131,9	134,7
	únor	103 054	110 498	-7 444	122,1	120,7	203 586	218 619	-15 033	126,8	127,2
	březen	115 284	126 561	-11 277	120,3	124,3	318 870	345 180	-26 310	124,3	126,1
	duben	102 568	114 067	-11 499	123,2	129,0	421 438	459 247	-37 809	124,1	126,8
	květen	112 370	121 044	-8 674	115,8	113,1	533 808	580 291	-46 483	122,2	123,7
	červen	108 766	113 487	-4 721	106,0	101,8	642 574	693 778	-51 204	119,2	119,5
	červenec	94 891	113 331	-18 440	114,2	116,6	737 465	807 109	-69 644	118,5	119,1
	srpen	96 996	110 588	-13 592	108,9	106,6	834 461	917 697	-83 236	117,3	117,4
	září	106 092	103 112	2 980	108,8	102,4	940 553	1 020 809	-80 256	116,3	115,7
	říjen	119 811	130 785	-10 974	110,4	105,0	1 060 364	1 151 594	-91 230	115,6	114,4
	listopad	118 066	124 524	-6 458	104,6	100,9	1 178 430	1 276 118	-97 688	114,4	112,9
	prosinec										

*/ podle metodiky platné od 1.7.2000

Nominální efektivní kurz koruny



Nominální efektivní kurz koruny v %	2000											
rok 1995 = 100	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	108,6	109,3	108,9	106,5	105,7	107,9	108,9	109,0	108,5	109,0	110,8	111,0

Nominální efektivní kurz koruny v %	2001											
rok 1995 = 100	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	110,9	112,3	112,3	112,0	112,0	112,7	113,4	113,9	113,8	115,8*	116,0*	118,6*

apreciace > 100; depreciace < 100;

Pramen: Měsíční publikace MMF - International Financial Statistics a vlastní propočty ČNB;
Měsíční publikace ČSÚ - Statistické informace - Zahraniční obchod.

**Předběžné údaje*

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Odbor platební bilance

PLATEBNÍ BILANCE 2001

(předběžné údaje - 4.12.2001)

v mil. Kč	I. Q 2001	II. Q 2001	III. Q 2001	IV. Q 2001	I. Q 2001	I.-II. Q 2001	I.-III. Q 2001	I.-IV. Q 2001
A. Běžný účet	**-21 570,8**	**-20 442,5**	**-14 991,6**	**0,0**	**-21 570,8**	**-42 013,3**	**-57 004,9**	**0,0**
Obchodní bilance	-26 341,0	-24 901,0	-29 483,0	0,0	-26 341,0	-51 242,0	-80 725,0	0,0
vývoz	318 877,0	323 738,0	297 659,0		318 877,0	642 615,0	940 274,0	
dovoz	345 218,0	348 639,0	327 142,0		345 218,0	693 857,0	1 020 999,0	
Bilance služeb	8 031,0	12 267,5	17 914,7	0,0	8 031,0	20 298,5	38 213,2	0,0
příjmy	55 631,5	64 551,6	75 504,7	0,0	55 631,5	120 183,1	195 687,8	0,0
doprava	13 522,7	14 823,3	14 850,0		13 522,7	28 346,0	43 196,0	
cestovní ruch	21 800,0	26 800,0	37 100,0		21 800,0	48 600,0	85 700,0	
ostatní služby	20 308,8	22 928,3	23 554,7		20 308,8	43 237,1	66 791,8	
výdaje	47 600,5	52 284,1	57 590,0	0,0	47 600,5	99 884,6	157 474,6	0,0
doprava	8 614,1	7 208,6	7 409,7		8 614,1	15 822,7	23 232,4	
cestovní ruch	9 700,0	13 200,0	17 200,0		9 700,0	22 900,0	40 100,0	
ostatní služby	29 286,4	31 875,5	32 980,3		29 286,4	61 161,9	94 142,2	
Bilance výnosů	-5 967,7	-9 210,6	-6 938,1	0,0	-5 967,7	-15 178,3	-22 116,4	0,0
výnosy	19 586,4	21 183,2	19 398,4		19 586,4	40 769,6	60 168,0	
náklady	25 554,1	30 393,8	26 336,5		25 554,1	55 947,9	82 284,4	
Běžné převody	2 706,9	1 401,6	3 514,8	0,0	2 706,9	4 108,5	7 623,3	0,0
příjmy	5 257,0	5 690,5	7 295,9		5 257,0	10 947,5	18 243,4	
výdaje	2 550,1	4 288,9	3 781,1		2 550,1	6 839,0	10 620,1	
B. Kapitálový účet	**-43,0**	**-22,5**	**-13,1**	**0,0**	**-43,0**	**-65,5**	**-78,6**	**0,0**
příjmy	10,0	16,3	20,7		10,0	26,3	47,0	
výdaje	53,0	38,8	33,8		53,0	91,8	125,6	
Celkem A a B	*-21 613,8*	*-20 465,0*	*-15 004,7*	*0,0*	*-21 613,8*	*-42 078,8*	*-57 083,5*	*0,0*
C. Finanční účet	**28 871,9**	**31 305,3**	**14 411,7**	**0,0**	**28 871,9**	**60 177,2**	**74 588,9**	**0,0**
Přímé investice	34 451,5	52 992,0	19 336,1	0,0	34 451,5	87 443,5	106 779,6	0,0
v zahraničí	-218,1	-1 428,6	-1 846,4	0,0	-218,1	-1 646,7	-3 493,1	0,0
základní jmění a reinvestovaný zisk	-410,9	-1 336,7	-1 655,6		-410,9	-1 747,6	-3 403,2	
ostatní kapitál	192,8	-91,9	-190,8		192,8	100,9	-89,9	
zahraniční v tuzemsku	34 669,6	54 420,6	21 182,5	0,0	34 669,6	89 090,2	110 272,7	0,0
základní jmění a reinvestovaný zisk	32 949,3	53 334,5	21 667,5		32 949,3	86 283,8	107 951,3	
ostatní kapitál	1 720,3	1 086,1	-485,0		1 720,3	2 806,4	2 321,4	
Portfoliové investice	9 476,5	9 319,1	238,8	0,0	9 476,5	18 795,6	19 034,4	0,0
aktiva	-1 946,8	-3 289,2	-294,7	0,0	-1 946,8	-5 236,0	-5 530,7	0,0
majetkové cenné papíry a účasti	-1 862,1	4 937,2	2 024,4		-1 862,1	3 075,1	5 099,5	
dluhové cenné papíry	-84,7	-8 226,4	-2 319,1		-84,7	-8 311,1	-10 630,2	
pasiva	11 423,3	12 608,3	533,5	0,0	11 423,3	24 031,6	24 565,1	0,0
majetkové cenné papíry a účasti	2 984,6	6 018,7	138,1		2 984,6	9 003,3	9 141,4	
dluhové cenné papíry	8 438,7	6 589,6	395,4		8 438,7	15 028,3	15 423,7	
Finanční deriváty	348,4	829,5	-2 119,7	0,0	348,4	1 177,9	-941,8	0,0
aktiva	-2 206,3	2 586,5	-3 486,7		-2 206,3	380,2	-3 106,5	
pasiva	2 554,7	-1 757,0	1 367,0		2 554,7	797,7	2 164,7	
Ostatní investice	-15 404,5	-31 835,3	-3 043,5	0,0	-15 404,5	-47 239,8	-50 283,3	0,0
aktiva	-27 768,6	-28 789,0	9 275,6	0,0	-27 768,6	-56 557,6	-47 282,0	0,0
dlouhodobá	-6 572,9	4 742,5	4 628,9	0,0	-6 572,9	-1 830,4	2 798,5	0,0
ČNB								
obchodní banky	-9 294,5	4 018,1	3 942,7		-9 294,5	-5 276,4	-1 333,7	
vláda	1 940,3	1 303,1	1 848,0		1 940,3	3 243,4	5 091,4	
ostatní sektory	781,3	-578,7	-1 161,8		781,3	202,6	-959,2	
krátkodobá	-21 195,7	-33 531,5	4 646,7	0,0	-21 195,7	-54 727,2	-50 080,5	0,0
obchodní banky	-17 639,7	-26 716,5	2 006,9		-17 639,7	-44 356,2	-42 349,3	
vláda			-88,2				-88,2	
ostatní sektory	-3 556,0	-6 815,0	2 728,0		-3 556,0	-10 371,0	-7 643,0	
pasiva	12 364,1	-3 046,3	-12 319,1	0,0	12 364,1	9 317,8	-3 001,3	0,0
dlouhodobá	1 716,2	-8 054,8	479,2	0,0	1 716,2	-6 338,6	-5 859,4	0,0
ČNB	-11,1		-10,9		-11,1	-11,1	-22,0	
obchodní banky	2 131,5	-11 638,6	1 329,7		2 131,5	-9 507,1	-8 177,4	
vláda	-846,3	-2 245,8	-2 762,4		-846,3	-3 092,1	-5 854,5	
ostatní sektory	442,1	5 829,6	1 922,8		442,1	6 271,7	8 194,5	
krátkodobá	10 647,9	5 008,5	-12 798,3	0,0	10 647,9	15 656,4	2 858,1	0,0
ČNB	2,1	-4,9	123,2		2,1	-2,8	120,4	
obchodní banky	2 063,3	9 383,9	-9 190,0		2 063,3	11 447,2	2 257,2	
vláda								
ostatní sektory	8 582,5	-4 370,5	-3 731,5		8 582,5	4 212,0	480,5	
Celkem A, B a C	*7 258,1*	*10 840,3*	*-593,0*	*0,0*	*7 258,1*	*18 098,4*	*17 505,4*	*0,0*
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	**-477,6**	**2 092,9**	**4 766,4**	**0,0**	**-477,6**	**1 615,3**	**6 381,7**	**0,0**
Celkem A, B, C a D	*6 780,5*	*12 933,2*	*4 173,4*	*0,0*	*6 780,5*	*19 713,7*	*23 887,1*	*0,0*
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	**-6 780,5**	**-12 933,2**	**-4 173,4**		**-6 780,5**	**-19 713,7**	**-23 887,1**	

Podle 5. vydání Příručky k sestavení platební bilance (MMF 1993)
Údaje obchodní bilance v upravené metodice celní statistiky platné od 1.7.2000.

Odbor platební bilance

Česká republika: INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ

v mil. Kč	1.1.1993	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	30.9.2001 1)
AKTIVA	**407 149,6**	**537 699,2**	**574 184,6**	**782 003,5**	**837 143,2**	**1 031 410,7**	**1 087 507,3**	**1 347 954,9**	**1 450 573,1**	**1 514 607,8**
Přímé investice v zahraničí	**2 634,0**	**5 432,9**	**8 426,9**	**9 190,1**	**13 609,2**	**18 989,4**	**24 003,5**	**25 114,9**	**29 656,6**	**32 400,0**
základní jmění 2)	2 634,0	5 432,9	8 426,9	9 190,1	13 609,2	18 385,1	21 901,2	22 415,9	26 400,6	29 130,0
ostatní kapitál 3)						604,3	2 102,3	2 699,0	3 256,0	3 270,0
Portfoliové investice	**226,0**	**8 258,0**	**12 138,0**	**20 076,9**	**37 511,2**	**35 738,9**	**35 872,4**	**104 345,3**	**180 431,3**	**187 442,9**
majetkové cenné papíry a účasti	226,0	7 911,1	9 370,5	18 422,0	20 450,3	14 442,0	13 415,5	66 318,2	92 222,9	77 826,8
dluhové cenné papíry		346,9	2 767,5	1 654,9	17 060,9	21 296,9	22 456,9	38 027,1	88 208,4	109 616,1
Finanční deriváty 4)									6 762,3	9 453,7
Ostatní investice	**379 942,2**	**408 028,1**	**378 497,8**	**379 698,8**	**446 138,8**	**638 157,7**	**650 948,4**	**757 065,5**	**736 903,7**	**779 092,4**
dlouhodobé	233 870,3	250 509,3	230 336,9	215 740,8	236 003,0	294 256,5	287 328,8	323 131,1	315 625,5	307 659,8
ČNB 5)	23 102,5	24 572,5	24 573,3	26 172,3	26 122,8	26 122,4	26 122,4		329,1	319,6
obchodní banky 6)	365,9	1 852,3	1 763,0	5 116,6	25 181,3	37 088,8	64 041,6	89 900,1	75 537,9	76 871,6
vláda 7) 8)	168 475,9	188 278,5	176 094,6	159 260,9	162 103,1	205 142,0	176 213,4	210 221,3	220 777,8	210 743,6
ostatní sektory	41 926,0	35 806,0	27 906,0	25 191,0	22 595,8	25 903,3	20 951,4	23 009,7	18 980,7	19 725,0
krátkodobé	146 071,9	157 518,8	148 160,9	163 958,0	210 135,8	343 901,2	363 619,6	433 934,4	421 278,2	471 432,6
ČNB 9)	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	0,1	0,1		52,9	54,8
obchodní banky 6)	82 456,2	83 133,2	80 820,2	87 176,3	128 481,1	250 670,9	272 219,5	336 117,2	314 115,3	356 464,6
z toho zlato a devizy 10) 11)	79 040,1	70 727,5	71 232,8	76 126,9	95 432,8	172 301,6	175 753,2	218 995,8	228 961,7	265 364,6
vláda		5 501,9								88,2
ostatní sektory	63 611,0	68 879,0	67 336,0	76 777,0	81 650,0	93 230,2	91 400,0	97 817,2	107 110,0	114 825,0
Rezervy ČNB 12)	**24 347,4**	**115 980,2**	**175 121,9**	**373 037,7**	**339 884,0**	**338 524,7**	**376 683,0**	**461 429,2**	**496 819,2**	**506 218,8**
zlato 10)	2 488,2	2 466,4	2 309,3	2 234,6	2 290,3	1 521,9	369,1	677,0	4 640,4	4 780,4
zvláštní práva čerpání	852,5	247,3		4,7					7,7	19,1
rezervní pozice u MMF									116,0	3 452,9
devizy	21 006,7	113 266,5	172 812,6	370 798,4	337 593,7	337 002,8	376 313,9	460 752,2	491 001,2	478 311,8
ostatní rezervní aktiva									1 053,9	19 654,6
PASÍVA	**307 887,2**	**423 237,7**	**507 337,9**	**723 101,9**	**906 073,2**	**1 138 248,1**	**1 204 984,0**	**1 458 893,3**	**1 619 540,0**	**1 713 797,2**
Přímé investice v České republice	**83 488,7**	**102 539,1**	**127 533,5**	**195 526,3**	**234 301,1**	**319 820,3**	**429 167,8**	**631 505,3**	**797 681,6**	**905 608,6**
základní jmění 2) 13)	83 488,7	102 539,1	127 533,5	195 526,3	234 301,1	284 674,7	364 816,5	538 379,3	689 887,3	797 838,6
ostatní kapitál 3)						35 145,6	64 351,3	93 126,0	107 794,3	107 770,0
Portfoliové investice	**4 812,9**	**58 583,9**	**81 617,5**	**124 933,6**	**144 807,4**	**169 032,7**	**166 128,1**	**165 579,2**	**164 592,0**	**157 537,8**
majetkové cenné papíry a účasti	75,0	32 985,2	37 335,6	70 280,4	92 867,8	104 862,3	113 247,2	98 011,8	115 670,6	102 802,9
dluhové cenné papíry	4 737,9	25 598,7	44 281,9	54 653,2	51 939,6	64 170,4	52 880,9	67 567,4	48 921,4	54 734,9
Finanční deriváty 4)									5 307,9	7 472,6
Ostatní investice	**219 585,6**	**262 114,7**	**298 186,9**	**402 642,0**	**526 964,7**	**649 395,1**	**609 688,1**	**661 808,8**	**651 958,5**	**643 178,2**
dlouhodobé	158 430,0	192 426,3	207 289,7	279 388,9	374 814,7	426 270,1	358 510,5	379 172,2	352 323,4	340 410,6
ČNB	31 109,9	33 697,4	1 695,7	2 491,5	2 272,7	2 188,3	1 883,3	197,1	180,4	141,8
obchodní banky 6)	14 491,1	16 175,5	26 040,1	90 299,3	143 454,2	143 120,2	124 286,3	118 368,9	84 607,4	74 499,1
vláda 7)	70 771,0	82 295,1	76 533,9	53 200,2	44 003,7	38 001,1	23 789,1	20 813,0	19 215,8	8 694,7
ostatní sektory	42 058,0	60 258,3	103 020,0	133 397,9	185 084,1	242 960,5	208 551,8	239 793,2	248 319,8	257 075,0
krátkodobé	61 155,6	69 688,4	90 897,2	123 253,1	152 150,0	223 125,0	251 177,6	282 636,6	299 635,1	302 767,6
ČNB	8,2	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	129,2
obchodní banky 6)	19 527,4	22 249,3	41 339,9	69 502,9	101 543,5	168 927,1	193 373,0	229 988,7	226 176,2	228 433,4
vláda			5 013,4	1 104,1	314,8	287,5	103,2			
ostatní sektory	41 620,0	42 858,1	44 506,0	52 531,1	50 236,4	53 864,9	57 661,9	52 622,1	73 450,1	74 205,0
SALDO INVESTIČNÍ POZICE	**99 262,4**	**114 461,5**	**66 846,7**	**58 901,6**	**-68 930,0**	**-106 837,4**	**-117 476,7**	**-110 938,4**	**-168 966,9**	**-199 189,4**

1) předběžné údaje
2) od 31.12.1997 stav základního jmění navyšován o reinvestované zisky
3) počínaje stavem k 31.12.1997 část úvěrů vyplývajících z úvěrového vztahu mezi přímým investorem a podnikem přesunuta z ostatních investic (ostatní sektory) pod přímé investice (ostatní kapitál)
4) od 31.3.2000 vykazovány finanční deriváty (z pozice bank)
5) koncem roku 1999 z aktiv ČNB vyvedena pohledávka za Národní bankou Slovenska
6) v souvislosti se zavedením směnitelnosti Kč (od 1.10.1995) v pozici bank zahrnuta i korunová aktiva a pasiva vůči nerezidentům (korunové vklady nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasivech obchodních bank již v údajích k 31.12.1994)
7) v průběhu ledna 1993 část pohledávek a závazků ve volně směnitelných měnách (CDZ) a nesměnitelných měnách převedena z pozice ČSOB na MF ČR - v tabulce k 1.1.1993 tyto částky zahrnuty v pozici vlády;
pohledávka ve vztahu k SNS v údajích k 1.1.1993 vyjádřena saldem účtů v XTR a USD, zatímco v dalších obdobích účty vedeny obratově
8) vč. devizových podílů v mezinárodních neměnových organizacích (Světová banka, EBOR, MBHS, MIB) a korunového podílu ve Světové bance
9) od 31.3.2000 vykazováno zlato nezahrnované do rezerv ČNB
10) ocenění zlata: 42,22 USD za troj. unci (do 31.12.1999), tržní (od 31.3.2000)
11) devizy - směnitelné měny
12) na základě požadavku MMF rezervy ČNB členěny podrobněji (od 31.3.2000)
13) od roku 1998 zahrnují stavy přímých investic údaje o výši základního jmění z bilancí společností se zahraniční majetkovou účastí

28. prosince 2001

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Odbor platební bilance

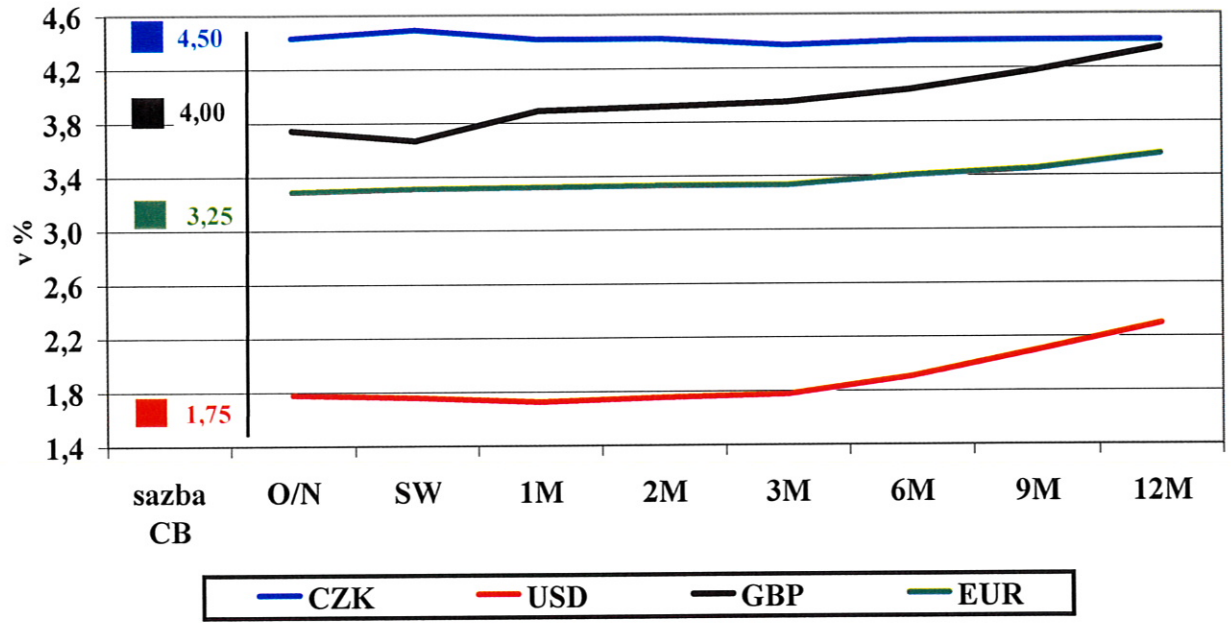
Česká republika: ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST

v mil. Kč	1.1.1993	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	30.9.2001 1)
Zadluženost ve směnitelných měnách	**204 674,7**	**254 488,1**	**299 960,7**	**440 229,3**	**569 723,6**	**739 563,0**	**717 923,6**	**813 576,5**	**799 723,3**	**805 683,1**
v tom:										
dlouhodobá	**152 695,1**	**194 525,0**	**218 944,5**	**306 034,4**	**405 143,6**	**495 058,5**	**446 484,3**	**497 872,1**	**466 278,3**	**467 231,9**
podle dlužníků										
ČNB	35 399,8	58 836,1	22 845,3	22 268,0	11 178,4	11 548,4	10 952,2	12 527,6	180,4	141,8
obchodní banky 2)	14 491,1	16 175,5	27 620,1	95 433,3	150 780,1	158 503,7	133 376,5	128 703,3	95 737,1	88 717,5
vláda	61 147,2	59 477,1	61 763,4	52 101,7	46 738,6	42 877,1	32 927,8	32 263,6	29 270,1	31 066,3
ostatní sektory	41 657,0	60 036,3	106 715,7	136 231,4	196 446,5	282 129,3	269 227,8	324 377,6	341 090,7	347 306,3
podle věřitelů										
zahraniční banky	62 121,2	82 449,5	123 078,4	215 916,7	297 305,5	355 794,1	286 227,5	302 825,8	284 670,5	297 056,0
vládní instituce	6 685,9	7 346,8	7 482,1	7 039,1	6 631,8	7 269,4	4 409,6	4 239,2	3 405,7	2 693,9
mnohostranné instituce	50 127,1	53 292,0	21 036,1	21 381,4	21 250,4	18 825,6	11 520,8	12 786,4	11 560,3	9 466,7
dodavatelé a přímí investoři	29 023,0	25 838,0	32 601,0	24 567,0	27 116,0	46 465,5	72 624,6	93 831,4	101 514,7	99 860,0
ostatní investoři	4 737,9	25 598,7	34 746,9	37 130,2	52 839,9	66 703,9	71 701,8	84 189,3	65 127,1	58 155,3
krátkodobá	**51 979,6**	**59 963,1**	**81 016,2**	**134 194,9**	**164 580,0**	**244 504,5**	**271 439,3**	**315 704,4**	**333 445,0**	**338 451,2**
podle dlužníků										
ČNB	7,9	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	129,2
obchodní banky 2)	17 819,7	21 117,0	32 610,3	71 911,8	106 852,6	170 147,0	193 373,0	230 000,5	226 246,1	233 102,0
vláda			9 535,0	15 114,0	2 786,0	8 164,0	22,0	7,0	2 115,0	100,0
ostatní sektory	34 152,0	34 265,1	38 833,0	47 054,1	54 886,1	66 148,0	78 004,8	85 671,1	105 075,1	105 120,0
podle věřitelů										
zahraniční banky	11 402,7	22 256,0	28 467,5	58 874,2	85 424,0	142 463,2	175 604,1	201 808,8	203 333,8	215 479,8
mnohostranné instituce										
dodavatelé a přímí investoři	33 069,0	29 664,0	34 132,0	41 936,4	45 914,0	57 831,1	67 446,7	81 794,6	96 634,6	82 005,0
ostatní investoři	7 507,9	8 043,1	18 416,7	33 334,3	33 242,0	44 210,2	28 388,5	32 101,0	33 476,6	40 966,4
Zadluženost v nesměnitelných měnách 3)	**19 648,8**	**33 225,3**	**42 508,1**	**17 065,9**	**9 180,7**	**9 148,1**	**8 996,7**	**8 925,7**	**8 950,9**	**0,0**
v tom:										
dlouhodobá	10 472,8	23 500,3	23 092,1	10 484,7	8 865,9	8 860,6	8 893,5	8 925,7	8 950,9	
krátkodobá 2)	9 176,0	9 725,3	19 416,0	6 581,2	314,8	287,5	103,2			
Zadluženost vůči zahraničí celkem	**224 323,5**	**287 713,4**	**342 468,8**	**457 295,2**	**578 904,3**	**748 711,1**	**726 920,3**	**822 502,2**	**808 674,2**	**805 683,1**
v tom:										
dlouhodobá	163 167,9	218 025,0	242 036,6	316 519,1	414 009,5	503 919,1	455 377,8	506 797,8	475 229,2	467 231,9
krátkodobá	61 155,6	69 688,4	100 432,2	140 776,1	164 894,8	244 792,0	271 542,5	315 704,4	333 445,0	338 451,2

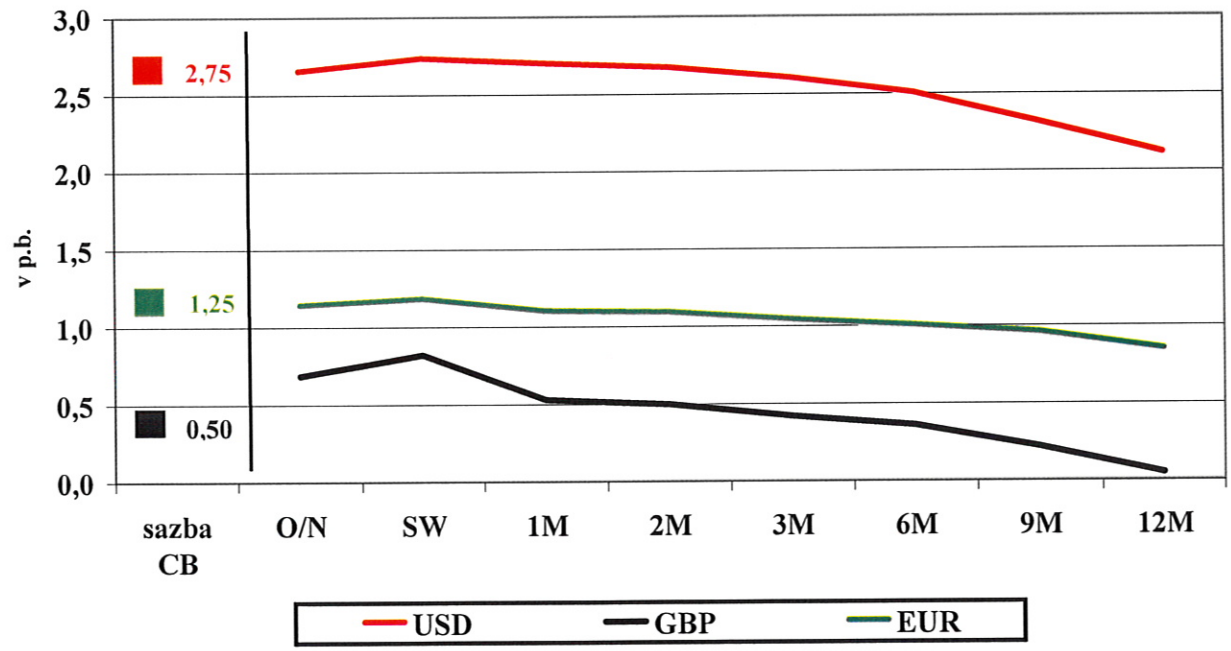
1) předběžné údaje
2) k 31.12.1995 krátkodobá a k 31.12.1996 i dlouhodobá korunová pasiva vůči nerezidentům zahrnuta pod pasivy obchodních bank ve směnitelných měnách, zatímco v údajích k 31.12.1994 prostředky na korunových účtech nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasivech v nesměnitelných měnách a vůči Slovenské republice (metodická změna v souvislosti se zavedením směnitelnosti Kč od 1.10.1995)
3) zadluženost vůči Slovenské republice: v letech 1993 až 1995 v nesměnitelných měnách, od 1996 nevyrovnaný zůstatek salda vzájemných účtů po skončení clearingu vedeny v nesměnitelných měnách; ostatní závazky vůči Slovenské republice zahrnuty ve směnitelných měnách podle "opatření" MF čj. 282/70 490/95 z 22.12.1995

28. prosince 2001

Úrokové sazby O/N až 12 měsíců (24.1.2002)



Úrokový diferenciál O/N až 12 měsíců (24.1.2002)



Zpracoval:ing.Böhm,l.4439