

V Praze dne 19. dubna 2002

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

4. 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. Kotlán, PhD., Ing. Matalík,
Ing. Kalous, CSc., Ing. Vávra, M.A.,
Ing. Kvapil, Ing. Schmidt

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

Příloha č. 3: Strategie využívání devizových
intervencí

Příloha č. 4: Kurzové a měnové režimy před
vstupem do eurozóny

Předkládá: doc. Ing. Aleš Čapek, CSc.

Kontroloval: Ing. Viktor Kotlán, PhD.

Zpracovala: sekce měnová a statistiky

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“, „Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období“, „Strategie využívání devizových intervencí“ a „Kurzové a měnové režimy před vstupem do eurozóny“.

O b s a h

I. Shrnutí	
1. Prognózy a skutečnost	
2. Charakteristika hospodářského a měnového vývoje od 3. SZ.....	1
3. Referenční scénáře exogenních veličin a další předpoklady	
aktuálních prognóz	1
4. Vyznění krátkodobé a střednědobé prognózy	2
5. Nejistoty uvedených prognóz	3
II. Faktory inflace.....	5
1. Měnový vývoj.....	5
1.1 Peníze a úvěry	5
1.2 Úrokové sazby.....	9
1.3 Vývoj veřejných rozpočtů.....	11
1.4 Devizový kurz.....	13
1.4.1 Vývoj nominálního devizového kurzu.....	13
1.4.2 Vývoj výnosových diferenciálů.....	14
1.4.3 Vliv kurzu na budoucí inflaci.....	15
1.4.4 Makroekonomické souvislosti vývoje kurzu koruny.....	16
1.4.5 Projekce platební bilance.....	20
1.5 Investiční pozice, zahraniční zadluženost, devizové rezervy.....	22
1.5.1 Stav investiční pozice a zadluženost ČR vůči zahraničí	
k 31. 12. 2001.....	22
1.5.2 Vývoj devizových rezerv	23
2. Poptávka a nabídka.....	25
3. Trh práce.....	31
4. Ostatní nákladové faktory.....	36
4.1 Dovozní ceny.....	37
4.2 Ceny průmyslových výrobců.....	38
4.3 Ceny zemědělských výrobců	41
5. Vnější prostředí	42
III. Inflace.....	45
1. Minulý vývoj	45
2. Predikce pro rok 2002	46
3. Predikce pro rok 2003	48
4. Medián čisté inflace.....	52
5. Střednědobý modelový výhled	53
Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky	
Příloha č. 2: Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období	
Příloha č. 3: Strategie využívání devizových intervencí	
Příloha č. 4: Kurzové a měnové režimy před vstupem do eurozóny	

Tabulkové přílohy

I. Shrnutí

1. Prognózy a skutečnost

Veličina		I/02	II/02		III/02	
		skuteč.	progn.	skuteč.	progn.	skuteč.
Spotřebitelské ceny	r/r, %	3,7	3,7	3,9	3,6	3,7
	m/m, %	1,5	0,3	0,2	0,0	-0,1
Čistá inflace	r/r, %	2,7	2,5	2,7	2,4	2,5
	m/m, %	0,9	0,2	0,0	-0,1	-0,2
Korigovaná inflace	r/r, %	2,5	2,3	2,5	2,3	2,6
	m/m, %	0,6	0,2	0,2	0,0	0,0
Ceny průmyslových výrobců	r/r, %	0,6	0,2	-0,1	-0,2	-0,2
	m/m, %	0,2	0,4	0,2	0,0	0,0
Průmyslová produkce	r/r, %	2,6	5,4	5,8	6,1	
Tržby z průmyslové činnosti	r/r, %	-0,4	3,5	3,8	5,4	
Tržby v maloobchodě	r/r, %	3,5	X	4,3		
Saldo obchodní bilance	za měsíc, mld. Kč	-6,1	-6,0	+1,8	-7,7	
	kum., mld. Kč	+6,1	-11,0	-4,3	-12,0	
Změna salda obchodní bilance	r-r, mld. Kč	+1,5	X	9,3		
	kum., r-r, mld. Kč	+1,5	X	10,8		
Nezaměstnanost	ke konci měs., %	9,4	9,4	9,3	9,2	9,1
Nominální mzdy v průmyslu	r/r, %	6,4	X		X	6,9
Reálné mzdy v průmyslu	r/r, %	2,6	X		X	2,9
Produktivita práce v průmyslu	r/r, %	0,8	X		X	6,0
Nominální mzdy ve stavebnictví	r/r, %	6,5	X		X	14,1
Reálné mzdy ve stavebnictví	r/r, %	2,7	X		X	9,8
Produktivita práce ve stavebnictví	r/r, %	0,5	X		X	10,7
Peněžní zásoba (M2)	r/r, %	11,5	11,6	10,8	11,0	
Kurz CZK/EUR	prům. za měsíc, %	32,07	X	31,8	X	31,39
Změna kurzu CZK/EUR	r/r, %	+9,1	X	+8,2	X	+9,3
Kurz CZK/USD	prům. za měsíc, %	36,27	X	36,56	X	35,84
Změna kurzu CZK/USD	r/r, %	+3,1	X	+2,6	X	+5,6
Úrokové sazby z nových úvěrů	prům. za měsíc, %	5,8	X	5,2		
	r-r, proc. body	-0,5	X	-1,0		
Úrokové sazby z termín. vkladů	prům. za měsíc, %	3,2	X	3,1		
	r-r, proc. body	-0,7	X	-0,8		

Vysvětlení značek a zkratk:

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. Charakteristika hospodářského a měnového vývoje od 3. SZ

Údaje zveřejněné od dokončení 3. SZ potvrzovaly některé trendy v české ekonomice a jejím vnějším prostředí pozorované od počátku roku 2002. Pokračující růst cen ropy signalizoval postupné zmírňování deflačního exogenního nákladového šoku. Indikátory zahraniční poptávky byly v souladu s predikcí jejího postupného ožívání. Také vývoj ukazatelů domácí ekonomiky byl v přibližném souladu s očekáváním ČNB a byl zhruba konzistentní s předpokladem o mírném zvolnění růstu české ekonomiky a s plněním inflačních cílů ČNB.

Rostoucí hrozbu pro makroekonomickou stabilitu v ČR však představovalo pokračující razantní posilování kurzu koruny vůči euru i americkému dolaru. Při neměnných měnověpolitických sazbách a zhruba stabilních inflačních očekáváním je toto posilování třeba chápat tak, že od projednání 3. SZ došlo k dalšímu citelnému zpřísnění měnových podmínek. Dominantní nejistotou obou prognóz inflace popsaných v této SZ je proto právě otázka dalšího vývoje kurzu a jeho případné dopady na ekonomiku a cenový vývoj.

3. Referenční scénáře exogenních veličin a další předpoklady aktuálních prognóz

Východiskem pro formulování krátkodobé i střednědobé prognózy, které přináší tato SZ, byla sada referenčních scénářů tzv. exogenních veličin. Oproti 1. SZ došlo v referenčních scénářích k těmto významnějším změnám:

	4. SZ	1. SZ
Kurz	stabilita na 31,25 CZK/EUR po celé predikované období	postupná apreciace z 33,16 CZK/EUR na 31,5 CZK/EUR na konci roku 2003
Cena ropy	pokles z 24,9 USD/barel v 1. čtvrtletí 2002 na 22,1 USD/barel v 1. čtvrtletí 2003 a následná stabilita	růst z 17,8 USD/barel v 1. čtvrtletí 2002 na 20,9 USD/barel v 1. čtvrtletí 2003 a následná stabilita

Pro úplnost je třeba dodat, že aktuální vývoj kurzu se od uvedeného referenčního scénáře výrazně odchýlil, přičemž níže popsané prognózy s touto odchylkou nepočítají.

Změny ostatních exogenních veličin již nebyly příliš významné. Aktuální referenční scénáře vyznívají takto:

- přechodně mimořádně nízká zahraniční poptávka reprezentovaná indikátorem meziročního růstu HDP v Německu na úrovni 0,9 % v roce 2002 (v 1. SZ 0,7 %) se bude vracet k obvyklým hodnotám růstu kolem 2,5 % v roce 2003 (stejně jako v 1. SZ);
- cenový vývoj v zahraničí reprezentovaném Německem bude ve znamení růstu spotřebitelských cen tempem 1,7 % ve 4. čtvrtletí 2002 a 1,6 % ve 4. čtvrtletí 2003 (1. SZ zvýšení z 1,3 % na 1,5 %) a růstu cen průmyslových výrobců 0,2 % v roce 2002 a 1,7 % v roce 2003 (v 1. SZ bylo zvýšení z 0,2 % na 1,6 %);
- kurz dolaru vůči euru (mírně pomalejší posilování eura vůči dolaru, na konci roku 2003 činí rozdíl proti prognóze z 1. SZ cca 2,5 %);

- deficit veřejných rozpočtů za rok 2002 ve výši 138,8 mld. Kč (jako v 1. SZ);
- průměrná mzda v nepodnikatelské sféře poroste tempem 8,5 % v roce 2002 a 8,1 % v roce 2003 (v 1. SZ bylo 7,4 % a 7,0 %).

Nezměněny zůstaly také následující rámcové předpoklady:

- růst potenciálního produktu cca 3 % a výchozí mezera HDP v rozsahu necelého 1 %;
- přechodný meziroční pokles cen zemědělských výrobců v roce 2002, odrážející kromě vlivu výchozí základny též vývoj na zahraničních trzích, a následný návrat cen zemědělských výrobců k obvyklým hodnotám růstu

Celkově je tedy možno konstatovat, že s výjimkou odlišné prognózy cen energetických surovin a kurzu se vnější ani vnitřní předpoklady inflační prognózy proti 1. SZ výrazněji nezměnily.

4. Vyznění krátkodobé a střednědobé prognózy

Sekce měnová a statistiky vypracovala dvě prognózy hospodářského a měnového vývoje a inflace: krátkodobou prognózu, která pokrývá období do konce roku 2003, a střednědobou prognózu, která pokrývá období do konce roku 2005.

Krátkodobá prognóza signalizuje urychlení růstu HDP z 2,6 % v roce 2002 na 3,9 % v roce 2003, přičemž hlavními faktory tohoto vývoje budou mírně se zrychlující růsty spotřeby domácností a hrubé tvorby kapitálu. Prognóza předpokládá, že v důsledku zpomalování meziročního poklesu světových cen energetických surovin a urychlení růstu produkčních cen v zahraničí dojde postupně k vyčerpání dezinflačního nákladového šoku v oblasti dovozních cen. Dojde tak k určitému zrychlení korigované inflace, v jejímž rámci však ceny pohonných hmot budou zhruba stagnovat. Meziroční pokles cen zemědělských výrobců v roce 2002 se projeví zpomalením růstu cen potravin, přičemž právě toto zpomalení významně přispěje k přechodnému vybočení inflace z cílového pásma v druhé polovině roku 2002 a na počátku roku 2003. Jak už bylo uvedeno výše v části věnované předpokladům prognóz, v roce 2003 přejdou ceny zemědělských výrobců do meziročního růstu, což spolu s působením dalších faktorů povede zejména v posledních měsících roku 2003 k posílení růstu cen potravin a tím i inflace. Varianta „střed“ krátkodobé prognózy naznačuje, že inflace klesne pod dolní mez cílového pásma zhruba v květnu 2002, v letních měsících 2002 se této mezi vzdálí o více než 1 proc. bod, poté se dolní mezi přiblíží a zpět do cílového pásma se vrátí v druhém čtvrtletí 2003. V horizontu nejučinnější transmise, tj. v druhém a třetím čtvrtletí 2003, se inflace bude pohybovat v dolní polovině cílového pásma.

Střednědobá prognóza naznačuje růst HDP kolem 2,5 % pro zbytek roku 2002, kolem 3 % pro rok 2003, další urychlení tempa růstu v roce 2004 a naopak zpomalení v roce 2005. Zpomalení růstu na přelomu let 2002 a 2003 je důsledkem existujícího a očekávaného zpřísnění měnových podmínek v první polovině roku 2002, a to zejména apreceiace kurzu a růstu reálných úrokových sazeb, který bude způsoben poklesem inflace a tedy i inflačních očekávání, která jsou poměrně adaptivní. Na základě téže logiky bude urychlení hospodářského růstu v letech 2003 a 2004 dáno uvolněním měnových podmínek ke konci roku 2002 a v roce 2003. Popsaný vývoj ekonomické aktivity by podle prognózy měl vést

k uzavření výstupové mezery až během roku 2004, a neměl by tedy na straně poptávky vytvářet inflační tlaky. Tento závěr spolu s předpokladem nízké dovezené inflace dané zejména dezinflačním působením kurzu koruny implikuje trajektorii inflace vychýlenou na příštích pět čtvrtletí pod dolní mez cílového pásma a potřebu snižování sazeb během roku 2002 celkově zhruba o 1 procentní bod. Za předpokladu této měnověpolitické reakce se inflace vrátí do cílového pásma během třetího čtvrtletí roku 2003, tj. v druhé polovině horizontu nejúčinnější transmise.

Obě prognózy signalizují pouze postupné uzavírání výstupové mezery a s ním konzistentní trajektorii inflace situovanou spíše pod cílovým pásmem nebo v jeho dolní polovině. Rozdíly v kvantitativních závěrech prognóz jsou způsobeny odlišnostmi v použitých prognostických postupech.

5. Nejistoty uvedených prognóz

Některé nejistoty spojené s prognózováním vývoje české ekonomiky a jejího vnějšího prostředí se v porovnání s lednovou SZ poněkud zmírnily. Zejména ubylo pochybností o brzkém oživení u našich hlavních obchodních partnerů. Jiné nejistoty se nemění - například přetrvává vysoká nejistota ohledně působení fiskální politiky na ekonomiku a na cenový vývoj v roce 2003 a v dalších letech. Za dominantní je však v současnosti třeba považovat nejistoty spojené s vývojem kurzu koruny vůči euru a jeho dopadem na rozsah vnější nerovnováhy, ekonomický růst a cenový vývoj. Jedná se o nejistoty v dezinflačním směru.

Nominální směnný kurz je krátkodobě určen jednak fundamentálními faktory, tj. těmi, které souvisejí s vývojem ekonomik (např. zahraniční obchod, přesun dluhového kapitálu podle výnosové parity a rizikové premie, atp.), a dále autonomními faktory. Mezi tyto autonomní faktory lze zařadit prodej státního majetku a ostatní přímé zahraniční investice, ale také přesuny kapitálu spekulativního rázu. Výše uvedený referenční scénář kurzu ve smyslu stability kurzu a obě s tímto scénářem pracující prognózy vycházejí z předpokladu naplnění dohody s vládou o protiapreciačních opatřeních a ze skutečnosti, že analýza fundamentálních faktorů a z nich plynoucích finančních toků nenalézá důvody pro výraznější posilování nominálního kurzu.

První s vývojem kurzu spjatá nejistota se týká reakce cen dovážených položek na hodnoty kurzu zachycené v referenčním scénáři. Analýzy založené na údajích z období zřetelného růstu cen těchto položek naznačují, že tyto ceny reagují na apreciaci i depreciaci kurzu koruny v odpovídajícím směru zhruba symetricky. V současnosti se však nacházíme v období, kdy se růst cen obchodovatelných položek dostal do okolí nuly, takže v obou prognózách začíná hrát významnou roli standardní, avšak empiricky v ČR zatím ne zcela potvrzený předpoklad omezené pružnosti těchto cen směrem dolů. Pokud se tento předpoklad nenaplní, mohlo by to znamenat nezanedbatelnou odchylku vývoje inflace od dané prognózy směrem dolů, a tedy pravděpodobnost nesplnění inflačního cíle v horizontu nejúčinnější transmise.

Druhou kurzovou nejistotou obou prognóz je to, zda výrazná apreciacie kurzu bude dočasnou záležitostí a dojde ke stabilizaci kurzu resp. i k jeho mírné zpětné korekci, nebo půjde o dlouhodobější fenomén a kurz se bude dále odchylvat od aktuálního referenčního scénáře. Pokud se naplní první varianta a převládne očekávání, že razantní posilování kurzu brzy ustane, většina průmyslových podniků bude schopna svou momentální napjatou situaci řešit racionalizací výroby resp. některými přechodnými opatřeními (restrukturalizace bankovních úvěrů ap.) a na nabídkové straně ekonomiky se tak kurzový vývoj příliš neprojeví. Vývoj cen

zboží z dovozu bude v takovém případě pravděpodobně charakterizován určitou nepružností směrem dolů, s níž - jak už bylo uvedeno - počítají obě prognózy.

Pokud by však nastala druhá varianta, řada firem se postupně uchýlí k dlouhodobějším adaptačním opatřením (substituce domácích subdodavatelů zahraničními, omezení výroby, propouštění apod.), která by měla nepříznivé dopady na vnější rovnováhu, zaměstnanost a výstup. Podle hrubých odhadů nynější meziroční apreciace podle referenčního scénáře za jinak nezměněných podmínek snižuje zisk v průmyslu o cca 50 %. Kurz kolem 30 korun za euro znamená snížení zisku až o 70 %. Za předpokladu nerovnoměrného rozložení zisku mezi jednotlivými podniky v průmyslu je zřejmé, že pokračování rychlé apreciace v delším časovém horizontu by citelně dopadlo na nabídkovou stranu ekonomiky a následně na vnější rovnováhu a zaměstnanost. Tvorba cen zboží z dovozu by se za předpokladu dlouhodobější silné apreciace koruny pravděpodobně změnila ve smyslu vyšší pružnosti směrem dolů s implikacemi popsány už výše v souvislosti s první kurzovou nejistotou.

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE											
1.	spotřebitelské ceny	mzr. v %	4/01	5/01	6/01	7/01	8/01	9/01	10/01	11/01	12/01
			4,6	5,0	5,5	5,9	5,5	4,7	4,4	4,2	4,1
			3,3	3,8	4,4	4,7	4,1	3,1	2,7	2,4	2,4
			mzr. v %								
2.	čistá inflace	mzr. v %	1,9	2,3	2,4	3,2	3,4	2,5	2,4	2,3	2,1
			mzr. v %								
3.	peněžní zásoba (M2) - k posl. dni měsíce	mzr. v %	9,3	11,7	13,3	13,5	13,1	11,9	12,2	12,5	13,0
4.	spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	k posl. dni měsíce	-0,01	0,07	0,33	0,61	0,51	0,13	-0,18	-0,07	-0,31
			5,00	5,08	5,25	5,97	5,76	5,33	4,96	4,63	4,37
			5,09	5,17	5,42	5,76	5,89	5,52	5,11	4,75	4,48
			0,93	0,98	0,85	0,69	0,52	0,50	0,39	0,44	0,64
5.	spread 5R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce	1,47	1,67	1,49	1,08	0,83	1,02	0,81	0,89	1,15
6.	spread 10R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce									
7.	spotřeba domácností (tempo v s.c.)	za čtvrtletí mzd. v %			4,0			3,6			4,0
8.	malobchodní obrat (tržby v odv. obchodu a pohostinství) *)	za daný měsíc mzd. v %	5,8	4,3	2,1	5,2	2,7	3,3	7,6	7,4	-0,2
					3,0			3,2			3,0
9.	produktivita práce	k posl. dni měsíce	8,3	8,1	8,1	8,5	8,5	8,5	8,4	8,5	8,9
10.	míra nezaměstnanosti	za čtvrtletí mzd. v %			3,8			3,5			3,2
11.	tempo růstu HDP (s.c.)	za daný měsíc mzd. v %	11,4	6,9	3,7	9,3	3,0	1,1	4,1	6,6	7,0
12.	tempo růstu průměrné mzdy - nominální (ve sled. org.)	za čtvrtletí mzd. v %			9,3			8,9			7,5
13.	tempo růstu mezd a platů - reálné (ve sled. org.)	za čtvrtletí mzd. v % a)			4,1			3,5			3,8
14.	předstih tempa růstu prod. na zaměst před reál. mzdou	za čtvrtletí v p.b.			-0,3			0,1			-0,7
15.	státní rozpočet (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl. dni měs. v mlrd. Kč	-16,8	-28,8	-34,8	-23,5	-25,6	-22,6	-35,5	-59,8	-67,7
16.	místní rozpočty (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl. dni měs. v mlrd. Kč	0,0	-1,6	-2,9	3,7	0,2	0,8	-1,3	-4,6	-11,2
17.	státní a místní rozpočty (saldo hospodaření v běž. roce)	k posl. dni měs. v mlrd. Kč	-16,8	-30,4	-37,7	-19,8	-25,4	-21,8	-36,8	-64,4	-78,9
18.	ceny zemědělských výrobků	mzr. v %	12,2	14,8	16,5	14,1	9,5	5,6	4,7	2,2	1,8
19.	ceny tržních služeb	mzr. v %	5,2	5,5	6,0	4,6	4,6	1,6	1,6	2,0	1,7
20.	ceny průmyslových výrobků	mzr. v %	4,0	3,8	3,4	3,0	2,4	1,8	1,3	0,9	0,8
21.	dovozní ceny	mzr. v %	2,2	-0,7	-0,7	-0,6	-2,2	-4,7	-6,9	-8,0	-7,0
22.	index nominálního kursu CZK/EUR (leden 1999 = 100) x)	průměrný měs. kurs	103,05	103,52	104,67	105,01	104,50	104,07	105,83	106,49	108,55
23.	index nominálního efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs	102,84	102,81	103,44	104,23	104,72	104,55	106,37	106,57	108,95
24.	index reálného efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs (PPI)	101,83	101,74	102,49	103,61	103,83	103,57	106,61	106,62	108,94
25.	index reálného efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs (CPI)	102,85	102,74	104,25	106,17	106,54	105,25	107,07	107,20	109,46
26.	index nominálního kursu CZK/EUR (leden 1999 = 100) x)	průměrný měs. kurs	110,01	110,01	110,01	110,01	110,01	110,01	110,01	110,01	110,01
27.	index nominálního efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs	110,39	110,39	110,39	110,39	110,39	110,39	110,39	110,39	110,39
28.	index reálného efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs (PPI)	111,19	111,19	111,19	111,19	111,19	111,19	111,19	111,19	111,19
29.	index reálného efektivního kursu (2000 = 100) x)	průměrný měs. kurs (CPI)	112,99	112,99	112,99	112,99	112,99	112,99	112,99	112,99	112,99

a) - pro deflaci použít CPI; nevážený čtvrtletní průměr
x) hodnota nad 100 = apreciacie, pod 100 = depreciace
*) - Od roku 2002 se měsíčně nepublikují v pohostinství a ubytování

II. Faktory inflace

1. Měnový vývoj

1.1. Peníze a úvěry

Aktuální vývoj peněžních agregátů M2 a L

Aktuální vývoj peněžních agregátů

Pokles meziročních přírůstků širších peněžních agregátů příznačný pro první dva měsíce r. 2002 se v březnu 2002 zastavil. U peněžního agregátu M2 činil březnový meziroční přírůstek 11,0 %, u peněžního agregátu L 11,5 % (viz tab. 1). Tento vývoj je v souladu s dlouhodobým předpokladem, že úroveň meziročního přírůstku peněžního agregátu M2 bude v r. 2002 v rozpětí 9 - 12 %.

Postupné snižování dynamiky meziročních přírůstků peněžních agregátů v lednu a v únoru 2002 i jejich březnová stagnace odrážejí snižování poptávky po penězích v souvislosti se zpomalováním ekonomického růstu. Na straně nabídky peněz se tento vývoj odráží především do stagnace úvěrové emise a čistých zahraničních aktiv (po očištění o kursové vlivy). K nízké dynamice meziročních přírůstků peněžních agregátů přispělo v březnu 2002 rovněž zlepšení hospodaření státního rozpočtu.

Meziroční přírůstek peněžního agregátu M1 v únoru 2002 stagnoval na úrovni 14,5 %. Podíl oběživa na peněžní zásobě činí i nadále 11,4 %, stagnace se projevuje i u vývoje celkového objemu netermínovaných vkladů. Sektorová struktura těchto vkladů se však změnila ve prospěch domácností.

Sektorová struktura peněžní zásoby

Snižování dynamiky peněžní zásoby od počátku r. 2002 se odráží jak do podnikového sektoru, tak i do sektoru domácností. I když výše meziročního přírůstku peněžní zásoby v podnikovém sektoru v únoru 2002 (13,0 %) zůstala nadále nad úroveň tohoto přírůstku v sektoru domácností (8,6 %), pokračovalo vzájemné sbližování dynamiky růstu peněžní zásoby v obou sektorech, které bývá příznačné pro období zpomalování ekonomického růstu. Od prosince 2001 do února 2002 se rozdíl mezi přírůstkem peněžní zásoby v sektoru podniků a v sektoru domácností snížil z 8,6 procentních bodů na 4,4 procentních bodů.

Zvýšení peněžní zásoby u domácností se týkalo především netermínovaných vkladů a oběživa. Domácnosti i nadále při úsporách preferují spíše netermínované vklady, což odpovídá poměrně nízkému úročení většiny termínovaných vkladů. Výjimku z hlediska úročení v oblasti termínovaných vkladů domácností tvoří vklady u stavebních spořitelén. Tyto vklady po mimořádném vzestupu v r. 2001 (o 20,5 %), v lednu a únoru 2002 stagnovaly, což je sezónní jev.

V sektoru podniků objem netermínovaných korunových vkladů v únoru 2002 poklesl při nezměněném objemu termínovaných korunových vkladů a objemu depozitních směnek. Jak

ukazují první dva měsíce r. 2002, objem depozitních směnek se, po jeho prudkém vzestupu v r. 2001 a mírném sezónním poklesu v lednu, stabilizoval na úrovni blížíící se 100 mld. Kč (v únoru 2002 představoval 6,2 % z celkového objemu peněžní zásoby, zatímco v únoru 2001 pouze 2,2 %). S tímto objemem depozitních směnek bude možno pravděpodobně počítat i v budoucnosti.

Vklady u podniků i u domácností v cizích měnách v únoru 2002 (po očištění o kursové vlivy) poklesly. Únorový pokles však nevybočuje z běžných výkyvů, které se u těchto vkladů projevují.

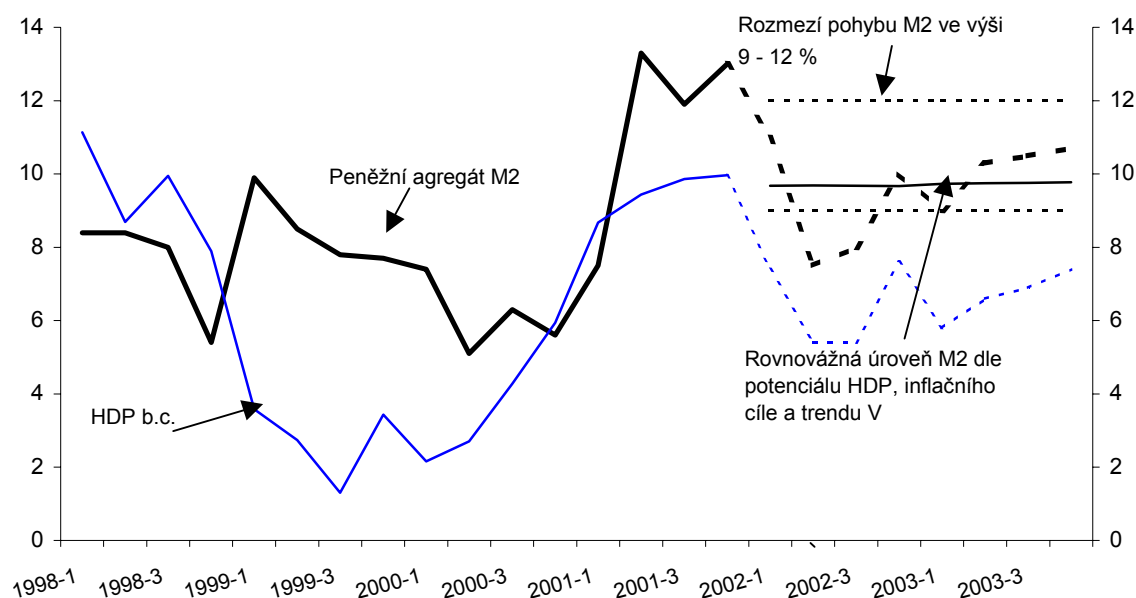
Predikce vývoje peněžní zásoby v letech 2002 a 2003

Vývoj poptávky po penězích bude v roce 2002 ovlivňován zpomalením ekonomického růstu a v roce 2003 jeho opětovným oživováním. Predikce peněžní zásoby se oproti lednové velké situační zprávě nemění. Její meziroční přírůstek se bude v letech 2002 a 2003 pohybovat v rozmezí 9 - 12 % s tím, že v roce 2002 dosáhne spodní hranici tohoto rozpětí. Uvedený vývoj by se měl projevit zejména v držbě peněz podniků, která je spojena s transakčními účely. Předpokládané zvýšení poptávky po penězích v roce 2003 s ohledem na oživení ekonomického růstu by po zohlednění potenciálu produktu, inflačního cíle a trendu rychlosti obratu peněz nemělo být doprovázeno nežádoucími inflačními implikacemi. Mezera mezi očekávaným růstem nominální peněžní zásoby a její nominální rovnovážnou úrovní by se měla pohybovat do 1 procentního bodu.

Výhled peněžní zásoby v letech 2002 a 2003 vychází standardně z predikce poptávky po penězích založené na kvantitativní rovnici směny s využitím trendu rychlosti obratu peněz, dlouhodobého trendu peněžní zásoby propočteného extrapolací jejího minulého vývoje a z expertního odhadu vývoje hlavních protipoložek peněžní zásoby. Posouzení dopadů vývoje peněžní zásoby do inflace je založeno na analýze nominální mezery peněz, která představuje odchylku očekávaného vývoje peněžní zásoby od její rovnovážné úrovně zohledňující potenciál produktu, inflační cíl a trend rychlosti obratu peněz.

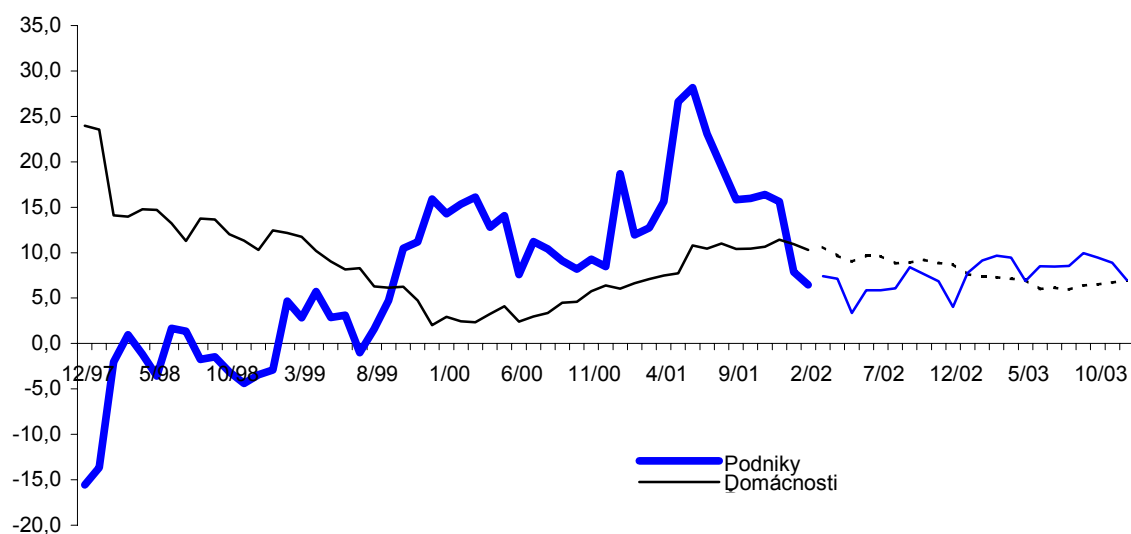
Poptávka po penězích bude v roce 2002 ovlivněna zpomalením ekonomického růstu. Její meziroční přírůstek dosáhne 9 % při zpomalení rychlosti obratu peněz na úrovni 2,7 %, které odpovídá trendu jejího minulého vývoje. V roce 2003 by se uvedený přírůstek měl zvýšit na 10,7 %, a to při stejném zpomalení rychlosti obratu peněz jako v roce 2002.

Očekávaný vývoj peněžní zásoby a nominálního HDP (meziroční změny v %)



Z hlediska sektorové struktury peněžní zásoby se uvedený vývoj projeví zejména u nefinančních podniků. Jejich držba peněz je spojena s transakčními motivy a v krátkodobém horizontu slouží k vyrovnávání poptávky a nabídky finančních zdrojů. Zpomalení poptávky po penězích u nefinančních podniků bylo zřejmé již v lednu a únoru 2002 a nepřímě mohlo indikovat snížení tempa růstu domácí poptávky. Držba peněz u domácností by měla odrážet pokračující nabídku úvěrového financování od bankovních i nebankovních subjektů (podrobněji část o úvěrech). Očekávaný vývoj vkladů podniků a domácností v letech 2002 a 2003 naznačuje sblížení jejich dynamik, což se jeví v souladu s očekávaným vývojem ekonomického cyklu.

Očekávaný vývoj vkladů nefinančních podniků a domácností (meziroční změny v %)



Zpomalení dynamiky peněžní zásoby v roce 2002 a její opětovné oživení v roce 2003 naznačuje rovněž predikce na základě dlouhodobého trendu peněžní zásoby. Podle uvedené metody by meziroční přírůstek měl dosáhnout 7,8 % v roce 2002 a 9,1 % v roce 2003. Tato metoda je však považována vzhledem k výkyvům v minulosti za podpurnou.

Z hlediska expertního odhadu vývoje hlavních protipoložek peněžní zásoby bude její vývoj nadále závislý na přílivu zahraničního nedluhového kapitálu. Růst čistých zahraničních aktiv se bude podílet na zvýšení peněžní zásoby do cca 7 p.b. Vliv úvěrové emise se bude postupně zvyšovat, avšak vzhledem k nejistotám ohledně bonity podniků ve vazbě na vývoj ekonomiky lze výraznější oživení úvěrů očekávat v roce 2003. Předpokládá se, že úvěrová emise bude přispívat k růstu peněžní zásoby ve výši cca 2 - 3 p.b. Rizikovým faktorem nadále zůstává i vývoj deficitu veřejných rozpočtů, který by měl podporovat růst peněžní zásoby na úrovni do 2 p.b. Na základě uvedených hlavních zdrojů ovlivňujících vývoj peněžní nabídky by se její meziroční přírůstek měl pohybovat v rozmezí 9 - 12 %, a to v závislosti na měnových implikacích užití příjmů získaných z privatizace státního majetku.

Očekávaná dynamika peněžní zásoby v letech 2002 a 2003 v porovnání s její rovnovážnou nominální úrovní vycházející z potenciálu produktu (2,9 % r. 2002 a 3,2 % r. 2003), inflačního cíle (střed pásma ve výši 3,7 % v r. 2002 a 3,5 % v r. 2003) a trendu rychlosti obratu peněz (zpomalení na úrovni 2,7 %) představuje nominální mezeru peněz. Její výše by měla být ke konci roku 2002 nulová a ke konci roku 2003 by se měla pohybovat do 1 p.b. Vývoj nominální mezery peněz indikuje postupné přibližování ekonomické aktivity k jejímu potenciálu v roce 2002 a její předstih v roce 2003. Pozitivní nominální mezera peněz v roce 2003 naznačuje přebytek peněz nad jejich nominální rovnovážnou úrovní. Její výše by však neměla vést k nežádoucím měnovým implikacím.

Úvěry

Úvěrová emise po oživení ve 2. pololetí 2001 v březnu 2002 stagnovala. Její meziroční přírůstek dosáhl 2,6 %. Stagnace úvěrů signalizuje zpomalení efektivní poptávky po úvěrech podniků¹, což je v souladu se zpomalením ekonomického růstu. Vývoj úvěrů by mohl být ovlivněn též zvýšenou poptávkou po zdrojích ze zahraničí. Na základě výsledků platební bilance za rok 2001 se ve 4. čtvrtletí 2001 zvýšil příliv zdrojů ze zahraničí do podnikového sektoru a za celý rok 2001 dosáhl 35,1 mld. Kč. Nelze zatím doložit, zda tento vývoj pokračoval i v prvním čtvrtletí 2002 a rovněž zda tyto zdroje sloužily ke splacení devizových úvěrů. Ty totiž vykazují dlouhodobý pokles. S ohledem na očekávané zpomalení ekonomického růstu a signály o finanční situaci podniků se i nadále předpokládá, že meziroční přírůstek úvěrů se bude ke konci roku 2002 pohybovat na spodní hranici predikovaného rozmezí 4 - 6 % pro roky 2002 a 2003. Výraznější oživení úvěrové emise lze očekávat s ohledem na zvýšení ekonomického růstu teprve v roce 2003.

Poptávka po úvěrech podniků byla mimo jiné ovlivněna i pokračujícími negativními signály o vývoji jejich finanční situace. Podle posledních údajů ČSÚ za 4. čtvrtletí 2001 pokračoval pokles meziročního přírůstku výkonů domácích a zahraničních podniků. Obdobný vývoj byl zaznamenán i u účetní přidané hodnoty. Růst podílu osobních nákladů na přidané hodnotě u domácích soukromých podniků avizovaný ve druhé situační zprávě se dále neprosazoval.

¹ Vzhledem k absenci bankovních statistických výkazů o podrobné sektorové a druhové struktuře úvěrové emise v lednu a únoru 2002 byl proveden expertní odhad jejich vývoje. Podrobná analýza sektorové struktury úvěrů na počátku roku 2002 bude vypracována po obdržení příslušného statistického výkazu.

Hospodářský výsledek podniků bude v následujícím období ovlivněn cenovými a kurzovými vlivy, což nadále signalizuje možnost poklesu jejich ziskovosti, investic či růst nezaměstnanosti. Pokračování uvedeného vývoje by dále podporovalo zpomalování poptávky po úvěrech.

Stagnace úvěrů se neprojevila u domácností. Jejich objem se za leden a únor 2002 zvýšil zhruba o 5 mld. Kč. Uvedený vývoj signalizuje pokračující růst spotřeby domácností. Ta je podporována i nabídkou spotřebitelských úvěrů od nebankovních institucí. Nejvýznamnějšími nebankovními subjekty jsou GE Capital Multiservis, a.s., Home Credit, a.s. a Cetelem ČR, a.s. Tyto subjekty poskytly od počátku svého působení, tj. od roku 1997 do roku 2001, cca 13 mld. Kč úvěrů. Jejich podíl na spotřebě domácností dosáhl ke konci roku 2001 1,2 %. Podíl spotřebních úvěrů (vč. debetních zůstatků na běžných a kontokorentních účtech a úvěrů na přechodný nedostatek zdrojů) u bankovních institucí činil v uvedeném období 3,2 %. I přes rostoucí trend dluhového financování spotřebitelské poptávky domácností je ekonomicky stále významnější vazba z hlediska jejich disponibilních příjmů. Lze očekávat, že dluhové financování spotřeby bude obdobně jako ve vyspělých tržních ekonomikách přispívat k jejímu plynulému financování.

Vývoj objemu spotřebitelských úvěrů vybraných nebankovních institucí (mld. Kč)

	1997	1998	1999	2000	2001
GE Capital Multiservis, a.s.	0,4	1,0	3,4	4,5	5,0
Home Credit, a.s.	0,2	0,5	1,7	2,7	4,0
Cetelem ČR, a.s.	0,1	0,6	2,1	2,7	3,9
Celkem	0,7	2,1	7,2	9,9	12,9

Predikce vývoje úvěrové emise v letech 2002 a 2003 se s ohledem na aktuální vývoj úvěrů nemění. Poptávka po úvěrech bude ovlivňována zpomalením ekonomického růstu v roce 2002 a jeho opětovným zvýšením v roce 2003. Meziroční přírůstek by se měl pohybovat v rozmezí 4 - 6 %. Pro predikci úvěrů byla standardně využita podpůrná metoda extrapolace jejich minulého vývoje a metoda expertního odhadu.

Predikce úvěrů propočtená extrapolací jejich minulého vývoje naznačila snížení meziročního přírůstku úvěrů na 0,8 % v roce 2002 a na 0,1 % v roce 2003. Jedná se pouze o podpůrnou metodu, neboť časová řada je znehodnocena značnými odchylkami úvěrů v minulosti. Interval spolehlivosti se navíc v roce 2003 snižuje. Expertní odhad úvěrové emise zohledňující zejména trend úvěrů obyvatelstva a expertní posouzení poptávky po úvěrech ve vazbě na ekonomický růst se oproti lednové velké situační zprávě nemění. Podle této metody by meziroční přírůstek úvěrů měl dosáhnout 4,2 % v roce 2002 a 5,5 % v roce 2003.

1.2. Úrokové sazby

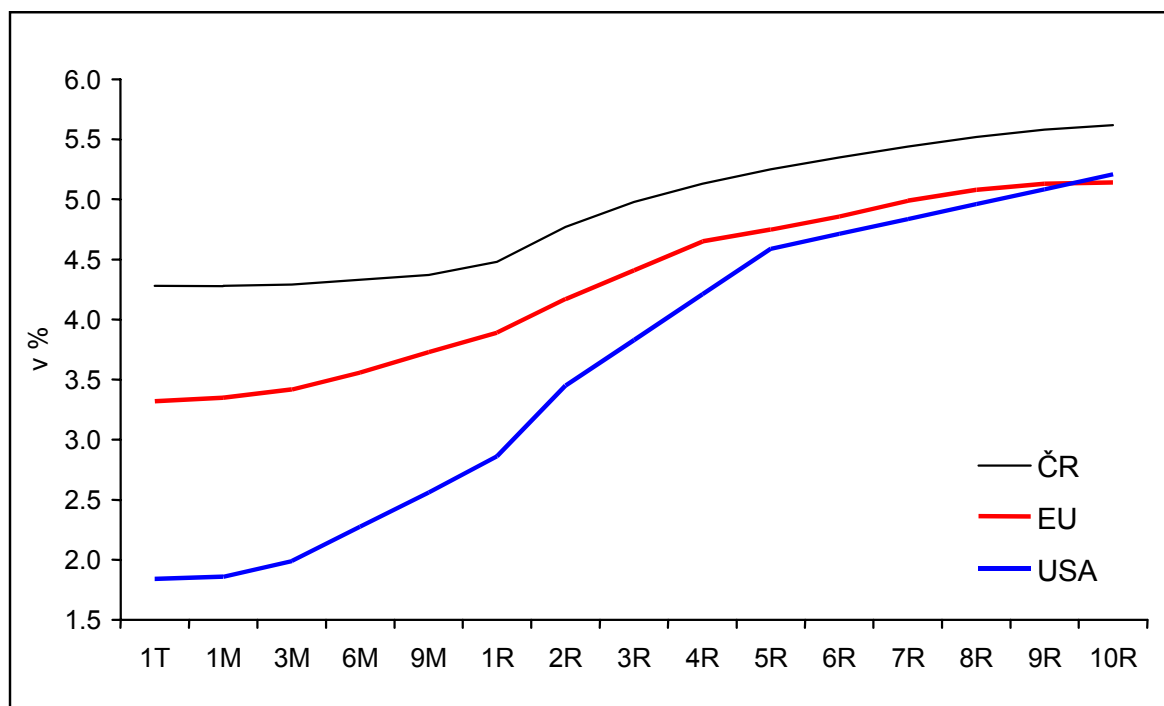
Úrokové sazby na finančním trhu se od konce února mírně zvyšovaly, a to téměř na všech segmentech trhu. Pouze na krátkém konci výnosové křivky zůstaly sazby stabilní. Uvedené změny se pohybovaly v řádu cca 0,2 – 0,3 procentního bodu. Na počátku dubna se však nárůst zastavil a sazby opět klesly. Impulsem se staly intervence ČNB na devizovém trhu doprovázené tiskovou zprávou („Bankovní rada ČNB považuje aktuální vývoj za kurzovou

bublinu. K tomuto hodnocení ČNB přihlédne při svých dalších krocích“). Pokles sazeb byl podpořen rovněž příznivými údaji o březnové inflaci.

Na peněžním trhu je výnosová křivka velmi mírně pozitivní, aktuální spread mezi sazbami 1R a 1T činí 0,1 procentního bodu. Z toho (a rovněž z vývoje sazeb FRA) vyplývá, že v současné době na trhu převažuje názor, že úrokové sazby jsou nastaveny adekvátně. Dá se říci, že očekávání stability úrokových sazeb minimálně v horizontu několika měsíců převládá. Přesto se občas objeví spekulace týkající se možného snížení sazeb, jedná se však o ojedinělé názory. U dlouhodobých sazeb je spread více pozitivní, mezi sazbami 5R a 1R dosahuje 0,8 procentního bodu. Tento segment je již několik měsíců poměrně silně ovlivňován vývojem úrokových sazeb v zahraničí, kde převládá očekávání rostoucího trendu v návaznosti na předpokládané oživení ekonomického růstu (viz graf).

V nejbližším období bude na úrokové sazby působit několik faktorů. Patří k nim oživení americké (a evropské) ekonomiky a s tím související vyšší ceny ropy. Ty se však mohou zvýšit i z dalších důvodů (politická situace na Blízkém a Středním východě, omezení těžby, oživení letecké dopravy, nadcházející letní sezóna). Proti tomu bude působit především silný kurz Kč.

Výnosová křivka v různých zemích (8. 4. 2002)



Inflační očekávání analytiků finančních trhů se již třetí měsíc nezměnila. Růst inflačních tlaků se v blízké budoucnosti nepředpokládá, do poloviny roku by se mělo tempo růstu meziročního indexu spotřebitelských cen snižovat, poté lze očekávat postupný růst. Pokud by se potvrdilo, že inflační očekávání jsou adaptivní, pak by se s klesající aktuální inflací v příštích měsících měla snižovat. Tím by docházelo ke zpříšňování měnových podmínek v oblasti ex ante reálných úrokových sazeb. Postupné zastavení klesajícího trendu očekávají analytici i u cen průmyslových výrobců, kde dosud působily nižší ceny ropy, celosvětově nižší poptávka související s ochlazením globální ekonomiky a posilující koruna. V oblasti úrokových sazeb

přetrvává očekávání, že ČNB mírně zpřísní měnovou politiku až v závěru tohoto roku. Do té doby by sazby měly zůstat stabilní.

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
12/01	3.3	3.9	3.9	4.6	4.9	5.1
1/02	2.8	3.8			4.8	5.0
2/02	2.4	3.5			4.5	4.8
3/03	2.8	3.5			4.6	4.9
4/02	2.7	3.5			4.6	4.9

Klientské úrokové sazby pokračovaly v sestupném trendu, který byl reakcí na snížení základních sazeb ČNB a následný pokles sazeb na finančním trhu. Základní sazby byly od listopadu 2001 sníženy o 1,0 procentní bod, úrokové sazby z nových úvěrů o 1,4 procentního bodu (v únoru 5,2 %), termínované depozitní sazby o 0,6 procentního bodu (v únoru 3,1 %). Při porovnání s devizovými úrokovými sazbami se korunové sazby stále pohybují na vyšší hladině. Rozdíl činí cca 0,7 procentního bodu v případě úvěrů i vkladů. Přesto lze nalézt termínované vklady v cizích měnách, které jsou úročeny lépe než korunová depozita. Na vklady v cizí měně se od začátku roku ze zákona vztahuje pojištění, ve výši úrokových sazeb se však tato skutečnost neprojevila. Reálné úrokové sazby se vyvíjejí rozdílně v závislosti na zvoleném cenovém indexu. Reálné úrokové sazby z nových úvěrů deflované PPI aktuálně dosahují 5,3 % při pohledu ex post, 3,0 % při pohledu ex ante. Reálné depozitní sazby se již několik měsíců pohybují těsně v záporných hodnotách (viz příloha č. 5).

1.3. Vývoj veřejných rozpočtů

Predikce vývoje veřejných rozpočtů založená v lednové situační zprávě o hospodářském a měnovém vývoji zůstává i nadále beze změny. Znamená to, že ke konci letošního roku očekáváme deficit¹ veřejných rozpočtů ve výši 6,1 % HDP oproti skutečnosti 3,9 % HDP dosažené v roce 2001. Podle posledních informací provedlo MF předběžnou kvantifikaci deficitu na základě metodologie ESA 95 využívající aktuálního principu sledování transakcí. Za takto definovaného maastrichtského kritéria činí deficit za rok 2001 zhruba 5,5 % HDP, predikce pro rok 2002 pak cca 6,6 % HDP. Tato čísla, jakkoliv jen velmi předběžná, indikují přetrvávající nejistoty ohledně výše fiskálního impulsu v roce 2002.

Hospodaření státního rozpočtu v širší agregaci ústřední vlády skončilo ke konci března t. r. deficitem ve výši 15,7 mld. Kč, zatímco loni byl ve stejném období vykázán přebytek 2,4 mld. Kč. Za příčiny meziročního zhoršení rozpočtového salda lze označit zejména:

- mimořádné výdaje na úhradu ztráty Konsolidační banky za rok 1999 (12,1 mld. Kč),
- návratnou finanční výpomoc krajům nad rámec schváleného rozpočtu (0,7 mld. Kč),
- vyšší účelové neinvestiční transfery krajům (6,9 mld. Kč),

¹ simulace maastrichtského kritéria podle ČNB

- participaci krajů na celostátním výnosu DPPO (cca 3,0 mld. Kč).

Eliminací těchto zhoršujících vlivů v souhrnné výši 22,7 mld. Kč by došlo ve srovnání s minulým rokem k dosažení vyššího přebytku o více než 4 mld. Kč. Do příjmů přitom nejsou dosud zahrnuty prostředky získané deblokací pohledávek za Ruskou federací (19,6 mld. Kč), které by alespoň alikvótní částkou posílily rozpočtové saldo (o cca 5 mld. Kč). Tyto prostředky jsou přechodně uloženy na účtech SFA s tím, že mají být po dohodě s ČNB postupně rozpouštěny do příjmů státního rozpočtu (předběžně od 2. čtvrtletí t. r.).

Saldo běžného hospodaření státního rozpočtu vykázalo ke konci března t. r. deficit ve výši 5,3 mld. Kč, který je způsoben především metodickou změnou finančních toků mezi státním rozpočtem a územními rozpočty z titulu reformy veřejné správy. Bez započtení tohoto vlivu by březnový deficit dosahoval zhruba úrovně předchozích dvou let.

Za samotný měsíc březen bylo rozpočtové hospodaření přebytkové (+9,2 mld. Kč), což mělo bezprostřední odezvu ve snížení kumulovaného deficitu od počátku roku. Zlepšený výsledek je důsledkem příznivějšího vývoje inkasa daní včetně pojistného na sociální zabezpečení. Celostátní daňový výnos za leden až březen t. r. před redistribucí na nižší úrovně státní správy vykázal nominální meziroční přírůstek + 5,5 %. Mírný meziroční pokles přitom vykazuje DPH a spotřební daně (DPH -2,1 % a SD -2,6 %), zatímco pojistné na sociální zabezpečení, DPPO a DPFO vykazují meziroční růst (DPPO +24,4 %, DPFO +5,8 % a PSZ +7,0 %). Mírný pokles dynamiky DPH může být signálem poklesu ekonomického výkonu, avšak výsledky za relativně krátký časový úsek prvních tří měsíců roku nemohou být pro tyto závěry dostačující.

Celkové výdaje státního rozpočtu byly ke konci března čerpány na 20,1 % celoročního rozpisu, z toho běžné výdaje na 22,3 % a kapitálové výdaje pouze na 3,5 % celoročně. Kapitálové výdaje podléhají sezónnosti a v tomto období je jejich čerpání jen nepatrné (intenzivně jsou čerpány až v závěru roku). Běžné výdaje byly v průběhu prvního čtvrtletí ovlivněny především čerpáním neinvestičních transferů veřejným rozpočtům územní úrovně (dáno již zmíněnou změnou režimu plateb), čerpáním výdajů na dluhovou službu a sociálními dávkami. Výdaje čerpané na důchody převýšily relevantní příjmy z pojistného na sociální zabezpečení o 8,3 mld. Kč, což převyšuje alikvótu celoročně rozpočtovaného schodku o 3,3 mld. Kč.

Saldo hospodaření základních složek ústřední vlády za leden až březen 2002:

(+) přebytek (-) schodek (v mld. Kč)	SR 2002	Skutečnost		Rozdíl	
		1 - 3/2001	1 - 3/2002	sl. 3-sl. 2	sl. 3-sl. 1
	sl. 1	sl. 2	sl. 3	sl. 4	sl. 5
SR (běžné hospodaření)	-10,0	1,7	-5,3	-7,0	4,7
Kapitola OSFA-bez KOB	-2,2	1,0	1,7	0,7	3,9
Kapitola OSFA-ztráta KOB 2001	-34,0	-	0	0	34,0
Celkem (dle zák.o SR 2002)	-46,2	2,7	-3,6	-6,3	42,6
Kapitola OSFA-ztr.KOB 1999*	-12,1	0	-12,1	-12,1	0
Ústřední vláda celkem	-58,3	2,7	-15,7	-18,4	42,6

*) přesun z roku 2001 nad rámec schváleného SR 2002

Územní samosprávné celky, které od roku 2001 sestávají z rozpočtů obcí a krajů, vykázaly za rok 2001 deficit ve výši 11,2 mld. Kč (z toho kraje přebytek 0,1 mld. Kč). Za měsíc leden se běžné hospodaření územních samosprávných celků nesleduje, za únor t. r. pak kraje a obce vykázaly přebytek ve výši 4,0 mld. Kč. Přebytek by měl postupně klesat, přičemž ke konci roku již očekáváme hospodaření schodkové (cca 9 mld. Kč), především zásluhou velkých (magistrálních) měst.

Fond národního majetku dosud neobdržel úhradu za privatizaci státní účasti v Unipetrolu a Transgasu. V důsledku toho nemohl splnit své závazky vůči státním fondům (SFDI a SFRB), pouze převedl prostředky na úhradu ztrát bývalé KOB. V následujícím období bude pro vývoj finanční situace FNM rozhodující, zda se potvrdí předpoklad o prodeji Telecomu a částka, kterou Fond za tento prodej obdrží. Pokud k této prodejní transakci nedojde, bude finanční situace FNM značně nepříznivá a Fond bude muset krátit plnění svých závazků vůči státnímu rozpočtu, transformačním institucím a státním fondům, případně nebude schopen v plné míře splatit dosud čerpaný úvěr.

Veřejný dluh podle předběžných výsledků vzrostl za 1. čtvrtletí 2002 o 8,0 mld. Kč a dosáhl objemu cca 525,0 mld. Kč (24,1 % HDP). Hlavním důvodem byl nárůst státního dluhu, způsobený rozpočtovým profinancováním úhrady části ztráty KOB za rok 1999 přesunuté do letošního roku ve výši 12,1 mld. Kč. V ostatních položkách veřejného dluhu nedošlo v hodnoceném období, s výjimkou úpravy poklesu zadluženosti ČKA, ke kvantitativním změnám. Do konce roku 2002 lze předpokládat prohloubení zadluženosti veřejných financí o téměř 50 mld. Kč (tzn. relativní zvýšení o cca 0,8 % HDP), a to v důsledku naplnění schváleného deficitu státního rozpočtu (10 mld. Kč), výdajů na úhradu ztráty ČKA (34 mld. Kč) a mírného prohloubení zadluženosti místních rozpočtů. Přestože se očekávání ČNB ohledně vývoje veřejných financí prozatím nemění, nelze vyloučit rizika týkající se nejistého objemu zdrojů získaných z privatizace.

1.4. Devizový kurz

1.4.1. Vývoj nominálního devizového kurzu

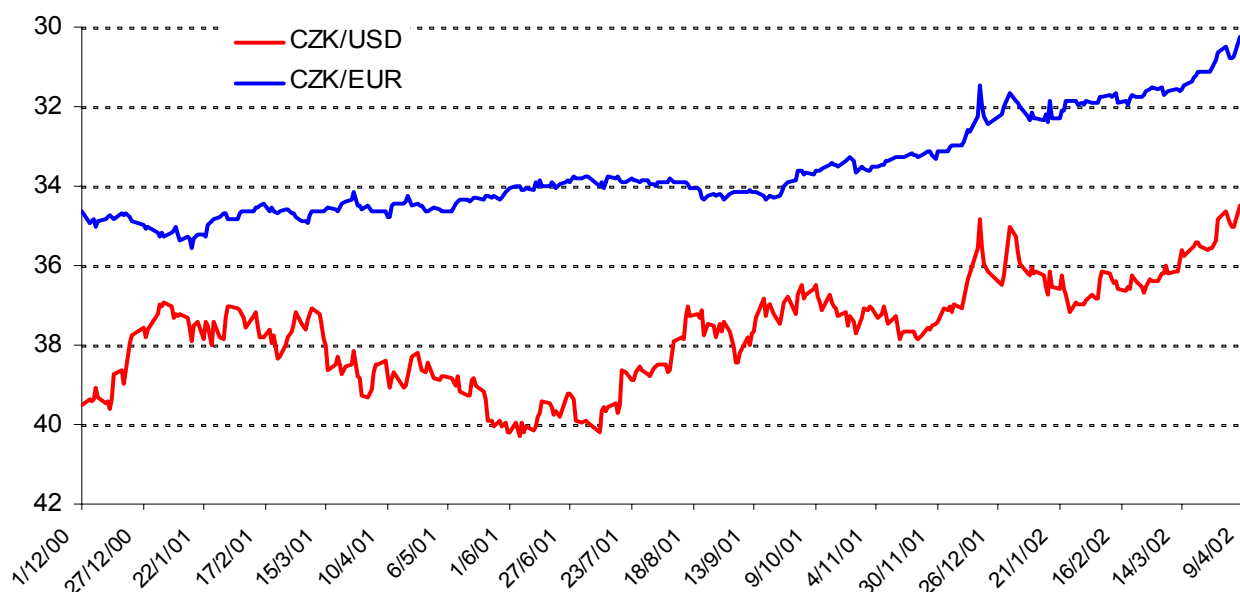
Za březen a první polovinu dubna kurz koruny posílil. Zatímco od začátku do poloviny března byl kurz koruny přibližně stabilní kolem 31,50 korun za euro, pak rychle posiloval až k cca 30,20, po intervenci ČNB dočasně oslabil k 30,80. Nicméně v polovině dubna se dostal nad 30 korun za euro s minimem kolem 29,90. Vzhledem k dolaru koruna posílila z přibližně 36,40 korun za dolar na přibližně 34 korun za dolar.

Rychlé posilování koruny od poslední dekády března do první vlny intervencí, které prováděla ČNB počátkem března, souviselo vedle přetrvávajících očekávání o dalším posilování koruny pod vlivem přílivu PZI pravděpodobně i s nákupy korun, které prováděla Erste Bank pro odkup akcií České spořitelny. O důvodech k dubnovému posílení kurzu pod 30 korun za euro jsou však z přirozených důvodů dostupné pouze kusé informace, tyto nákupy korun byly z větší míry prováděny zahraničními bankami. Je pravděpodobné, že jejich motivy jsou spekulativní. Svědčí o tom i zdůvodnění posilování koruny, která se v poslední době objevují v publikacích investičních bank i v tisku, ve kterých se ne zcela správným způsobem argumentuje BS efektem a podhodnocením koruny podle parity kupní síly. Vyjadřují pravděpodobně spíše devizovou pozici autorů než výsledky skutečného rozboru.

Trh byl také pravděpodobně ovlivňován spekulacemi ohledně míry naplnění dohody o sterilizaci privatizačních příjmů mezi ČNB a vládou, které byly podpořeny i nejednoznačnými prohlášeními politiků.

S výjimkou lepšího než očekávaného výsledku obchodní bilance a dobrého výsledku HDP, které podpořily pozitivní sentiment trhu vzhledem ke koruně, nebyl bezprostřední vliv zveřejňovaných makroekonomických údajů (nezaměstnanost, nízká inflace) nijak významný.

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD



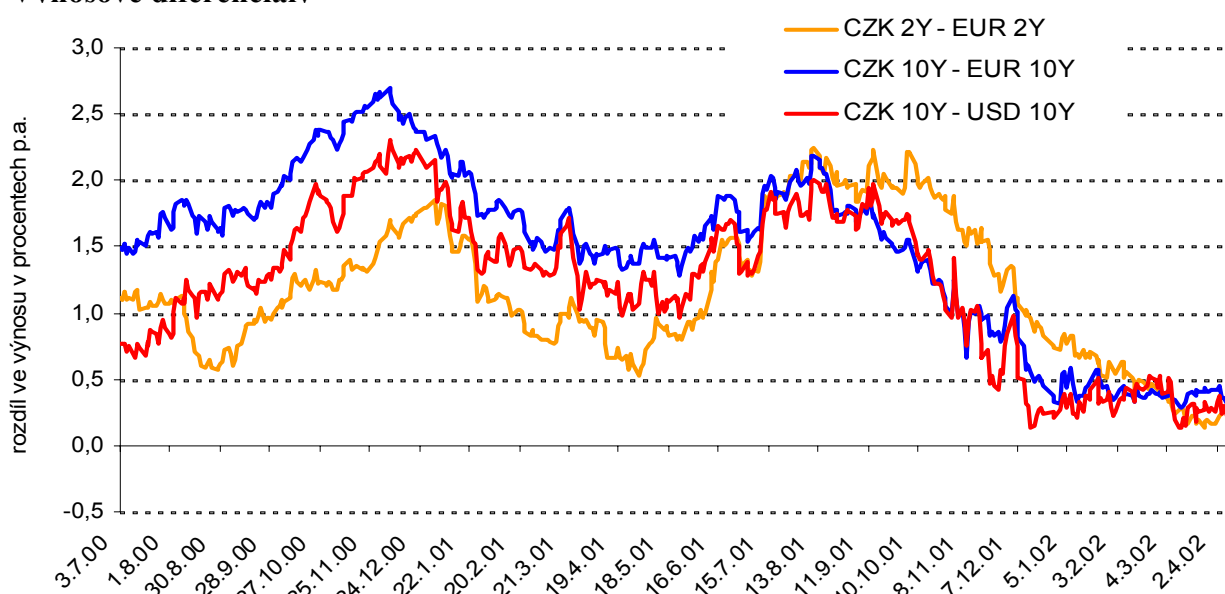
1.4.2. Vývoj výnosových diferenciálů

V průběhu druhé poloviny března byly dlouhodobé výnosové diferenciály přibližně stabilní. Od první dekády března je dvouletý diferenciál pod úrovní dlouhodobých rozdílů ve výnosech. Naopak na začátku dubna došlo k poklesu dlouhodobých diferenciálů cca o 20 bb a hodnoty jednotlivých diferenciálů se vzájemně přiblížily. Nyní se všechny pohybují pod úrovní 25 bb. Tento vývoj byl výsledkem poklesu českých dlouhodobých výnosů a mírného růstu zahraničních dlouhodobých výnosů na konci sledovaného období.

Po většinu sledovaného období však české státní dluhopisy následovaly vývoj na světových trzích, zvláště silná byla závislost mezi vývojem německých a českých výnosů. Vývoj v průběhu března byl ve znamení ekonomického oživení a očekávání zvyšování klíčových úrokových sazeb. Růst českých výnosů byl navíc povzbuzen oznámením o vyšším než očekávaném růstu HDP za 4. čtvrtletí. Na konci března dosahovaly výnosy dlouhých instrumentů svých mnohaměsíčních maxim (české cca za 3 měsíce, americké za 9 měsíců a německé dokonce za 17 měsíců). Avšak v dubnu výnosy opět poklesly, k čemuž vedle horších konjunkturálních údajů (nižší růst v sektoru služeb a neočekávaný pokles v podnikových objednávkách v USA) přispěla prohlášení představitelů centrálních bank, která si trh vyložil tak, že zvyšování sazeb bude opatrné. Na trzích se také promítla krize na Blízkém východě.

Nízká hodnota dlouhodobých výnosových diferenciálů je konzistentní s předpokladem o tržním očekávání zhodnocování koruny. Kurz koruny je pravděpodobně především pod vlivem finančních toků, které nesouvisejí s úrokovým nebo výnosovým diferenciálem (PZI), a případný spekulativní motiv k nákupu může být posílen stále existujícím úrokovým diferenciálem mezi domácími a zahraničními sazbami peněžního trhu do jednoho roku (dokumentováno v části 1.2. situační zprávy). Nicméně dlouhodobé diferenciály mohou být dobrým indikátorem tržního sentimentu. S jistým zjednodušením platí, že zatímco sazby peněžního trhu primárně odráží tržní očekávání vývoje měnověpolitických sazeb v nejbližší době, výnosy na kapitálovém trhu (mohou být měřeny výnosy vládních dluhopisů nebo sazbami úrokových swapů) reflektují souhrnně kurzové, inflační a kreditní riziko. Předpokládáme, že při rostoucí vládě zadluženosti relativní kreditní riziko českých vládních dluhopisů neklesá. Z úzké souvislosti mezi inflačním a kurzovým rizikem v malé otevřené ekonomice pak vyplývá, že nízké hodnoty dlouhodobého výnosového diferenciálu indikují, že investoři (zahraniční i domácí) alespoň na tomto tržním segmentu vnímají kurzové riziko jako nízké a s velkou pravděpodobností záporné.

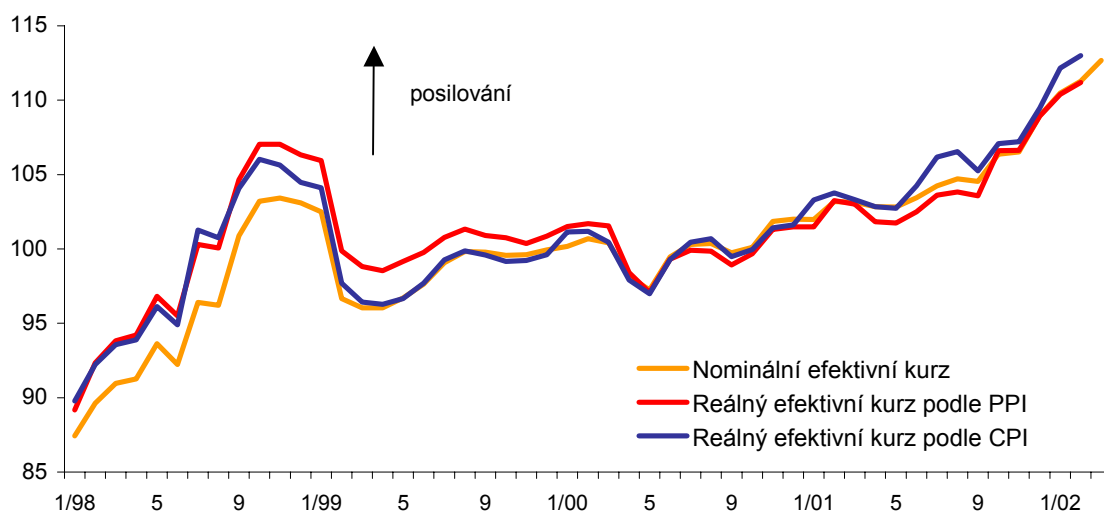
Výnosové diferenciály



1.4.3. Vliv kurzu na budoucí inflaci

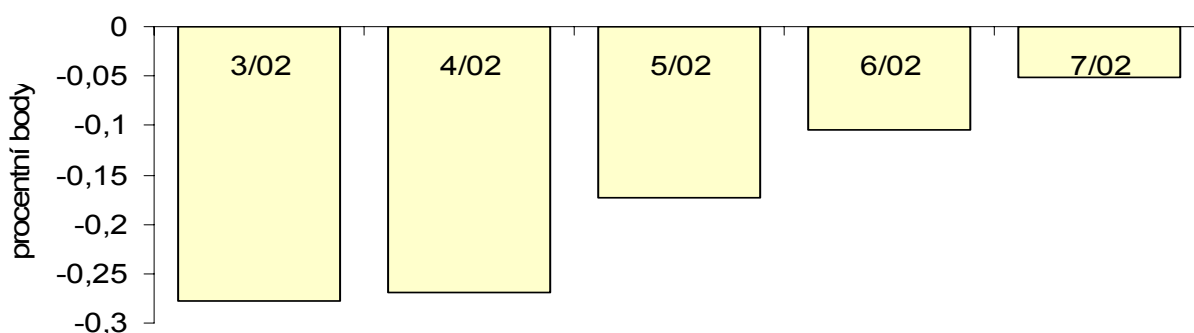
Index nominálního efektivního kurzu v březnu meziměsíčně posílil o cca 1,3 % (v únoru o 0,75 %), meziročně cca o 9,2 % (v únoru o 7,8 %). V období od listopadu do března bylo působení kurzu na vývoj cen pro následujících 5 měsíců (březen - červenec) výrazně protiinflační.

Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu (rok 2000 = 100)



Na grafu jsou zachyceny odhadované příspěvky známých kurzových změn koruny vzhledem k euru a dolaru do meziměsíční inflace spotřebitelských cen v nejbližším období. Vzhledem k tomu, že koruna i v dubnu nadále posiluje, lze očekávat obdobný výsledek v příštím měsíci.

Odhad odezvy dosavadních kurzových změn v budoucí meziměsíční změně CPI²



1.4.4. Makroekonomické souvislosti vývoje kurzu koruny

Index reálného efektivního kurzu podle spotřebitelských cen v únoru meziměsíčně posílil cca o 0,8 %, meziročně o 8,9 %. Reálný efektivní kurz podle cen průmyslových výrobců v lednu meziměsíčně posílil o 0,7 % a meziročně posílil o 7,7 %. Reálný kurz byl ovlivněn především vývojem nominálního kurzu.

Vliv kurzu na reálnou ekonomiku lze pozorovat se zpožděním, nicméně tři vzájemně se doplňující přístupy, které vychází z dat za 4. čtvrtletí 2001 naznačují odchýlení kurzu od rovnovážného vývoje již v tomto období. 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

² Průběh citlivosti meziměsíční inflace na zm. změnu kurzu (vůči EUR a USD ve třech skupinách spotřebitelského koše) je modelován pomocí polynomiálně rozloženého zpoždění (0 až 4 měsíce) jako zpočátku rostoucí a pak odeznívající. Únorová odezva je tak výsledkem skutečného kurzového vývoje od října do ledna, další dopady jsou simulovány za předpokladu neměnného kurzu, poslední vliv dosavadního vývoje kurzu (v lednu) se projeví v květnu.

oměru cenové přírážky 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. Míra reálného zhodnocování koruny, kterého jsme byli svědky v prvním čtvrtletí 2002, pravděpodobně tím spíše není v souladu s ostatními fundamentálními veličinami a představuje riziko pro další hospodářský vývoj.

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) efekt). 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 1 - 3 %, proto lze současnou míru meziroční nominální apreciacie o 9 % a více považovat z pohledu BS za nadměrnou.

Navíc apreciacie koruny v posledních čtvrtletích roku 2001 byla pozorována při poklesu produktivity práce v průmyslu (ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2001 o -2,0 % a -4,6 % mizr.). Tyto údaje vychází z oficiálních odhadů ČSÚ o vývoji reálné přidané hodnoty v průmyslu a z výběrových šetření o počtu pracovníků v jednotlivých sektorech průmyslu. Poněkud překvapivý pokles produktivity, který však nepředstavuje větší zlom v časové řadě meziročních změn, vyplývá z udávaného poklesu reálné přidané hodnoty i z růstu počtu pracovníků. Pokles reálné přidané hodnoty souvisí s aplikací dosti vysokého deflátoru, který však lze vysvětlit poklesem dovozních cen a vysokým podílem výrobní spotřeby. Domníváme se proto, že i kdyby došlo k revizi těchto údajů, kvalitativně by se výsledek nezměnil. V Německu produktivita v průmyslu poklesla méně (ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2001 o -0,8 % a -1,5 % mizr.). Tyto hodnoty naznačují, že reálné zhodnocování již v druhé polovině loňského roku souviselo s jinými faktory a mohlo být z hlediska vývoje v průmyslu nerovnovážné. Vliv tohoto vývoje na podnikovou sféru lze pak vysledovat i při srovnávací analýze cenových přírážek v domácím a německém průmyslu i exportujících a neexportujících odvětví, která následuje.

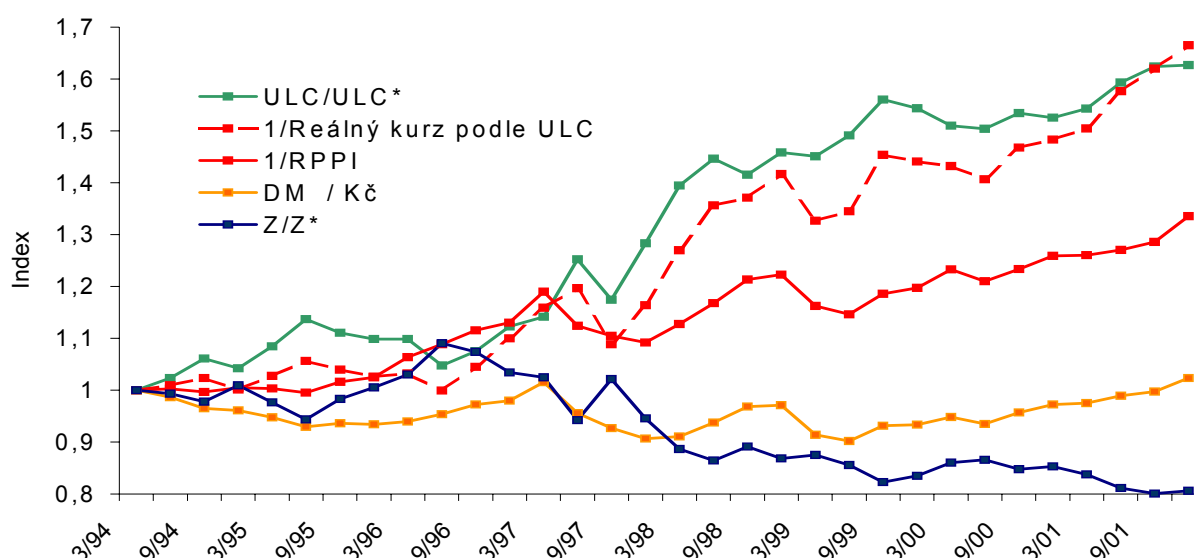
Relativní cenové přírážky se dále zhoršují, na vině je kurz (4. čtvrtletí 2001)

Srovnávací analýza cenových přírážek v domácím a německém průmyslu ukazuje meziroční poměrné zhoršení postavení průměrného domácího producenta v průmyslu. Ve čtvrtém čtvrtletí 2001 konkurenceschopnost domácích průmyslových výrobců vzhledem k Německu, měřená relativní cenovou přírážkou³ Z/Z^* , ve srovnání s předchozím čtvrtletím stagnovala (po

³ Cenová přírážka 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 přírážky, 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.

sezónním očištění) a podobně jako v předchozím čtvrtletí došlo k jejímu meziročnímu zhoršení (mzr $-4,7$ pb). Pokles relativní cenové přírážky je výsledkem vyššího růstu jednotkových nákladů práce doma (mzr $+10,8$ %) než v Německu (mzr $+4,0$ %), přičemž výrobci byli jen marginálně kompenzováni vyšším meziročním růstem producentů cen doma (mzr $+1,0$ %) než v Německu (mzr $+0,2$ %). Ke zhoršení relativní cenové přírážky došlo při kombinaci menšího poklesu přidané hodnoty v průmyslu (mzr $-0,8$ %) než v Německu ($-3,1$ %). Odhady založené na minulých datech ukazují, že relativní cenová přírážka je většinou pozitivně svázána s domácím růstem produkce a negativně s růstem v Německu a rovněž, že je negativně korelována s posilováním nominálního kurzu. Proto je zhoršení ve čtvrtém čtvrtletí o to významnější a lze je připsat na vrub nominálního zhodnocování koruny během roku 2001, které nebylo kompenzováno příslušným vývojem na trhu práce.

Rozklad reálného kurzu podle PPI vzhledem k Německu



Dvourychlostní ekonomika a zhoršování situace v exportních odvětvích průmyslu (4. čtvrtletí 2001)

Výsledky předcházející analýzy jsou konzistentní s údaji o hospodářských výsledcích nefinančních průmyslových podniků (nad 100 zaměstnanců) při srovnání vývoje ve více a méně exportních odvětvích. Především se však ukazuje diferencovaný vývoj podle velikosti a kapitálové náročnosti produkce. Situace v domácích soukromých podnicích, které jsou v průměru menší a více závislé na pracovní síle, byla výrazně horší než ve skupině zahraničně vlastněných podniků. Nejlepší vývoj byl zaznamenán ve skupině veřejných podniků.

Soukromé domácí podniky reprezentují přibližně 45 % celkové přidané hodnoty v průmyslu, pro zahraniční je tato hodnota přibližně 42 %, veřejné podniky pak představují 13 %. Domácí soukromé podniky v odvětvích, které vyvážejí více než polovinu produkce reprezentují cca 18 % celkové přidané hodnoty v průmyslu, zahraničně vlastněné pak přibližně 26 %. Přidaná

V případě perfektně fungujících a provázaných trhů zboží, práce a měny by neměla relativní cenová přírážka vůbec záviset na nominálním kurzu. Statistické odhady však ukazují vedle významného procyklického chování této veličiny i její negativní vztah k nominálnímu kurzu.

hodnota vytvořená ve veřejných průmyslových podnicích v exportních odvětvích je pak méně než 1 % celkové přidané hodnoty v průmyslu.

Horší situace v domácích soukromých podnicích, která je dokumentována níže, by mohla svádět k vysvětlení, že zahraniční vlastníci přináší lepší metody řízení nebo naopak, že zahraniční investoři si vybírají jen ta nejperspektivnější odvětví a podniky. I když tyto faktory mohly mít vliv, zdá se, že hlavní rozdíly mezi domácími soukromými a zahraničními průmyslovými podniky spočívaly ve velikosti a zároveň v kapitálové náročnosti výroby. Měřeno přidanou hodnotou je průměrný zahraniční podnik dvojnásobně velký ve srovnání s průměrným domácím podnikem. Zahraniční podniky mají v průměru podstatně vyšší podíl kapitálu na jednotku pracovní síly, což ukazuje nižší podíl osobních nákladů na přidané hodnotě. Zatímco zahraniční podniky vykazují tento podíl ve 4. čtvrtletí 45 %, pro domácí soukromé podniky je to vysokých 69 %.

Je možné předpokládat, že vliv měnového kurzu na podnik bude záležet, kromě míry mezinárodní obchodovatelnosti jeho produkce, i na jeho velikosti a na jeho kapitálové náročnosti. Je pravděpodobné, že větší podniky mají zajištěn odbyt dlouhodobými kontrakty spíše než podniky střední nebo malé a také, že větší podniky mají vyspělejší finanční řízení, a proto spíše zajišťují svůj vývoz termínovými kontrakty. To navíc poskytuje takovým podnikům více času na přizpůsobení mzdových kontraktů. Z toho vyplývá, že potenciální negativní vliv kurzu se u velkých podniků projeví později a možná i s menší intenzitou než u malých a středních. Za druhé je možné očekávat, že pro podniky s nízkým podílem práce a vysokým podílem kapitálu na produkci je vývoj kurzu menším problémem než pro pracovně náročné výroby, neboť technologická zařízení i jejich náhradní díly jsou většinou mezinárodně obchodovatelným zbožím, a proto jejich korunová cena bude mít tendenci s posilujícím kurzem růst pomaleji nebo klesat. Navíc tyto podniky mohou více využívat výhodu relativně nízkých reálných úrokových sazeb.

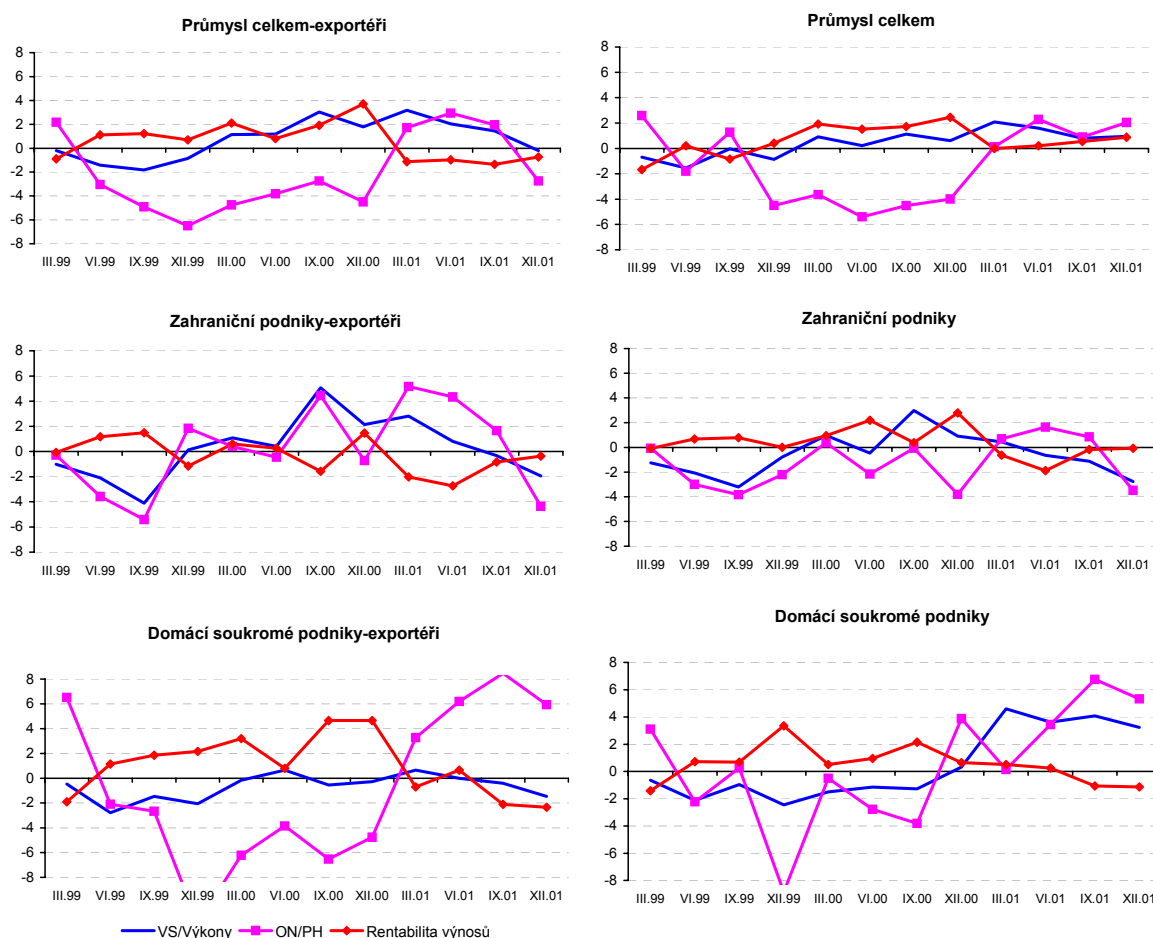
Ve 4. čtvrtletí 2001 došlo meziročně v průmyslu jako celku k mírnému růstu rentability výnosů⁴ (+0,9 p.b.), přičemž rentabilita vzrostla pouze ve veřejných podnicích (+6,8 p.b.), v zahraničních podnicích stagnovala (−0,1 p.b.) a v soukromých podnicích klesla (−1,1 p.b.) a byla zde záporná. Zatímco u zahraničních podniků při poklesu výrobní spotřeby (VS) na výkonech (V) meziročně poklesl podíl osobních nákladů (ON), na přidané hodnotě (PH) a (VS/V −2,8 p.b.; ON/PH −3,5 p.b.) ve skupině domácích soukromých podniků byl pohyb opačný (VS/V +3,2 p.b.; ON/PH +5,3 p.b.)

V exportních odvětvích byl vývoj horší. Celkem došlo k mírnému poklesu rentability výnosů (−0,8 p.b.), zahraniční podniky (−0,4 p.b.), v soukromých podnicích (−2,3 p.b.). V exportních odvětvích poklesl podíl výrobní spotřeby na výkonech (VS/V −2,8 p.b.), přitom v zahraničních exportních podnicích klesl podíl osobních nákladů na přidané hodnotě (VS/V −1,9 p.b.; ON/PH −4,4 p.b.). Nicméně za celý rok podíl ON/PH pro zahraniční exportéry vzrostl na rozdíl od stagnace pro všechny zahraniční podniky. Pro domácí soukromé exportní ON/PH vzrostl (VS/V −1,5 p.b.; ON/PH +5,9 p.b.). Průměrně byl roce 2001 podíl ON/PH pro zahraniční podniky přibližně 42 % a pro domácí soukromé 59 %. V exportních odvětvích pak cca 46 % pro zahraniční, přibližně 68 % pro soukromé.

Lepší situace ve veřejných podnicích souvisí kromě jejich nízké exportní orientace s tím, že průměrný veřejný podnik je více než šestinásobně velký ve srovnání s průměrným soukromým podnikem a má velkou kapitálovou náročnost, ON/PH pouze cca 34 %.

⁴ Podíl zisku před zdaněním k výnosům.

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



Výsledky rozboru lze shrnout tak, že podobně jako v předchozích kvartálech působila ve 4. čtvrtletí 2001 kombinace vývoje na trhu práce a dynamiky devizového kurzu koruny nepříznivě na konkurenceschopnost domácích průmyslových výrobců. Více jsou postiženy menší podniky s pracovníě náročnou výrobou. Rozbor je založen na podnicích nad 100 zaměstnanců a je tedy možné vyvodit, že podniky s jednoduchou výrobou a počtem zaměstnanců pod touto hranicí budou v podobně obtížné situaci.

1.4.5. Projekce platební bilance

Pro úvahy o vývoji kurzu koruny lze využít projekci vývoje platební bilance. Uvedená prognóza implikuje přibližnou rovnováhu na devizovém trhu, tj. relativní stabilitu koruny, za předpokladu, že bude naplněna dohoda mezi vládou ČR a ČNB o způsobu nakládání s privatizačními příjmy.

v mld. Kč

	2002	2003
BÚ	-85	-90
z toho OB	-90	-90
BS	50	50
BV	-55	-60
BT	10	10
PZI	220	340
Z toho prodej majetku státu	147*	250*
PFI	15	-20
OI	30	30
Změna rezerv***	-190	-270
Poptávka po devizách	10	10

* zahrnuje prodej Transgasu + distributorů, Unipetrolu a cca 5 mld. Kč ostatní drobné prodeje

** zahrnuje prodej ČEZu a cca 5 mld. Kč ostatní drobné prodeje

*** zahrnuje dosud provedené intervence, výnosy z držby rezerv a výnosy státu z prodeje majetku – 15 mld. ročně, použitých na úhradu dovozů a závazků vlády a ministerstev

Prognóza předpokládá meziroční snížení deficitu obchodní bilance v roce 2002 způsobené příznivým cenovým vývojem. Hlavní vliv má meziroční pokles cen surovin, zlepšení směnných relací je však očekáváno i bez tohoto vlivu. Dále je očekáván postupný růst deficitu bilance výnosů v obou letech, spojený zejména se zvyšováním rozsahu držby majetku nerezidenty a očekávaným růstem transferovaného zisku do zahraničí a reinvestovaného zisku. Růst deficitu by měl být zmírňován růstem výnosů z devizových rezerv. Meziroční růst objemu PZI v roce 2002 je důsledkem prudkého zvýšení objemu prodeje státního majetku nerezidentům při poklesu ostatního přílivu. Prudké zvýšení přílivu PZI v roce 2003 je zejména důsledkem zvýšeného objemu prodeje státního majetku. Je však očekáváno i mírné zvýšení objemu reinvestovaného zisku a přílivu nových investic ze zahraničí. Postupné zhoršování salda portfoliových investic vyplývá z očekávání obnovení zájmu rezidentů o investice v zahraničí. V ostatních položkách nejsou očekávány významnější změny.

V aktuální predikci byly oproti predikci z počátku roku provedeny následující úpravy:

a) prognózy obchodní bilance (zlepšení o 5 mld. Kč v roce 2002, resp. 20 mld. Kč v roce 2003)

Příčinou je zejména odlišný scénář vývoje energetických surovin převzatý z Consensus Forecast, který počítá s poklesem cen ropy zejména v roce 2003 proti současné úrovni. Předcházející prognóza předpokládala mírný růst cen ropy na 25 USD/barel a návazný růst cen ropných produktů a zemního plynu (dopad na predikci cca 15 mld. Kč).

b) prognózy PZI (snížení o 64 mld. Kč v roce 2002)

Odklad prodeje Telecomu -70 mld. Kč (nemá dopad na změnu nabídky a poptávky po koruně, kompenzováno snížením nárůstu rezerv) a zahrnutí odkupu akcií České spořitelny rakouskou Erste Bank +6 mld. Kč.

c) prognózy OI (+ 6 mld. Kč v roce 2002 a –10 mld. v roce 2003)

Pro rok 2002 zahrnuto čerpání vládního úvěru na dálniční obchvat u Plzně 6 mld Kč a na rok 2003 byl snížen odhad očekávaného čerpání podnikových úvěrů o 10 mld. Kč ve vazbě na zmírnění prognózy deficitu OB.

1.5. Investiční pozice, zahraniční zadluženost, devizové rezervy

1.5.1. Stav investiční pozice a zadluženost České republiky vůči zahraničí k 31. 12. 2001

Saldo *investiční pozice ČR vůči zahraničí* ke konci roku dosáhlo pasiva ve výši 247,8 mld. Kč (7,7 mld. EUR). Ve srovnání s předešlým rokem došlo k navýšení dlužnické pozice státu o 55,9 mld. Kč, což bylo způsobeno vyšším přílivem kapitálu (růst pasiv o 144,2 mld. Kč), zejména v oblasti přímých zahraničních investic. Na růstu aktiv (88,3 mld. Kč) se podílely obchodní banky, u nichž došlo k navýšení jejich věřitelské pozice vůči nerezidentům a dále růst devizových rezerv ČNB. Poměr schodku investiční pozice k HDP k 31.12. 2001 dosáhl 11,6 % (meziroční navýšení o 1,8 procentních bodů).

Z hlediska struktury bylo pasivní saldo celkové investiční pozice ovlivněno zejména přílivem přímých zahraničních investic, jejichž stav (940,3 mld. Kč) se ve srovnání s minulým rokem zvýšil o 149,8 mld. Kč.

Naopak v oblastech portfoliových investic i finančních derivátů došlo ke konci roku 2001 k čistému odlivu zdrojů do zahraničí. Saldo operací s finančními deriváty bylo aktivní v částce 4,3 mld. Kč, což ve srovnání s rokem 2000 představuje zvýšení věřitelské pozice v této položce o 3,3 mld. Kč. V oblasti portfoliových investic bylo zachováno aktivní saldo ve výši 4,8 mld. Kč, ale ve srovnání s rokem 2000 došlo u této položky k poklesu čisté aktivní investiční pozice o 11 mld. Kč. Na tomto vývoji se podílely jednak dopady zářijových teroristických útoků v USA na mezinárodní kapitálové trhy a dále negativní zkušenosti a vysoké ztráty některých bank a nebankovních subjektů z obchodů se zahraničními cennými papíry.

Největší příliv zdrojů ze zahraničí směřoval stejně jako v minulých letech do podnikového sektoru, jehož dlužnická pozice dosáhla ke konci roku 2001 částky 217,6 mld. Kč. Ve srovnání s rokem 2000 podniky v saldu čerpaly o 22,4 mld. Kč více zahraničních zdrojů, a to zejména ve formě finančních úvěrů od nerezidentů.

Nejvyšší věřitelskou pozici vůči zahraničí měla ke konci roku ČNB (524,6 mld. Kč); proti roku 2000 vzrostla o 27,7 mld. Kč. Rovněž věřitelská pozice obchodních bank vůči zahraničí (175,1 mld. Kč) zaznamenala meziroční nárůst o 96,2 mld. Kč. Výsledná pozice obchodních bank byla na jedné straně ovlivněna poklesem jejich krátkodobých i dlouhodobých závazků (pasiv) vůči zahraničí (46,6 mld. Kč) a současně nárůstem jejich aktiv (49,6 mld. Kč). Odliv aktiv bankovního sektoru směřoval zejména do krátkodobých devizových vkladů u zahraničních bank.

Dalším významným věřitelem vůči zahraničí je vládní sektor, jehož čistá věřitelská pozice (201,3 mld. Kč) meziročně stagnovala.

Saldo investiční pozice

v mld. Kč

	31. 12. 2000	31. 12. 2001	Změna
Přímé investice	-790,5	-940,3	-149,8
Portfoliové investice	15,8	4,8	-11
Finanční deriváty	1,0	4,3	3,3
ČNB	497,0	524,6	27,6
Obchodní banky	78,9	175,1	96,2
Vláda	201,1	201,3	0,2
Podniky	-195,2	-217,6	-22,4
Souhrnná invest. pozice celkem	-191,9	-247,8	-55,9

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.

Celková **zadluženost České republiky vůči zahraničí** ke konci roku 2001 v korunovém vyjádření poklesla z 817,1 mld. Kč (25,6 mld. EUR) na 786,7 mld. Kč (24,6 mld. EUR), tj. o 30,4 mld. Kč (0,9 mld. EUR). Na tomto vývoji se podílel zejména pokles krátkodobé zadluženosti o 18,3 mld. Kč, ale i dlouhodobá zadluženost vykázala ve srovnání s předchozím rokem pokles 12,1 mld. Kč, a to zejména v nesměnitelných měnách z důvodu splacení dluhu vůči bývalé NDR. V důsledku rychlejšího poklesu krátkodobého dluhu došlo meziročně k poklesu podílu krátkodobé zadluženosti na celkové zadluženosti z 42 % na 41 %. Podíl celkové zahraniční zadluženosti na HDP se oproti konci roku 2000 snížil ze 41,7 % na 36,9 %, čímž se ČR dostala pod úroveň 40 % mezinárodně uznávané hranice citlivosti.

Z hlediska struktury zahraniční dluh z více než 60 % naplňují zahraniční závazky podnikové sféry, včetně závazků podniků se zahraniční majetkovou účastí. V roce 2001 se význam zahraničního financování podniků dále zvyšoval. Podíl komerčních bank na celkovém zahraničním dluhu dosáhl 28 %. Čerpání zdrojů ze zahraničí bankovním sektorem se ve srovnání s předchozím rokem snižovalo, zejména u krátkodobých zdrojů. Zadluženost vládního sektoru a ČNB není vzhledem k podnikové a bankovní zadluženosti významná. Zahraniční dluh vlády tvoří zejména dříve čerpané půjčky od mezinárodních institucí na podporu platební bilance, které se průběžně splácejí a vládní cenné papíry v držení nerezidentů.

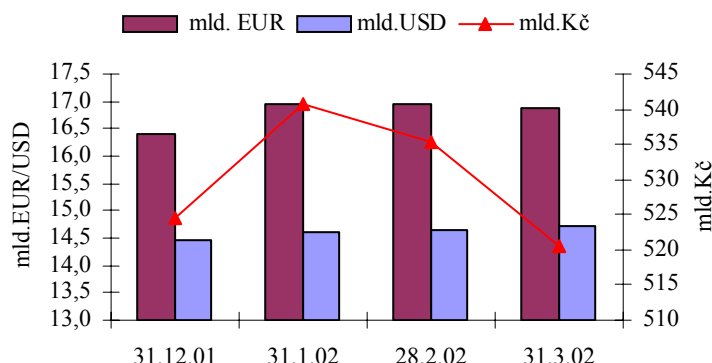
Dluhová služba z dlouhodobých závazků ve směnitelných měnách za rok 2001 činila 132,2 mld. Kč (3,9 mld. EUR). Na jistínách bylo zapláceno 98,8 mld. Kč (2,9 mld. EUR) a na úrocích 33,4 mld. Kč (1 mld. EUR). Náklady na dluhovou službu byly ve srovnání s rokem 2000 nižší o 5,5 mld. Kč. Predikce dluhové služby ze zahraničních závazků založených k 31. 12. 2001 předpokládá navýšení dluhové služby v letošním roce proti roku 2001.

Financování dluhové služby představovalo 8,6 % z vývozu zboží a služeb za rok 2001. Ve srovnání s minulým rokem to představuje pokles podílu o 3,6 procentního bodu. Tento pokles podílu byl ovlivněn jak nižším objemem splátek bankovních úvěrů, tak zvýšeným tempem růstu vývozu.

1.5.2. Vývoj devizových rezerv ČNB v roce 2002

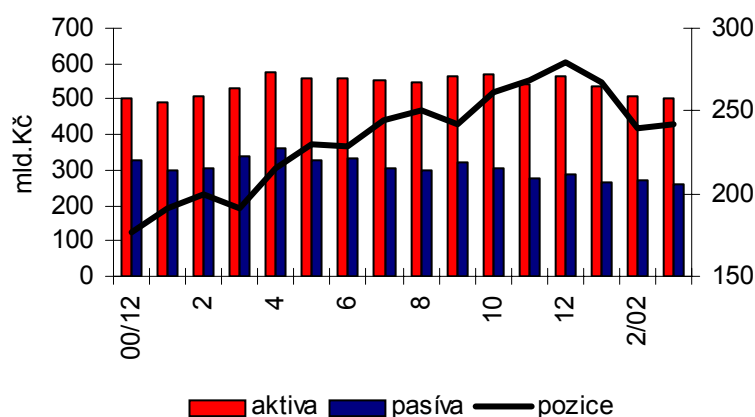
Stav **devizových rezerv ČNB** ke konci března dosáhl 520,5 mld. Kč (16,9 mld. EUR), což by podle předběžných výsledků postačovalo ke krytí 4měsíčního dovozu zboží a služeb. Ve

srovnání s předchozím měsícem devizové rezervy ČNB v korunovém vyjádření poklesly o 14,7 mld. Kč. Pokles devizových rezerv je ovlivněn silným zhodnocením koruny vůči EUR i USD.



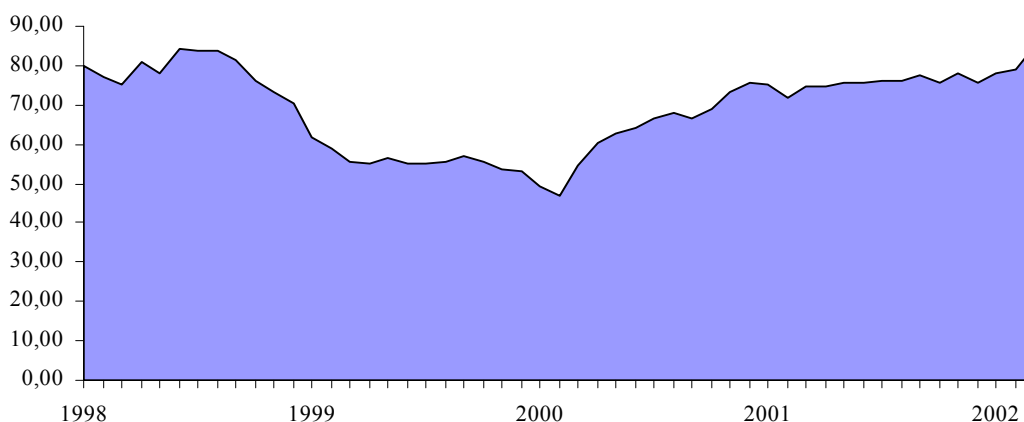
Podle předběžných údajů za březen se zastavil prudký pokles celkové pozice bank vůči nerezidentům, který byl nastartován počátkem roku, a to cca na úrovni pozice vykazované ke konci září m. r. Na rozdíl od předchozích měsíců t. r. převýšil pokles pasiv ke konci března snížení aktiv. Přitom na straně pasiv došlo i ke změně jejich struktury. Zřejmě z důvodu dalšího zhodnocování české měny, zahraniční banky ve zvýšené míře konvertovaly své devizové úločky u tuzemských bank do korunových vkladů.

Pozice obchodních bank vůči nerezidentům



Výrazné zhodnocování koruny má vliv i na růst zájmu zahraničních investorů o korunové eurobondy. Od počátku tohoto roku do konce března bylo vydáno na zahraničních trzích devět emisí v celkové hodnotě 9,2 mld. Kč. Podle předběžných zjištění se ukazuje, že zvýšená emisní aktivita korunových eurobondů bude pokračovat i v dubnu. Prozatím je na duben nahlášeno sedm dalších emisí v celkové výši 6,25 mld. Kč, přičemž z dříve vydaných emisí budou v dubnu splaceny tři v úhrnné hodnotě 2,5 mld. Kč.

Vývoj stavu korunových eurobondů
v mld Kč



2. Poptávka a nabídka

Shrnutí predikce: Ekonomický růst bude v letech 2002 a 2003 tažen pokračujícím růstem domácí poptávky. Ta bude stimulována především zvýšením reálných mezd (kolem 4,5%), zachováním dynamiky reálných transferů veřejných rozpočtů domácnostem (kolem 3,0%) a očekávaným celkově mírně stimulativním působením salda soustavy veřejných rozpočtů, pokračujícím přílivem zahraničních investic a oživením domácí úvěrové aktivity. Příspěvek netto vývozu k dynamice HDP bude v obou letech záporný, přičemž v roce 2002 bude rozdíl v dynamice celkové domácí poptávky a HDP 1,1 p. b. a v roce 2003 0,4 p. b. Zmírnění brzdícího dopadu záporného netto vývozu na růst HDP v roce 2003 bude důsledkem projektovaného opětovného oživení v zemích EU při zachování kursu na úrovni referenčního scénáře, tj. kolem 31,25 Kč/EUR. Podíl záporného netto exportu na HDP v řádu 10 % v obou letech se však v důsledku udržujících se velmi příznivých směnných relací neprojeví výraznějším zhoršením běžného účtu platební bilance. Na nabídkové straně bude reálný růst umožněn předpokládaným růstem potenciálu ekonomiky v rozsahu kolem 3 %. V roce 2002 zůstane mezera výstupu záporná na úrovni kolem 1 %, v roce 2003 se při naplnění předpokládaného růstu kolem 4 % začne pozvolna uzavírat. Uvedená očekávaná trajektorie ekonomické aktivity (zohledňující všechny poptávkové faktory včetně předpokládaného expanzivního působení salda veřejných rozpočtů) neohrozí současný stabilní cenový vývoj.

Vývoj ve 4. čtvrtletí roku 2001, který byl v souladu s naší predikcí z 1. SZ, potvrdil i přes určité zpomalení ve srovnání se začátkem roku robustnost ekonomického růstu i v podmínkách zpomalování zahraniční konjunktury a apreciacie devizového kurzu. Tento vývoj byl umožněn setrvalým růstem spotřeby domácností a investic, za jejichž vývojem je nutno vidět stabilitu hlavních ovlivňujících faktorů (růstu průměrné mzdy, míry nezaměstnanosti, přílivu PZI, růstu veřejných kapitálových výdajů a transferů atd.). Statistické údaje za 4. čtvrtletí nepřinesly zásadní signál o výraznějším zpomalování ekonomické aktivity. Takový signál nelze spatřovat ani ve velmi výrazném nárůstu zásob, který významně přispěl k tempu růstu celkové domácí poptávky a HDP.

Analýzy vývoje zásob souhrnně vedou k závěru, že informace o jejich vývoji (a o relaci mezi konečnou a celkovou domácí poptávkou) v posledních 12 - 18 měsících nemá podstatnější ekonomický význam.

Zásoby především obsluhují nejen domácí, ale zahraniční poptávku, přesnější je tedy poměrování efektivní agregátní a celkové agregátní poptávky, kde je již uvedený rozdíl menší. Značný vliv na vývoj zásob má odraz kvantitativních změn v rozsahu ekonomické aktivity (pipeline efekt). A konečně: až do zpracování semidefinitivní podoby národních účtů (18 měsíců po skončení období) odrážejí zásoby rovněž statistické diskrepance mezi tvorbou a užitím produktu. Číselné údaje o zásobách v čtvrtletních odhadech národních účtů tak nelze brát jako informaci o vývoji zásob jako ekonomické veličiny.

Lze se navíc domnívat, že klasický pohled na vývoj zásob v závislosti na fázi cyklu nelze pro českou realitu dnes použít. Odmyslíme-li fakt, že pravděpodobně ztrácí význam obecně (moderní způsoby řízení rozsahu zásob apod.), nelze rovněž opomenout další faktory : od roku 1990 se již dvakrát změnily účetní standardy pro ocenění zásob a současně na semidefinitivních národních účtech není dosud ukončen ani jeden ekonomický cyklus. Signální role zásob je tudíž potlačena.

Aktuální údaje vztahující se k 1. čtvrtletí, resp. k jeho části (tržby v maloobchodě, obchodní bilance, indexy průmyslové a stavební produkce, míra nezaměstnanosti) rovněž nenaznačují dramatický obrat ve vývoji HDP a složek jeho užití. Potvrzují spíše námi předpokládané mírné zpomalení růstu na úroveň v řádu 2,5 % meziročního růstu.

Tržby v maloobchodě ve stálých cenách na úrovni cca 3,5 % za první dva měsíce roku indikují pokračování poměrně silného růstu spotřeby domácností. Současně naplnění očekávaného mírného nárůstu míry nezaměstnanosti doprovázeného poklesem zaměstnanosti v průmyslu prozatím potvrzuje oprávněnost úvah o zpomalení růstu reálné spotřeby v roce 2002. Uvedený vývoj na trhu práce ovlivní dynamiku průměrné mzdy směrem dolů a současně předpokládáme zastavení poklesu míry úspor, který v minulých dvou letech umožnil realizovat růst reálné spotřeby, který byl vyšší než růst reálných disponibilních příjmů domácností (běžných zdrojů financování).

Za 1. čtvrtletí 2002 skončila obchodní bilance deficitem ve výši 12 mld. Kč (predikce z 1. SZ -19 mld. Kč). Diference oproti predikci je odrazem podstatně příznivějšího vývoje přebytku ve skupině strojů a dopravních zařízení. Uvedený vývoj signalizuje, že přes nepříznivé působení zahraniční poptávky a restriktivního vlivu kurzové aprece se exportérům v 1. čtvrtletí nadále dařilo umisťovat svoji produkci na zahraničních trzích v důsledku růstu jejich konkurenceschopnosti (vliv minulých PZI) a současně reorientovat vývozy do zemí postižených relativně méně zpomalením ekonomického růstu.

Uvedený pohled na vývoj ekonomiky v současnosti a v bezprostřední minulosti neposkytuje přesvědčivé statistické signály o rasantním zpomalení ekonomického růstu.

Poměrná výrazná kursová aprece v řádu cca 8 % meziročního zhodnocení, se kterou počítá scénář, na kterém je predikce ekonomické aktivity založena, vyvolává otázky o jejím dopadu do budoucího vývoje reálné ekonomické aktivity.

Dopad výrazné kursová aprece do hospodářských výsledků podnikové sféry.

Bereme-li v potaz statistické údaje za rok 2001 (průměrná struktura výkonů velkých a středních podniků zpracovatelského průmyslu s cca 50 % podílu materiálové spotřeby na výkonech a 50 % podílu přidané hodnoty na výkonech, míra zisku kolem 5 % výkonů, průměrný podíl exportu na výkonech /realizované produkci/ kolem 40 %,) a budeme-li očekávat nastavení podmínek realizace produkce podniků ve shodě s predikcí (očekávaný růst PPI v SRN 1,5 %, očekávaný růst domácích cen průmyslových výrobců v průměru kolem 0,5%, růst jednotkových mzdových nákladů kolem 5,0 %, předpokládaná scénářová 8 % nominální kursová aprece), lze odhadnout v roce 2002 ceteris paribus ztrátu asi 50 % hospodářského výsledku z roku 2001. Tuto úvahu lze bilančně vyjádřit vzorcem:

Dovážená mezispotřeba x kurs x podíl na výkonech + domácí mezispotřeba x ceny domácích výrobců x podíl na výkonech + mzdové a ostatní náklady x podíl na výkonech + míra zisku = Domácí prodeje x ceny domácích výrobců + Exportovaná produkce x kontraktní ceny x kurs

S přihlédnutím k tomu, že uvedená ztráta hospodářského výsledku reprezentuje průměrné číslo, je nutno připustit, že část podniků (s nižší mírou zisku, nebo s vyšším podílem exportu) zasáhne předpokládaný kursový vývoj ještě citelněji. K tomu je nezbytné docenit, že řada domácích podniků (které jsou z uvedených hledisek citlivější na kursový vývoj) má i nadále ve svých pasivech značnou úvěrovou zátěž (splácenou ze zisku).

Považujeme za doložené, že uvedený (scénářový) kursový vývoj představuje skutečně značnou náhlou zátěž pro podnikovou sféru. Bude-li uvedená zátěž dočasná, lze předpokládat úspěšné vyrovnání podniků s problémem (přechodné zhoršení hospodářských čísel podniků je možné a časté). Bude-li trvalejší, vzniká hrozba rozpadání struktury podnikové sféry, především ve sféře malých podniků, resp. podniků s vysokým podílem exportu a domácí kvalifikované práce. Udržení kursu na aktuální úrovni března- dubna by uvedené propočty a závěry dále významně zhoršovalo.

Scénářovaná dynamika kurzové apreciacie by znamenala ceteris paribus (s absencí jakýchkoliv adaptačních opatření podniků, zejména u malých a středních proexportně orientovaných podniků s vysokým podílem domácí přidané hodnoty) postupně vážné důsledky do dynamiky makroekonomických čísel. Domníváme se, že jednoduché spojení současné situace podniků a makroekonomického zpomalení je příliš zkratkovité. Podniková sféra má k dispozici celou řadu adaptačních mechanismů, které mohou vést k řešení těchto problémů a má zájem je využívat. Následující procesy vedou v různé míře a s různým zpožděním ke změnám poptávky a HDP. Jedná se o:

- Automatické protisměrné působení zlevňujících dovozů meziprojektu v důsledku apreciacie Růst dovozní náročnosti v důsledku substituce domácích dodavatelů meziprojektu dodavateli ze zahraničí. Masivnější realizace těchto kroků by se promítla do salda zahraničního obchodu Růst realizačních cen: vlivem rostoucí necenové konkurenceschopnosti vlivem příznivého působení PZI a zahrnutí našich výrobců do mezinárodních dodavatelsko-odběratelských vztahů - odstraňování slev za zboží z Východu.
- Reorientace exportů do zemí vůči jejichž měnám koruna tak výrazně Růst produktivity práce (s postupným dopadem do zaměstnanosti a spotřeby) a materiálové produktivity.
- Ne nevýznamná část podniků má ve svých bilancích závazky denominované v devizách. Kurzová apreciacie snižuje tíhu dluhové služby s pozitivním dopadem do cash flow těchto podniků.
- Teprve se zpožděním znalost dopadů do hospodářského výsledku může znamenat následnou reakci podnikové výroby a zaměstnanosti.
- Dosud ne zcela využívané možnosti státní proexportní politiky.

Realizace některých uvedených adaptačních procesů má ovšem svoje náklady (časové, transakční, rozhodovací apod.) Proto k nim podniky budou přistupovat až v okamžiku, kdy budou mít očekávání, že je kursový vývoj trvalejšího rázu. Do té doby nebo budou-li se domnívat, že se jedná o dočasnou kursovou výchylku zřejmě ponesou důsledky silné apreciacie ve svých hospodářských výsledcích (po započtení automatické kompenzace z levnějších dovozů meziprojektu a ulehčení dluhové služby z devizových závazků). Dá se předpokládat, že kapitálově silní nejvýznamnější exportéři se zázemím velkých nadnárodních skupin (jejichž podíl na exportu je i z hlediska budoucího vývoje rozhodující) tento vývoj finančně ustojí. V případě déletrvající silné nerovnovážné apreciacie můžeme ovšem očekávat

výraznější problémy až existenčního rázu zejména v segmentu malých exportujících podniků, jejichž schopnost realizovat výše uvedené adaptační procesy je slabší.

Promítnutí vlivu reálné aprece devizového kurzu do ekonomické vývoje je v predikci uchopeno skrze působení na reálný export a import s implikací do netto exportu HDP. (reálný kurs je argumentem ve funkcích dovozu a vývozu ve stálých cenách, což je výrazem intratemporální substituce). V návaznosti na referenční scénář devizového kurzu lze přes zpomalení obratu zahraničního obchodu očekávat bezprostřední dopad do HDP. Vývoj v 1. čtvrtletí nesignalizuje zatím zásadnější odchylky elasticity exportu a importu na kurz oproti minulým létům (viz vývoj obchodní bilance v 1. čtvrtletí). Predikce počítá se sekundárním přenosem zpomalení HDP vlivem netto exportu do domácí poptávky. Tato reperkuse však nezbytně bude zpožděná. Jejimi hlavními přenosovými kanály budou investice podniků a mzdy a zaměstnanost dominantně ovlivňující spotřebu domácností. S ohledem na očekávaný relativně skromný dopad vývoje kurzu do dynamiky HDP v roce 2002 nelze předpokládat ani výrazný negativní odraz tohoto vývoje v dynamice domácí poptávky v roce 2003. V příštím roce lze naopak počítat se zrychlením ekonomického růstu z titulu dynamického oživení v zemích hlavních obchodních partnerů, zastavení kurzové aprece a projektovaného dalšího fiskálního impulsu. Očekávané opětovné zrychlení růstu spojené s předpokládanou stabilitou kurzu v roce 2003 vytvoří prostor pro zotavení hospodářských výsledků podniků.

V případě odchylky aktuální úrovně kurzu od scénáře a její prolongace ve středním období lze očekávat samozřejmě větší negativní dopady do vývoje reálné ekonomické aktivity s tím, že doposud zjištěné vztahy mezi kurzem a netto exportem a HDP by se zřejmě v těchto podmínkách rozpadly (z tohoto důvodu je kvantifikace extrémního kurzového vývoje obtížná). Lze ale důvodně očekávat, že dopad do reálného ekonomického vývoje by byl výrazněji negativní.

Predikce vycházející z aktuálních scénářů a předpokladů očekává růst domácí poptávky v tempu 3,7 %. Jejimi tahouny budou především spotřeba domácností a investice.

Spotřeba domácností. Predikce vychází z očekávaného vývoje počtu zaměstnanců v NH, průměrné mzdy ve sledovaných organizacích, transferů domácnostem (schválený státní rozpočet) a z předpokladu o vývoji míry úspor. Diskuse o míře úspor vyústila v závěr o její stabilitě v letech 2002 i 2003. Primárně odvozovaný vývoj nominálních veličin je převáděn do reálných veličin deflátorem spotřeby (na základě regrese CPI).

Vývoj příjmů domácností. Pro predikci očekáváme růst objemu mezd ve sledovaných organizacích ve výši 7,4 % v roce 2002 a 8,0 % v roce 2003⁵. Objem mezd a platů podle statistiky národních účtů poroste v roce 2002 o 6,8 % a v roce 2003 o 7,3 %.⁶

Očekáváme, že disponibilní důchod se v roce 2002 zvýší cca o 6,3 % a v roce 2003 o 6,6 %. Tento závěr vychází především z očekávaného růstu mezd a platů a očekávaného růstu sociálních transferů obyvatelstvu. Zatímco pro rok 2002 existuje odhad tempa růstu mandatorních výdajů ve výši 7,1 %, pro rok 2003 neexistuje přesné určení. Vzhledem k tomu, že důchodová reforma není dosud připravena, legislativní proces má jasně dané lhůty (rok 2003 nemůže být změnami zasažen) a žádné nové mandatorní výdaje typu sociálních

⁵ Predikce objemu mezd je obsažena v části o trhu práce.

⁶ Nižší objem mezd a platů v národních účtech je dán empiricky pozorovaným pomalejším tempem růstu v malých organizacích (do 20 zaměstnanců). Nižší tempo růstu mezd v malých organizacích pravděpodobně souvisí se slabší vyjednávací silou zaměstnanců těchto organizací a celkovou ekonomickou situací malých organizací. Rozdíl je rovněž částečně způsoben různými odhady a dopočty, které ČSÚ provádí.

transferů nevznikají ani nezanikají, lze v roce 2003 očekávat stejnou růstovou dynamiku sociálních transferů jako v roce 2002. Vývoj ostatních méně významných položek disponibilních důchodů převážně respektuje logiku předchozího vývoje.

Určité nejistoty, pokud jde o odhad spotřeby domácností, jsou spojeny s odhadem **míry úspor**. Lze předpokládat vztah mezi úrokovými sazbami (nominálními či reálnými) a mírou úspor. V teorii, v empirických studiích i v praktické české zkušenosti je však tento vztah velmi rozvolněn. Nejistota o vztahu úrokových sazeb a míry úspor je dána jak v oblasti tvaru výnosové křivky, tak i v oblasti reakce domácností na sazby z depozit, která spoluovlivňována širokou škálou dalších faktorů (pojistný motiv, nejistota v reakci na cenové změny, vývoj na trhu práce, očekávání domácnosti do budoucna, ceny ostatních aktiv apod.). Stabilita sazeb při očekávaném poklesu inflace povede k růstu reálných sazeb.

Dalším rizikem je míry zadlužení domácností a její další možný další nárůst, projevující se statisticky nárůstem tzv. dodatečných pasiv. Predikce předpokládá pokračování trendu k zadlužování domácností, které tak - při současně předpokládaném nárůstu penzijních pojištění a připojištění - umožňuje udržení relativně vysokého růstu reálné spotřeby.

Při akceptování předpokladu o stabilní míře úspor a očekávaném vývoji disponibilního důchodu lze v roce 2002 očekávat růst reálné spotřeby domácností o 3,1 %, v roce 2003 by se měl růst výdajů domácností na konečnou spotřebu zvýšit na 3,5 %. Tento odhad je podporován jak modelovými výsledky (v ekonometrických modelech zůstává klíčovým faktorem pro odhad spotřeby domácností průměrná mzda, resp. příjmy z mezd, dalšími případnými proměnnými jsou reálný PRIBOR a zpožděná proměnná), aktuálními optimistickými očekáváním domácností, i očekávanou celkovou stabilitou makroekonomických podmínek, podporujících udržení dynamiky v roce 2002 a 2003 zhruba na úrovni let 2000 a 2001.

Spotřeba vlády. Odhad nominálních spotřebních výdajů vládního sektoru vychází ze schváleného státního rozpočtu a na něj navazujícího vládního odhadu výdajů veřejných rozpočtů a oproti 1. SZ se nemění. Korekce deflátoru v roce 2002 znamená zrychlení růstu reálné spotřeby z původních 1,1 % v 1. SZ na aktuálních 2,5 %. Predikce na rok 2003 je obdobně ovlivněna korekcí růstu deflátoru směrem dolů a spotřeba veřejného sektoru je tak oproti 1. SZ vyšší o 0,3 p.b.

Investice a tvorba zásob. Argumentace a východiska se oproti 1. SZ zásadněji nemění. Za celý rok 2001 vzrostla hrubá tvorba fixního kapitálu o 7,1 %. Očekáváme, že příznivý vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu bude pokračovat i v letech 2002 a 2003. V roce 2002 předpokládáme zmírnění jejího růstu na cca 5 %, v roce 2003 její zvýšení na cca 7 %. Odhad je potvrzován modelovými odhady. Pokud jde o vývoj přírůstku zásob, předpokládáme, že v roce 2002 a 2003 se budou vyvíjet adekvátně objemu celkové agregátní poptávky. Vývoj fixních investic budou ovlivňovat zejména následující skutečnosti:

- příznivý vývoj úvěrů, především pak hypotečních úvěrů, i vlastních zdrojů firem v roce 2001
- jen mírný očekávaný růst investičních výdajů vládního sektoru (v nominálním vyjádření o cca 2 %)
- přetrvávající vysoká úroveň přílivu přímých zahraničních investic do ČR v roce 2001 a 2002; v této souvislosti se v roce 2002 předpokládá u reálně alokovaných investic mizr. pokles o cca 26 mld. Kč, v roce 2003 pak jejich opětovný růst o cca 23 mld. Kč pokračující růst tuzemské poptávky a postupné ožívování vnější poptávky a hospodářského růstu (především v SRN - o 0,8, resp. 2,5 %).

Odhad vývoje **domácí poptávky** vychází ze součtu odhadů jejích jednotlivých komponent. V roce 2002 očekáváme růst domácí poptávky o cca 3,7 %, v roce 2003 mírné zrychlení růstu na cca 4,1 %.

Rychlost zahraničního oživení - dopady na domácí ekonomický růst. Opakované analýzy potvrzují, že odhad vývozu zboží a služeb (efektivní vnější poptávky) zůstává závislý na malém počtu klíčových ekonomických veličin, především na ekonomickém růstu v zemích hlavních obchodních partnerů a vývoji reálného devizového kursu. Nejlepší proxy proměnnou se i nadále ukazuje vývoj HDP v SRN (lepší výsledky než při použití růstu HDP v EU). Odhad českého exportu je i nadále uspokojivě vysvětlován souhrnem čtyř proměnných (HDP SRN a SR, 1R PRIBOR, a RER). V roce 2002 očekáváme růst vývozu o 6,7 %, v roce 2003 kolem 14 % (především vliv zrychlení růstu HDP v SRN a EU). Při předpokládané pokračující velmi těsné závislosti dovozu na objemu celkové agregátní poptávky to znamená růst reálného dovozu kolem 7,5 % v roce 2002 a kolem 14 % v roce 2003.

Predikce **hrubého domácího produktu** vychází z predikcí agregátní poptávky a dovozu. Dílčí změny predikcí snižují proti 1. SZ odhad HDP o cca 0,3 p.b v obou letech predikce. Aktuální odhad HDP je pro rok 2002 2,6 %, pro rok 2003 3,9%.

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	3.8	3.8	3.5	3.2	3.6	2.6	2.5	2.7	2.8	2.6	3.9
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	2.1	8.6	7.2	9.1	11.3	9.1	12.7	8.6	6.8	5.9	8.4	3.3	4.4	5.1	7.3	5.1	9.0
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	-0.5	0.8	3.0	6.2	4.4	3.7	6.2	5.2	5.1	5.8	5.6	2.9	3.9	3.5	4.5	3.7	4.1
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2)	0.8	1.2	2.1	3.0	1.8	2.0	3.2	4.7	4.0	3.9	4.0	2.9	3.3	3.4	3.9	3.4	4.0
v tom:																	
Spotřeba domácností	2.3	1.5	1.6	2.5	1.3	1.7	3.2	4.0	3.6	4.0	3.7	3.0	3.1	2.9	3.2	3.1	3.5
Spotřeba vlády	-0.1	-3.1	-0.4	-0.1	-1.8	-1.3	-1.9	-1.5	0.0	-0.7	-1.0	2.3	1.1	0.9	1.5	1.4	1.0
Spotřeba neziskových institucí	-24.2	14.2	12.8	11.5	9.4	11.9	1.5	5.4	5.5	9.1	5.5	1.2	3.0	3.2	2.5	2.5	1.0
Hrubá tvorba kapitálu	-4.6	1.3	6.8	15.9	14.4	9.5	14.8	10.5	9.8	12.6	11.9	3.0	6.4	5.5	8.1	5.8	6.5
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	5.4	16.0	13.2	18.3	20.0	17.0	23.1	14.1	10.7	8.6	13.7	3.9	6.2	7.7	11.5	7.5	13.7
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	6.3	20.9	13.2	13.4	21.4	17.1	21.2	13.1	9.2	5.9	12.0	3.8	4.9	7.2	10.9	6.7	14.6
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	-94.3	-18.2	-20.7	-26.4	-43.2	-108.5	-27.5	-26.8	-33.8	-55.4	-143.5	-29.0	-33.0	-38.0	-63.9	-163.9	-174.0
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	-6.7	-5.4	-5.7	-7.1	-11.6	-7.5	-7.9	-7.1	-8.7	-14.4	-9.6	-8.1	-8.5	-9.5	-16.1	-10.6	-10.8

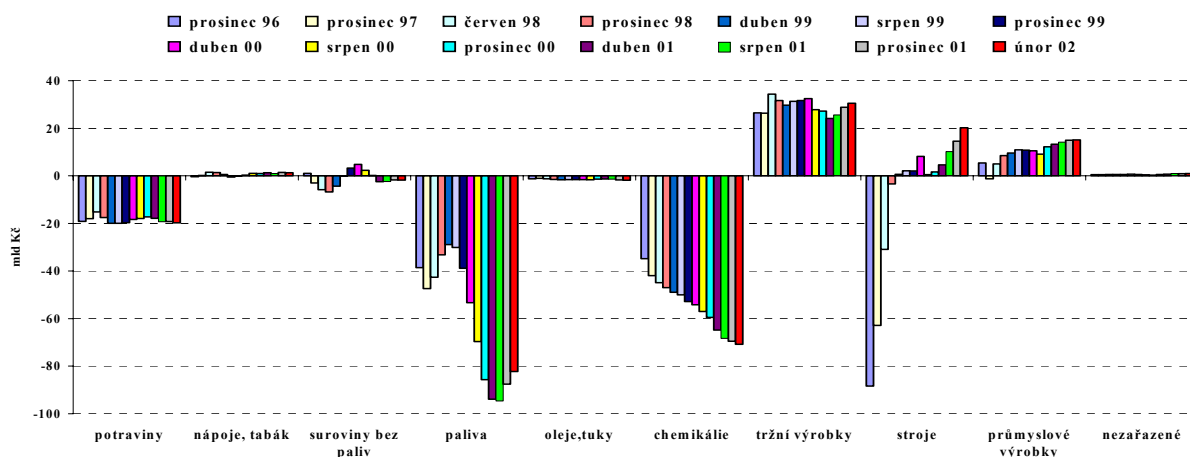
1) vč. změny stavu zásob; 2) beze změny stavu zásob; pozn.: střed intervalu ± 0.5 procentního bodu v roce 2002 a ± 1 procentní bod v roce 2003

Obchodní bilance. Za nejcitlivější skupiny, které určují vývoj salda obchodní bilance, lze nadále považovat skupiny paliv, chemikálií a strojů. Oproti 1. SZ došlo v predikci ke dvěma změnám :

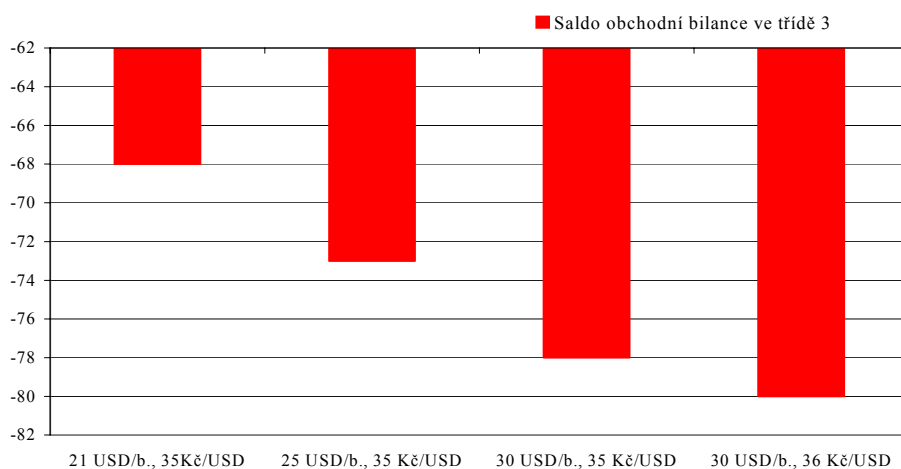
- zvýšení očekávání přebytku skupiny strojů a dopravních prostředků v obou letech o cca 10 mld. Kč na základě aktuálního vývoje v uvedené skupině a předpokládaném náběhu dalších exportních kapacit a mírného snížení predikce hrubé tvorby fixního kapitálu
- změna referenčního scénáře ceny ropy s předpokládaným zpožděným dopadem do ceny plynu bude znamenat zhoršení obchodní bilance v roce 2002 o cca 3 mld. Kč a v roce 2003 o 6 mld. Kč.

Po uvedených změnách lze v obou letech očekávat obchodní bilanci na úrovni cca 85 - 95 mld. Kč. Změny proti lednové predikci v ostatních skupinách jsou nepodstatné.

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



Vliv volatility cen energetických surovin na obchodní bilanci. Jako spolehlivý lze hodnotit odhad primárních dopadů. Při stabilním kursu Kč /USD znamená jednodolarová změna ceny ropy za barel dopad do obchodní bilance ve třídě 3 cca 1,5 mld. Kč. Rozdíl dolarového kursu o 1 Kč potom znamená cca 1 mld. Kč rozdílu v obchodní bilanci. Se zpožděním cca 9 měsíců je potřeba připočítat dopad do ceny zemního plynu, ve zhruba stejném rozsahu (tj. změna ceny ropy o 1 USD/barel implikuje se zpožděním cca 9 měsíců rovněž dopad do obchodní bilance v rozsahu 1,5 mld. Kč z titulu změn cen plynu.



3. Trh práce

Srovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období (v %)	březen 2002	9.20	9.08
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	únor 2002	x	6.9

Souhrn predikce hlavních veličin na trhu práce (mzr. změny v %)

UKAZATEL	SKUTEČNOST										PREDIKCE					
	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
Zaměstnanost celkem	-1.3	-0.8	-0.3	-0.3	-0.7	0.7	0.4	0.1	0.3	0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.0
z toho : zaměstnanci ^{1/}	-1.8	-1.4	-1.3	-1.1	-1.4	0.1	0.0	0.1	0.7	0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.0
Míra nezaměstnanosti v % - ke konci období	9.5	8.7	8.8	8.8	8.8	8.7	8.1	8.5	8.9	8.9	9.1 ^{4/}	8.5	8.9	9.1	9.1	9.1
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) ^{2/}	7.0	5.8	6.2	7.2	6.6	9.3	9.3	8.9	7.5	8.5	7.0	7.4	7.6	8.4	7.6	8.0
(reálné)	3.3	2.0	2.0	2.9	2.6	5.0	4.1	3.3	3.1	3.6	3.1	4.5	5.7	5.9	4.8	4.8
v tom: podnikatelská sféra (nominální)	8.4	6.9	7.3	8.2	7.8	9.3	9.2	8.6	7.0	8.2	6.6	7.2	7.7	8.4	7.5	8.0
nepodnikatelská sféra (nominální)	2.9	2.0	2.2	4.0	2.8	9.4	10.0	10.9	9.5	10.0	8.9	8.4	7.8	8.8	8.5	8.1
Mzdy a platy v NH (nominální) ^{3/}	5.1	4.3	4.8	6.0	5.1	9.4	9.4	9.1	8.2	8.8	6.8	7.2	7.4	8.2	7.4	8.0
JMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)	2.1	1.8	2.4	2.2	2.2	5.4	5.3	5.4	4.9	5.0	4.0	4.5	4.6	5.1	4.6	3.7

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 organizačních výnosech zaměstnanci v NH.

4/ Jedná se o skutečnost

Vývoj v roce 2002. Demografické předpoklady. Predikce vývoje na trhu práce vychází - pokud jde o odhad vývoje celkové disponibilní pracovní síly - z demografické projekce ČSÚ. V roce 2002 a 2003 nebude mít demografická struktura obyvatelstva podstatný vliv na vývoj pracovní síly v ekonomice ČR. Objem disponibilní pracovní síly bude v uvedeném období konstantní a vývoj zaměstnanosti bude tedy - při předpokládaném konstantním koeficientu participace - odrazem recipročního vývoje nezaměstnanosti v souvislosti s průběhem hospodářského cyklu.

Předpokládaný cca 3,0% růst potenciálního produktu (odpovídá odhadovanému růstu z minulých let a předpokladu zhruba stejné intenzity zahraničních investic) a obdobný potenciální růst produktivity při aktuálně odhadovaném potential output gapu nedává přílišný prostor pro růst zaměstnanosti. Uvedený odhad aktuální výše produkční mezery a očekávaného tempa růstu potenciálního produktu a produktivity práce (vlivem technologického pokroku a růstu vybavenosti práce kapitálem) v průběhu roku 2002 implikuje skutečnost, že k nárůstu zaměstnanosti by mohlo docházet až při růstu skutečného HDP v tempu vyšším než 3,0 %. Očekávání výrazně vyššího než tohoto růstu nejsou aktuálně v české ekonomice přítomna. Uvedený předpoklad o relaci mezi vývojem zaměstnanosti a HDP je podporován vývojem v roce 2001, kdy 3,6 % růst HDP byl dosažen při poklesu zaměstnanosti v podnikatelské sféře. Z uvedeného pohledu se jako reálná jeví spíše stagnace, resp. pokles agregátní zaměstnanosti.

Tento závěr je podporován **charakterem rozhodovacího procesu podniků a současnými očekáváními podniků o jejich zaměstnanosti**, o kterých předpokládáme, že jsou - pokud jde o budoucí zaměstnanost - poměrně adaptivní. Předpokládáme, že v reálné ekonomice existuje⁷ zpoždění vývoje zaměstnanosti za vývojem produktu. Tato zpoždění jsou dána chováním podnikové sféry a činí její proces rozhodování o zaměstnanosti rigidním vůči aktuálnímu vývoji i vývoji na bázi racionálních očekávání.

Pravidelná konjunkturální šetření v podnicích, výsledky mimořádného šetření ČSÚ i aktuální statistické signály o zaměstnanosti v průmyslu v prvních měsících t.r. (mzr. pokles o 1,8 %) podporují předpoklad snížení zaměstnanosti v průběhu roku 2002. Obdobný závěr vyplývá i ze signálních informací z regionů, že v následujících 3 měsících zaměstnanost poklesne.

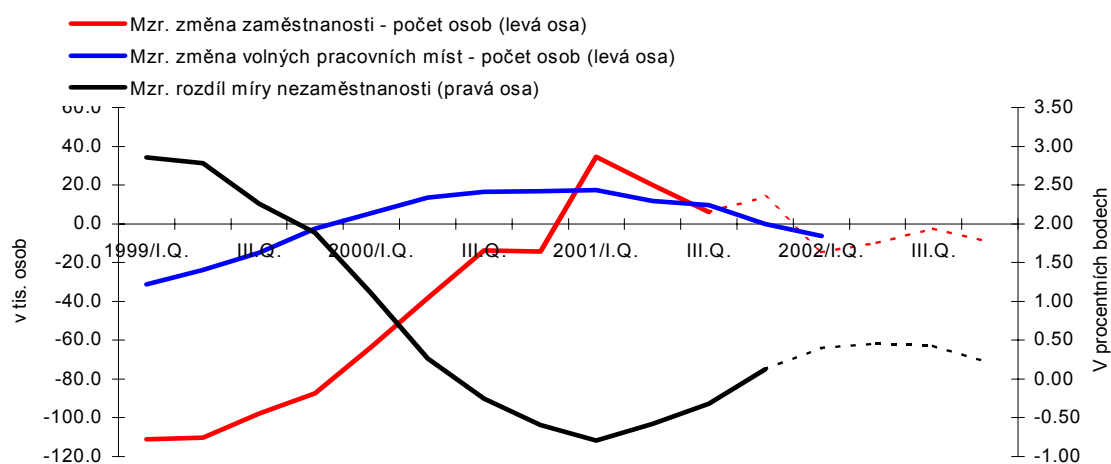
Implikace vývoje na trhu práce by mohly být pozměněny **diskrečními opatřeními vládní hospodářské politiky** a jejich dopadem cen na změny v zaměstnanosti. Jde jednak o systém investičních pobídek (ve smyslu schváleného zákona č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách) pro zahraniční i domácí investory v ohrožených oblastech s vysokou mírou nezaměstnanosti přesahující celostátní průměr. Vliv tohoto faktoru na trh práce nebude výrazně odlišný od roku 2001, tj. bude velmi dílčí. Za druhé, lze uvažovat o opatření

⁷ V ekonomice mohou být uvažována i obrácená zpoždění, domníváme se, že uvedený směr je převažující

(nástroji) aktivní politiky zaměstnanosti k podpoře zřizování nových pracovních míst poskytováním příspěvků zaměstnavatelům při zaměstnávání uchazečů o zaměstnání. V návaznosti na objem vyčleněných finančních prostředků ze státního rozpočtu pro rok 2002 ve výši cca 4 mld. Kč by se působnost opatření aktivní politiky zaměstnanosti měla pohybovat na úrovni předchozího roku 2001, a tedy na vývoj zaměstnanosti v roce 2002 by neměla mít podstatný vliv v porovnání s předchozím rokem. Výše uvedené dva faktory v krátkém období tedy rozsah zaměstnanosti výrazněji nezmění. Určitá nejistota panuje, pokud jde o možný nárůst zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře (vládním sektoru), který stál za růstem agregátní zaměstnanosti již v roce 2001. Predikce však akceptuje předpoklady ve výhledu veřejných rozpočtů pro rok 2002, který s nárůstem zaměstnanosti ve veřejném sektoru nepočítá.

Shrnutí odhadu vývoje zaměstnanosti: Nejednoznačnost modelových výsledků (navíc v poměrně úzkém rozmezí kolem stagnace zaměstnanosti), které navíc explicitně nemodelují vztah mezi zaměstnaností a produktivitou, poměrně silná očekávání podniků a značný prostor pro růst výstupu cestou růstu produktivity **vede k představě o velmi mírném poklesu zaměstnanosti** (tj. v pásmu od 0,0 do -0,5 %). Při očekávané stabilitě objemu pracovních sil a míry participace vede uvedený odhad zaměstnanosti k predikci **zvýšení počtu nezaměstnaných a návazně i míry nezaměstnanosti** (při předpokladu obvyklého sezónního vývoje by míra nezaměstnanosti v prosinci 2002 měla dosáhnout 9,1 %. Predikce nezaměstnanosti v krátkém časovém horizontu (do 3 měsíců) plně odpovídá i krátkodobě vysoce spolehlivé metodě SARIMA.

Vývoj vybraných indikátorů trhu práce

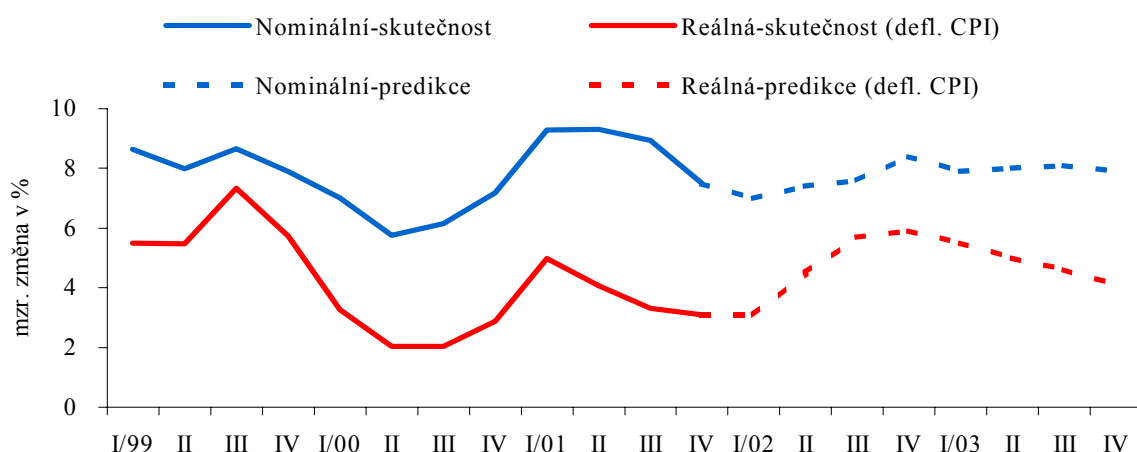


Východiskem pro odhad průměrné mzdy v podnikatelské sféře je predikce zaměstnanosti a nezaměstnanosti. Očekávaná stagnace, resp. **slabý pokles zaměstnanosti a určitý vzestup počtu nezaměstnaných osob i míry nezaměstnanosti implikuje značnou pravděpodobnost zpomalení růstu průměrné mzdy.** Ve stejném směru hovoří i očekávaná (odborníky i zaměstnavateli), ve srovnání s rokem 2001 nižší, inflace, rizika hospodářského růstu a jeho udržení v podmínkách nejisté zahraniční konjunktury i silného kursu. Mzdové chování odborů zůstává zdrženlivé, tj. reflektuje reálné možnosti růstu průměrné (nominální mzdy), který umisťuje zhruba k předpokládanému nominálnímu produktu. **Modely, odhadující průměrnou mzdu** na základě vývoje míry nezaměstnanosti, inflace, resp. dalších veličin, signalizují růst průměrné mzdy v rozmezí mezi 6,5 - 8,0 %, tedy zhruba stejně jako očekává expertní odhad.

Predikční schopnost **informací z kolektivního vyjednávání** pro odhad průměrné mzdy v podnikatelské sféře je omezená. Využití zkušeností z minulých let je v současnosti možné pouze pro údaje o kolektivních smlouvách vyššího stupně. Nárůst mezd zde odpovídá růstu v roce 2001. Při předpokladu racionálního chování odborů na podnikovém stupni bude výsledek mzdových vyjednávání reflektovat očekávanou relativně nízkou inflaci a solidní hospodářský růst, lze tedy odhadovat růst mezi 7 - 8 %. (ČMKOS prozatím předpokládá meziroční nárůst průměrné nominální mzdy v podnikové sféře ve výši doporučení sněmem, tj. 8,0 %). To většinou potvrzují i první údaje z velkých podniků (např. Škoda Auto 5,0 %, Vítkovice 7,5 %, Glaverbel Czech 5,5 %, naopak ČEZ 8,0 %). Dle expertů ČMKOS, kteří se pravidelně zúčastňují kolektivního vyjednávání na podnikové úrovni, lze předpokládat meziroční nárůst průměrné nominální mzdy v podnikových kolektivních smlouvách v maximální výši 6,0 % (toto číslo představuje zaručený růst bez ohledu na očekávané hospodářské výsledky). Přestože výsledky vyjednávání mají určitý vliv na vývoj mezd v ostatních podnicích, zejména v menších podnicích, lze očekávat silný vliv reálných hospodářských výsledků na vývoj mezd, který bude průměrnou míru růstu mzdy stlačovat dolů.

Shrnutí uvedených skutečností směřuje k odhadu **růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře kolem 7,5 %**, což představuje zpomalení proti roku 2001.

Vývoj nominální a reálné průměrné mzdy ve sledovaných organizacích



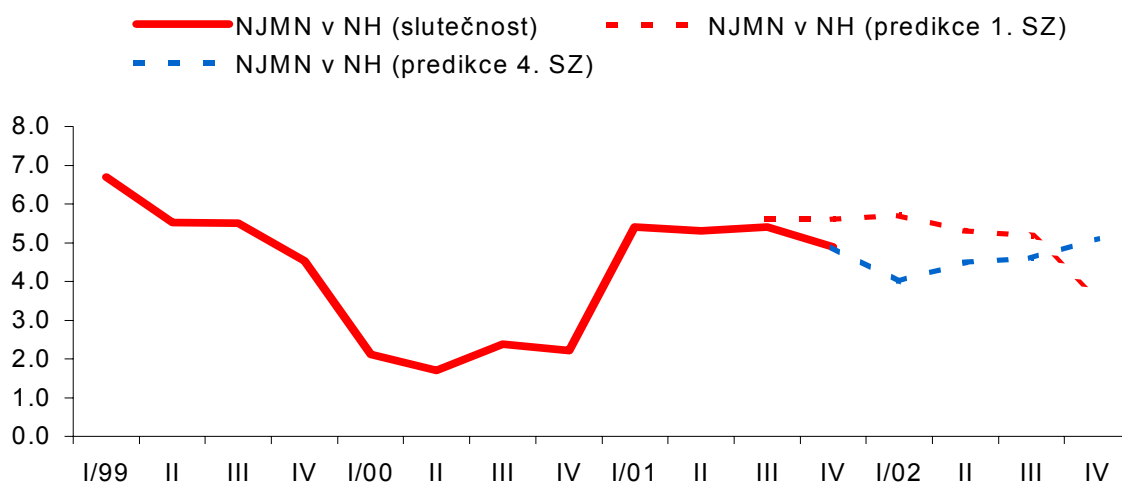
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře. Základem pro predikci průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře je průměrná mzda v příspěvkových a rozpočtových organizacích (ROPO). Rozdíl mezi oběma časovými řadami spočívá v zahrnutí např. fondů sociálního zabezpečení, soukromých neziskových institucí (např. nadace církevní školy) do nepodnikatelské sféry. Vývoj tohoto leading indikátoru prezentuje MF v doprovodném textu k návrhu a později definitivní verzi státního rozpočtu na příslušný rok.

První verze státního rozpočtu na rok 2002 indikovala mizr. růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře ve výši 9 %. Koncem roku se však ve snížení mizr. dynamiky růstu průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře 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 činil mizr. růst průměrné nominální mzdy v rozpočtových a příspěvkových organizacích 7,4 %. Po započtení fondů sociálního zabezpečení, soukromých neziskových institucí (nadace, církevní školy) činil mizr. růst v nepodnikatelské sféře 8,5 %.

V prvních měsících letošního roku naši predikci prozatím neovlivnila novela nařízení vlády o platových poměrech zaměstnanců veřejných služeb a správy. Novelou nařízení vlády došlo jednak ke zvýšení nárůstu tarifních platů proti schválenému rozpočtu na rok 2002 o 1,0 p.b. (nyní + 11,0 %, původně + 10,0 %), jednak se posunul i termín realizace schváleného navýšení z dubna na březen. Protože však součástí dohody mezi vládou a odbory byla podmínka realizace všech úprav v rámci původně rozpočtovaného objemu mzdových prostředků a pracovníků, novela nařízení vlády se neprojeví ve zvýšení mizr. růstu průměrné mzdy. Dle sdělení MF by zvýšení mizr. nárůstu průměrné mzdy mohlo způsobit až dodatečné požadavky některých kapitol SR na rozpočtové úpravy. Zpracování požadavků, které vyplývají z neschopnosti pokrýt zvýšení tarifních platů a dalších nákladů ze schválených prostředků, bude probíhat v průběhu měsíců března a dubna.

Průměrná mzda v roce 2002 by tedy měla vzrůst v podnikatelské sféře o 7,5 %, v nepodnikatelské sféře (na základě schváleného státního rozpočtu a rámce veřejných financí) o 8,5 %. Růst průměrné mzdy ve sledovaných organizacích (aproximace průměrné mzdy v celém národním hospodářství) lze tedy odhadnout na cca 7,6 %. Uvedený vývoj znamená růst NJMN kolem 4,5 %.

Vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů v NH (skutečnost, predikce v 1. a ve 4. SZ)



Trh práce - vývoj v roce 2003. Pro rok 2003 lze předpokládat optimistická očekávání podniků pokud jde o vývoj ekonomické aktivity. To lze odvozovat jak z předpokládaného vývoje v roce 2002 (pokračující růst na úrovni 3 %), tak i z předpokladů, obsažených v aktuálním Consensus forecast (očekávání o zrychlení zahraniční konjunktury v roce 2003). Predikce vývoje na trhu práce souhrnně předpokládá očekávání podniků dalšího zrychlení růstu ekonomické aktivity. Tento předpoklad bude při rozhodování podniků konfrontován se skutečným vývojem na trhu práce v průběhu roku 2002 (růst kolem 3 % při mírném poklesu zaměstnanosti - viz část pro rok 2002). Úvaha dále předpokládá pokračování růstu potenciálu v rozmezí 3,0 - 3,5 %. Podle těchto předpokladů podniky nebudou příliš měnit svá očekávání ohledně počtu zaměstnanců. Zrychlení růstu bude ovšem pokryto nejen růstem produktivity, ale rovněž dodatečnou prací (růst počtu pracovních hodin), ta se však nepromítne v počtu zaměstnaných.

Jako nejpravděpodobnější se tedy jeví pro rok 2003 scénář stability zaměstnanosti, a tedy i stability míry nezaměstnanosti na úrovni roku 2002, s určitou pravděpodobností poklesu míry nezaměstnanosti do cca 0,5 proc. bodu. Úvaha přitom nepředpokládá žádné změny

v diskreční vládní aktivní politice zaměstnanosti (tj. její dopad na úrovni roku 2002) a současně očekává nulové změny v zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře.

Mzdová vyjednávání v podnikatelské sféře se koncentrují zejména do obchodovatelného sektoru. Předpokládáme, že obchodovatelný sektor bude požadovat cca 2/3 až 3/4 participaci na reálném růstu produktivity⁸ (při očekávané vzestupné fázi hospodářského cyklu), což při očekávané inflaci na úrovni kolem 3,5 % povede k požadavku na mzdy kolem 8,5 - 9,0 %, při krátkodobě nižším růstu v neobchodovatelném sektoru to vede k odhadu růstu mzdy v podnikatelské sféře kolem 8,2 %, obdobně i ve sledovaných organizacích jako celku. Modelové přístupy založené na vztahu mezi nezaměstnaností a průměrnou mzdou ukazují zhruba stejné výsledky. Odhad mzdy v nepodnikatelské sféře je založen na předpokladu pokračování vývoje z roku 2002 (neexistence hodnověrného a spolehlivého střednědobého fiskálního vývoje). Mzda ve sledovaných organizacích v národním hospodářství by tedy měla v roce 2003 vzrůst o cca o 8,0 %.

Srovnání predikcí nejdůležitějších indikátorů v 1. a ve 4. SZ

UKAZATEL	1. SZ	4. SZ
Zaměstnanost celkem v NH (mzr. změna v %)		
rok 2002	-1.0 až 0.0	-0.7 až 0.3
rok 2003	-0.5 až 0.5	-0.5 až 0.5
Míra nezaměstnanosti - ke konci období (v %)		
rok 2002	8.6 až 9.6	8.6 až 9.6
rok 2003	8.4 až 9.4	8.6 až 9.6
Průměrná nominální mzda ve sled. org. (mzr. změna v %)		
rok 2002	7.7 až 8.7	7.1 až 8.1
rok 2003	7.5 až 8.5	7.5 až 8.5
Nominální mzdy a platy v NH (mzr. změna v %)		
rok 2002	7.5 až 8.5	6.9 až 7.9
rok 2003	7.4 až 8.4	7.5 až 8.5
Jednotkové mzdové náklady (mzr. změna v %)		
rok 2002	3.9 až 5.9	4.1 až 5.1
rok 2003	3.1 až 4.1	3.2 až 4.2

4. Ostatní nákladové faktory

Meziroční růst v %	Období	Scénář/predikce	Skutečnost
PPI v SRN	2/2002	0,2 ²⁾	-0,3
Uralská ropa	3/2002	-7,42 ¹⁾	6,97
Efektivní kurs	3/2002	-8,52	-8,17
Ceny průmyslových výrobců	3/2002	0,1 ²⁾	-0,2
Ceny zemědělských výrobců	3/2002	3,7 ²⁾	4,2
Směnné relace	2/2002	2,9 ²⁾	3,0
Úrovně hodnoty			
Kurs Kč/EUR ²⁾	3/2002	32,25 ²⁾	31,388
Kurs Kč/USD ²⁾	3/2002	35,75 ²⁾	35,844
Cena uralské ropy (USD/barel) ²⁾	3/2002	17,80 ²⁾	23,49

1) Predikce na březen 2002

2) Průměrná hodnota za 1. čtvrtletí 2002 (z 1.SZ)

⁸ Očekávaný růst národohospodářské produktivity současně předpokládá růst této produktivity v neobchodovatelném sektoru (60 % ekonomiky) v rozsahu kolem 2 % a v obchodovatelném sektoru kolem 7 %, což si v této sféře vyžádá pokles zaměstnanosti ve prospěch dalšího růstu zaměstnanosti ve službách.

Oproti předcházející predikci z 1. SZ dochází jak u dovozních cen, tak i u cen výrobců v průmyslové sféře a u většiny dalších nákladových indikátorů k přehodnocení predikce směrem k nižší dynamice meziročního růstu (event. k vyššímu meziročnímu poklesu) zejména v průběhu roku 2002, zatímco v roce 2003 nedochází k výraznějším změnám. Hlavní příčinou změny predikce je, kromě promítnutí příznivějšího vývoje za první čtvrtletí letošního roku (v důsledku vyšší kursové apreciace, příznivějšího vývoje cen výrobců v zahraničí), změna referenčních scénářů, která zejména v důsledku předpokládané výraznější kursové apreciace oproti předchozímu scénáři znamená zejména v letošním roce další snížení inflačních tlaků. Jak vývoj dovozních cen, tak i ceny průmyslových výrobců budou nadále především v roce 2002 významnými determinanty poklesu nákladových tlaků na vývoj spotřebitelských cen, zejména v tradables sektoru. U cen zemědělských výrobců dochází pouze k dílčí korekci vývoje v nejbližším čtvrtletí a predikce na další období, představující v letošním roce v průměru meziroční pokles cen zemědělských produktů a předpokládající pouze mírné oživení cen výrobců v roce 2003 se nemění.

4.1. Dovozní ceny

Dovozní ceny energetických i neenergetických surovin i v prvním čtvrtletí 2002 v meziročním srovnání nadále klesaly. Nejvýznamnější determinantou pokračujícího trendu k poklesu dovozních cen byl, stejně jako v druhé polovině roku 2001, příznivý vývoj cen energetických surovin, zejména ropy a návasně i zemního plynu v kombinaci s postupnou kurzovou aprecií Kč/USD. Cena ropy uralské v USD/barel se i v prvním čtvrtletí 2002 udržela na velmi nízké úrovni dosažené v předchozím čtvrtletí, kdy došlo v meziročním srovnání k poměrně vysokému poklesu cen ropy. Tržní cena ropy uralské se pohybovala v únoru 2002 na hodnotě 18,85 USD/barel, teprve v březnu 2002 cena ropy vzrostla na 23,49 USD/barel. Meziročně se pokles cen ropy v prvním čtvrtletí oproti konci předchozího čtvrtletí částečně zmínil (-26,7 % v únoru), resp. přešel v mírný meziroční růst v závěru prvního čtvrtletí. (7 % v březnu), přesto ale spolu s vývojem cen zemního plynu v průměru za celé první pololetí nadále dosahoval významného poklesu a rozhodujícím způsobem tak přispíval k poklesu meziroční dynamiky dovozních cen. Rovněž růst cen průmyslových výrobců v SRN coby indikátoru dovezené inflace v závěru loňského a na počátku letošního roku stagnoval. Tento souhrn pozitivních faktorů, odrážející zmírnění poptávky po surovinách v podmínkách oslabení růstu světové ekonomiky, byl i v prvním čtvrtletí posilován trvajícím apreciačním trendem kurzu Kč/USD i Kč/EUR a příznivým vývojem ostatních dovážených komodit – neenergetických surovin, polotovarů, výrobních zařízení a průmyslových komponentů. Podle údajů ČSÚ za únor 2002 se pokles dovozních cen, měřený meziročním indexem cen dovozu ČSÚ, oproti konci předchozího čtvrtletí dále prohloubil o 0,8 procentního bodu na 7,8 %.

Výchozí předpoklady predikce dovozních cen a dovezené inflace

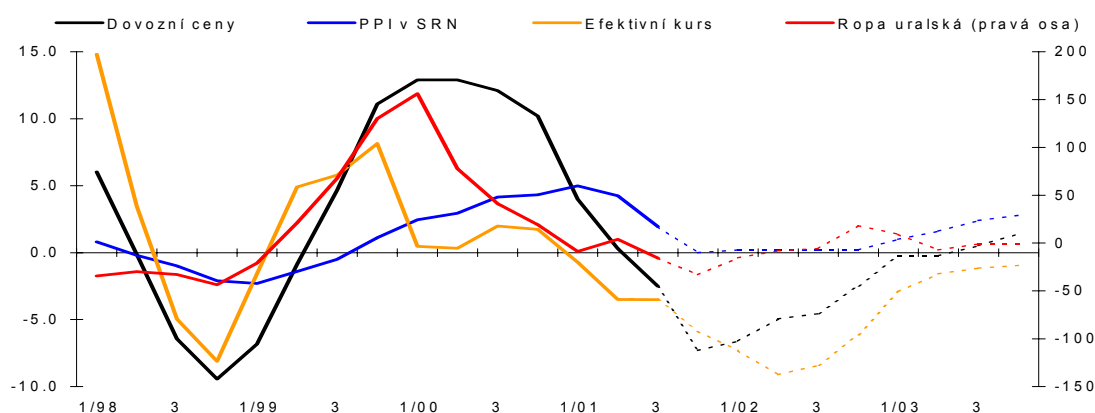
		1/2002**	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003	3/2003	4/2003
PPI v SRN*	mzr. v %	0.2				1.7			
Kurs Kč/EUR	Kč/EUR	31.75	31.25	31.25	31.25	31.25	31.25	31.25	31.25
	mzr.	-8.83	-8.90	-8.16	-5.75	-1.48	0.00	0.00	0.00
Kurs Kč/USD	Kč/USD	36.24	35.47	34.80	34.38	33.97	33.60	33.46	33.28
	mzr.	-3.73	-9.64	-9.00	-7.04	-6.25	-5.27	-3.85	-3.19
Cena ropy uralské	USD/barel	20.25	23.80	22.30	22.20	22.10	22.10	22.10	22.10
	mzr.	-15.41	-7.98	-5.76	18.42	9.12	-7.14	-0.90	-0.45
Dovozní ceny meziročně	mzr. v %	-6.6	-4.9	-4.5	-2.5	-0.2	-0.2	0.5	1.4

* průměrná hodnota za celý rok

** skutečnosti

Predikce dovozních cen vycházející z tzv. referenčních scénářů předpokládá zejména v prvních třech čtvrtletích letošního roku nadále výrazný pokles dovozních cen v meziročním srovnání (viz tab.). Tento pokles je zapříčiněn souběhem pozitivních faktorů: přetrvávající výraznou kursovou apreciací a výrazným meziročním poklesem cen energetických surovin při neutrálním působení dovážených polotovarů, komponent a spotřebního zboží na dynamiku meziročního růstu. Ve srovnání s původní prognózou dovozních cen z 1.SZ směnný kurs působí na vývoj dovozních cen více apreciačně, tento vliv je však kompenzován zrychleným růstem cen energetických surovin. K velmi mírnému oživení meziročního růstu by za předpokladu naplnění referenčních scénářů mělo dojít až v první polovině roku 2003, a to zejména díky postupnému oživení růstu cen výrobců v zahraničí spolu s obnovením mírného růstu cen energetických surovin, naproti tomu směnný kurs Kč/USD by měl stále na růst dovozních cen působit mírně záporně.

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



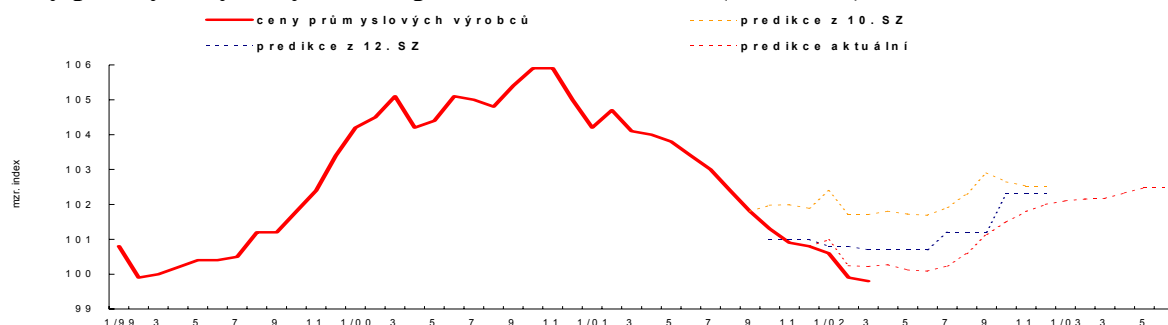
Vývoj vývozních cen je spojen na jedné straně s postupně se oživující vnější poptávkou a na straně druhé s pokračující mzr. apreciací nominálního kursu CZK/EUR. V roce 2002 předpokládáme v průměru meziroční pokles vývozních cen o 2,5 %, v roce 2003 pak mírný růst 0,4 %. V roce 2002 očekáváme kladnou mzr. změnu směnných relací na úrovni cca 2,2 % (v průběhu roku se její dynamika bude postupně zmírňovat). V roce 2003 předpokládáme již zhruba neutrální směnné relace. Vývoj reálných směnných relací bude v roce 2002 ovlivňován především vývojem dovozních cen energetických surovin - v 1. pololetí ještě výraznějším mzr. poklesem kontraktních cen ropy a zemního plynu a mzr. apreciací nominálního kursu CZK/USD.

4.2. Ceny průmyslových výrobců

Pokračování příznivého vývoje cen dovážených energetických i neenergetických vstupů v průběhu prvního čtvrtletí 2002 společně s některými dalšími vlivy domácího původu vytvářelo podmínky pro udržení trendu ke zpomalení růstu cen průmyslových výrobců. V průběhu prvního čtvrtletí tento vývoj vyústil v únoru v mírný meziroční pokles - v prosinci 2001 a lednu 2002 ceny průmyslových výrobců vykazovaly ještě mírný meziroční růst (0,8 %, resp. 0,6 %), v březnu již ale byla vykázána hodnota -0,2 %. Obdobně jako v předchozím čtvrtletí byl tento trend patrný u převážné většiny sledovaných odvětví průmyslu. Vývoj cen průmyslových výrobců za března v zásadě odpovídal predikcím založeným na referenčních scénářích pro zpracování 1. SZ 2002 (predikce 0,2 % oproti skutečnosti - 0,2 %). Odchyly predikce od skutečnosti byly zapříčiněny zejména pomalejším

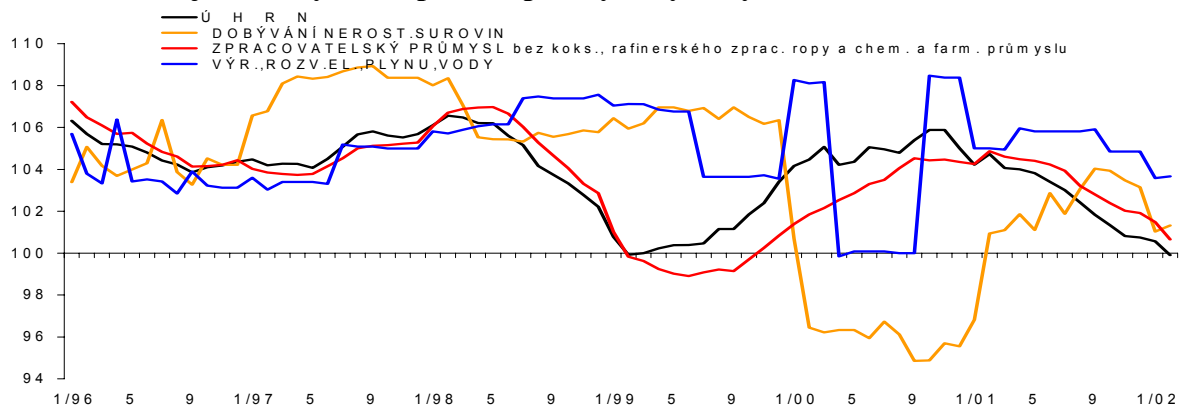
cenovým růstem v odvětví dobývání nerostných surovin ve srovnání s předchozími roky a mírně pomalejším vývojem v ostatních odvětvích průmyslu.

Ceny průmyslových výrobců - predikce a skutečnost (mzr. v %)

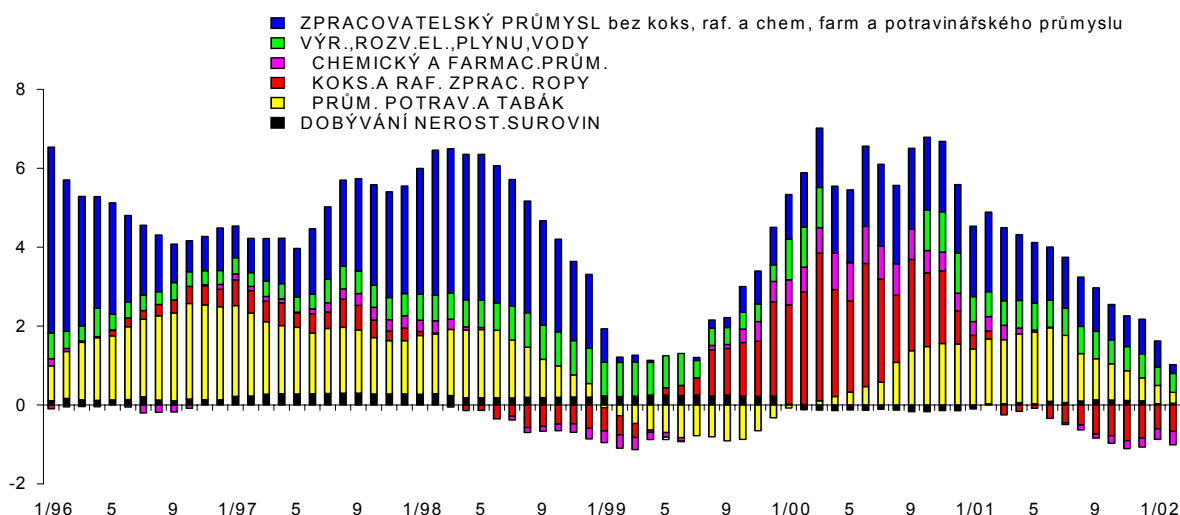


Dlouhodobější příznivý vliv vnějších nákladových faktorů byl pozorovatelný především ve zpracovatelském průmyslu, kde se již od listopadu 2002 meziroční cenový růst výrobců pohyboval na hodnotě 0,1 % a v únoru a březnu přešel v meziroční pokles (0,8 %). Na tomto vývoji se nadále podílela především odvětví zabývající se bezprostředně zpracováním energetických surovin (ropy) a chemický průmysl. Rovněž ve většině ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu pokračoval trend mírného zpomalení cenového růstu nebo ceny meziročně klesaly. Celkově se v prvním čtvrtletí 2002 dynamika meziročního růstu cen v těchto odvětvích již pohybovala na poměrně nízké úrovni (v únoru meziročně o 0,7 %). Trend ke zpomalení růstu cen byl patrný i v potravinářském a tabákovém průmyslu, které jsou významným faktorem vývoje spotřebitelských cen v segmentu cen potravin.

Meziroční růst jednotlivých skupin cen průmyslových výrobců



Struktura meziměsíčního růstu cen průmyslových výrobců v letech (v proc. bodech)



Na zpomalení meziročního růstu, resp. poklesu cen průmyslových výrobců se v prvním čtvrtletí 2002 významným způsobem podílelo i poměrně výrazné snížení dynamiky cenového růstu v odvětvích průmyslu stojících mimo zpracovatelský průmysl – výroby, rozvodu elektřiny, plynu a vody (oproti prosinci 2001 o 1,1 procentního bodu na 3,7 % v březnu) a dobývání nerostných surovin (z prosincových 3,2 % na 1,3 % v únoru 2002). V pozadí snižující se dynamiky cenového růstu byla – v těchto do značné míry monopolizovaných odvětvích – především stagnace domácí i zahraniční poptávky po jejich produkci při současně se prosazujícím vlivu zahraniční konkurence v podmínkách již značného sblížení tuzemské cenové hladiny s cenami v zahraničí. Tento vývoj spolu s příznivějším vývojem dovozních cen byl hlavní příčinou nepatrně rychlejšího zpomalení cen průmyslových výrobců oproti dosavadní predikci.

Predikce cen průmyslových výrobců (%)

	1/2002*	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003	3/2003	4/2003
Ceny průmyslových výrobců	0.1	-0.3	0.2	1.3	1.9	2.2	2.3	2.5

* skutečnost

Korekce stávající predikce, kromě zapracování vlivu pomalejší meziroční dynamiky skutečného vývoje hlavních vysvětlujících proměnných cen průmyslových výrobců a zohlednění nižšího cenového růstu v odvětvích těžby surovin a výroby energií na počátku letošního roku, se mění zejména v důsledku změny referenčních scénářů - především předpokladu výraznější apreciacie kursu již v letošním roce oproti původním scénářům z 1. SZ.

Současný cenový vývoj v průmyslové sféře a aktuální predikce potvrzuje očekávaný pokles nákladových tlaků z průmyslové sféry na spotřebitelské ceny, zejména v sektoru obchodovatelných komodit. Očekávaná mírná akcelerace dynamiky mizr. růstu cen průmyslových výrobců směrem k cca 1,5 % mizr. růstu na konci letošního roku je kromě vlivu nízké srovnávací základny loňského roku (dané především poklesem cen ropy v závěru roku 2001), zapříčiněna především předpokládaným obnovením mírného růstu cen surovin ve srovnání s rokem 2001. Předpokládáme, obdobně jako v roce 2001, že i v roce 2002 bude mít vývoj jednotkových mzdových nákladů u výrobců (s ohledem na předpokládaný vývoj produktivity) pouze malý dopad do změn cen výrobců.

4.3. Ceny zemědělských výrobců

Predikce ze 6. SZ (resp. její mírná korekce o vliv změn kursového scénáře v 1. SZ 2002) předpokládala, že v druhé polovině roku 2001 dojde k poklesu cenové hladiny nejdůležitějších zemědělských komodit zejména v důsledku vlivu nadprůměrné domácí sklizně v kombinaci s poklesem cen řady zemědělských komodit v zahraničí. Z tohoto důvodu mělo dojít k poklesu do té doby rekordně vysokých hodnot cen zemědělských výrobců na nižší cenovou hladinu - přibližně na úroveň cen z druhé poloviny roku 2000. Rovněž se předpokládalo, že dojde k zastavení růstu cen živočišné výroby, které byly díky vysokým cenám i poptávce v zahraničí velmi vysoké. V roce 2002 se předpokládal postupný "doběh" tohoto trendu, predikce od 2. čtvrtletí předpokládala zařizování cen zemědělských výrobců na zhruba stejné hladině až do konce roku 2002. Tento vývoj se víceméně až do 1/2002 téměř beze zbytku naplnil. V únoru 2002 došlo k dramatické akceleraci cen zemědělských výrobců na 5,1 % mizr. (z 1,5 % v lednu 2002). Tento vývoj byl způsoben zejména neočekávaným výrazným růstem cen volatilních položek, jako jsou ovoce, zelenina a brambory a dále oproti původním předpokladům predikce obnovením mírného růstu cen obilovin. Prozatím tyto jevy považujeme za krátkodobé volatility a nedomníváme se, že dochází k zásadní změně trendu s riziky pro vývoj inflace. Toto potvrzuje i vývoj cen potravin za březen, kdy došlo k opětovnému zpomalení dynamiky meziročního cenového růstu na 4,2 % meziročně.

Naopak aktuální přebytek obilovin na našem trhu vysoce převyšující domácí potřebu, stále nízký objem exportu a reálná představa vysokých zásob obilovin před novou sklizní již aktuálně opět začíná tláčit ceny obilovin směrem dolů a naznačuje i možný vývoj cenové hladiny před i po letošní sklizni. Je nepravděpodobné, že by se ceny obilovin zásadně zvýšily oproti současné úrovni (tzn. že v meziročním srovnání bude pokračovat i v druhé polovině mírný pokles) a oživení cen směrem k trendu mírného růstu je pravděpodobné (v důsledku poklesu zásob) až v první polovině roku 2003. U produktů rostlinné výroby se u většiny významných komodit v krátkodobém horizontu neočekává zásadní pohyb cen (vyjma sezónních výkyvů) a i v dlouhodobějším horizontu není (až na specifický vývoj cen mléka) předpoklad jejich cenového růstu. Stávající predikci cen zemědělských výrobců tak fakticky měníme pouze o vliv aktuálního krátkodobého zvýšení cen některých volatilních položek. Vliv změn kursového scénáře mezi 1. a 4. SZ je velmi malý v porovnání s běžnou volatilitou a dalšími riziky vývoje cen potravin zcela zanedbatelný.

Predikce cen zemědělských výrobců (v % mizr.)

	1/2002	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003
Ceny zemědělských výrobců	3.6*	-1.7	-6.5	-5.8	3.0	2.0

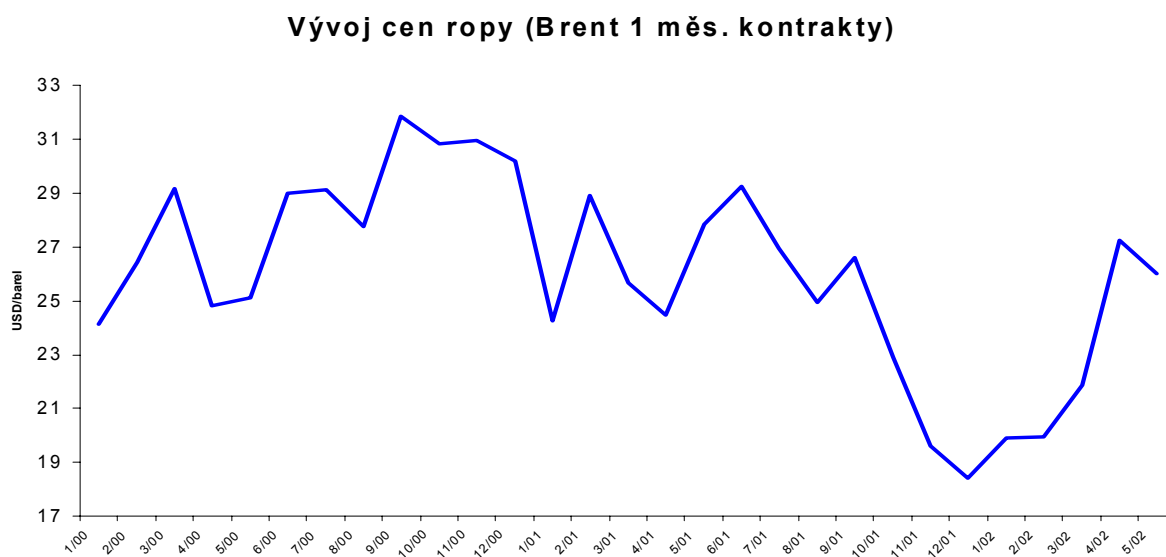
* skutečnost

Výše popsaný vývoj by měl znamenat v průběhu letošního roku pokračující oslabení nákladových tlaků na vývoj spotřebitelských cen potravin. Vzhledem k faktu, že ve sledovaném období nedojde excesivnímu působení poptávkových faktorů na inflaci, bude vliv poptávkových faktorů na vývoj cen potravin velmi malý a bude jak v letošním roce kompenzován poklesem nákladových tlaků. Možná rizika rychlejšího růstu potravin jak z titulu růstu cen zemědělských výrobců tak i z důvodu nákladově - poptávkových faktorů (s ohledem na skutečnost, že spotřebitelské ceny potravin se ve středně dlouhém období chovají spíše jako nontradables) jsou pravděpodobná spíše až v závěru roku 2003.

5. Vnější prostředí

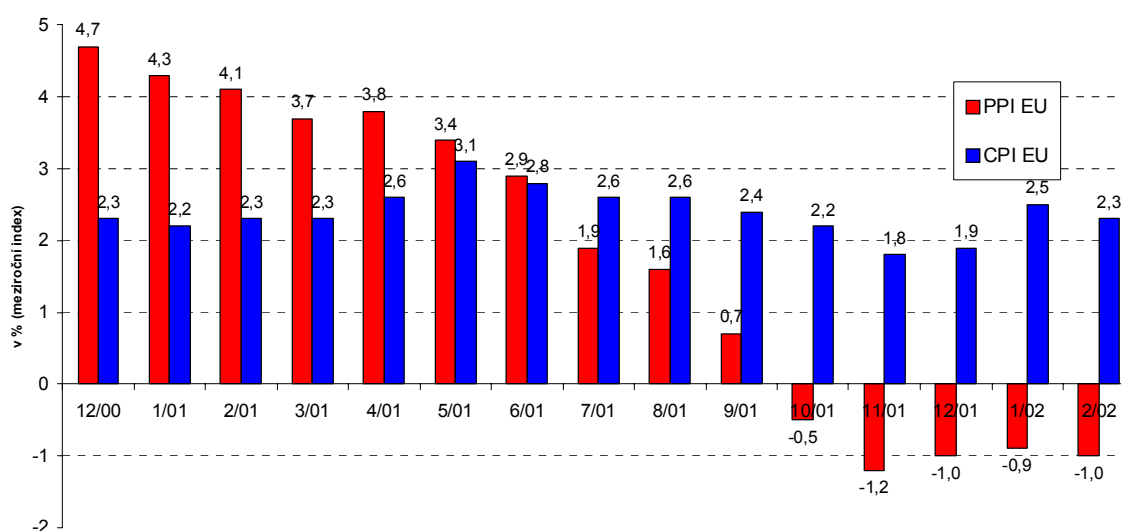
V průběhu března a první polovině dubna byl vývoj cen surovin na světových trzích značně diferencovaný. První skupinou komodit, v níž pokračoval rychlý růst cen z počátku roku, byly energetické suroviny. Růst cen ropy byl tažen obavami z vyhrocení izraelsko palestinského konfliktu a možnými reakcemi zejména arabských zemí na tento vývoj, informacemi o poklesu zásob ropných produktů v USA a dočasným zastavením těžby ropy ze strany Iráku (politické důvody) a Venezuely (stávka). Cena ropy (Brent 1 měsíční kontrakty) dále vzrostla a na počátku dubna se pohybovala mezi 27 a 28 USD/barel (na přelomu roku 2001 a 2002 se pohybovala kolem cca 20 USD/barel, tj. růst cca o 35 %). Poté začala mírně klesat po informacích Saudské Arábie o kompenzaci výpadku irácké ropy a dílčích údajích o vývoji zásob v USA (stabilita). Na přelomu první a druhé dubnové dekády se pohybovala mezi 25 až 26 USD/barel. V současné době je možné konstatovat, že po cca 6měsíčním období získal OPEC opět kontrolu nad vývojem cen ropy a pravděpodobně se bude opět snažit ji udržet v dříve deklarovaném koridoru 22 až 28 USD/barel. Růst cen ropy kopíroval i vývoj cen zemního plynu (krátkodobé kontrakty - růst ceny proti počátku roku o cca 30 %). Ceny základních zemědělských komodit ovlivňované zemědělskou politikou rozvinutých zemí v březnu a na počátku dubna mírně klesaly (maso, obilniny). Ceny ostatních surovin kolísaly. Jednoznačné pokračování růstového trendu bylo v březnu a první polovině dubna patrné u pochutin (růst cen proti počátku roku kávy o 40 % a kakaa o 18 %). Ceny ostatních dovozně významných komodit v březnu a první polovině dubna stagnovaly, resp. mírně klesaly a proti počátku roku se zpravidla vzrostly v intervalu 0 až + 10 %.

Prognóza Consensus Forecasts předpokládá pokles cen ropy WTI z úrovně 27,3 USD/barel (1. čtvrtletí 2002) na 24 až 25 USD/barel ke konci roku 2002 a 1. čtvrtletí 2003. Této hodnotě by odpovídala úroveň cen uralské ropy cca 22 USD/dolar. Oproti CF – březen se zvýšila 3měsíční prognóza z 21,9 na 26,2 USD/barel WTI a roční z 23,4 USD/barel na 24,5 USD/barel WTI.



Ceny průmyslových výrobců v EU se v únoru meziměsíčně nezměnily (v Německu vzrostly o 0,1 %). To se promítlo do mírného prohloubení meziročního poklesu z -0,9 % v lednu na -1,0 % v únoru (v Německu na -0,3 %). Ceny výrobců v EU nadále setrvávají, poměrně blízko nejnižších meziročních hodnot dosažených v listopadu (-1,2 %). Růst cen surovin na světových trzích se dosud významněji do vývoje producentů cen v EU nepromítl. V únoru došlo v EU ke zmírnění meziročního růstu spotřebitelských cen na 2,3 % z lednových 2,5 % (odeznívání vlivu zavedení hotovostního eura na přelomu roku). V březnu setrval meziroční růst spotřebitelských cen na únorové úrovni 2,3 %. V jednotlivých zemích je přitom cenový růst dosti diferencovaný, pohybuje se od 1,5 % ve Velké Británii až po 5,1 % v Irsku. Meziroční růst spotřebitelských cen v Německu činil v březnu 1,9 % (pokles z 2,5 %). Meziměsíčně vzrostly spotřebitelské ceny v EU o 0,6 %. Růst cen byl tažen segmenty energie, doprava a oblečení. V Německu činil meziměsíční růst spotřebitelských cen 0,3 %. **Prognóza CF se prakticky nezměnila, předpokládá stabilitu meziročního růstu spotřebitelských cen v Německu v roce 2002 na úrovni 4. čtvrtletí 2001 (1,7 %, zvýšení odhadu proti březnu o 0,2 p.b.) a mírný pokles v roce 2003 na 1,6 %.** Ceny výrobců by v roce 2002 měly také v podstatě stagnovat na úrovni 4. čtvrtletí 2001 (0,2 %, tj. zvýšení odhadu proti březnové prognóze o 0,1 p.b.) v roce 2003 vzrůst na 1,7 % (pokles oproti březnové prognóze o 0,1 p.b.).

Vývoj cen v EU



Zveřejněné údaje o vývoji HDP v nejdůležitějších světových ekonomikách ve 4. čtvrtletí 2001 naznačily mírně příznivější vývoj v USA oproti očekávání, v ostatních významných zemích se hospodářský růst pohyboval na očekávané úrovni. Přestože tato příznivější očekávání nejsou plně podporována vývojem dílčích indikátorů, dochází postupně k revizím prognóz hospodářského růstu USA ve směru urychlení růstu (opakovaně - Consensus Forecasts). MMF přehodnotil již podruhé odhad růstu HDP v USA v letošním roce na aktuálních 2,2 % (minulá prognóza 1,4 %). Prognózu hospodářského růstu v USA v roce 2003 naopak snížil z 3,8 % na 3,4 % (zřejmě matematický dopad změny prognózy na rok 2002). Mírně též zvýšil prognózu hospodářského růstu pro letošní rok ve Velké Británii z 1,8 % na 2,0 %. Prognózu růstu pro eurozónu na rok 2002 (1,2 %) ponechal beze změny. Za určité riziko očekávaného urychlení hospodářského růstu je považováno opětovné zvýšení cen energetických surovin. **CF předpokládá dosažení hospodářského růstu v Německu v roce 2002 ve výši 0,9 % (revize oproti CF – březen o 0,1 p.b. směrem nahoru) a urychlení růstu v roce 2003 na 2,5 %**

(zachována předcházející úroveň predikce). Poměrně výrazně však CF zvýšil prognózu hospodářského růstu v USA v roce 2002 z 2,1 % na 2,6 %.

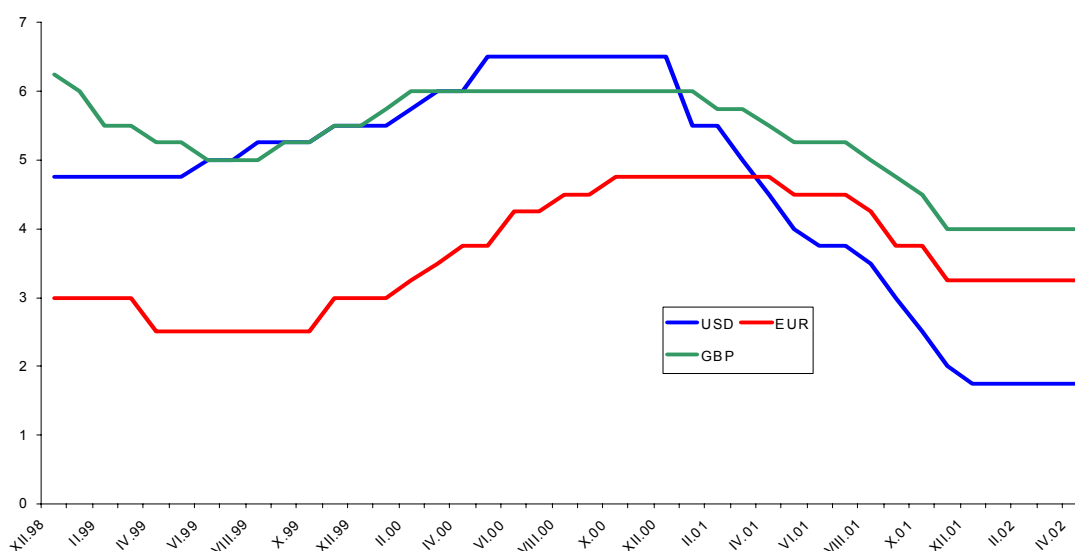
Meziroční růst HDP v % v nejdůležitějších světových ekonomikách

	2000	2001	2002	2003
USA	4,1	1,2	2,6	3,5
EU	3,3	1,6	x	x
Německo	3,0	0,6	0,9	2,5
Japonsko		-0,3	-1,1	1,1

Prognóza Consensus Forecasts

Březnové zvýšení měnověpolitických sazeb ve Švédsku (o 0,25 p.b. na 4,0 %) a na Novém Zélandu (také o 0,25 p.b. na 5,0 %) zatím žádné další centrální banky rozvinutých zemí nenásledovaly, růst sazeb (návrat k obvyklejším úrovním) je očekáván spíše ve druhé polovině roku na základě potvrzení signálů o překonání hospodářské recese.

Vývoj měnověpolitických úrokových sazeb nejdůležitějších světových měn



Kurz dolaru vůči euru byl od února velmi stabilní, osciloval v úzkém rozpětí mezi hodnotami 0,865 až 0,885 USD/EUR, ve druhé dubnové dekádě byly patrné náznaky trendu velmi mírného oslabování dolaru k hodnotě kolem 0,89 USD/EUR.

III. Inflace

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 1.SZ	skutečnost	predikce 1.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	březen 2002	0,0	-0,1	3,6	3,7
Čistá inflace	březen 2002	-0,1	-0,2	2,4	2,5
Ceny potravin, nápoje, tabák	březen 2002	-0,2	-0,5	2,7	2,3
Korigovaná inflace	březen 2002	0,0	0,0	2,3	2,6

1. Minulý vývoj

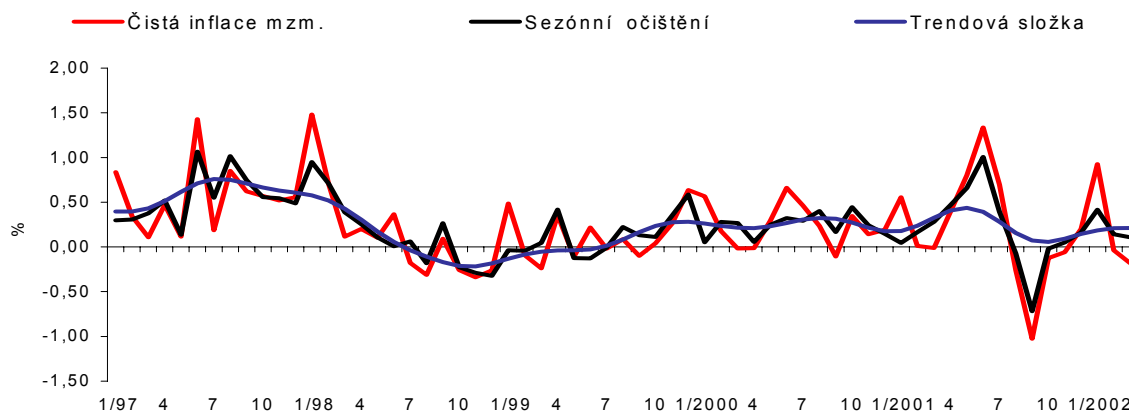
Spotřebitelské ceny se vyvíjely v 1. čtvrtletí 2002 z pohledu meziměsíčních sezónností téměř shodně jako ve stejném období předchozích tří let. Po sezónně podmíněném růstu v lednu došlo v únoru k meziměsíční stagnaci a v březnu k velmi slabému meziměsíčnímu poklesu.

Vývoj v 1. čtvrtletí byl výsledkem souběžného působení relativně umírněného růstu domácí poptávky, jen slabě proinflačního růstu domácích mzdových nákladů a příznivého externího nákladového vývoje. Úroveň reálné domácí poptávky i reálné spotřebitelské poptávky na úrovni kolem 3 - 4 % a růst mzdových nákladů kolem 5 % neznamenal v podmínkách meziročního poklesu dovozních cen (v průběhu současného a předchozích dvou čtvrtletí v řádu kolem 5 %) zásadnější impuls pro zrychlení cenového růstu. V průběhu uvedených tří měsíců se neobjevila rizika výraznějšího zrychlení cen v průběhu roku 2002 oproti úrovni z 1. čtvrtletí.

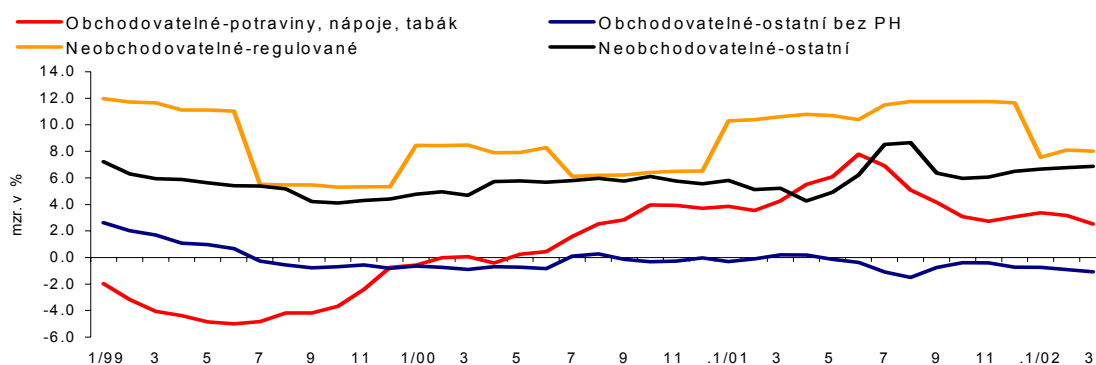
Cenové změny v 1. čtvrtletí znovu potvrdily oprávněnost strukturálního pohledu na vývoj spotřebitelské inflace. Rozdílnost hladiny cenového růstu v jednotlivých skupinách spotřebitelského koše vyplývající mj. i z rozdílnosti faktorů ovlivňujících tuto hladinu tvoří významný faktor úrovně celkové inflace. Cenový vývoj byl významně ovlivňován velkou setrvalostí vývoje cen neobchodovatelných komodit, spolehlivou reakcí cen pohonných hmot na vývoj cen ropy či kursu Kč/USD, relativně malou pružností cen obchodovatelných komodit směrem dolů a silnou volatilitou cen potravin, zčásti vyplývající z vývoje cen zemědělských výrobců. Uvedené charakteristiky budou ve značné míře ovlivňovat vývoj inflace i v následujících dvou letech.

Sezónně očištěné hodnoty a trend mzm. čisté inflace (v %)

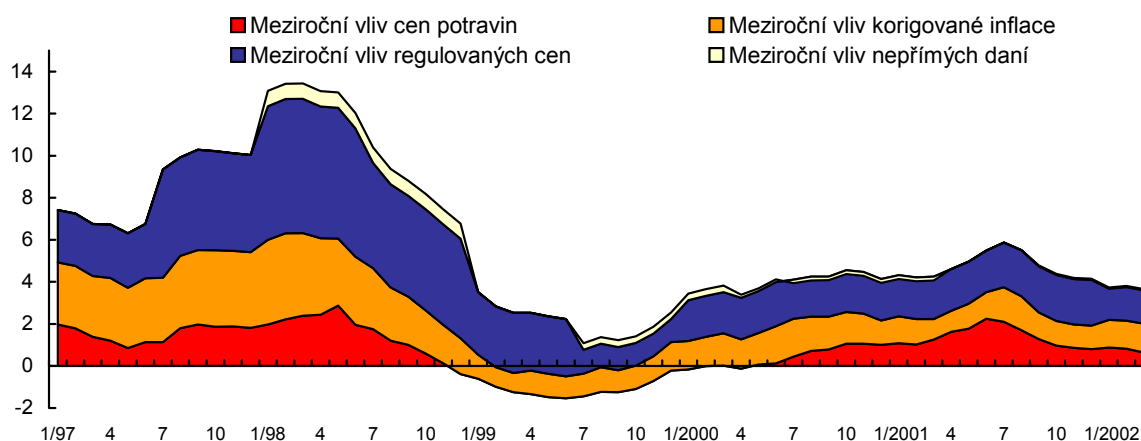
(řadu mzm. indexů jsme získali přímým napojením údajů spočtených na starém a novém spotřebním koši)



Meziroční růst jednotlivých skupin cen (v %)



Struktura mzr. růstu spotřebitelských cen (v %)



2. Predikce pro rok 2002

Vývoj inflace, měřené meziročním indexem spotřebitelských cen, bude v průběhu roku 2002 ovlivněn především příznivým vývojem poptávkových i nákladových faktorů, působícím ve srovnání s předchozím rokem spíše více deflačně. Tento vliv bude obousměrně korigován řadou dalších autonomních, z fundamentálního vývoje české ekonomiky nevyplyvajících faktorů. Celkově však (při alespoň hrubém naplnění směru a intenzity jednotlivých dále uvedených faktorů) lze poměrně velmi spolehlivě identifikovat další zpomalování meziročního růstu spotřebitelských cen v průběhu roku 2002 (ve 3. čtvrtletí dokonce krátkodobě přecházejícího do extrémně slabého růstu v důsledku vlivu srovnávací základny z roku 2001).

Vývoj inflace bude poměrně výrazně ovlivněn zpomalováním růstu regulovaných cen (podle dosavadních ověřených informací) v průběhu roku z 8,0 % v březnu na cca 5,2 % v prosinci. Tento vývoj se bude podílet zhruba polovinou na očekávaném snižování úrovně meziroční inflace v průběhu roku.

Bude pokračovat z pohledu inflace příznivý vývoj domácí a agregátní poptávky v druhé polovině roku 2001 a na počátku roku 2002 (odhadované zpoždění vlivu do inflace tří čtvrtletí). Tento vývoj (růst domácí poptávky na úrovni předchozích 2 let a z něj resultující

vývoj HDP) implikuje úroveň výstupu nadále pod potenciálem ekonomiky. Nákladová inflační rizika z titulu excesivní poptávky v roce 2002 tedy nelze očekávat.

Neočekáváme rovněž žádné významnější změny spotřebitelského klimatu, aproximovaného vývojem spotřeby a tržeb v b.c., jehož případný excesivní vývoj by na vývoj cen působil téměř bez zpoždění nebo s velmi malým zpožděním. Předpokládaný růst spotřeby domácností i tržeb se proti předchozímu roku významněji nezmění, což potvrzuje i dosavadní vývoj v lednu - únoru. Rovněž tato inflační rizika lze tedy považovat za zanedbatelná.

Nominální jednotkové mzdové náklady, představující významný inflační faktor (odhadované zpoždění 2 - 3 čtvrtletí), porostou na úrovni slabě nižší oproti předchozímu roku a nebudou tvořit významnější rizika pro zrychlení inflace. V souhrnu tedy predikce očekává stabilní vývoj endogenních faktorů na úrovni roku 2001.

Prostor pro udržení nízkoinflačního vývoje v roce 2002 bude významně podpořen očekávaným vývojem externích a domácích nákladových faktorů a kursu v průběhu roku, jejich vliv se do vývoje inflace promítá s velmi krátkým (cca 1 čtvrtletí) zpožděním. Očekáváme postupné zmírňování příznivého nákladového šoku z přelomu let 2001 a 2002, tj. postupné zpomalování meziročního poklesu dovozních cen (integrujících vliv cenového vývoje v zahraničí, vliv cen energetických surovin i vliv efektivního kursu) v závěru roku 2002. I ke konci roku 2002 však dovozní ceny budou (zejména v důsledku očekávaného kursového vývoje) meziročně klesat.

V průběhu roku 2002 rovněž očekáváme meziroční pokles cen zemědělských výrobců, který se promítne do zpomalování růstu cen potravin v průběhu roku. Spolu s vlivem srovnávací základny roku 2001 to povede přechodně v polovině roku až k meziroční stagnaci, případně slabému meziročnímu poklesu cen potravin.

Očekávaný vývoj cen ropy na úrovni kolem 24 USD/barel při souběžné mírné apreciaci kursu Kč/USD neznámá vážnější rizika, pokud jde o meziroční vývoj cen pohonných hmot, jejich dopad do celkové inflace bude téměř zanedbatelný.

Přenos vývoje inflačních faktorů do skutečného vývoje indexu spotřebitelských cen zůstává v posledních zhruba 8 čtvrtletích velmi spolehlivý, což lze mj. dokumentovat jak na výsledcích predikcí, tak i na stabilitě koeficientů ekonometrických modelů i modelů samotných. Tuto spolehlivost přičítáme zejména stabilnímu a nízkoinflačnímu vývoji české ekonomiky v posledních dvou letech bez zásadnějších výkyvů poptávkově inflačních vlivů a dále silně konkurenčnímu trhu produktů (především obchodovatelných komodit).

Vývoj faktorů inflace (meziroční 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	9.9
2.Q99	4.90	21.21	-0.9	0.3	2.5	8.0	5.5	-16.9	4.3	3.5	8.5
3.Q99	5.79	67.82	4.7	1.0	2.1	8.7	5.5	-16.0	6.0	0.5	7.8
4.Q99	8.15	130.14	11.1	2.5	2.2	7.9	4.5	-3.6	5.6	4.1	7.7
1.Q00	0.47	156.13	12.9	4.6	1.5	7.0	2.1	0.7	5.1	6.0	7.4
2.Q00	0.32	77.63	12.9	4.6	1.6	5.8	1.7	9.3	4.3	4.7	5.1
3.Q00	1.98	41.12	12.1	5.1	2.5	6.2	2.4	12.9	4.8	2.9	6.3
4.Q00	1.74	19.16	11.9	5.6	1.3	7.2	2.2	11.4	6.0	2.9	5.6
1.Q01	-0.71	-8.85	4.0	4.3	3.2	9.3	5.4	11.1	9.4	3.7	7.5
2.Q01	-3.50	3.92	0.3	3.7	4.0	9.3	5.3	14.5	9.4	4.0	13.3
3.Q01	-3.51	-15.52	-2.5	2.4	3.6	8.9	5.4	10.5	9.1	3.7	11.9
4.Q01	-5.87	-33.10	-7.3	1.0	4.0	7.5	4.9	2.9	8.2	4.9	13.0
2001	-3.40	-13.39	-1.4	2.9	3.7	8.5	5.0	9.7	8.8	4.0	13.0
1.Q02	-7.30	-15.41	-6.6	0.1	3.0	7.0	4.0	3.6	6.8	3.3	11.0
2.Q02	-9.12	-7.98	-4.9	-0.3	3.1	7.4	4.5	-1.7	7.2	3.3	7.5
3.Q02	-8.41	-5.76	-4.5	0.2	2.9	7.6	4.6	-6.5	7.4	3.2	8.0
4.Q02	-6.13	18.42	-2.5	1.3	3.2	8.4	5.1	-5.8	8.2	3.3	10.0
2002	-7.74	-2.68	-4.6	0.3	3.1	7.6	4.6	-2.6	7.4	3.3	10.0
1.Q03	-2.91	9.12	-0.2	1.9	3.7	7.9	3.9	3.0	8.0	3.8	9.0
2.Q03	-1.58	-7.14	-0.2	2.2	3.7	8.0	3.8	2.0	8.0	3.8	10.3
3.Q03	-1.16	-0.90	0.5	2.3	3.4	8.1	3.4	3.0	8.0	3.6	10.5
4.Q03	-0.96	-0.45	1.4	2.5	3.2	7.9	3.8	4.0	8.0	3.3	10.7
2003	-1.65	0.16	0.4	2.2	3.5	8.0	3.7	3.0	8.0	3.6	10.7

*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

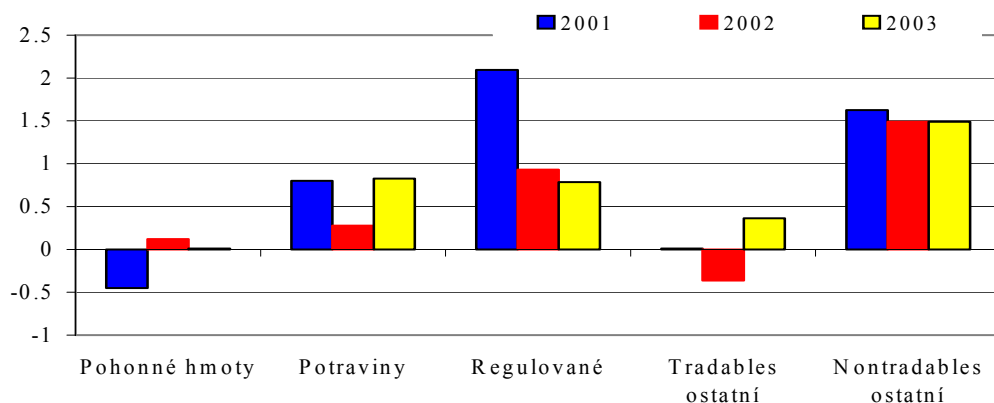
*** průměrná nominální mzda ve sledovaných organizacích vynásobená počtem zaměstnanců v NH

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

Souhrnně vede výše předpokládaný vývoj inflačních faktorů k predikci dalšího zpomalování meziročního cenového růstu. Růst domácí i agregátní poptávky ve srovnání s rokem 2001 zpomalí. Reakce nabídkové strany na tuto poptávku bude do značné míry pokryta rovnovážným růstem produktivity. Úroveň výstupu se bude pravděpodobně stále nacházet pod potenciálem. Tlak spotřebitelské poptávky na cenový růst v porovnání s předchozími dvěma roky nezesílí. Rovněž očekávaný vývoj na trhu práce (stagnace, resp. slabý pokles zaměstnanosti, spojený s mírným vzestupem míry nezaměstnanosti) neindikuje inflační rizika. O tom nepřímo svědčí i očekávaný vývoj jednotkových mzdových nákladů, jejichž růst v porovnání s předchozím rokem rovněž zpomalí s příznivým dopadem do inflace. Referenčními scénáři předpokládaný kursový vývoj (slabá apreciacie, resp. kursová stabilita) bude do značné míry postupně neutralizovat očekávaný mírný růst cen energetických surovin a pozvolný vzestup inflace v zemích obchodních partnerů. V průběhu roku postupně dojde k odeznění příznivého nákladového šoku, nicméně příspěvek dovozních cen do spotřebitelské inflace bude stále ještě působit protiinflačně. Inflační očekávání zůstávají příznivá.

Z pohledu struktury spotřebního koše bude toto zpomalování důsledkem zpomalování růstu cen potravin (vliv vývoje cen výrobců a základny roku 2001) a regulovaných cen. Rovněž meziroční růst korigované inflace bez pohonných hmot mírně zpomalí oproti úrovni roku 2001 v důsledku příznivého nákladového šoku, zejména na ceny obchodovatelných komodit. Předpokládáme udržení úrovně růstu cen neobchodovatelných komodit na úrovni roku 2001, případně slabé zpomalení jejich růstu. V průběhu roku 2002 se částečně bude opakovat příznivý vliv nízkých cen pohonných hmot (obdobně jako ke konci roku 2001), teprve ke konci roku 2002 lze očekávat velmi slabý růst těchto cen (se zanedbatelným dopadem do úrovně meziročního CPI).

Struktura cenového růstu (příspěvek jednotlivých skupin k mizr. růstu CPI v proc. bodech)



3. Predikce pro rok 2003

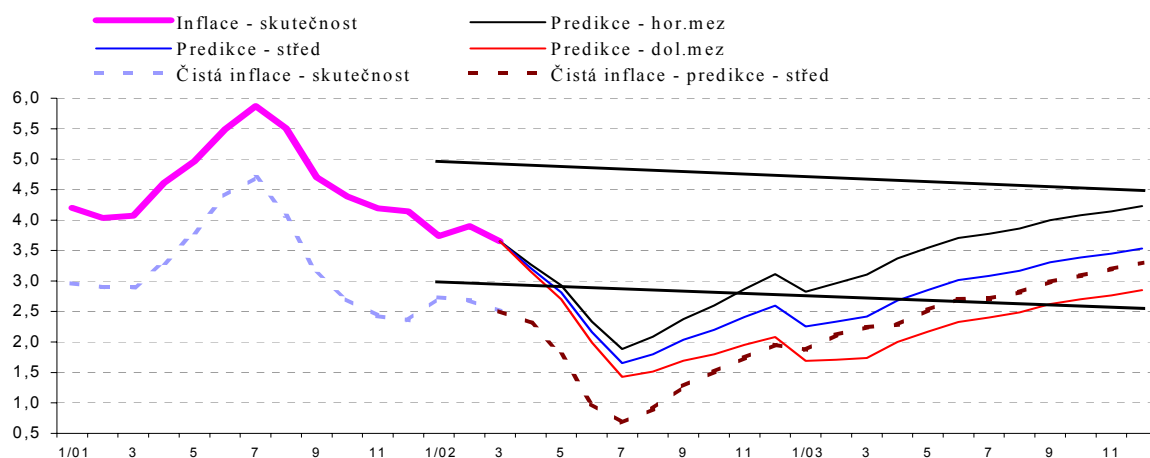
V roce 2003 bude vývoj inflace ovlivněn řadou protisměrně působících faktorů. Pokud jde o vývoj fundamentálních veličin české ekonomiky, za klíčové lze označit především očekávané postupné uzavírání output gapu, vyčerpání pozitivního nákladového šoku v oblasti dovozních cen a obnovení růstu cen zemědělských výrobců. Tyto faktory nezbytně povedou ke zrychlení inflace ve srovnání s rokem 2002. Tento pohyb bude jen částečně korigován dnes známým scénářem vývoje regulovaných cen s dalším zpomalením jejich růstu z cca 5,2 % v prosinci 2002 na cca 4,4 % v prosinci 2003.

Ve srovnání s rokem 2002 lze v **roce 2003** tedy za předpokládaným souhrnným zvýšením

úrovně meziročního indexu spotřebitelských cen až na cca 3,5 % ke konci roku nutno očekávat poměrně výrazné pohyby ve struktuře cenového růstu. Dále zpomalí nárůst regulovaných cen, zrychlení celkového cenového růstu tak bude následkem růstu neregulovaných cen, především cen potravin. Lze očekávat i zrychlení korigované inflace, zatímco ceny pohonných hmot budou víceméně stagnovat. Vyčerpání pozitivního nákladového šoku se projeví především v oblasti cen obchodovatelných komodit a cen potravin, naopak ceny neobchodovatelných komodit budou se zpožděním reagovat na příznivý vývoj inflace z předchozích dvou let (jejich růst však i nadále zůstane nad úrovní celkového růstu cen).

Možná rizika rychlejšího růstu cen potravin (proti predikci) jak z titulu růstu cen zemědělských výrobců tak i z důvodu nákladově - poptávkových faktorů (s ohledem na skutečnost, že spotřebitelské ceny potravin se ve středně dlouhém období chovají spíše jako nontradables) jsou pravděpodobná spíše až v průběhu 2. poloviny roku 2003.

Predikce meziročního růstu spotřebitelských cen (v %)



V porovnání s 1. SZ nedochází k významnějším změnám predikce většiny endogenních faktorů. Jen dílčí změny fundamentálních faktorů samy o sobě implikují poměrně malé změny v predikci. K zásadnějším změnám došlo u scénářových veličin, zejména u ceny ropy a kursové trajektorie.

Porovnání predikcí v 1. SZ a ve 4. SZ (rozdíly meziročních změn v proc. bodech)

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	-0.2
2.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.8
3.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5
4.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4
1.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
2.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.7
3.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6
4.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9
1.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.3
2.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.2
3.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1
4.Q01	0.00	0.00	-1.3	0.0	0.6	-1.2	-0.7	0.0	-0.4	1.2	1.4
2001	0.00	0.00	-0.3	0.0	0.2	-0.5	-0.5	0.1	-0.3	0.2	1.4
1.Q02	-0.68	9.41	-0.3	-0.4	0.0	-1.9	-1.7	2.6	-1.8	0.0	1.7
2.Q02	-1.87	18.56	0.9	-0.5	0.0	-0.9	-0.8	0.3	-0.9	0.0	0.9
3.Q02	-1.38	11.69	0.8	-0.5	0.0	-0.8	-0.6	0.0	-0.8	0.0	0.9
4.Q02	-1.42	33.15	0.4	-0.5	0.1	1.3	1.5	0.0	1.1	0.0	-0.5
2002	-1.34	10.71	0.5	-0.5	0.0	-0.6	-0.3	0.7	-0.6	0.0	-0.5
1.Q03	-0.11	-5.32	0.5	-0.2	0.8	-0.5	-0.5	2.0	-0.3	0.6	-1.6
2.Q03	1.06	-15.56	-2.2	-0.2	0.8	0.6	0.1	0.0	0.3	0.6	-0.3
3.Q03	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
4.Q03	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
2003	0.98	-6.92	-0.2	-0.3	0.6	0.0	0.1	-0.5	0.1	0.4	-0.1

Ohodnocení hlavních rizik. Při naplnění predikce inflačních faktorů považujeme rizika predikce za poměrně malá. Málo pravděpodobný je i od predikce výrazně odchylný vývoj fundamentálních faktorů (domácí poptávky, veličin na trhu práce, output gapu).

Dominantními riziky predikce jsou tedy rizika, spojená s vývojem kursu a cen energetických surovin odchylně oproti aktuálním scénářům. Obvyklou rizikovost je nezbytné přisoudit rovněž predikci cen zemědělských výrobců. Ostatní rizika odchylek proti predikci považujeme za málo významná.

Rizika kursového scénáře pro vývoj inflace. Pomineme-li poměrně velmi čitelný vliv vývoje kursu Kč/USD na domácí ceny pohonných hmot, předpokládáme na základě dosavadních zkušeností, že vývoj devizového kursu ovlivňuje především ceny obchodovatelných komodit (v jejich rámci je vliv na ceny potravin slabší). Přímý vliv na ceny neobchodovatelných komodit je malý.

Rizika lze uvažovat přímá (fungování dovozové arbitráže, resp. přímý vliv tzv. příznivého nákladového šoku) a nepřímá (zprostředkovaný dopad přes kursový vliv na oslabení ekonomického růstu). Analýza dopadu kursového scénáře do poptávky a ekonomické aktivity doposud neukazuje takové změny v dynamice růstu, které by zásadněji ovlivnily úroveň CPI. Přímá rizika jsou uvedena v připojeném krátkém boxu, zprostředkovaná jsou diskutována v části o vývoji ekonomické aktivity.

Přímá rizika se objevují již při současném uvažovaném vývoji kursu (daném referenčním scénářem). Zatímco v předchozích dvou letech aprecioval kurs Kč /EUR meziročně o 3 - 6 %, přijatý kursový scénář znamená v průběhu roku 2002 meziroční apreciaci kolem 8 %. Nicméně je nutno vzít v potaz korigující roli růstu ostatních nákladových faktorů (mzdy, ceny v zahraničí, energetické suroviny). Současně v podmínkách velmi silně konkurenčního domácího trhu obchodovatelných komodit a při stabilním vývoji poptávky lze odhadnout, že část zisku prodejců z kursové apreciacie bude použita na zvýšení podílu na trhu formou netransparentního snižování cen (formou různých slev, které se však ve statistickém cenovém indexu ČSÚ nepromítnou) a část na zvýšení nominálních marží. S odkazem na tyto skutečnosti a s přihlédnutím na závěry boxu předpokládáme, že dopad scénářového vývoje kursu bude poměrně malý, cca třetinový oproti plnému promítnutí kurzové apreciacie na základě ekonometricky zjištěné elasticity v minulosti (tento předpoklad je promítnut i do aktualizované predikce inflace). Nejistoty vyjadřujeme aplikací dolní hranice odhadu z boxu, která by proti číselné predikci znamenala snížení úrovně CPI o dalších cca 0,5 proc. bodu (tj. na cca 2,0 % v prosinci 2002).

Specifickým problémem zůstává aktuální úroveň kursu na cca 30Kč/EUR oproti 31,25 Kč/EUR v referenčních scénářích pro zpracování prognózy. V případě vyhodnocení této pozice prodejci jako krátkodobé (cca do 3 měsíců) předpokládáme stejné závěry jako výše uvedené. V případě delšího trvání uvedené úrovně lze očekávat dopad masivnější. V krajním případě by šlo o dezinflaci z titulu zabrzdnění ekonomického růstu (podrobněji část o poptávce).

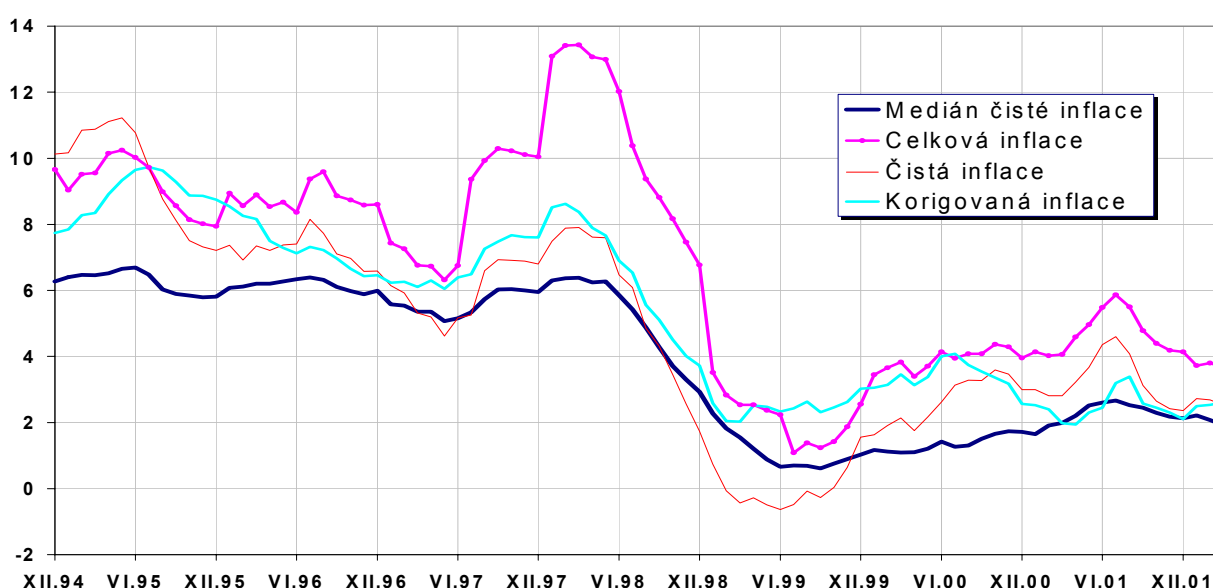
1. DK a světové ceny nejsou jediným determinantem domácí cenové hladiny a to ani u podobného obchodovatelného zboží. Přeshraniční mikroekonomická arbitráž nefunguje dokonale, proto změny DK nevedou proporciálně k změnám domácí cenové hladiny tohoto zboží a k návratu reálného devizového kurzu na původní úroveň skrze nárůst poptávky po domácím zboží a jeho vývozu do zahraničí s patřičnými cenovými dopady.⁹
2. Dominantním kanálem přenosu změn nominálního devizového kurzu do domácích cenových okruhů je nákladové působení dovozních cen (dovoz finálních výrobků pro přímé uspokojení domácí absorpce, dovoz surovin, materiálů a meziprojektu pro finalizaci a uspokojení domácí absorpce nebo vývozu). Ten předpokládá alespoň částečný přenos kursové změny do dovozních cen importérem, který nenechá zcela protisměrně přizpůsobit svou marži kursovému vývoji tj. tzv. „local currency pricing“ nebo „pricing to market“ není úplný. Elasticita cen dovážených komodit na změny nominálního devizového kurzu však zřejmě není zdaleka jednotková. A dá se předpokládat, že další část reakce ceny na kurz se ztratí na cestě od dovozce k finálnímu spotřebiteli.
3. V českých podmínkách se to, prozatím potvrzuje. Částečná (zhruba poloviční) reakce dovozních cen na změny nominálního devizového kurzu se projevuje s přihlédnutím k váze dovozu na přidané hodnotě zboží zastoupeného ve spotřebním koši v pohybech segmentu tradables části koše i celého CPI. Procentní změny CPI na změnu nominálního devizového kurzu jsou však mnohem (téměř řádově) menší než by odpovídalo procentní změně kurzu, dochází k pohybu reálného devizového kurzu a porušuje se tak "zákon jediné ceny".
4. Nemáme však zatím silné teoreticko-empirické důkazy o tom, že by tato reakce ekonomiky byla jiná v případě depreciačních pohybů než v případě apreciacie nominálního devizového kurzu. Rovněž tak nemůžeme příliš spekulovat o vlivu rozsahu rasance kurzové změny na průběh a intenzitu (linearitu či nelinearitu) přizpůsobování dovozních cen a ostatních domácích cenových okruhů.
5. Rovněž tak nemáme příliš konkrétní představu o tom, jak může komunikace a politika centrální banky v situaci mimořádného kursového vývoje ovlivnit reakci ekonomických agentů a cen na silnou apreciaci DK. Dá se předpokládat, že přesvědčování trhu ze strany ČNB o dočasnosti, nerovnováznosti a dlouhodobé neudržitelnosti současného kursového vývoje doprovázené devizovými intervencemi může vytvářet dojem přechodnosti tohoto jevu. To může znamenat jistou zdrženlivost v reakci cen na vývoj DK oproti standardní reakci zjištěné statisticky v minulosti. Naše stávající predikce založená na referenčním scénáři vývoje kurzu, který je výrazně depreciovanější oproti skutečným hodnotám kurzu posledních dní je tedy spíše predikcí pro performanční scénář. Dalším problémem může být, že predikce počítá s cenovými dopady současné (bezprostředně předcházející) úrovně nominálního kurzu a očekávanými dopady budoucího vývoje kurzu, který předpokládá, že se podaří trh přesvědčit o dočasnosti aktuálního vývoje a toto přesvědčení nabude podoby skutečného zastavení kurzové apreciacie. Vlastní cenová reakce na vývoj nominálního kurzu však může být tažena zcela jinými očekáváním budoucího kurzového vývoje ekonomickými agenty (odlišnými od našeho scénáře), přičemž aktuální kurzový vývoj bude považován za součást dlouhodobějšího udržitelného trendu a reakce cen bude razantnější.

⁹ V přeshraniční arbitráži brání celní a jiné obchodní bariéry, dopravní náklady, autorizované dealerství a výhradní zastupování apod.

6. Expertně tedy můžeme usuzovat, že v současné fázi hospodářského cyklu, vzhledem k razanci kursového pohybu¹⁰, stavu konkurence na maloobchodním trhu¹¹ a s přihlédnutím k očekávanému chování BR ČNB bude docházet k zhruba 1/3 až 2/3 promítání DK do domácích cenových okruhů oproti elasticitě, zjištěné na dřívějším vývoji.

4. Medián čisté inflace

I v březnu pokračoval medián inflace ve svém trendovém poklesu a vzhledem k poměrně vysokým meziměsíčním hodnotám ve srovnatelném období minulého roku můžeme zhruba do poloviny roku očekávat ještě další pokles mediánové inflace. Ze stejného důvodu by čistá inflace po stagnaci v 1. čtvrtletí měla přejít do klesajícího trendu v dalším čtvrtletí.



Medián čisté inflace a jeho porovnání s ostatními agregáty inflace

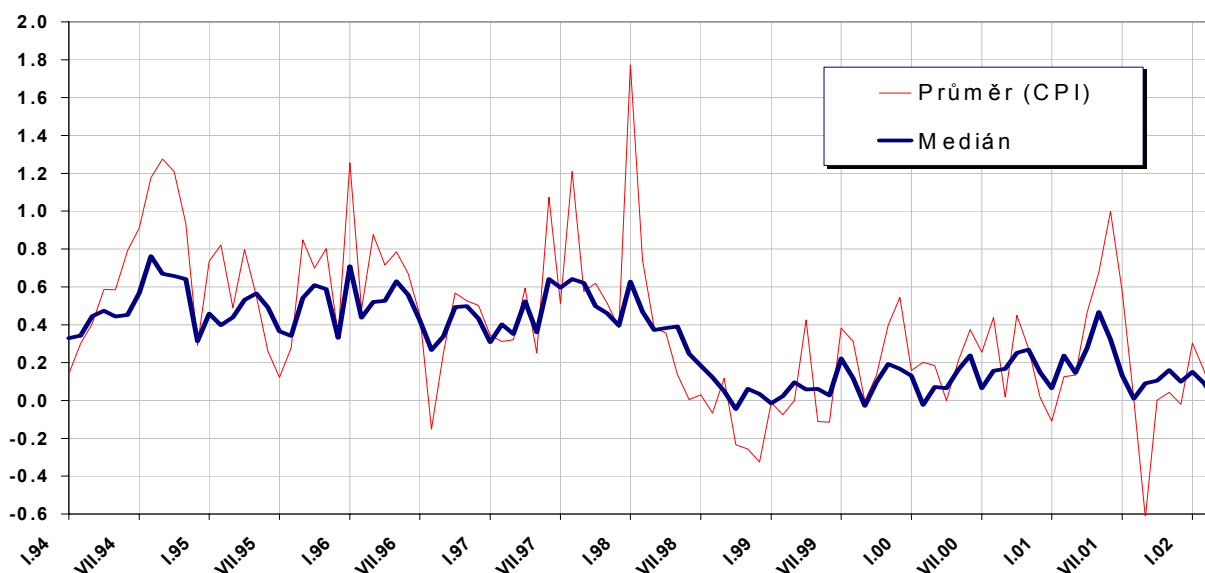
Jak signalizuje meziměsíční čistá inflace (vážený průměr nevylučovaných sezónně očištěných položek), předchozí půlroční stabilní a velice mírný růst neregulovaných cen se v březnu zastavil. Stejnou informaci poskytuje medián, což znamená, že cenový vývoj nebyl v tomto

¹⁰ Dosavadní zkušenost je spíše taková, že historicky realizované kurzové aprecie vždy jen snižovaly vliv proinflačního vývoje ostatních nákladových i poptávkových faktorů a brzdily kladné tempo růstu obchodovatelných komodit. Nyní bychom se měli poprvé ocitnout ve fázi, kdy by i pod vlivem kurzu měla absolutní cenová hladina obchodovatelných komodit klesat. Otázka pružnosti cen směrem dolů je proto naprosto kardinálním problémem.

¹¹ Na základě analýz a informací z Ministerstva průmyslu a obchodu můžeme v nejbližších letech očekávat druhou vlnu souboje o podíly na trhu maloobchodních řetězců. Po vstupu velkých nadnárodních hráčů (typu Tesco Stores) se chystají etablovat na našem trhu i menší spíše regionální firmy z bezprostředního okolí (Rakousko, Německo). Tento faktor by podpořil spíše vyšší z obou uváděných elasticit promítání aprecie.

měsíci vychýlen neočekávanými vnějšími faktory žádným směrem. Při absenci vnějších šoků by ani nadále neměla jádrová a čistá inflace mít výrazně odlišný průběh a umírněný cenový vývoj v kombinaci s vysokou základnou pro meziroční čísla ve druhém čtvrtletí vyústí patrně do poklesu meziroční inflace. Tento pokles však nebude tak výrazný, jako byl vzestup inflace ve stejném období minulého roku, neboť proti němu bude působit sezónní efekt cen zájezdů. Sezónnost u této skupiny (co do rozsahu rok od roku se zvyšující) můžeme pozorovat již třetím rokem, ale v loňském roce byla ještě zvýrazněna díky změně metodiky ČSÚ.

Meziměsíční čistá inflace (sezónně očištěno)



5. Střednědobý modelový výhled

Střednědobý modelový makroekonomický výhled na období 2002 - 2005 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 je možno modelovou prognózu chápat jako částečně integrovanou, neboť výhled endogenních veličin do 3.Q 2002 se řídí krátkodobou prognózou sestavenou v odboru 413. Jako tradičně je prognóza sestavena s předpokladem reaktivní měnové politiky. Reakce měnověpolitických veličin je však v horizontu do konce roku 2003 omezena na úrokové sazby, zatímco kurzový vývoj se v tomto období řídí referenčním scénářem. K tomuto kroku nás vede především snaha o maximální konzistenci s krátkodobou prognózou odboru 413, která je na tomto horizontu přebírána. Zahrnutí referenčního scénáře kurzu respektuje i vliv působení autonomních kurzových faktorů bez přímé vazby na průběh měnového cyklu. Přebírání referenčního scénáře je pro vyznění prognózy významné především na konci roku 2003, kdy mechanismus úrokové parity už ukazuje na další posilování kurzu oproti neměnné úrovni referenčního scénáře.

Exogenní předpoklady vnějšího prostředí

Světová ekonomika

Oproti minulé velké SZ se snížila nejistota ohledně předpokládaného vývoje světové ekonomiky, přičemž se mírně zvýšil odhad rychlosti oživení poptávky u našich obchodních partnerů, především Německa. Základní scénář predikce předpokládá od tohoto roku postupné oživování německé ekonomiky spojené s růstem inflace a odpovídající reakcí úrokových sazeb. V souladu s tímto vývojem referenční scénář z Consensus Forecast počítá se zastavením meziročního poklesu cen ropy během roku 2002 a jejich růstem v roce 2003 v řádu do 10 %. Odhad vývoje mezery HDP v Německu ukazuje na kulminaci poptávkových dopadů německého oživení do české ekonomiky na přelomu let 2003 a 2004. V průběhu roku 2004 bude vrcholit i přímý inflační impuls spojený s tímto oživením. Zároveň se v tomto období zastaví růst ročních euro sazeb na peněžním trhu.

Autonomní faktory kurzu

Výraznou nejistotu střednědobé prognózy představuje vývoj autonomních faktorů determinujících očekávanou změnu měnového kurzu. Průběh kurzu v posledních dvou čtvrtletích ukázal jen malou citlivost na průběh měnového cyklu. Na základě analýzy finančních toků se však lze domnívat, že v případě respektování dohody s vládou bude vliv autonomních kurzových faktorů souvisejících s přílivem privatizačních příjmů a ostatních přímých zahraničních investic v průběhu roku slábnout. Od roku 2003 by pak měly dominovat faktory spojené s vývojem měnového cyklu. Z těchto důvodů je referenční scénář vývoje kurzu pro následující dvě čtvrtletí roku 2002, sestavený na základě analýzy finančních toků, respektován i modelovou prognózou jako nejlepší odhad kurzového vývoje. Referenční scénář kurzu však nezohledňuje krátkodobé autonomní výkyvy spekulativní povahy, které s největší pravděpodobností stojí za vývojem kurzu v posledních několika týdnech. V souladu s jejich povahou počítá referenční scénář s jejich odezněním a návratem kurzu na hodnotu 31,25 Kč/euro.

Riziková premie

Na základě naší představy o rychlém tempu nominální konvergence předpokládáme i nadále postupný pokles rizikové premie směrem k nule v roce 2007, ačkoliv tempo tohoto poklesu je nižší, než vyplývá z odhadu vývoje posledních dvou čtvrtletí. Výrazně tak měníme předpoklad z 1. SZ, která interpretovala vývoj kurzu koncem minulého roku jako dočasný prudký pokles rizikové premie, jenž se v průběhu roku 2002 vrátí na svou původní trajektorii.

Exogenní předpoklady vnitřního prostředí

Veřejný sektor

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, dále se oproti minulé velké SZ prohloubila již po několika kvartálech patrná 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.

Mechanismus cenové tvorby

Další významný předpoklad vnitřního prostředí, který se objevil již v předchozí velké SZ, 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 meziročním autonomním zhodnocení kurzu v průběhu roku 2002 však lze v tomto 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 2,0 %.

Mechanismus vývoje výnosové křivky

Při několika předchozích sníženích úrokových sazeb se vyskytly dohady, do jaké míry je dlouhý konec výnosové křivky peněžního trhu ovlivnitelný změnami krátkých sazeb. Tyto dohady opakovaně zpochybňovaly účinnost měnověpolitických opatření. V poslední době se k těmto úvahám připojil argument, že trh nepředpokládá, že by roční úrokové sazby mohly poklesnout pod sazby v eurozóně, bez ohledu na kurzovou arbitráž výnosové parity. Ačkoliv je taková úvaha založena na zjevné neracionalitě investorů a popírá i historické zkušenosti jiných zemí¹² (Belgie, Holandsko), rozhodli jsme se ohodnotit význam případných strnulostí dlouhých úrokových sazeb v separátní simulaci.

Modelový mechanismus výnosové křivky standardně předpokládá, kromě budoucích očekávání, velký přímý vliv krátkých sazeb na sazby dlouhé. V alternativní simulaci jsme naopak nahradili tento přímý vliv strnulostí dlouhých úrokových sazeb.

Předpoklady počátečních podmínek

Významným faktorem vyznění predikce je odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. Tento odhad je modelově zprostředkován 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. Zatímco odhad výchozí úrovně HDP a nastavení měnových podmínek se jeví jako poměrně robustní, velká nejistota panuje ohledně výchozího působení obou složek měnových podmínek: reálného kurzu a reálných sazeb. Nejistota panuje i kolem budoucího vývoje rovnovážných hodnot kurzu a úrokových sazeb, které mají významný vliv pro posouzení budoucího vývoje měnové politiky.

¹² Ostatně i české sazby se svého času nacházely pod výnosy dolarových dluhopisů.

HDP

Současná úroveň *výstupové mezery* byla na základě několika metod¹³ stanovena na zhruba $-0,7\%$. Od konce roku 2001 se tak přiblížilo uzavření mezery o zhruba 0,3 p.b. Ačkoliv existují značné nejistoty ohledně absolutní výše této mezery, robustní informací se zdá být, že současná úroveň výstupové mezery se zhruba pohybuje na úrovni hodnot z počátku roku 2001. Tato výchozí hodnota rovněž odpovídá predikci poslední velké SZ.

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 $2,9-3,5\%$ v průběhu celého predikčního období. Nové informace z konce roku 2001 ohledně vývoje produktivity v průmyslových odvětvích však zvyšují naši nejistotu ohledně tohoto trendu směrem dolů¹⁴.

Měnové podmínky

Z vývoje jednotlivých komponentů měnových podmínek vyplývá, že od počátku tohoto roku došlo k podstatnému zpřísnění reálných měnových podmínek. Výchozí hodnota odchylky indexu reálných měnových podmínek tak činí 0,4 (což zhruba odpovídá predikci z 1. SZ) oproti $-0,1$ z konce minulého roku. Na zpřísnění měnových podmínek se podílel především vývoj reálného kurzu (více než předvíдалa predikce 1. SZ), zatímco působení reálných sazeb nestačilo tento vývoj kompenzovat (ačkoliv bylo oproti predikci poněkud volnější). Přestože se odhad historického vývoje reálných měnových podmínek jeví vzhledem k implikovanému vývoji mezery HDP jako robustní, značné pochyby panují ohledně absolutní hodnoty příspěvků reálných sazeb a reálného kurzu. Uvažujeme proto se dvěma alternativami, jejichž relevanci hodnotíme skrze analýzu faktorů oživení domácí ekonomiky od roku 1999.

Reálný kurz

Průměrná míra meziročního zhodnocení *reálného směnného kurzu* se v posledním roce pohybovala kolem 7% , avšak v posledním období dále výrazně zrychlila až nad 10% . Odhad míry rovnovážného zhodnocení se však pohybuje pouze kolem $5,5\%$. I tak však nejsme schopni tuto hodnotu přesvědčivě vztáhnout k fundamentálnímu vývoji produktivit obchodovatelných a neobchodovatelných odvětví vzhledem k zahraničí (Balassa-Samuelsonův efekt). Zhruba stejnou část odhadované rovnovážné reálné apreceiace 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. Tyto úvahy nás, spolu s údaji svědčícími o zhoršující se finanční situaci exportérů a absolutním poklesu produktivity v průmyslu, vedou k přesvědčení, že současná úroveň reálného kurzu vykazuje nadměrné zhodnocení ve výši zhruba $3,6\%$ oproti současné rovnovážné hodnotě. Vývoj reálného kurzu se tak v posledním

¹³ Jednalo se mimo jiné i o použití modelově konzistentních vazeb v rámci vícerozměrných filtrů, požadavků na dlouhodobou konvergenci a řadu expertních informací.

¹⁴ Odhad odvětvové tvorby HDP za poslední kvartál 2001 ukazuje meziroční pokles produktivity přidané hodnoty v průmyslu o zhruba 4% při vlastním poklesu přidané hodnoty. Průmysl se tak podle těchto odhadů na vykázaném růstu HDP v posledním kvartále 2001 vůbec nepodílel.

roce stal faktorem brzdícím ukončení recesní fáze hospodářského cyklu. Do budoucna projektujeme míru rovnovážného reálného zhodnocení s mírně klesajícím trendem (3 % v roce 2005), neboť se domníváme, že část faktorů rovnovážné reálné apreciace pozorované v minulých letech bude postupně odeznívat.

Reálné úrokové sazby

Přes znatelný pokles inflace došlo v prvním čtvrtletí díky vývoji nominálních úrokových sazeb k setrvání *reálných úrokových sazeb*¹⁵ na zhruba stejné úrovni pod jejich rovnovážnou hodnotou jako koncem roku 2001. Současné nastavení reálných sazeb tak lze samo o sobě hodnotit jako uvolněné, obdobně jako po celý rok 2001. Vývoj reálných úrokových sazeb proto nevysvětluje stagnaci vývoje mezery HDP pozorovanou v průběhu minulého roku. 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 ročních reálných mezibankovních sazeb odhadnuta na zhruba 1,5 %. Její vývoj do budoucna úzce souvisí s průběhem autonomních faktorů vývoje měnového kurzu (rizikové prémie) a představou o rovnovážné míře reálné apreciace. Ve stručnosti lze konstatovat, že na základě očekávaného dlouhodobého poklesu rizikové prémie korunových instrumentů, který je na horizontu predikce rychlejší než pokles rovnovážného zhodnocování, počítáme s mírně sestupným trendem reálných rovnovážných úrokových sazeb. Tento trend se obrátí v okamžiku ukončení nominální konvergence k EMU a zastavení poklesu rizikové prémie, což předpokládáme v roce 2007.

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 nyní jeví jako přísné ve zhruba stejném rozsahu, a to především díky nadměrnému zhodnocení reálného kurzu. V nejbližší budoucnosti však kromě kurzu vzroste tlak na zpřísnění měnových podmínek i ze strany reálných úrokových sazeb, které bude zvyšovat očekávání poklesu inflace.

Nejistoty počátečních podmínek

Stanovení míry reálného rovnovážného zhodnocení provází velká nejistota. Zřejmě lze nalézt argumenty posunující odhad počáteční odchylky reálného kurzu oběma směry. 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. Rovněž vývoj obchodní bilance na první pohled nenaznačuje dramatické zhoršování konkurenceschopnosti. Tyto úvahy tak mohou svědčit o tom, že buď je tempo rovnovážné apreciace podstatně vyšší nebo úvodní podhodnocení kurzu v roce 1999 bylo vyšší než uvažované.

Na druhou stranu se však v posledním roce tempo reálného zhodnocování více než zdvojnásobilo, a takový vývoj pravděpodobně přesahuje adaptační možnosti reálné ekonomiky. Tomu by nasvědčovalo perzistentní zhoršování finanční pozice průmyslových podniků, obzvláště patrné u domácích exportérů. Navíc vzhledem k relativně umírněným předpokladům ohledně růstového potenciálu HDP, jsme schopni přisoudit pouze

¹⁵ Reálné sazby konstruujeme na základě inflačních očekávání, ve kterých převažuje zpětně hledící prvek.

zanedbatelnou část reálného zhodnocování působení změn relativních cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků prostřednictvím tzv. Balassa-Samuelsonova efektu. Na základě relativního vývoje produktivity práce v německém a domácím průmyslu nelze vysvětlit více než 2 % rovnovážného zhodnocování. Navíc v posledním čtvrtletí produktivita práce v českém průmyslu absolutně poklesla o více než 4 % a rostla tak podstatně pomaleji než produktivita německá (-1,5 %). Podobně faktický vývoj relativního inflačního diferenciálu mezi obchodovatelnými a neobchodovatelnými statky, který je v modelovém schématu zprostředkován mírou rovnovážného zhodnocování, nedosáhl v minulém roce zdaleka ani 5 %. Tyto úvahy tak naznačují, že náš odhad počátečního nadhodnocení reálného kurzu je podhodnocený a tempo rovnovážného zhodnocování je mnohem nižší.

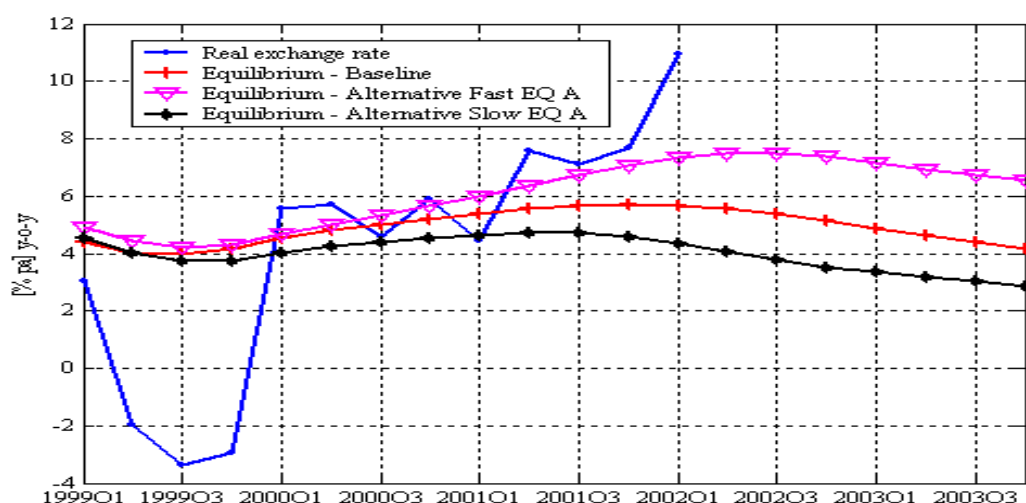
Je zřejmé, že pokud se omezíme na úzce definované determinanty vývoje reálného kurzu, je na základě dostupných dat velice obtížné výše uvedené alternativy přesvědčivě potvrdit nebo vyvrátit. Je to také proto, že zkoumání determinantů izolované časové řady ztrácí ze zřetele mechanismus působení této veličiny na strukturu ekonomiky. Proto alternativy odhadu minulého cyklického vývoje reálného kurzu musíme hodnotit především skrze kontext průběhu hospodářského cyklu. Ukazuje se, že obě tyto extrémní alternativy v sobě nesou rozdílnou interpretaci minulého vývoje hospodářského cyklu a úlohy, kterou reálný kurz sehrál při oživení ekonomiky ze dna recese v roce 1999.

Vývoj reálného kurzu a úrokových sazeb je úzce svázán prostřednictvím reálných měnových podmínek s vývojem mezery HDP. Jelikož se nám odhad historického vývoje mezery HDP jeví jako robustní, musíme akceptovat i doprovodný vývoj reálných měnových podmínek. Proto pokud bychom přistoupili k úpravě míry počátečního reálného nadhodnocení změnou tempa rovnovážného zhodnocení, muselo by dojít k adekvátnímu posunu míry podhodnocení reálných sazeb, aby reálné měnové podmínky zůstaly přibližně stejné.

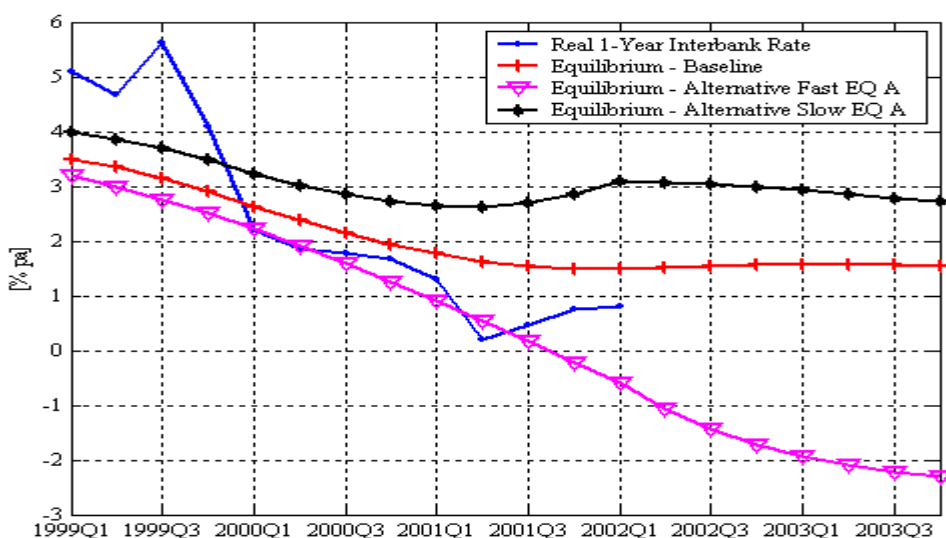
U alternativy vyššího rovnovážného zhodnocování (která zároveň ukazuje na nižší míru počátečního nadhodnocení) by muselo dojít k posunu odhadu rovnovážné míry reálných úrokových sazeb směrem dolů. Reálné úrokové sazby by se tak v posledních letech jevíly jako neutrální spíše než uvolňující. Naopak u alternativy pomalejšího rovnovážného zhodnocování (tj. vyšší míra počátečního nadhodnocení): zde by muselo dojít ke zvýšení odhadu rovnovážné úrovně úrokových sazeb. Tyto úvahy názorně ilustrují následující grafy, které ukazují alternativní vývoj rovnovážných reálných sazeb a kurzu konzistentní s daným vývojem mezery HDP odpovídající předchozím úvahám¹⁶:

¹⁶ Obě varianty se tak liší pouze odhadem historického vývoje rovnovážných reálných sazeb a reálného kurzu, a to tak, že historický průběh reálných měnových podmínek a mezery HDP je v obou variantách stejný. Obdobně i budoucí průběh rizikové premie a zahraničních rovnovážných reálných sazeb.

Základní scénář a alternativy vývoje rovnovážného reálného kurzu



Základní scénář a alternativy vývoje rovnovážných reálných sazeb



Jak je z grafů patrné, obě alternativy přisuzují hlavní zásluhu na ekonomickém oživení po roce 1999 jiné složce reálných měnových podmínek. Zatímco u varianty nižšího rychlejšího rovnovážného zhodnocení je to především působení reálného kurzu, u varianty druhé to jsou především úrokové sazby a v menší míře kurz. Jednotlivé složky reálných měnových podmínek přitom odpovídají jinému typu chování ekonomických agentů. Alternativa vyššího rovnovážného zhodnocování proto vysvětluje ekonomické oživení skrze intratemporální substituci, která by vedla spotřebitele a investory k preferenci domácího nad zahraničním zbožím. Naopak alternativa mírnějšího rovnovážného zhodnocování interpretuje oživení především jako výsledek intertemporálního chování subjektů, které upřednostňují současnou spotřebu nad úsporami.

Tuto odlišnou behaviorální interpretaci faktorů domácího ekonomického oživení je možno vztáhnout k datům, která by měla o takovém chování svědčit. Z analýzy vývoje cen dováženého spotřebního zboží a odpovídajícího rozkladu spotřeby domácností na domácí a zahraniční zboží je zřejmý dlouhodobý trend upřednostňování zahraničních výrobků. Tento

trend se v posledních několika letech spíše zrychlil než zpomalil, jak by tomu muselo být, pokud by reálný kurz (a intratemporální chování) byl klíčovým faktorem ekonomického oživení. Naopak míra úspor domácností v posledních třech letech mírně klesala¹⁷ a míra spotřebního a hypotečního zadlužení domácností prudce vzrostla. Souhrn těchto údajů tak spíše svědčí ve prospěch alternativy vyššího reálného nadhodnocení kurzu, neboť významnější roli v oživení zřejmě sehrály úrokové sazby.

Obě zmíněné varianty se však zřejmě liší i implikacemi pro budoucí měnovou politiku. V případě rychlejší rovnovážné apreciace pozorujeme prudký pokles rovnovážných reálných sazeb do záporných hodnot. Takový vývoj by však při respektování trajektorie inflačních cílů znamenal politicky neutrální nastavení sazeb velmi blízké nule. V každém případě by v takovém prostředí nebylo možno provádět uvolněnou měnovou politiku a ekonomice by hrozila deflační past, podobná soudobému vývoji v Japonsku. Nedomníváme se však, že by současný vývoj v domácí ekonomice takto směřoval, a proto se tím spíše kloníme k alternativě pomalejšího rovnovážného zhodnocování. Důvody, proč se tato alternativa nestala základním scénářem, jsou především opatrnosti: nepodařilo se nám doposud spolehlivě kvantifikovat fundamentální trend v exportních směnných relacích, který pravděpodobně za velkou částí rovnovážného reálného zhodnocování stojí. Předběžné závěry ohodnocují fundamentální meziroční tempo zlepšování směnných relací na zhruba 3 % koncem roku 2001. To spolu při horní mezi odhadu vlivu B-S efektu ukazuje na rovnovážné zhodnocování kolem 5 %.

Domníváme se proto, že základní scénář představuje vyváženou variantu počátečních podmínek. Vzhledem k nejistotě, kterou v tomto ohledu máme, jsme se rozhodli ohodnotit následky chybného nastavení úrokových sazeb v případě, že by ve skutečnosti byla správnou jedna z těchto odmítnutých alternativ (viz níže).

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 rozбором 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 a alternativnímu nastavení počátečních podmínek bylo provedeno v doplňkových simulacích alternativních scénářů a je diskutováno na konci textu.

Vyznění predikce

Modelový výhled počítá s poklesem temp růstu HDP v příštích šesti čtvrtletích na úroveň kolem 2 % 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 4,5 %. Zpomalená dynamika HDP na přelomu let 2002 a 2003 souvisí především s očekávaným vývojem měnových podmínek v první polovině letošního roku. Lze počítat s jejich dalším zpřísněním, a to jak z důvodu zhodnocujícího kurzu, tak z důvodu nízkých inflačních očekávání a s tím spojeného růstu reálných úrokových sazeb. Teprve uvolnění měnových podmínek na přelomu let 2002 a 2003 umožní návrat HDP k potenciálu, kterého bude téměř dosaženo v polovině roku 2004. Reakce na rostoucí inflaci v roce 2005 však ztlumí růst HDP zpátky ke 3 % v průběhu let 2004 a 2005.

¹⁷ Časová série dat ČSÚ však vykazuje velkou míru nepřesností, která se často odrazí právě v míře úspor domácností. Z tohoto důvodu je nutno tyto údaje hodnotit opatrně, což je i důvod, proč je v krátkodobé predikci tato míra ponechána konstantní.

Inflační výhled počítá do konce roku 2003 s nízkými inflačními tlaky, což souvisí především s příznivým vývojem vnějších nákladových faktorů a regulovaných cen, ale i s absencí poptávkové inflace. Míry celkové inflace se tak budou v letech 2002 a 2003 pohybovat mírně nad úrovní 2,5 %, s výjimkou třetího čtvrtletí roku 2002, kdy inflace dočasně poklesne vlivem odeznění technických faktorů pod 2 %. Míry čisté inflace poklesnou v průběhu roku 2002 až k 1 %, od roku 2003 se však stabilizují na úrovni kolem 2,0 %. Inflace se tak bude po většinu let 2003 a 2004 pohybovat kolem spodní hranice cílovaného koridoru, což je v souladu s přetrvávající výstupní mezerou. Od konce roku 2003 lze počítat s nárůstem inflace směrem ke středu cílovaného koridoru, jednak z důvodu zpožděného dopadu importních cen, jednak i z titulu rostoucích regulovaných cen.

Očekávaný ekonomický vývoj v letech 2002 a 2003 lze tedy charakterizovat jako relativní stagnaci temp růstu ekonomiky spojenou s dezinflačním působením měnového kurzu. Inflační vývoj bude těžit z nízké dovezené inflace a absence poptávkových tlaků, míry inflace se budou po většinu predikce pohybovat při dolním okraji cílovaného koridoru. Přetrvávající záporná mezera výstupu a nízká očekávaná inflace proto poskytují prostor ke snížení úrokových sazeb v řádu 0,5 p.b. Tlak na další snižování sazeb lze očekávat i v průběhu většiny roku 2002, kdy klesající inflace bude působit na růst reálných sazeb.

Rozhodujícím pro vyznění prognózy je dezinflační impuls, který ekonomika inkasuje skrze meziroční zhodnocení kurzu v roce 2002. V případě, že se míra cenové strnulosti směrem dolů ukáže jako nadhodnocená, může se inflace pohybovat níže v řádu až 1,5 p.b. a po většinu období let 2002 a 2003 bude výrazně pod spodní hranicí cílovaného koridoru. Z tohoto důvodu charakterizujeme rizika pro inflační vývoj směrem dolů.

Základní scénář

Vývoj endogenních faktorů inflace

HDP

Zpomalená dynamika HDP na přelomu let 2002 a 2003 souvisí především s očekávaným vývojem měnových podmínek v polovině tohoto roku, kdy lze počítat s jejich dalším zpříšňováním, 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 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. Na straně druhé se bude projevovat pozorované zpomalení německé ekonomiky. Lze přepokládat, že oba tyto faktory se budou v roce 2002 zhruba kompenzovat, a proto rozhodujícím faktorem vývoje HDP v tomto období bude průběh reálných měnových podmínek. Jejich přísnost povede k relativnímu odklonu HDP od své potenciální úrovně a opětovnému růstu negativní mezery výstupu, která bude kulminovat kolem hodnoty -1,5 p.b. ještě počátkem roku 2003.

K postupnému uvolňování měnových podmínek bude docházet od druhé poloviny roku 2002, a to jak z důvodu stagnace reálného kurzu, tak poklesu reálných úrokových sazeb. Od počátku roku 2003 bude silít i pozitivní poptávkový stimul zahraničního oživení, který se tak bude doplňovat s odhadovaným dodatečným fiskálním stimulem v řádu 0,3 %. Všechny tyto faktory povedou ke zrychlení růstu HDP od poloviny roku 2003 až na hodnoty kolem 4,5 % v průběhu roku 2004. Vzhledem k vysoké hodnotě počáteční negativní výstupové mezery

však bude potenciálu HDP dosaženo až počátkem roku 2004. V té době však již bude pomalu odeznívat zahraniční poptávkový stimul a domácí fiskální vývoj nebude mít oproti roku 2003 podle předpokladů žádný dodatečný vliv. Tyto faktory spolu se zpřísněním měnových podmínek vyvolaným obavami z rostoucí inflace v roce 2005 však pošlou mezeru HDP opět do záporných hodnot, při tempech růstu HDP klesajících zpátky pod 3 %.

Měnový kurz

Vývoj kurzu je v základním scénáři predikce určen z referenčních scénářů až dokonce roku 2003. To implikuje výraznou meziroční apreciaci s deflačním dopadem na ceny obchodovatelných zboží v průběhu celého roku 2002. Neměnná úroveň kurzu v referenčních scénářích ve zbytku predikovaného období vede k neutrálnímu působení kurzu na inflaci v roce 2003, což dává průchod ostatním faktorům cenové tvorby a vede tak k mírnému růstu inflace na přelomu let 2003 a 2004.

Z pohledu modelového mechanismu kurzového vývoje se předpoklad o neměnné úrovni nominálního kurzu jeví robustním až do poloviny roku 2003 a konzistence obou prognóz z pohledu kurzového vývoje na horizontu nejúčinnější transmise je tak zajištěna. Konstantní úroveň nominálního kurzu je v tomto období z modelového hlediska dána jednak zhruba neměnným implikovaným úrokovým diferencíalem a skutečností, že většina reálného rovnovážného zhodnocení se již odehrála prostřednictvím nominálního zhodnocení na počátku tohoto roku. Vývoj kurzu z posledních týdnů, odchylující se od referenčního scénáře, tak hodnotíme jako dočasnou spekulativní výchylku, která bude korigována. Nicméně nejistota ohledně této korekce nás nutí vnímat vývoj kurzu jako rizikový faktor predikce.

Od poloviny roku 2003 však modelové mechanismy oproti referenčnímu scénáři ukazují na pokračování střednědobého zhodnocování kurzu v rozsahu 2-3 % ročně. Následující tabulky (Tabulky 1) ukazují dopady do inflace, HDP a trajektorie úrokových sazeb, které by byly s modelovým vývojem konzistentní, a srovnává je se základním scénářem:

Tabulky 1 Rozdíl mezi fixováním kurzu na referenčním scénáři a modelovou predikcí kurzu

Celková meziroční inflace [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ref. sc. do 03q4)	2,7	1,8	2,5	2,4	2,6	2,6	2,8	2,7	3,2	3,4	3,5
Volný kurz	2,7	1,8	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,4	2,7	2,8	2,9

Mezera výstupu [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ref. sc. do 03q4)	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	-1,3	-0,8	-0,3	-0,04	-0,04	-0,1
Volný kurz	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3

3měsíční úroková sazba [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ref. sc. do 03q4)	3,9	3,4	3,3	3,2	3,6	4,0	4,4	4,7	4,8	4,8	4,8
Volný kurz	3,9	3,4	3,1	2,8	2,9	3,1	3,4	3,7	3,9	4,0	4,1

Z tabulek je patrné, že předpoklad konstantního kurzu z referenčního scénáře vede k vyšší inflaci, především v letech 2004 a 2005, v rozsahu až 1,5 p.b., zejména z důvodu vyšší inflace importních cen koncem roku 2003. S tím je konzistentní i výše položená trajektorie nominálních úrokových sazeb (až o 0,75 p.b.), zatímco rozdíl v úrovni HDP je nevýznamný.

Inflace

Záporná mezera HDP se bude projevovat deflační tendencí. Její příspěvek do jádrové inflace se bude pohybovat v horizontu nejučinnější transmise kolem $-0,8\%$. K deflačnímu 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 2002 a 2003 pohybovat kolem spodní hranice cílovaného koridoru. Až od konce roku 2003 se hodnoty inflace začnou přibližovat středu cílovaného koridoru v souvislosti s růstem regulovaných cen a zpožděným dopadem importních cen. Dočasný výrazný 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.

Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

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 první 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 mezery¹⁸. 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. Díky poklesu inflace v prvním čtvrtletí 2002 se politicky neutrální hladina sazeb v současnosti dostala až 0,5 bodu pod 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

¹⁸ 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.

stabilní průběh kolem 2,5 %, vývoj inflace není důvodem změny politicky neutrální úrovně nominálních úrokových sazeb. Naproti tomu budoucí pohyb reálných rovnovážných úrokových sazeb souvisí s budoucím vývojem rizikové premie a míry rovnovážného reálného zhodnocování. Předpoklady ohledně budoucího vývoje rizikové premie odrážejí naši představu o nominální konvergenci a rychlosti přistoupení k EMU. Naopak průběh reálného zhodnocování vychází z představy dlouhodobé reálné konvergence české ekonomiky k EU. Z našich předpokladů ohledně vývoje těchto veličin vyplývá, že počítáme s rychlejším průběhem nominální než reálné konvergence, neboť riziková premie klesá rychleji než míra rovnovážného zhodnocování. Z tohoto důvodu budou naše reálné rovnovážné sazby klesat¹⁹ až do okamžiku ukončení nominální konvergence a po té budou postupně konvergovat k reálným sazbám EU. Tento pokles bude vykonávat tlak na průběžný pokles nominálních úrokových sazeb.

Nicméně v případě, že by naše předpoklady ohledně vývoje rovnovážných veličin byly chybné, hrozí nebezpečí, že by se politicky neutrální úroveň sazeb vyvíjela odlišně od základního scénáře. Měnová politika by pak byla po nějakou dobu systematicky vychýlena, dokud by nebyl tento omyl podchycen. Pro ohodnocení dopadů možného zavedení měnové politiky z důvodu chybného odhadu počátečních podmínek jsme zvolili dvě simulace, v nichž jsme aplikovali vývoj sazeb ze základního scénáře na alternativní nastavení počátečních podmínek reálného kurzu a sazeb diskutovaných výše. Jelikož předpokládáme, že v takovém případě by se měnová politika po nějaké době přesvědčila o své chybě, aplikujeme sazby základního scénáře v alternativách po dobu jednoho roku, po jehož uplynutí necháme sazby přizpůsobit se fundamentům té které alternativy.

Dopady těchto alternativ do inflace, HDP a úrokových sazeb jsou shrnuty v následujících tabulkách (Tabulky 2). Je zřejmé, že pokud se bude při rychlejší rovnovážné apreciaci měnová politika omylem řídit vyšší úrovní reálných rovnovážných sazeb, než této variantě přísluší, budou úrokové sazby nastaveny podstatně výš, než by situace vyžadovala. Simulace ukazují, že potřebná budoucí korekce úrokových sazeb dosahuje hodnot až –5 p.b., a je proto třeba počítat s výraznými negativními dopady do HDP a nízkou inflací, výrazně podstřelující cíl. Extrémní podoba této alternativy je dána už tím, že potřebná korekce nominálních úrokových sazeb by mohla narazit na nulový práh a stát se tak neefektivní.

Naproti tomu u varianty nižšího rovnovážného zhodnocování hrozí nebezpečí, že úrokové sazby podle základního scénáře budou klesat rychleji, než by si tyto počáteční podmínky vyžadovaly. Ukazuje se však, že vliv nižších sazeb se neprojeví do vyšší inflace ani HDP, neboť bude více než kompenzován odlišnými počátečními podmínkami. Nižší tempo rovnovážného zhodnocování v této alternativě povede při stejném vývoji nominálního kurzu k vyššímu nadhodnocení reálného kurzu oproti základnímu scénáři. To bude působit proti efektu volnějších úrokových sazeb. Potřebná budoucí korekce úrokových sazeb se nicméně bude pohybovat v řádu do 1 p.b. v závislosti na tom, jak rychle bude omyl v nastavení počátečních podmínek rozpoznán. Vzhledem k minimálním dopadům do inflace nebude omyl měnové politiky v tomto případě představovat nebezpečí ve smyslu dosažení inflačního cíle. Proto pokud přisuzujeme aspoň určitou pravděpodobnost alternativě vyšší rovnovážné apreciacie, zdá se nám rozumné založit měnovou politiku na základním scénáři

¹⁹ 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, který má význam arbitrážní podmínky na mezinárodním finančním trhu.

spíše než na alternativě nízkého zhodnocování, protože dopady rizika příliš restriktivní politiky se nám zdají vyšší než dopady rizika pramenícího z nadměrně uvolněné měnové politiky.

Tabulky 2 Dopad alternativních počátečních podmínek v případě politiky založené na základním scénáři

Celková meziroční inflace [%]

Mezera výstupu [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Baseline	2.7	1.8	2.5	2.4	2.6	2.6	2.8	2.7	3.2	3.4	3.5
Fast Equilibrium Appreciation	2.7	1.8	2.5	2.3	2.2	1.7	1.4	0.8	0.9	1.1	1.4
Slow equilibrium Appreciation	2.7	1.8	2.5	2.3	2.5	2.6	2.9	2.7	3.0	3.1	3.1

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Baseline	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	-1.6	-1.3	-0.8	-0.3	-0.04	-0.04	-0.1
Fast Equilibrium Appreciation	-1.3	-1.4	-1.4	-1.9	-2.5	-2.2	-1.5	-0.8	-0.3	-0.1	-0.0
Slow equilibrium Appreciation	-1.3	-1.4	-1.7	-1.8	-1.6	-1.4	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.7

3měsíční úroková sazba [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Baseline	3.9	3.4	3.3	3.2	3.6	4.0	4.4	4.7	4.8	4.8	4.8
Fast Equilibrium Appreciation	3.9	3.4	3.3	3.2	-0.0	-1.5	-1.8	-1.8	-1.5	-1.3	-0.9
Slow equilibrium Appreciation	3.9	3.4	3.3	3.2	4.3	4.9	5.2	5.4	5.5	5.5	5.5

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 úroveň. Průběh cyklu tak ukazuje na potřebu současného uvolnění měnové politiky oproti neutrální úrovni řádově o 0,25 p.b. Výše tohoto uvolnění je však do značné míry ovlivněna interpretací cílovaného koridoru a použitým úrokovým pravidlem. Pokud by měnová politika považovala splnění spodní hranice cíle za stejně hodnotné jako střed koridoru, potom by odpovídající reakce na hospodářský cyklus vyplývala pouze ze současného odhadu výše výstupové mezery a pohybovala by se v řádu do 0,2 p.b.

Opatrnostní motiv

V praxi se úrokové sazby odchylují od hodnoty dané reakcí na cyklus a politicky neutrální úrovně z důvodu možné chyby při zpracovávání nových údajů zatížených vysokou nepřesností. Vyplatí se tedy požadovanou změnu sazeb rozfázovat do delšího časového

období podle toho, jak se budou původní signály potvrzovat²⁰.

Jelikož volba míry setrvalosti měnověpolitických sazeb je do značné míry arbitrární, rozhodli jsme se ohodnotit dopady případné vyšší perzistence těchto sazeb oproti základnímu scénáři dvěma způsoby. V první variantě uvažujeme, že měnová politika dočasně nebude reagovat na vývoj nových informací a po období jednoho roku zůstane na stávající úrovni. Ve variantě druhé potom zvyšujeme permanentně setrvačnost úrokových sazeb²¹. Jak je patrné z následujících tabulek (Tabulky 3), dopady do HDP a inflace jsou podstatně vyšší v případě krátkodobého setrvání úrokových sazeb na stávající úrovni, protože v případě druhém se měnová politika přece jen postupně přizpůsobí trajektorii ze základního scénáře. Z tabulek je vidět, že krátkodobé setrvání sazeb na stávající úrovni bude muset být kompenzováno později poklesem v řádu téměř 1.5 p.b.

Tabulky 3 Dopady odlišných předpokladů tvorby měnové politiky a jejího přenosu

Celková meziroční inflace [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář	2,7	1,8	2,5	2,4	2,6	2,6	2,8	2,7	3,2	3,4	3,5
Dočasné fixování 3M sazeb	2,7	1,8	2,5	2,3	2,3	2,1	2,1	1,7	2,1	2,2	2,4
Trvale zvýšená setrvačnost 3M sazeb	2,7	1,8	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,3	2,7	2,8	3,0
Trvale zvýšená setrvačnost 1Y sazeb	2,7	1,8	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2	2,5	2,6	2,7

Mezera výstupu [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	-1,3	-0,8	-0,3	-0,04	-0,04	-0,1
Dočasné fixování 3M sazeb	-1,3	-1,4	-1,7	-2,1	-2,3	-2,0	-1,4	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3
Trvale zvýšená setrvačnost 3M sazeb	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,7	-1,4	-0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,1
Trvale zvýšená setrvačnost 1Y sazeb	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,6	-1,4	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3

3měsíční úroková sazba [%]

	02q2	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář	3,9	3,4	3,3	3,2	3,6	4,0	4,4	4,7	4,8	4,8	4,8
Dočasné fixování 3M sazeb	4,4	4,4	4,4	4,4	3,0	2,5	2,6	2,8	3,1	3,4	3,6
Trvale zvýšená setrvačnost 3M sazeb	4,0	3,8	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,7	3,8	4,0
Trvale zvýšená setrvačnost 1Y sazeb	3,8	3,3	3,0	2,5	2,6	2,7	3,0	3,2	3,5	3,6	3,7

Přenos měnové politiky do ekonomiky

Pokles krátkých úrokových sazeb ze základního scénáře se promítne do ekonomiky prostřednictvím svého vlivu na reálné roční peněžní a klientské sazby a později, koncem roku 2002, i skrze kurzový kanál. Vzhledem ke klesající inflaci však bude pokles dlouhých nominálních sazeb pouze brzdit růst sazeb reálných. Pokud nedojde ke skutečně razantní změně měnověpolitických sazeb, nelze očekávat další pokles reálných sazeb. Skutečné

²⁰ V našem případě je tohoto opatnostního vlivu dosaženo dvěma způsoby. První upravuje úrokové pravidlo o vliv zpožděné úrokové sazby s koeficientem 0,5. Druhý způsob odstraňuje počáteční odchylku úrokových sazeb od nastavení doporučeného pravidlem postupně v několika periodách, místo naráz.

²¹ To konkrétně znamená zvýšení vlivu zpožděné úrokové míry na 0,9.

uvolnění měnové politiky proto přijde až na přelomu let 2002 a 2003 prostřednictvím kurzového kanálu, v němž budou klesající sazby kompenzovat vliv poklesu rizikové premie. V důsledku toho zůstane nominální kurz stabilní a reálný kurz se tak přiblíží své rovnovážné trajektorii.

Uvolnění měnových podmínek umožní opětovný návrat HDP k potenciálu, který bude v roce 2002 zastaven zpřísněním obou složek měnových podmínek. Nicméně v souvislosti s přiblížením HDP k potenciálu v polovině roku 2004 a očekávaným zrychlením inflace v letech 2004 a 2005, lze koncem roku 2003 počítat s rostoucím tlakem na návrat měnověpolitických sazeb k hodnotám kolem 5,0 %. Adekvátní zpřísnění měnových podmínek tak ztlumí poptávkovou složku inflace v letech 2004 a 2005.

Vliv měnové politiky na průběh inflace prostřednictvím poptávkového a kurzového kanálu úzce závisí na rychlosti a síle přenosu měnověpolitických sazeb do sazeb dlouhých a klientských. Vzhledem ke zvýšené nejistotě, která v tomto ohledu panuje, jsme provedli alternativní simulaci, v níž bude vývoj rozhodujících ročních sazeb vykazovat vyšší perzistenci, která v podstatě zabrání těmto sazbám poklesnout pod úroveň euro sazeb. Dopady do základních veličin včetně měnověpolitických sazeb jsou shrnuty v tabulkách výše. Je zřejmé, že snížená účinnost měnové politiky se projeví v nižší inflaci a HDP. Prohlubuje se tak riziko podstřelení cíle. Pro měnové účely je ovšem rozhodující informace, že současné doporučení poklesu úrokových sazeb o 0,5 není závislé na předpokladu, zda roční sazby peněžního trhu mohou nebo nemohou klesnout pod evropskou úroveň.

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. Na výši tohoto poklesu nemá velký vliv úvaha, zda domácí roční úrokové sazby mohou poklesnout pod evropské. Tento pokles se jeví vhodný i s ohledem na možné riziko rychlejšího rovnovážného zhodnocování.

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

	02q2	02q3	02q4	03q1*	03q2*	03q3*	03q4*
Plně racionální trh	4,1	4,2	4,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Částečně racionální trh (20 %)	3,5	3,9	4,8				
Základní scénář predikce	3,9	3,4	3,3	3,2	3,6	4,0	4,4

* hodnota FRA 12x24

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 account 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).

$$\begin{aligned} \text{RMC Index Gap} = & \quad 0.25 (0.25 \text{ Newly-Issued Bank Loans Real Rate Gap} + \\ & \quad 0.50 \text{ Real 1-Year Interbank Rate Gap} + \\ & \quad 0.25 \text{ Euro Real 3-Month Interbank Rate Gap}) + \\ & \quad 0.15 \text{ Real Exchange Rate Gap} \end{aligned}$$

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 weighted 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.

Weighted 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 weighted so that they 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).

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

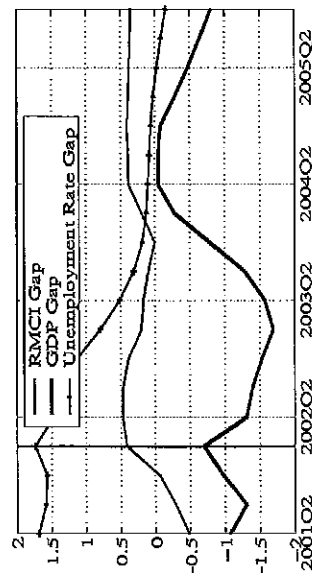
		2001:2	2001:3	2001:4	2002:1	2002:2	2002:3	2002:4	2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4
Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms																				
Real GDP Gap	% of Actual Value	-1.1	-1.3	-1.0	-0.7	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	-1.6	-1.3	-0.8	-0.3	-0.0	-0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.8
Real GDP Gap Lag	pp	-0.6	-1.0	-1.2	-0.9	-0.6	-1.2	-1.3	-1.4	-1.5	-1.4	-1.2	-0.7	-0.2	-0.0	-0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6
RMC Index Lag	pp	0.3	0.5	0.3	0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Foreign Demand Gap	pp	0.2	-0.0	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Expert Judgement	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	-1.1	-1.3	-1.0	-0.7	-1.3	-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	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	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		-43.1	-42.7	-42.3	-41.6	-41.4	-41.2	-41.1	-41.1	-41.0	-40.9	-40.8	-40.5	-40.2	-40.1	-39.9	-39.9	-39.8	-39.7	-39.6
Equilibrium RMC Index		-42.6	-42.4	-42.2	-42.0	-41.8	-41.6	-41.5	-41.3	-41.1	-41.0	-40.8	-40.7	-40.6	-40.5	-40.4	-40.2	-40.2	-40.1	-40.0
RMC Index Gap		-0.5	-0.3	-0.1	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Real 3-Month Interbank Rate	% pa	0.1	0.1	0.3	0.7	0.3	0.8	1.4	0.8	1.2	1.4	1.8	1.8	2.0	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
Equilibrium Rate	% pa	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
Rate Gap	% pa	-1.4	-1.3	-0.6	-0.7	-1.1	-0.5	-0.0	-0.6	-0.3	-0.0	0.4	0.4	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Real 1-Year Interbank Rate	% pa	0.2	0.4	0.8	0.8	0.4	0.9	1.6	0.9	1.3	1.6	1.9	1.9	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0
Equilibrium Rate	% pa	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
Rate Gap	% pa	-1.4	-1.1	-0.7	-0.7	-1.1	-0.6	0.1	-0.7	-0.2	0.0	0.4	0.4	0.7	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	% pa	1.3	1.2	2.1	1.7	1.6	2.5	3.5	3.0	3.6	3.8	4.2	4.1	4.3	3.8	3.5	3.2	3.1	2.9	2.9
Equilibrium Rate	% pa	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6
Rate Gap	% pa	-2.6	-2.6	-1.7	-2.0	-2.1	-1.3	-0.3	-0.8	-0.2	0.0	0.4	0.3	0.5	-0.0	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.8
Euro Real 1-Year Interbank Rate	% pa	1.3	1.6	1.5	1.7	2.5	2.5	2.0	2.6	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Equilibrium Rate	% pa	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Rate Gap	% pa	-0.8	-0.5	-0.6	-0.3	0.5	0.5	-0.0	0.5	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Real CZK/DEM Exchange Rate	level	17.9	17.5	17.1	16.4	16.1	16.0	16.0	16.0	15.9	15.9	15.9	15.5	15.2	15.0	14.9	14.7	14.6	14.5	14.4
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-7.3	-6.9	-7.4	-10.4	-10.3	-8.7	-6.4	-2.6	-1.1	-1.0	-1.0	-2.7	-4.2	-5.3	-6.4	-5.1	-4.1	-3.3	-2.8
Equilibrium Exchange Rate	level	17.8	17.6	17.3	17.1	16.9	16.7	16.5	16.3	16.1	16.0	15.8	15.7	15.5	15.4	15.3	15.2	15.0	14.9	14.9
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-5.4	-5.5	-5.5	-5.5	-5.4	-5.2	-5.0	-4.8	-4.5	-4.3	-4.1	-3.9	-3.7	-3.5	-3.3	-3.2	-3.0	-2.9	-2.7
Exchange Rate Gap	% of Actual Value	-0.6	0.3	1.2	4.3	4.7	4.0	2.6	2.0	1.3	0.5	-0.5	0.8	1.8	2.4	2.7	2.8	2.9	2.8	2.8

Inflation Determinants
Baseline

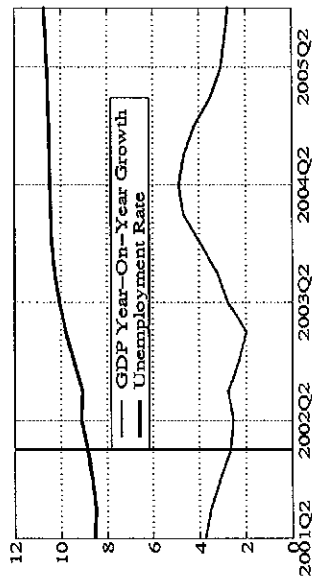
		2001:2	2001:3	2001:4	2002:1	2002:2	2002:3	2002:4	2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4
Inflation Target																				
Inflation Deviation from Target	% pa y-o-y	4.8	4.4	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0
	pp	-1.2	-2.1	-1.4	-1.5	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.2	-0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.0
Year-on-Year CPI Inflation Components																				
CPI	% pa y-o-y	4.9	5.3	4.2	3.7	2.7	1.8	2.5	2.4	2.6	2.6	2.8	2.7	3.2	3.4	3.5	3.4	3.4	3.2	3.2
Net CPI	% pa y-o-y	3.7	3.9	2.5	2.6	1.7	0.9	1.9	2.2	2.2	2.1	2.1	2.4	2.6	2.9	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7
Core CPI	% pa y-o-y	3.9	4.3	3.1	3.1	2.2	1.5	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.4	2.7	3.0	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6
Energy Prices	% pa y-o-y	-2.2	-6.2	-12.6	-10.6	-12.7	-14.9	-8.3	-1.3	-1.5	0.0	0.6	0.5	1.0	2.0	2.9	3.8	4.4	4.2	4.1
Regulated CPI	% pa y-o-y	10.0	11.2	11.3	7.8	6.5	5.1	4.9	3.3	4.1	4.4	5.3	4.0	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Import Prices	% pa y-o-y	-0.9	-1.8	-5.9	-8.0	-9.8	-11.5	-9.0	-4.6	-2.1	-0.2	1.1	0.7	0.7	0.6	-0.5	-0.7	-0.3	0.1	0.5
Import Prices ex Energy	% pa y-o-y	-1.3	-1.2	-3.1	-5.9	-8.0	-10.0	-8.9	-5.0	-1.7	0.3	1.5	1.4	0.7	-0.3	-1.4	-1.5	-1.1	-0.6	-0.0
Import Energy Prices	% pa y-o-y	7.4	-8.0	-32.1	-28.0	-27.6	-26.5	-9.9	-1.4	-5.1	-4.5	-2.9	-5.8	0.5	8.8	7.8	7.3	6.9	6.4	5.8
German CPI	% pa y-o-y	3.1	2.4	1.8	1.9	1.1	1.2	1.8	1.4	1.4	1.6	1.8	2.1	2.8	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
Price of Oil	% pa y-o-y	3.3	-17.0	-41.0	-24.2	-19.3	-11.4	14.3	12.1	2.7	1.7	1.7	-1.6	6.7	15.4	13.6	12.0	10.6	9.5	8.5
Weighted Contributions to CPI Inflation																				
CPI	% pa y-o-y	4.9	5.3	4.2	3.7	2.7	1.8	2.5	2.4	2.6	2.6	2.8	2.7	3.2	3.4	3.5	3.4	3.4	3.2	3.2
Net CPI	pp	3.1	3.3	2.2	2.2	1.5	0.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.2	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.3
Core CPI	pp	3.1	3.4	2.4	2.4	1.7	1.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
Energy Prices	pp	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Regulated CPI	pp	1.8	2.0	2.0	1.4	1.2	0.9	0.9	0.6	0.7	0.8	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Weighted Contributions in Core Phillips Curve – log terms																				
Core CPI	% pa q-o-q	5.4	5.6	-0.6	1.8	2.0	2.6	2.4	2.1	2.1	2.1	2.6	3.0	3.1	3.2	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5
Core CPI Lag	pp	0.8	2.3	2.3	-0.2	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
Inflation Expectations	pp	1.6	1.8	1.4	1.2	1.2	0.9	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Import Prices ex Energy	pp	-0.3	-0.3	-0.8	-1.5	-2.0	-2.5	-2.2	-1.2	-0.4	0.1	0.4	0.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.3	-0.1	-0.0
Real Eq. Appreciation	pp	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Real GDP Gap	pp	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5	-0.3	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.3
Expert Judgement	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.7	2.3	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	5.4	5.6	-0.6	1.8	2.0	2.6	1.4	1.8	4.5	4.6	3.1	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0
Tune Weight		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	0.0	0.0	0.0

April 2002 Forecast Baseline

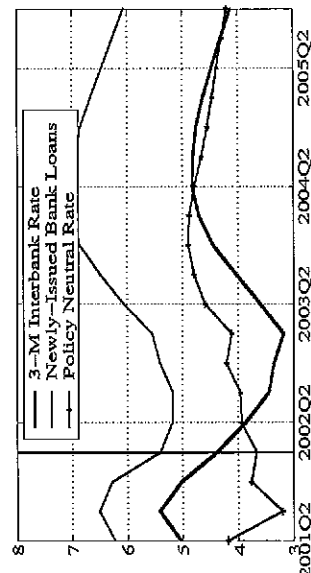
Real Activity Measures



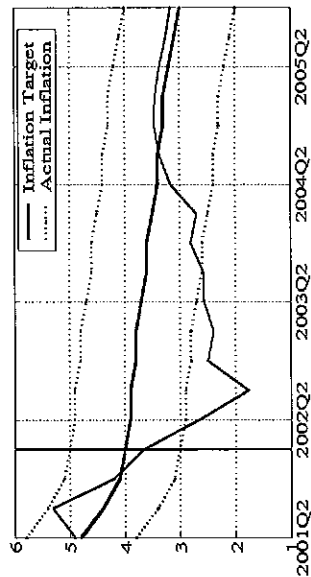
Real Activity Measures



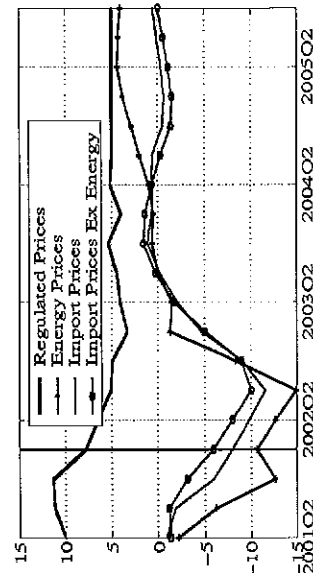
Nominal Interest Rates



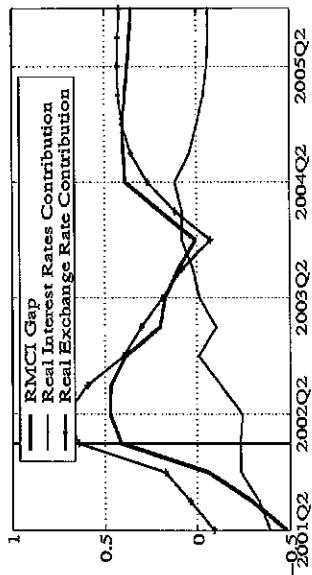
Inflation Target



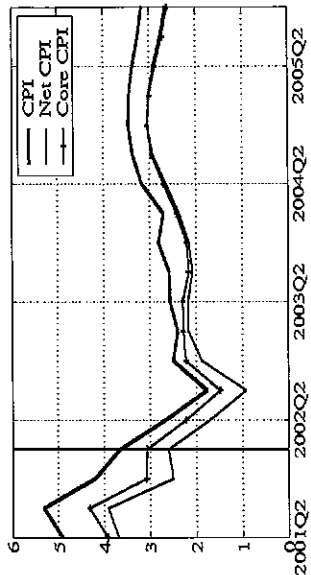
Year-On-Year Inflation Components (2)



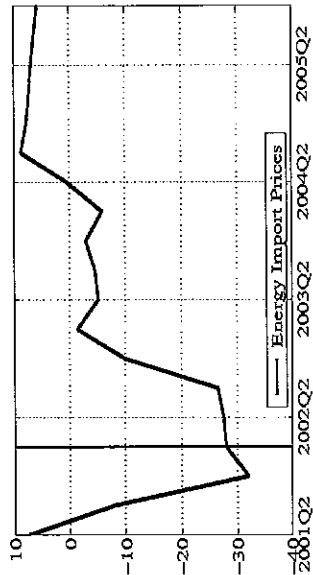
Real Monetary Conditions



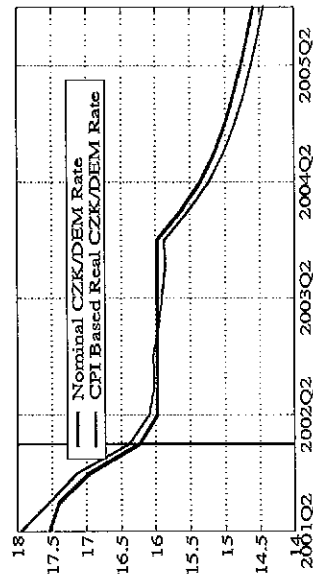
Year-On-Year Inflation Components (1)



Year-On-Year Import Inflation Components



Exchange Rates

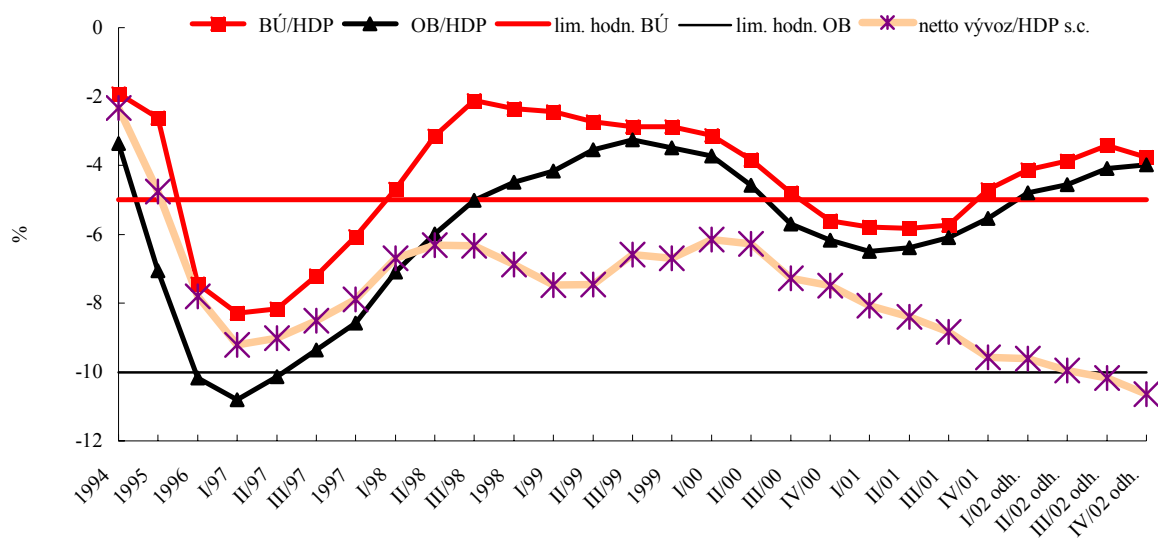


INDIKÁTORY VNĚJŠÍ NEROVNOVÁHY ČESKÉ REPUBLIKY

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

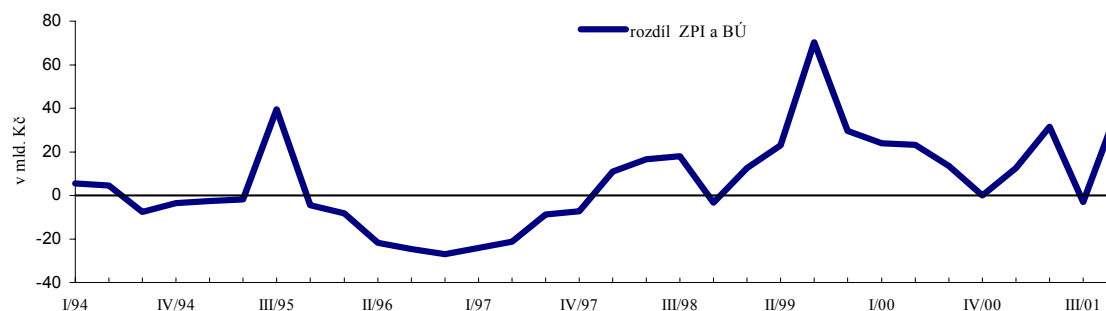


Pozn.: čtvrtletní údaje na bázi ročního klouzavého úhrnu
netto vývoz (vývoz zboží a služeb - dovoz) ve stálých cenách r. 1995

Předpokládaný vývoj v roce 2002 dokládá pokles deficitu běžného účtu pod hranici -5% HDP v běžných cenách. Dochází k prohlubování vnější nerovnováhy ve stálých cenách. Není předpokládán vliv indikátoru na růst depreciačních tlaků.

2. Krytí schodku běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

Krytí schodku běžného účtu přílivem ZPI



Příliv zahraničních přímých investic převažoval v roce 2001 nad deficitem běžného účtu. V letošním roce se předpokládá obdobná situace. Vývoj indikátoru nadále působí na posilování koruny.

3. Změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

V centru pozornosti zůstává kurzový vývoj koruny. Její výrazné posílení v posledním období je považováno za možné „přestřelení“, ale jako důvody pro apreciační trend se uvádějí:

- trvalý příliv přímých investic neprivatizačního charakteru při oddálení privatizace státních podílů na pozdější dobu;
- příznivý vývoj platební bilance a obchodní bilance, kdy se ve výsledcích neprojevuje prozatím negativní dopad na konkurenceschopnost české ekonomiky;
- příznivý vývoj dalších makroekonomických veličin i v příštím období.

I přes intervenční zásahy centrální banky a možné vyloučení privatizačních devizových příjmů z transakcí devizového trhu se předpokládá pokračování apreciačního sentimentu tržních subjektů.

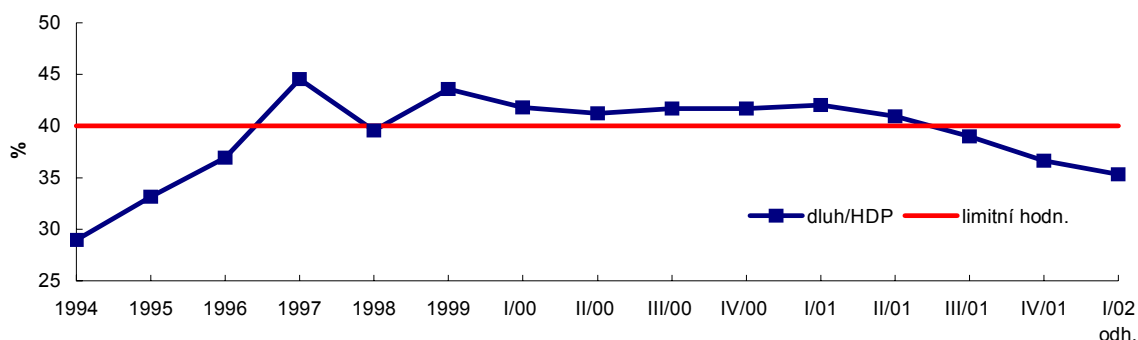
Brzké snížení základních úrokových sazeb ČNB se připouští v souvislosti s předpokládaným vývojem inflace v letošním roce (V-křivka) a v důsledku současného zpřísnění měnových podmínek.

Z hodnocení zahraničních subjektů není zřejmá možnost změny kurzových expektací.

B) Indikátory dluhového vývoje

1. Poměr zahraničního dluhu k HDP

Poměr zahraničního dluhu k HDP



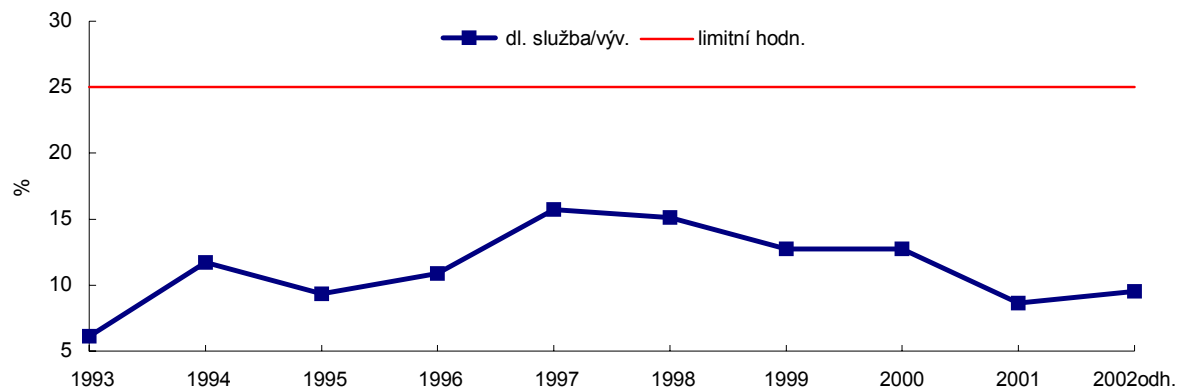
Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

Pokles krátkodobé zadluženosti obchodních bank při nominálním růstu HDP pokračuje v 1. čtvrtletí letošního roku. Vývoj indikátoru probíhá v souladu s trendem zhodnocování koruny.

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

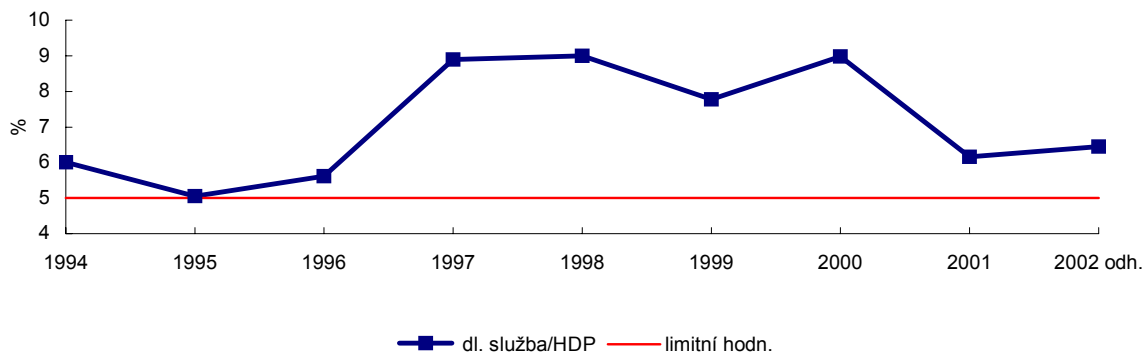
Pro rok 2002 se předpokládá navýšení nominální výše dluhové služby, přesto se nachází na přijatelné úrovni. Vývoj indikátoru nepůsobí na růst depreciačních očekávání.

Poměr dluhové služby k exportu zboží a služeb



Pozn.: roční údaje

3. Dluhová služba ve vztahu k HDP



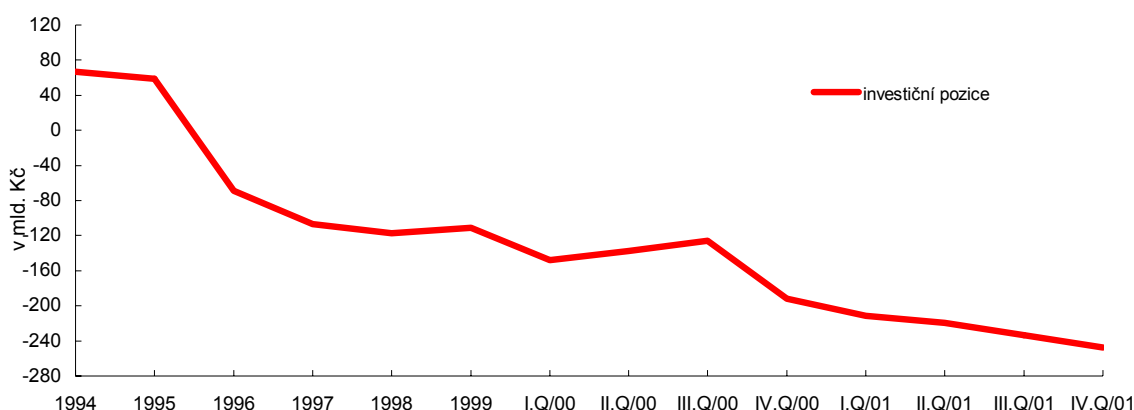
Pozn.: roční údaje

Poměr dluhové služby k HDP

Dluhová služba se nachází mírně nad 5% hranicí HDP. Dopad vývoje indikátoru na růst depreciačních očekávání není předpokládán.

4. Vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

Vývoj investiční pozice ČR

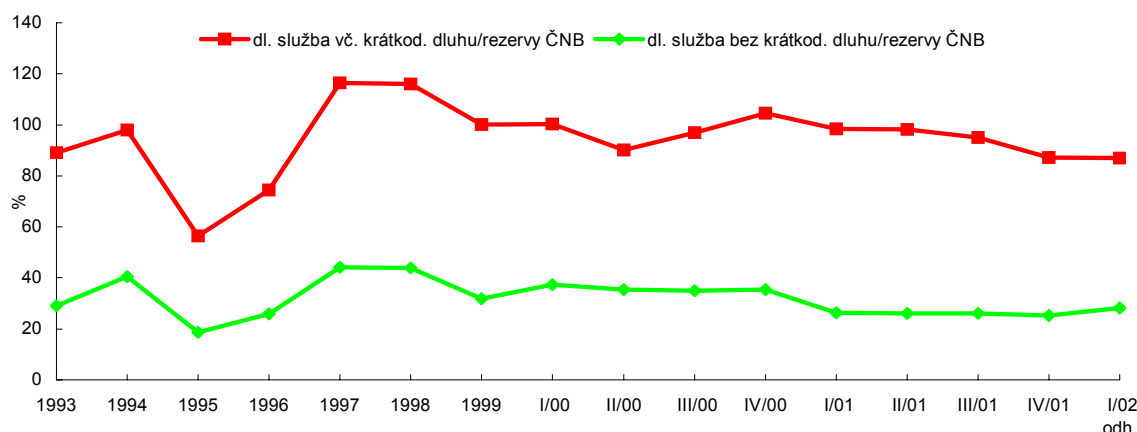


Schodek investiční pozice vůči nerezidentům se v uplynulém roce prohluboval v důsledku pokračujícího přílivu přímých investic. V 1. čtvrtletí bude tento trend zřejmě pokračovat v důsledku odpisu části pohledávek (deblokace vládních úvěrů ve vztahu k Rusku). I přes nepříznivý vývoj se změny kurzových expektací nepředpokládají.

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

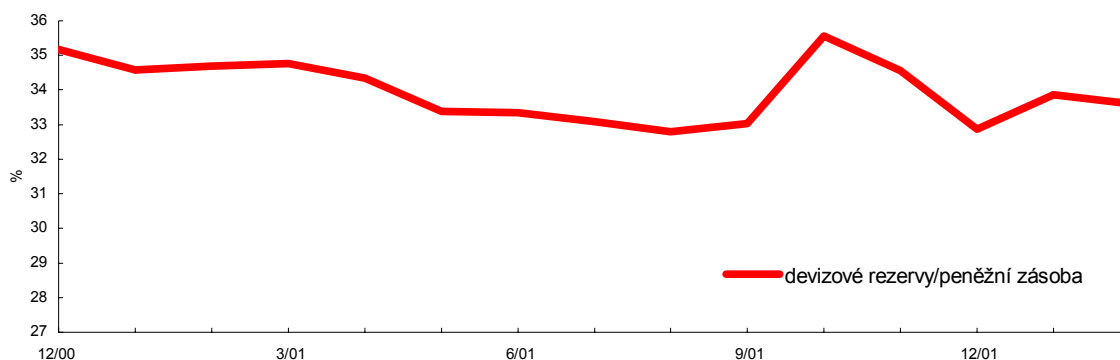


Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu období

Pokles krátkodobých bankovních závazků pokračuje i v 1. čtvrtletí. V současnosti devizové rezervy ČNB rychle mobilizovatelný dluh převyšují. Vývoj indikátoru nepůsobí na případný růst depreciačních tendencí.

2. Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

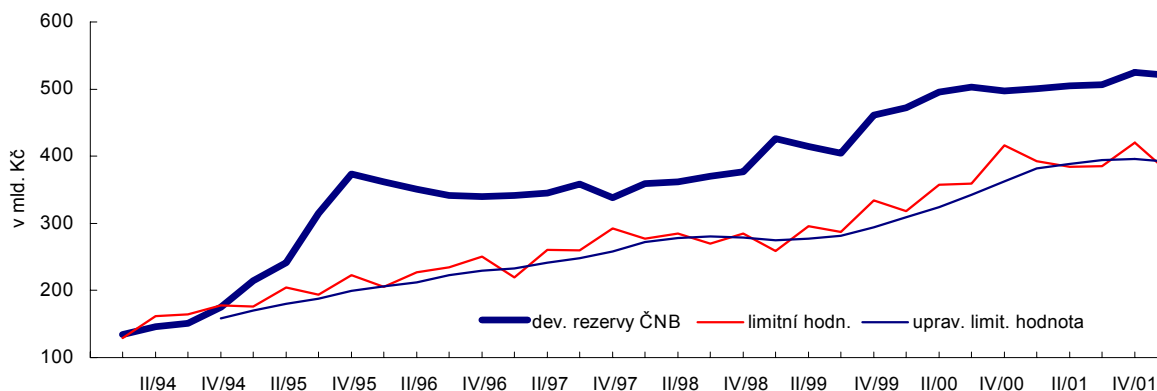


Pozn.: stav k ultimu příslušného měsíce

Míra krytí peněžní zásoby devizovými rezervami ČNB převyšovala 33 % a vývoj zůstává stabilizovaný. Vliv indikátoru na změnu kurzových očekávání není předpokládán.

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

Výše devizových rezerv ČNB vztažená k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb



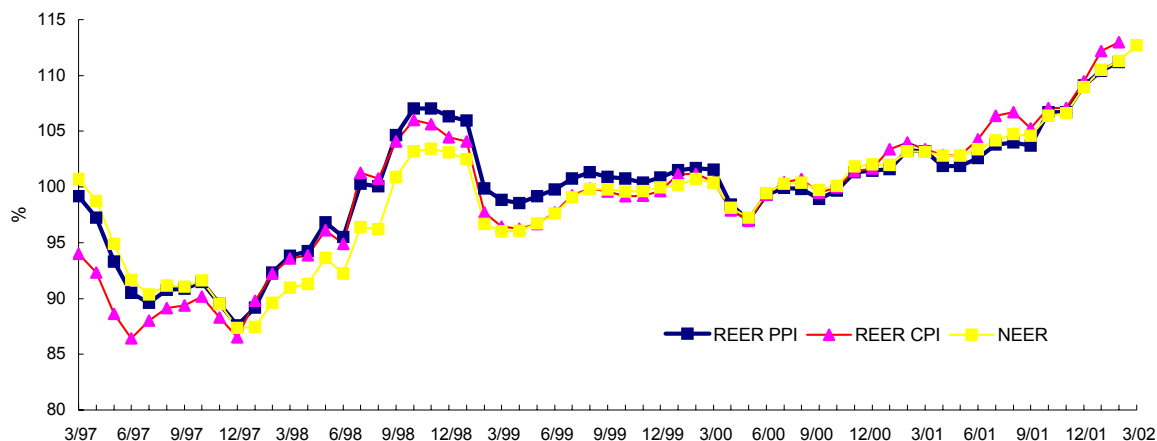
Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz za příslušné období
upravená limitní hodnota - očištěná o sezonní výkyvy

Oslabení dovozní dynamiky na počátku roku se odrazilo ve zvýšeném krytí dovozu devizovými rezervami ČNB (cca čtyřměsíční dovoz zboží a služeb). Příjemný vývoj indikátoru nepůsobí na změnu kurzových expektací.

C) Ostatní indikátory

1. Vývoj reálného efektivního kurzu

Vývoj reálného a nominálního efektivního kurzu

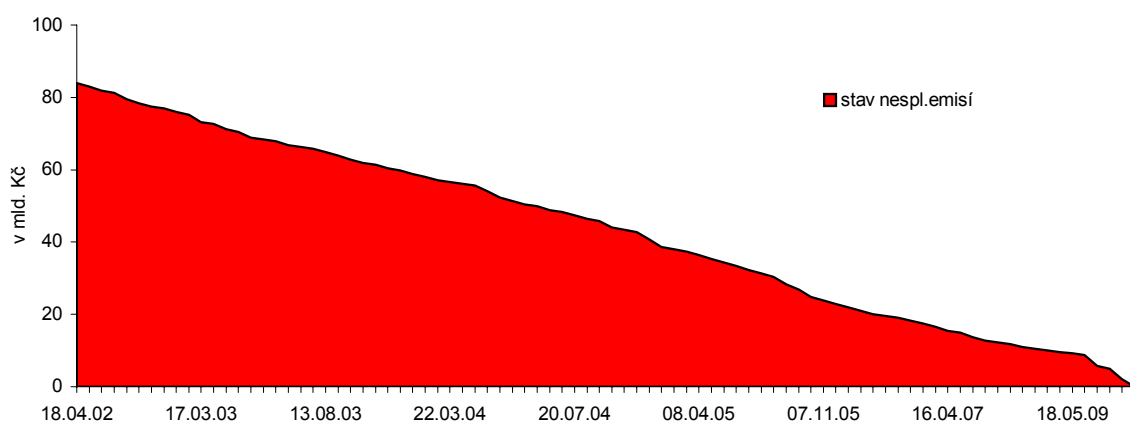


Pozn.: rok 2000 = 100

Dynamika posilování průměrných měsíčních hodnot nominálního i reálných efektivních kurzů se v 1. čtvrtletí zrychlila. Vývoj kurzu snižuje možnost udržení stávající konkurenceschopnosti českých podniků.

2. Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



Poptávka po eurokorunových obligacích na zahraničních trzích v dubnu se urychlila (prozatím realizovány emise ve výši 6,25 mld. Kč, v březnu 4 mld. Kč). V dubnu nové emise převyšují splátky dřívějších emisí. Vývoj indikátoru působí ve směru apreciacie kurzu.

Závěr:

V období od počátku března a v 1. dekádě dubna (11. 4.) se devizový kurz koruny vůči euru pohyboval v rozmezí 30,06 – 31,715 CZK/EUR s tendencí k apreciaci. Vůči dolaru koruna rovněž zhodnocovala v rámci intervalu 34,140 – 36,400 CZK/USD.

Ve vývoji indikátorů nedochází k zásadní změně proti poslední situační zprávě. Dílčí změny v predikovaných trendech se týkají zpřesnění skutečného vývoje indikátorů v roce 2001 jako výchozí základny pro letošní rok. Korekce trendu se dotýká indikátorů dluhové služby v poměru k exportu a k HDP, kde se předpokládá v návaznosti na upřesnění dluhové služby pro letošní rok zastavení klesajícího trendu. Rovněž u indikátoru investiční pozice zpřesnění hodnot minulého roku znamenalo úpravu výše pasiva ve směru jeho prohloubení. U ostatních indikátorů jejich současný vývoj působí spíše ve směru posilování kurzu. Z hodnocení zahraničních subjektů je zřejmý apreciační sentiment trhů, který může být korigován cílenými zásahy měnových institucí pouze dočasně.

Z dosavadního vývoje indikátorů nevyplývá možnost výraznější změny kurzových expektací v krátkodobém horizontu.

VÝHLED NEFINANČNÍCH KORPORACÍ A FIREM PRO NEJBLIŽŠÍ OBDOBÍ (č. 12)

A. ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

1. Z březnového průzkumu v podnicích zpracovatelského průmyslu vyplynulo, že celková nálada mezi vrcholovými manažery je stále mírně pesimistická. Hlavní barometr podnikatelského klimatu, tj. index všeobecné obchodní situace, který odráží globální názor manažerů na stav a očekávaný vývoj situace na trhu v dlouhodobějším horizontu, a to zejména z hlediska domácí a zahraniční poptávky, nabídky, zakázek, konkurenceschopnosti apod., dosáhl 84 bodů²² a zůstal tak čtvrté čtvrtletí po sobě pod kritickou hranicí 100 bodů (konjunkturální index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na a za horizont příslušných čtvrtletí):

	2002			2001				2000		
	II.	I.	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.
index	87	83	94	94	107	103	116	121	115	111

Převaha pesimistických názorů se projevila především ve výrobě dopravních prostředků, v hutnictví, v dřevařském, textilním a oděvním průmyslu. Jako hlavní důvody manažeri uvedli:

- silnou korunu a obavy, že se trend jejího posilování nepodaří v krátké době zvrátit,
 - pokles úhrnné zásoby práce (stavu zakázek), která je proti srovnatelnému období loňského roku cca o 13 % nižší,
 - nejistotu v dalším získávání zakázek vzhledem k oslabující se cenové konkurenceschopnosti (tento faktor uvedlo v letošním březnu jako nejvýznamnější 52 % exportérů v porovnání se 41 % v březnu loňského roku).
2. V krátkodobém výhledu na 2. čtvrtletí manažeri počítají s růstem odbytu jak pro vnitřní trh, tak zejména pro export. Cílem je (i cestou vyššího vývozu hmoty) alespoň částečně kompenzovat dosavadní a očekávané kurzové ztráty a výpadky dodávek z 1. čtvrtletí.

Počet respondentů předpokládajících, že zvýší odbyt na vnitřním trhu, stoupl proti 1. čtvrtletí ze 14 % na 41 %, zatímco s nižším odbytem uvažuje 9 % respondentů proti 33 % v 1. čtvrtletí. Exportní dodávky by měly být vyšší u 52 % respondentů (v 1. čtvrtletí u 22 % respondentů), naproti tomu s poklesem exportních dodávek počítá 9 % respondentů v porovnání s 28 % v 1. čtvrtletí.

²² Konjunkturální index může nabývat hodnot od 0 do 200 bodů. Při hodnotě indexu 100 je vážený počet pozitivních a negativních odpovědí vyrovnáný. Převažují-li pozitivní odpovědi, pohybuje se index v intervalu 101-200 bodů, mají-li převahu negativní odpovědi, klesá hodnota indexu pod 100 bodů.

3. Hladina výrobních cen by podle názoru podnikových manažerů měla jít v nejbližších měsících opět mírně nahoru. Naznačuje to konjunkturální index pro 2. čtvrtletí, který po přechodném poklesu v 1. čtvrtletí (na 92 bodů) stoupl na 108 bodů.

Vzestup indexu byl v rozhodující míře ovlivněn chemickým průmyslem, ve kterém 40 % respondentů uvedlo, že se jejich výrobní ceny zvýší, u 54 % respondentů by měly zůstat zhruba beze změny a u 6 % respondentů by se měly snížit. V 1. čtvrtletí počítalo 100 % respondentů se zachováním stávající úrovně cen.

B. STAVEBNICTVÍ

1. Ve stavebních podnicích míra optimismu zesílila, když barometr podnikatelské důvěry stoupl proti předchozímu šetření ze 115 na 135 bodů (index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na a za horizont příslušných čtvrtletí):

	2002			2001				2000		
	II.	I.	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.
Index	135	115	123	131	153	91	128	140	108	62

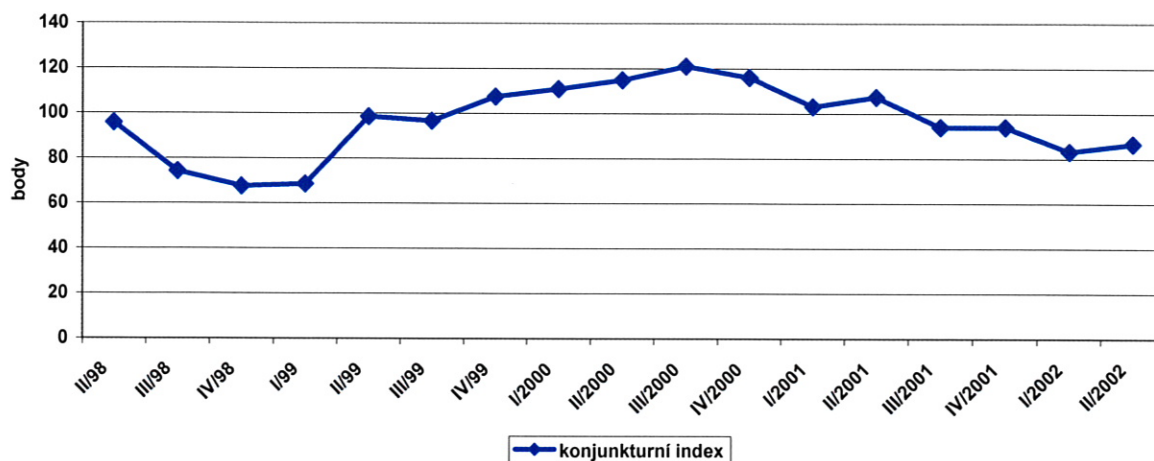
Převaha pozitivních očekávání rezultovala zejména:

- z dostatečné zásoby práce (stavu zakázek), která je v porovnání se srovnatelným obdobím loňského roku cca o 14 % vyšší,
- z relativně příznivých klimatických podmínek v zimních měsících, které umožnily získat časový předstih v realizaci některých prací a dodávek.

2. Přírůstek cen stavebních prací by měl být ve 2. čtvrtletí jen o málo vyšší než v 1. čtvrtletí. Konjunkturální index stoupl ze 121 na 127 bodů, což bylo ovlivněno zvýšením počtu respondentů předpokládajících vzestup cen ze 26 % v 1. čtvrtletí na 30 % ve 2. čtvrtletí. Přibližně dvě třetiny respondentů počítají se zachováním dosavadní úrovně cen.

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

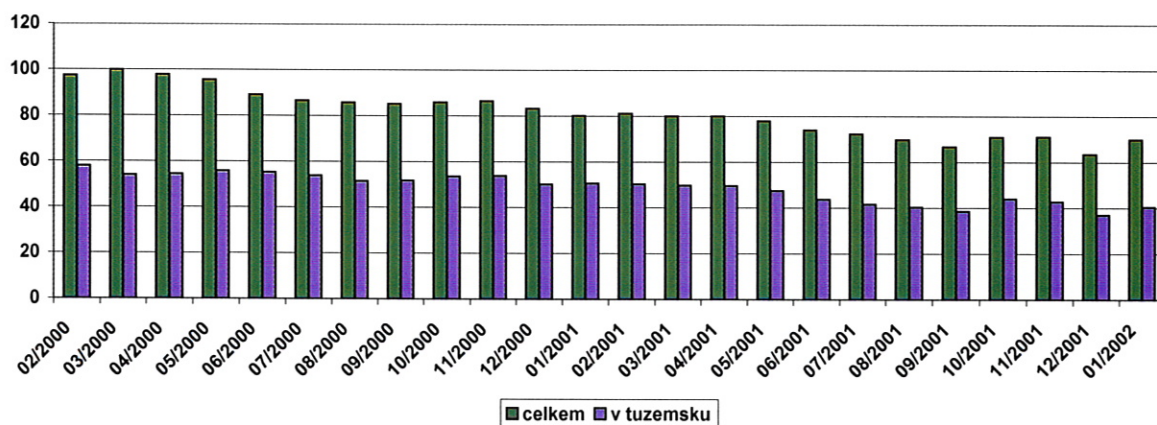
VŠEOBECNÁ OBCHODNÍ SITUACE



	I.	II.	III.	IV.
1998		96	74	68
1999	69	99	97	107
2000	111	115	121	116
2001	103	107	94	94
2002	83	87		

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

ZAKÁZKY

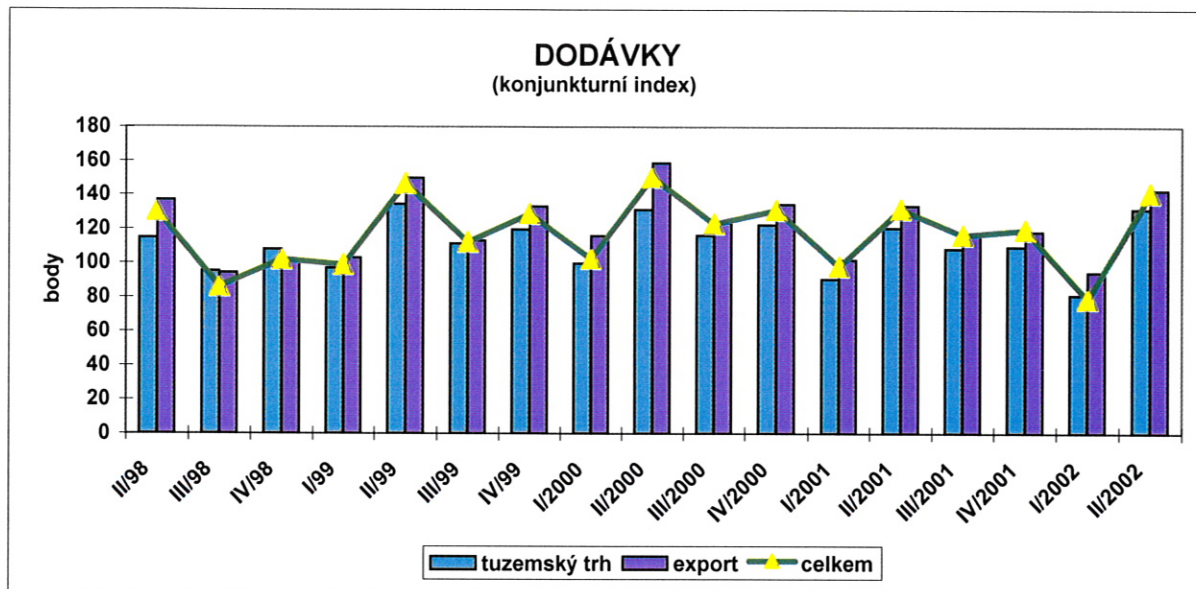


	02/2000	03/2000	04/2000	05/2000	06/2000	07/2000	08/2000	09/2000	10/2000	11/2000	12/2000
celkem	97,3	99,9	97,7	95,5	89,0	86,6	85,7	85,1	85,8	86,4	83,2
v tuzemsku	57,8	53,9	54,3	55,7	55,1	53,7	51,4	51,7	53,5	53,7	50,1

	01/2001	02/2001	03/2001	04/2001	05/2001	06/2001	07/2001	08/2001	09/2001	10/2001	11/2001	12/2001
celkem	80,1	81,1	80,0	79,9	77,9	74,0	72,3	69,8	66,6	70,9	71,0	63,4
v tuzemsku	50,5	50,2	49,7	49,5	47,4	43,7	41,6	40,3	38,5	44,0	42,7	36,9

	01/2002
celkem	69,9

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



celkem

	I.	II.	III.	IV.
1998		130	86	102
1999	99	146	112	128
2000	102	150	123	131
2001	98	131	116	119
2002	79	141		

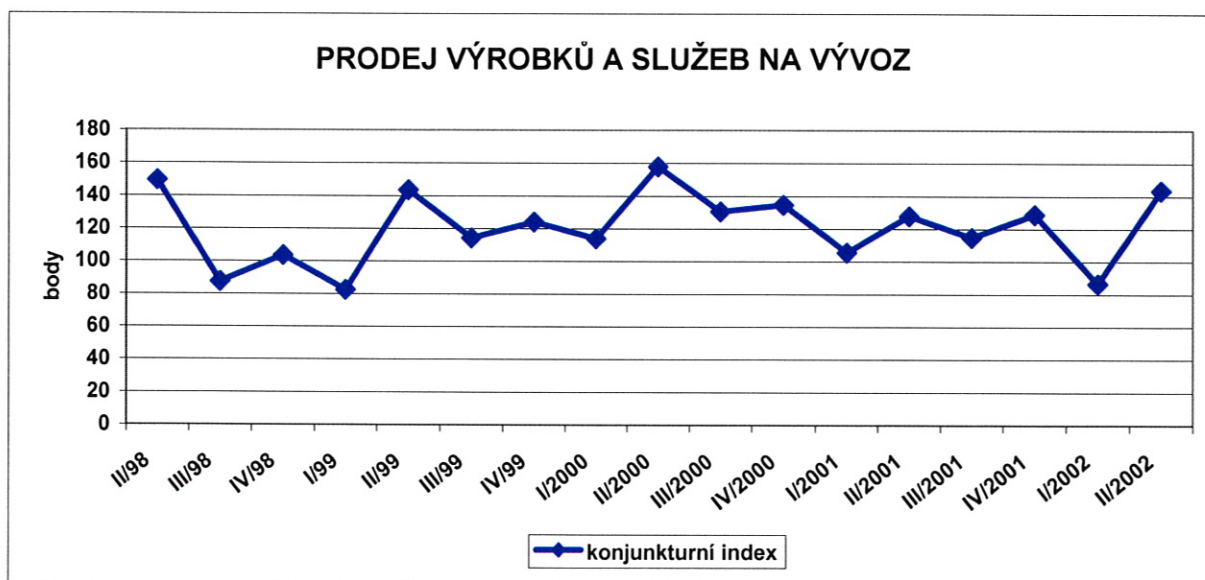
tuz.trh

	I.	II.	III.	IV.
1998		115	95	108
1999	97	134	111	119
2000	100	131	116	122
2001	91	120	108	110
2002	81	132		

export

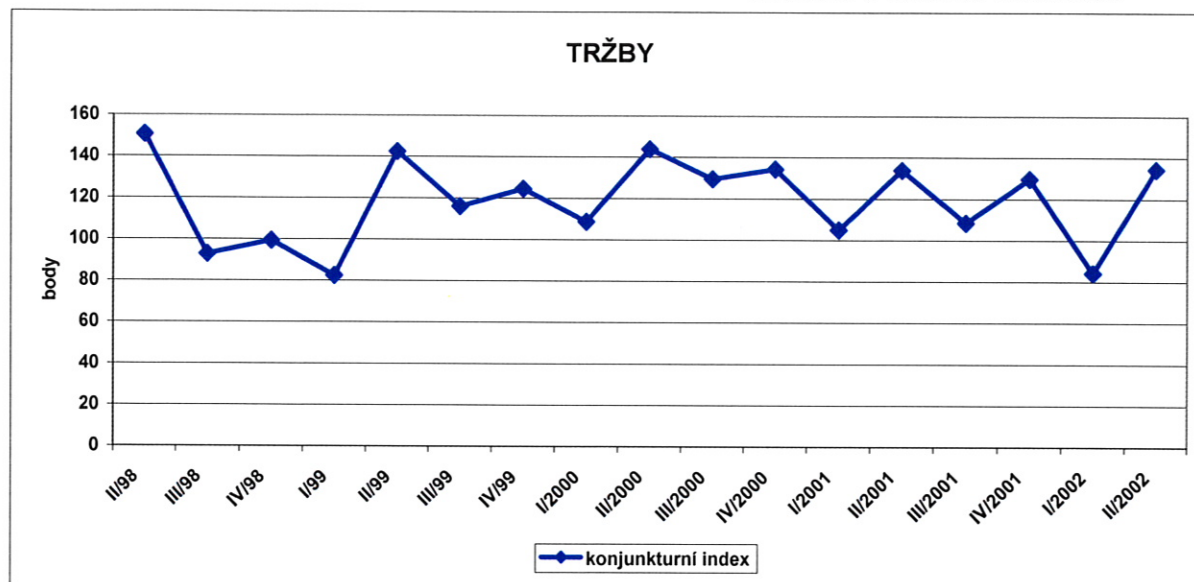
	I.	II.	III.	IV.
1998		137	94	102
1999	103	150	113	133
2000	116	159	123	134
2001	102	134	117	118
2002	94	143		

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



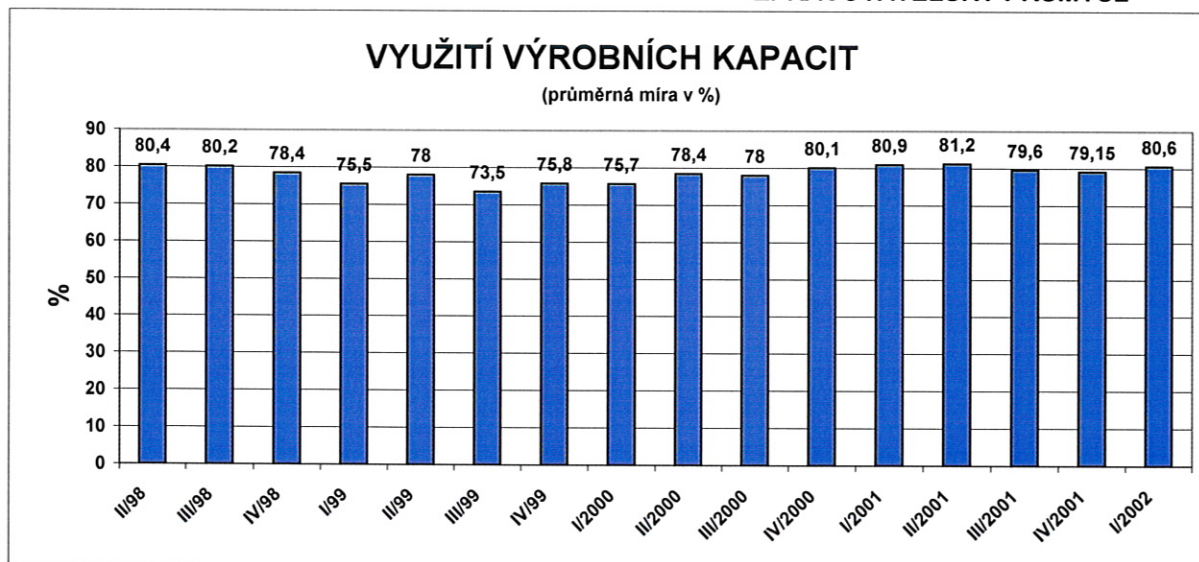
	I.	II.	III.	IV.
1998		150	88	104
1999	83	144	114	124
2000	114	158	130	135
2001	106	128	115	129
2002	87	143		

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



	I.	II.	III.	IV.
1998		151	93	99
1999	83	142	116	125
2000	109	144	130	134
2001	105	134	109	130
2002	84	134		

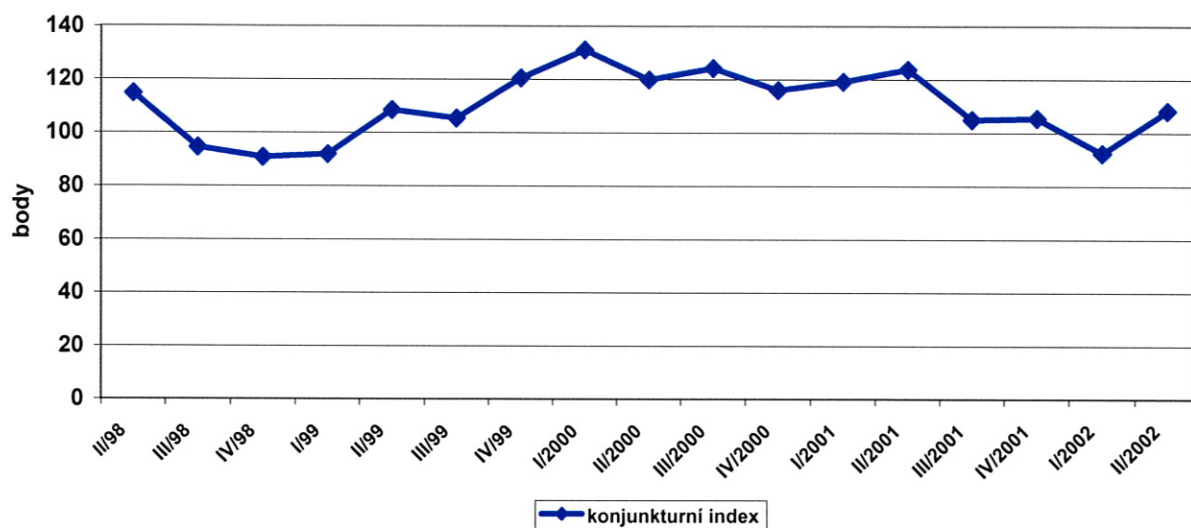
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



	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
2002	80,6			

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

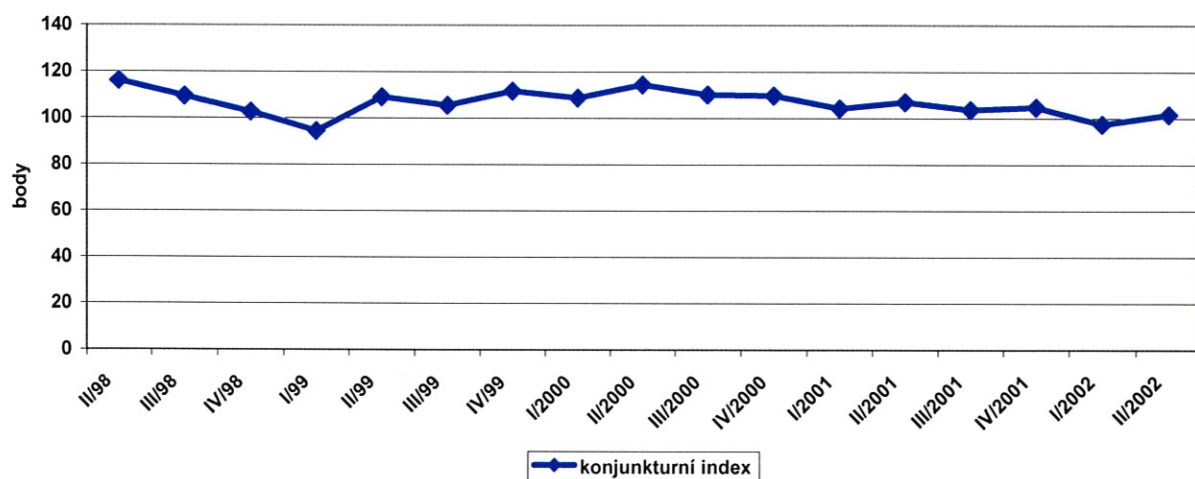
CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ



	I.	II.	III.	IV.
1998		115	95	91
1999	92	108	105	120
2000	131	120	124	116
2001	119	124	105	105
2002	92	108		

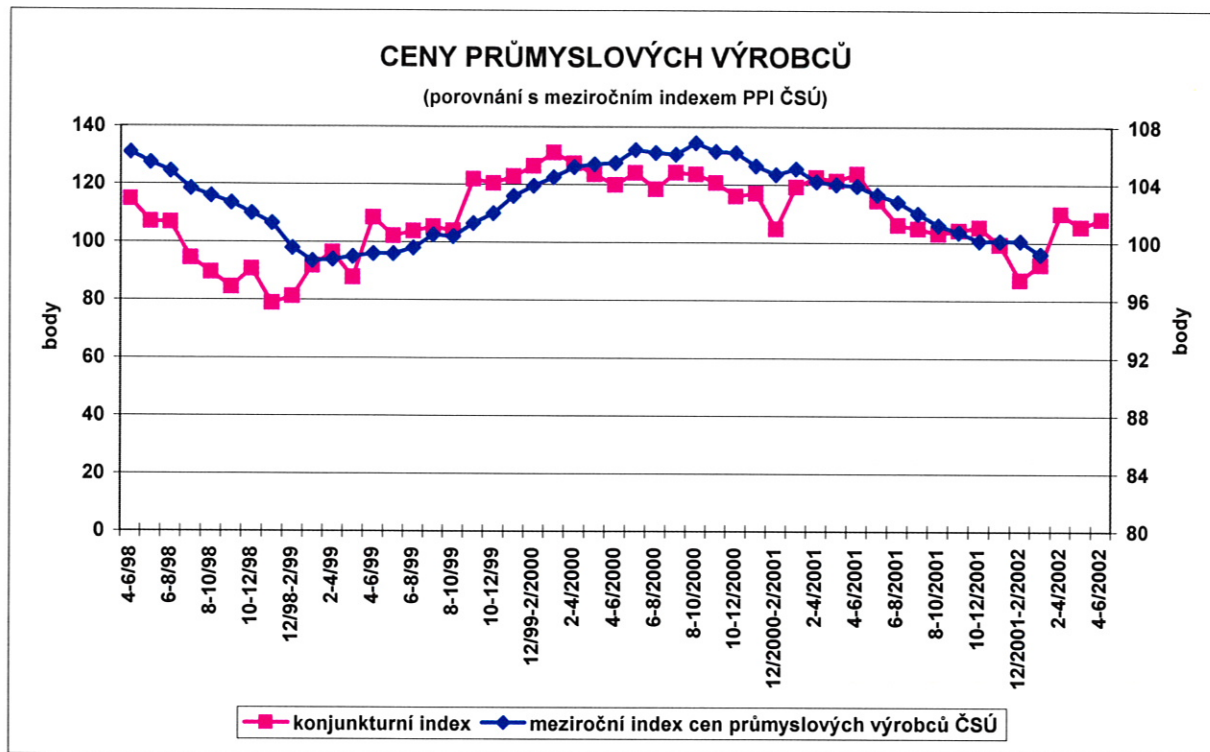
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

FINANČNÍ SITUACE

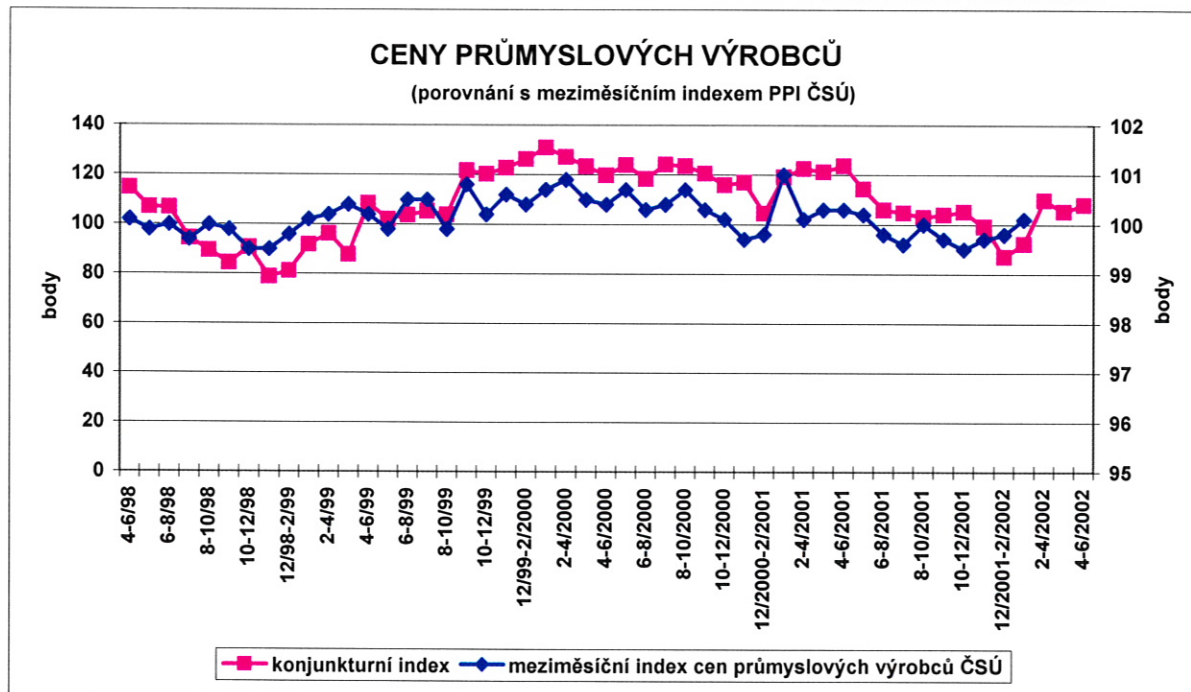


	I.	II.	III.	IV.
1998		116	110	103
1999	95	109	106	112
2000	109	115	110	110
2001	104	107	104	105
2002	98	102		

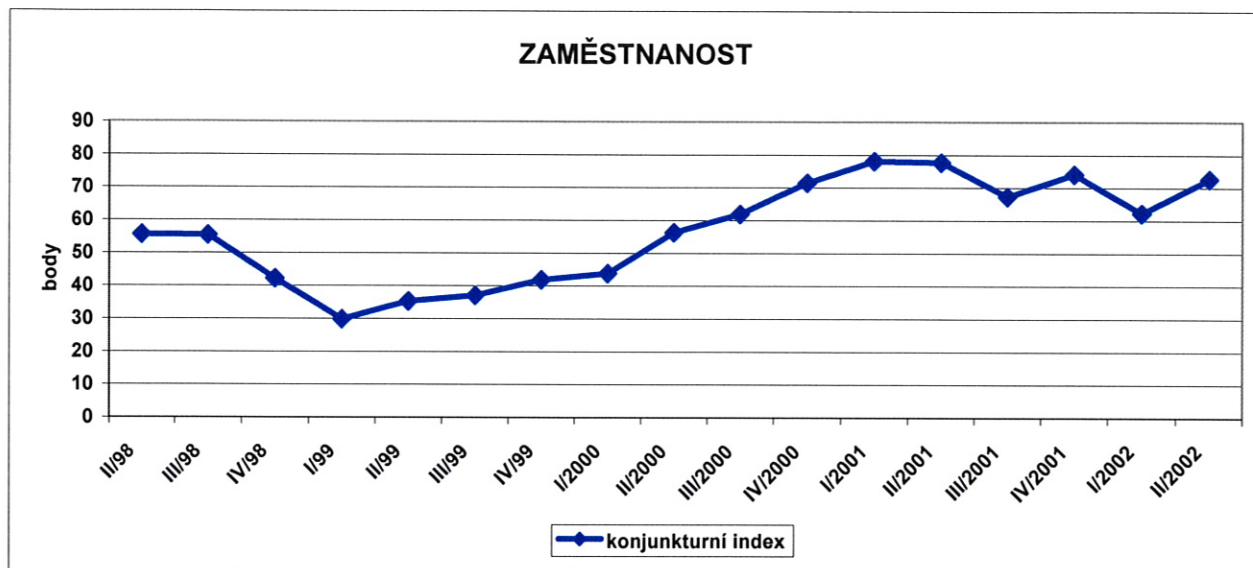
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



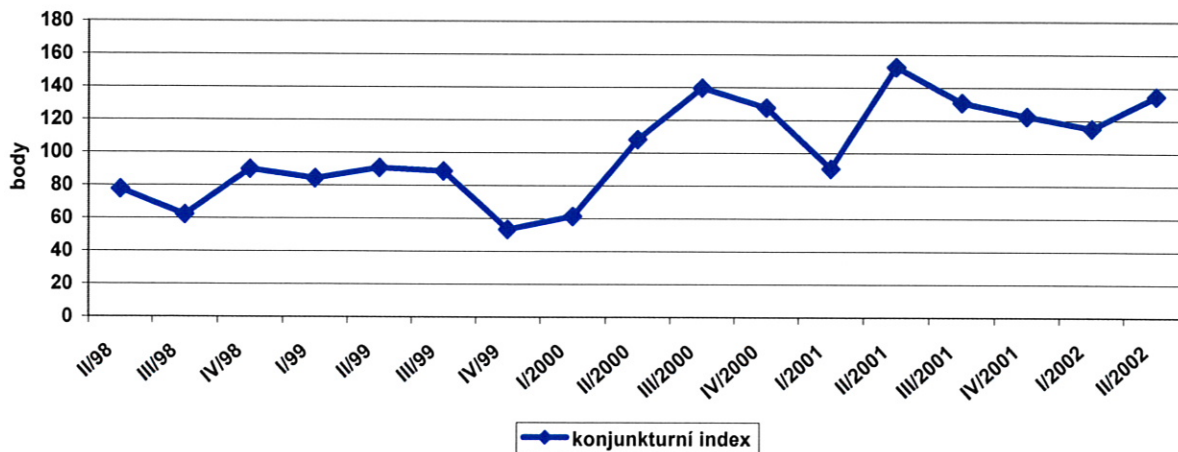
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL



	I.	II.	III.	IV.
1998		56	55	42
1999	30	35	37	42
2000	44	56	62	71
2001	78	78	67	74
2002	62	73		

STAVEBNICTVÍ

VÝVOJ VŠEOBECNÉ OBCHODNÍ SITUACE

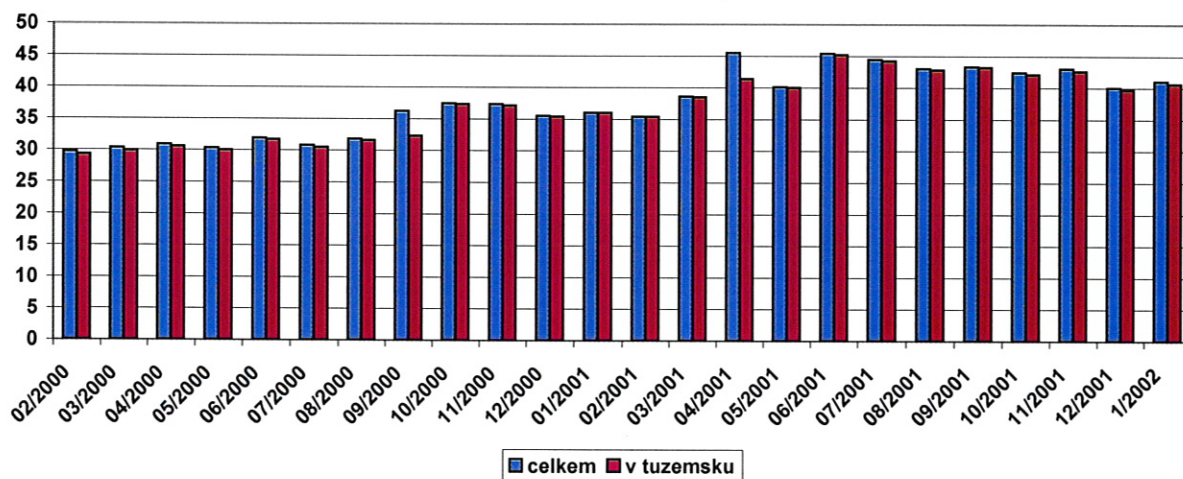


	I.	II.	III.	IV.
1998		78	62	90
1999	84	91	89	54
2000	62	108	140	128
2001	91	153	131	123
2002	115	135		

STAVEBNICTVÍ

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	29,7	30,3	30,9	30,3	31,9	30,8	31,8	36,2	37,4	37,3	35,5
v tuzemsku	29,3	29,9	30,6	30,0	31,7	30,5	31,6	32,3	37,3	37,1	35,4

rok 2001

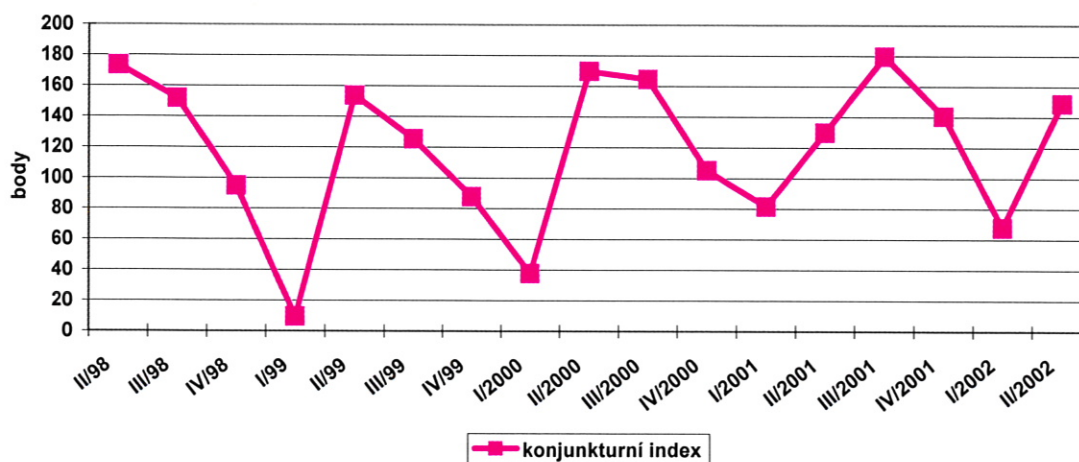
	01/2001	02/2001	03/2001	04/2001	05/2001	06/2001	07/2001	08/2001	09/2001	10/2001	11/2001	12/2001
celkem	36,0	35,4	38,6	45,5	40,1	45,4	44,4	43,0	43,3	42,4	43,0	40,0
v tuzemsku	36,0	35,4	38,5	41,4	40,0	45,2	44,2	42,8	43,2	42,1	42,6	39,7

rok 2002

	1/2002
celkem	41,0
v tuzemsku	40,6

STAVEBNICTVÍ

STAVEBNÍ VÝROBA

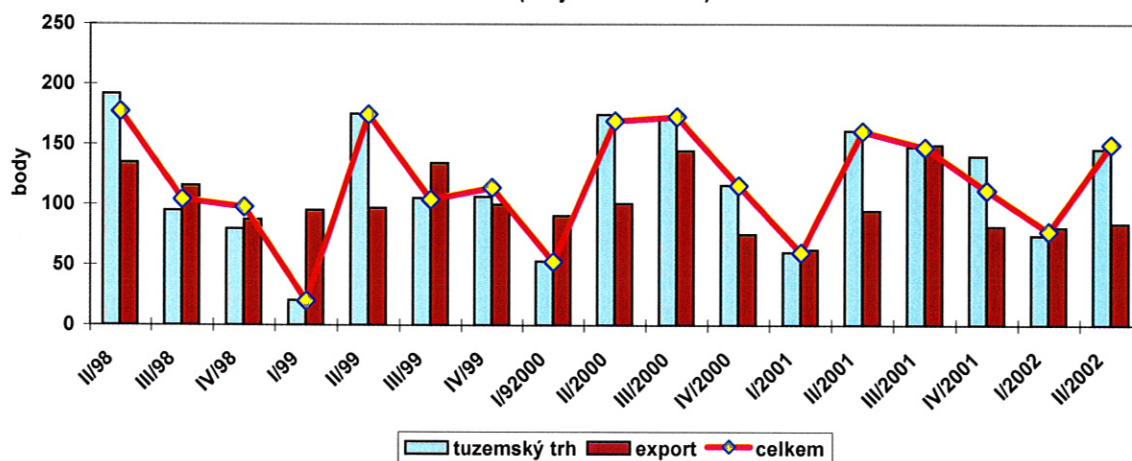


	I.	II.	III.	IV.
1998		174	152	95
1999	10	154	126	88
2000	38	170	165	105
2001	82	130	180	141
2002	68	149		

STAVEBNICTVÍ

DODÁVKY

(konjunkturální 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	150		

tuz.trh

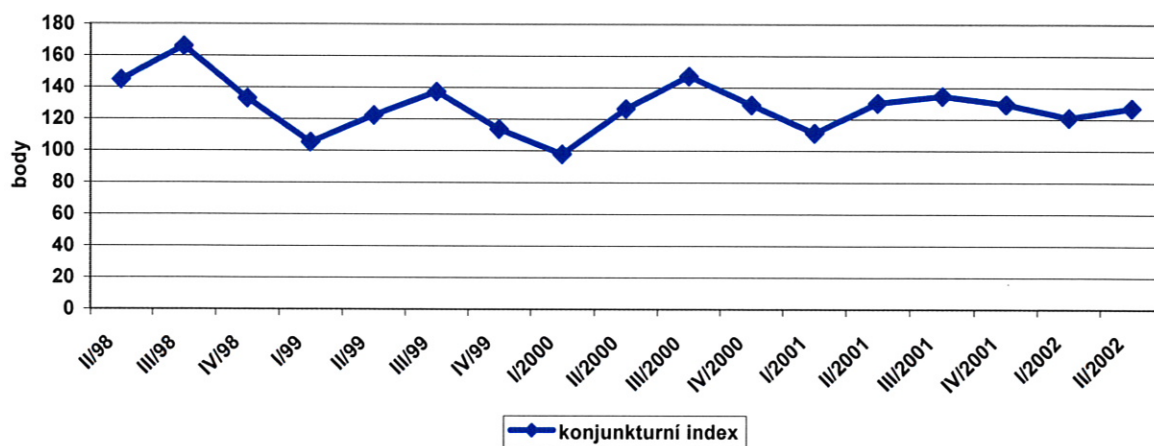
	I.	II.	III.	IV.
1998		192	95	80
1999	21	175	106	106
2000	53	175	173	116
2001	60	161	148	140
2002	74	146		

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	84		

STAVEBNICTVÍ

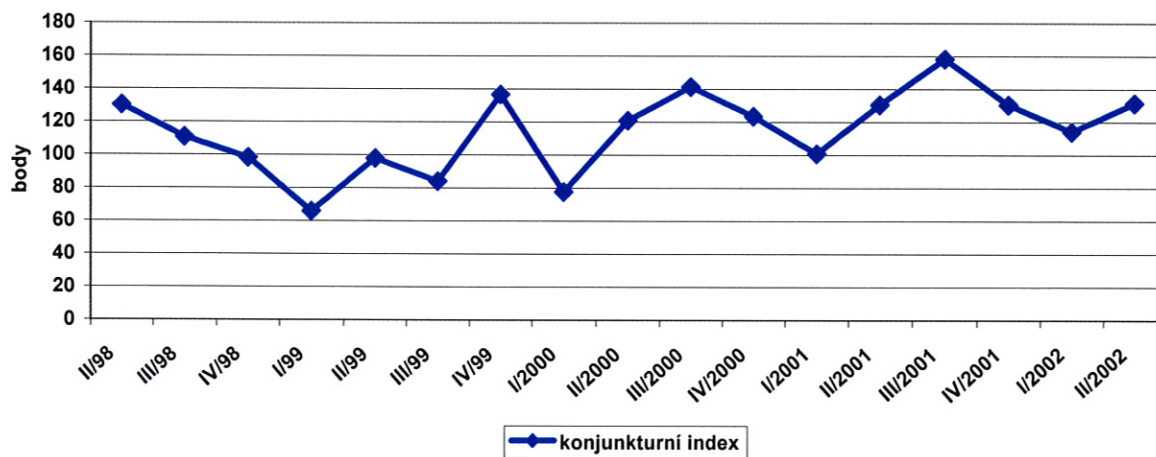
CENY STAVEBNÍCH PRACÍ



	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	127		

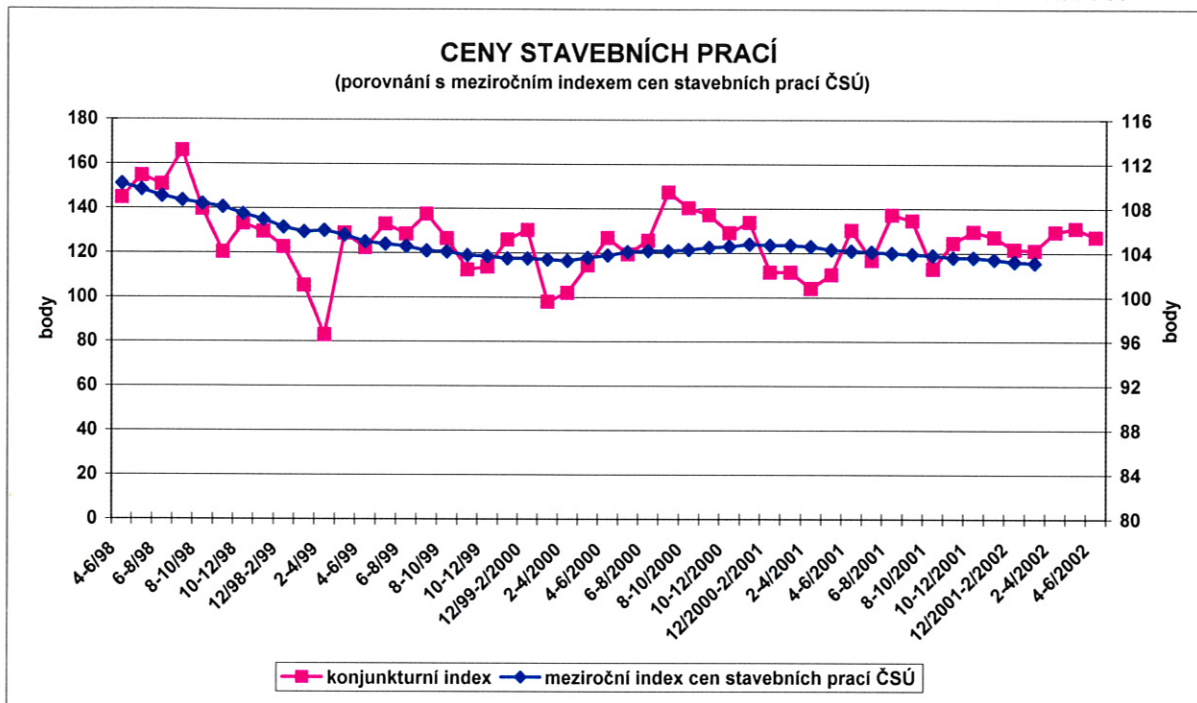
STAVEBNICTVÍ

PRŮMĚRNÁ MZDA

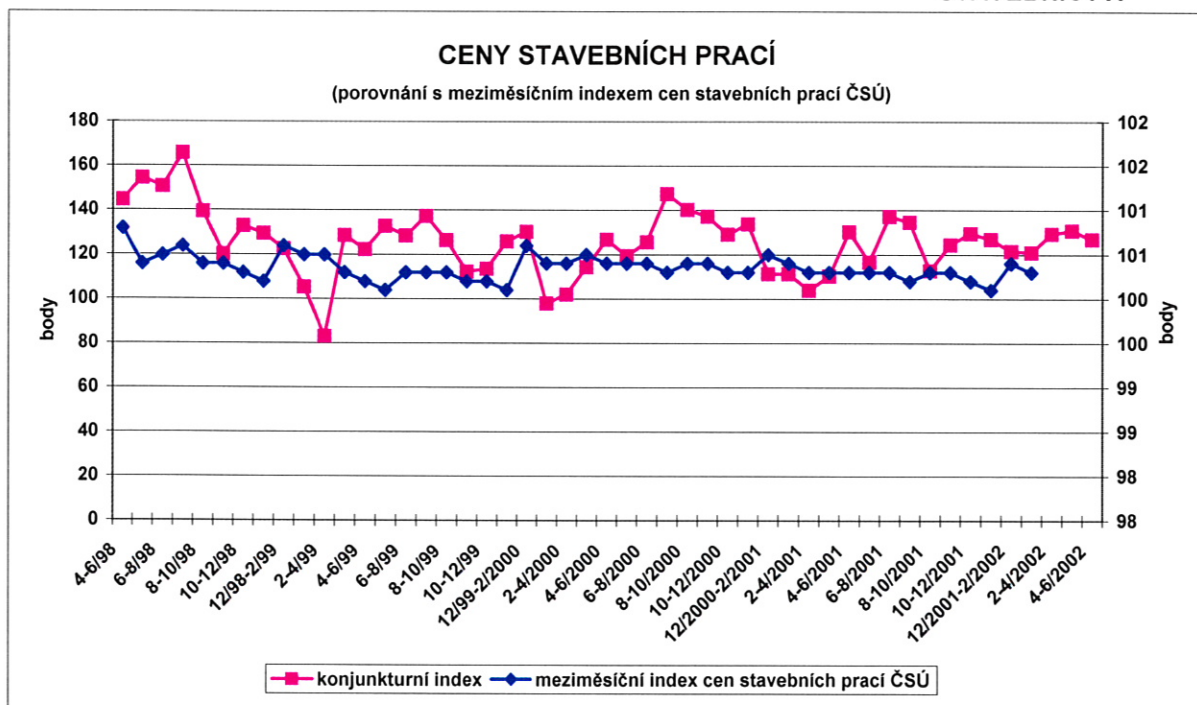


	I.	II.	III.	IV.
1998		131	111	99
1999	66	98	84	137
2000	78	121	142	124
2001	101	131	159	131
2002	114	132		

STAVEBNICTVÍ

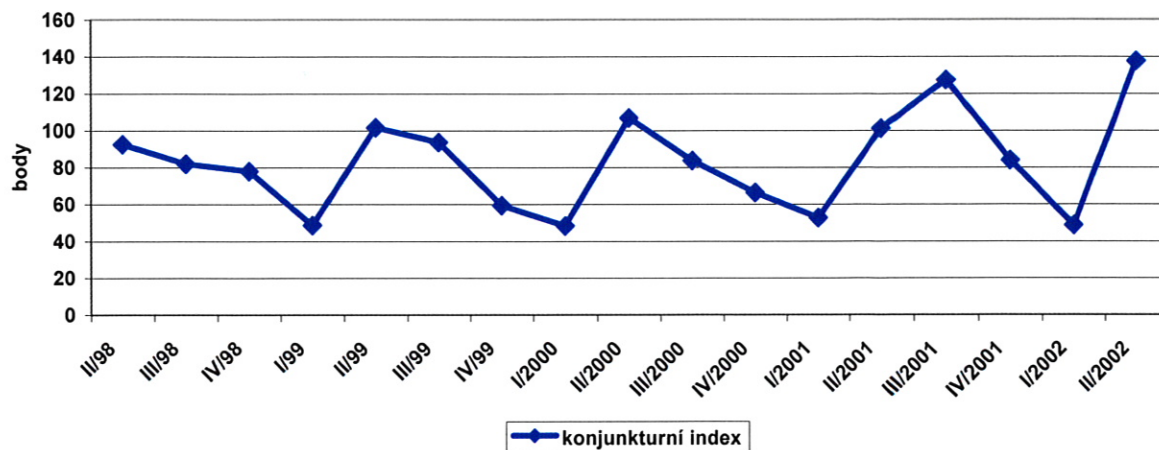


STAVEBNICTVÍ



STAVEBNICTVÍ

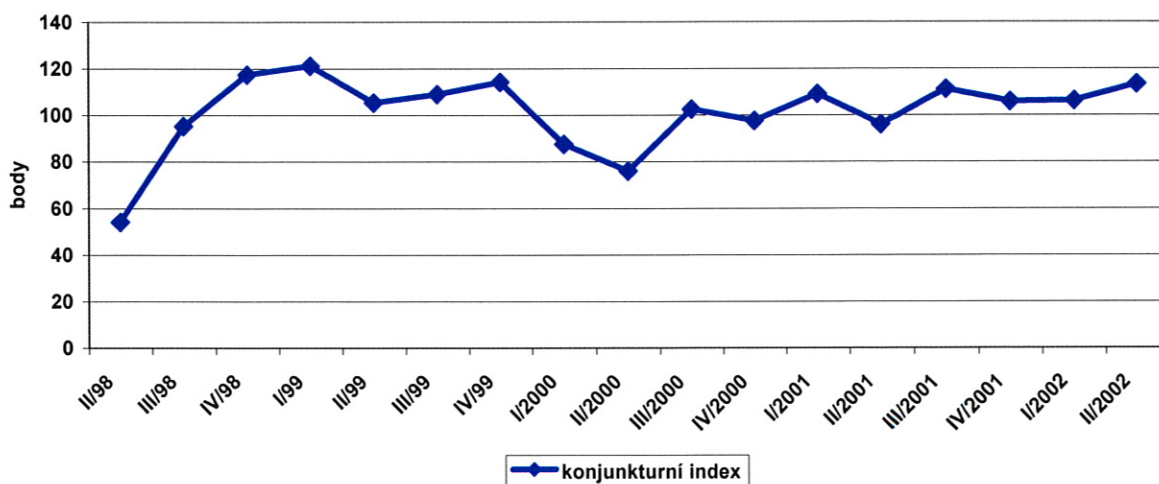
ZAMĚSTNANOST



	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	137		

STAVEBNICTVÍ

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	113		

STRATEGIE VYUŽÍVÁNÍ DEVIZOVÝCH INTERVENCÍ ČNB

Tento text vychází ze zadání 12. BR: „Sekce měnová a statistiky a sekce bankovních obchodů zpracují podklady k diskusím o technice a strategii využívání devizových intervencí“. První část textu obsahuje shrnutí současného stavu, rozbor třech možných scénářů postupu ČNB vůči kurzu koruny a doporučení. Druhá část textu je podkladovým materiálem shrnujícím teorii a empirii devizových intervencí.

Současný stav, analýza možných variant a doporučení

Účinnost intervencí ČNB (ve smyslu vztahu objem – procentní změna kurzu na určitou dobu) v poslední době klesala. Tento pokles je především důsledkem omezené kredibility intervencí. Nízká kredibilita vychází jak z nepříliš důrazného vystupování ČNB (faktickém při intervencích, slovním při komunikaci), tak především z trhem vnímané časové nekonzistence intervenční politiky ČNB směřující k oslabení měnového kurzu. Tato časová nekonzistence spočívá ve vnímané nutnosti nominální aprece kurzu koruny při daném tempu rovnovážné reálné aprece (cca 4 – 5 % mizr. díky sblížování relativních cenových poměrů T a NT zboží v ČR a EU)²³ a očekávaném inflačním diferenciu (cca 2 p.b.), který je dán inflačním cílem ČNB (či Maastrichtskými kritérii) a ECB. Očekávaná rovnovážná nominální aprece cca 2 – 3 % mizr. vede trhy k tomu, že snahu ČNB o oslabení kurzu koruny vnímají jako časově nekonzistentní a tudíž nekredibilní (jedná se o tzv. „convergence play“). Na druhou stranu lze argumentovat, že nedávná nominální aprece vyčerpala tento důvod na dobu několika měsíců dopředu a že kurz je momentálně pod vlivem vzájemné hry investorů. Dodatečným, ale nikoliv hlavním důvodem může být také trhem vnímaný ohled bráný ČNB na dopad intervencí do hospodaření banky (jak pokles korunové hodnoty DR, tak náklady sterilizace). Tento faktor je podrobně analyzován v části II.3.

V současnosti se nabízejí následující tři budoucí varianty postupu ČNB vůči kurzu koruny.

1. Free float

Ponechání kurzu koruny „jejímu osudu“ by znamenalo přenechat trhu posouzení rovnovážné hodnoty měnového kurzu. Při přechodu na free float (ve smyslu upuštění od dalších intervencí) by pravděpodobně následovalo úvodní posílení koruny díky prodeji těch účastníků, kteří spekulovali na pokračování intervencí ČNB. Scénář dalšího vývoje by se pak odvíjel od schopnosti trhu racionálně určit rovnovážný kurz koruny. Příznivým scénářem by mohlo být zastavení nebo zmírnění tempa aprece. Nepříznivým scénářem by mohla být skoková výrazná depreciace kurzu koruny s vysokými hospodářskými náklady. Nerovnovážná aprece kurzu by mohla vést k odchýlení trajektorie reálných veličin od rovnovážného vývoje a pozdější korekci prostřednictvím jednorázové výrazné depreciace.

²³ Provedené detailní kvantifikace v sekci měnové a statistiky jsou však zatím schopny potvrdit jen nižší tempo rovnovážné reálné aprece kurzu koruny.

Předtím, než by k podobné korekci kurzu došlo, by ČNB pravděpodobně opakovaně neplnila své inflační cíle (viz také box „Využitelnost kurzové výjimky“ níže).

2. Zafixování hodnoty kurzu

Tato varianta by spočívala například v explicitním zavedení systému podobného ERM2, tj. stanovení centrální parity a flukтуаčního pásma. Určení pro ČNB „žádoucí“ úroveň měnového kurzu by mohlo mít jistý signalizační efekt, který by vedl ke zvýšení kredibility a tudíž účinnosti intervencí (viz funkčnost systému do roku 1997). Přínosem by byl stabilizovaný vývoj měnového kurzu. Tato varianta však trpí mnoha nevýhodami. Za prvé, nedostatečná důraznost ČNB při devizových intervencích byla zřejmě dána také nejistotou ohledně rovnovážnosti kurzového vývoje. Zafixování kurzu znamená vyjít z této nejistoty, učinit z ní jediný pevný bod měnové politiky a ten kredibilně bránit. Za druhé, zafixováním kurzu by se ČNB vzdala aktivní měnové politiky v období před vstupem do EMU. To by mohlo být zvláště nešťastné v době, kdy fiskální politika neplní svou anticyklickou úlohu a nedostatečně hluboký devizový trh není schopen prostřednictvím kurzových pohybů absorbovat vliv zahraničních šoků. Za třetí, v současnosti poměrně kredibilní režim cílování inflace by byl nahrazen ne zcela kredibilním režimem fixního kurzu. To by mělo dopad nejen na vnitřní rozhodovací procesy v ČNB, ale především na to, jak je a bude měnová politika vnímána ekonomickými agenty (po vstupu do EMU bychom opět museli „učit“ veřejnost žít s inflačními cíli). A konečně za čtvrté, tato varianta popírá problém vnímané nutné rovnovážné nominální apreciace z výše uvedených důvodů (rovnovážná reálná apreciace vyšší než inflační diferenciál). Časová nekonzistence této varianty implikuje, že se nejedná o kredibilní řešení (viz dosavadní zkušenosti Maďarska, které zřejmě stojí před nominální revalvaci).

3. Pokračování intervencí v modifikované podobě

Pokračování intervencí má smysl jen v případě zvýšení jejich účinností. Jak plyne z výše uvedeného, klíčovým faktorem účinnosti intervencí je jejich kredibilita. Časová nekonzistence intervenční politiky a tudíž její nízká kredibilita může být překonána díky faktorům odrážejícím se v mikrostruktuře devizového trhu. Teoreticky by intervencemi po určitou dobu držená stabilní úroveň kurzu měla vést pouze k prodloužení průměrné délky držení finančních instrumentů v konvergenční hře. To odráží racionální předpoklad trhu, že časem bude muset nominální kurz pro splnění inflačních cílů (maastrichtských kritérií) při daném tempu rovnovážné reálné apreciace posílit. Úspěšná investice je tedy jen otázka prodloužování maturity daného dluhového instrumentu.

V praxi však tato teoretická poučka naráží na časovou omezenost držení otevřených pozic investory, kalkulaci zisků na bázi vyšší frekvence než několika měsíců a obecnou nejistotu ohledně budoucnosti. Pokud je objemem vážená délka většiny korunových instrumentů tlačících na nominální apreciaci relativně krátká, pak CB stačí kredibilní závazek o držení fixního kurzu po toto období. Úspěšnost intervencí v tomto období může být zvýšena objemově a časově důraznějšími intervencemi. Ty je v praxi vhodné doprovázet snížením úrokových sazeb směrem k úrovni sazeb EMU. V případě nulového úrokového diferenciálu mohou být intervence prakticky neomezené, a proto nutně úspěšné (což se odrazí v jejich kredibilitě) a minimálně krátkodobě ziskové ve smyslu korunové hodnoty DR.²⁴ Tuto politiku

²⁴ Při boji „kdo s koho“ na devizovém trhu, který by mohl být vyvolán prudkým růstem spekulativních prodejů cizí měny z důvodu ochrany před otevřenými krátkými pozicemi, musí nutně spekulanti, na rozdíl od centrální banky, narazit na limit pro své otevřené pozice.

může být rovněž možné doprovodit masivnější úvodní intervencí, která by si vynutila uzavírání případných otevřených krátkých pozic. V krajním případě lze přikročit k závazku intervenovat objemem, což může pro účastníky trhu představovat fakt, na který je možné spekulovat. Situace by pak byla opačná proti očekávání přílivu PZI. Délka období držení "zafixovaného" kurzu by měla být dána průměrnou durací v současnosti držných korunových instrumentů účastníků trhu spekulujících na posílení koruny. Délka období by měla zároveň zohlednit horizont, ve kterém by při stabilním nominálním kurzu bylo dosaženo rozložení kurzové apreciace v čase na rovnovážnou hodnotu cca 2 % mzd.

Po opětovném uvolnění kurzu koruny by zkušenosti z „intervenčního období“ měly díky zvýšené kredibilitě ČNB a destimulaci některých účastníků (prostřednictvím ztrátových investic) omezit další spekulace na krátkodobou apreciaci. Do budoucna lze rovněž očekávat zmírňování tempa rovnovážné apreciace reálného kurzu. Stabilní nominální kurz se tak bude postupně stávat více a více kompatibilní s daným inflačním diferencíalem mezi ČR a EMU a bude tudíž docházet k oslabování „convergence play“. Další tlaky na nominální apreciaci v budoucnu neukazuje ani projekce vývoje platební bilance a zároveň již v této době dojde k manifestaci funkčnosti dohody mezi vládou a ČNB o zacházení s privatizačními příjmy. V mezidobí by bylo zároveň vhodné prezentovat veřejnosti přesvědčivé analýzy ohledně tempa rovnovážné reálné apreciace. Dosavadní výsledky výpočtů SMS totiž nejsou schopny objasnit ani ČNB často (možná zbytečně) komunikovaných 4 – 5 % mzd. rovnovážné reálné apreciace.

Box: Využitelnost kurzové výjimky

Jako jeden z faktorů opravňujících použití institutu výjimek definovala ČNB: „výrazné změny devizového kurzu, které nesouvisí s vývojem domácích fundamentálních veličin a s domácí měnovou politikou“. Pokud platí, že výkyvy měnového kurzu v malých otevřených tranzitivních ekonomikách obecně příliš nesouvisí s anticyklickou měnovou politikou, musí být uplatňování "kurzové výjimky" vztaženo především k fundamentálnímu vývoji domácí ekonomiky. Podobně jako u jiných výjimek spočívá smysl uplatnění "kurzové výjimky" v eliminaci přílišné volatility měnověpolitických opatření v reakci na přechodné vlivy. U měnového kurzu je však mnohdy velmi obtížné odlišit dočasný výkyv od změny trendu, což souvisí právě s nejistotami ohledně fundamentálního vývoje ekonomiky (např. potenciálního produktu). V případě "kurzové výjimky" je situace dále komplikována vlivem očekávání o budoucnosti na současnou úroveň kurzu. Pokud centrální banka na případnou kurzovou změnu nereaguje, mohou agenti na finančním trhu vzhledem k rozsahu nejistot interpretovat poslední pohyb měnového kurzu jako přesun k nové rovnovážné trajektorii. Může se tedy stát, že nedojde k vykompenzování jednorázové změny pohybem kurzu opačným směrem. Pokud centrální banka na tento vývoj nahlíží jako na nerovnovážný, měla by v této situaci přikročit k měnověpolitickému opatření. Vzhledem k mechanismu sterilizovaných intervencí může však být tento "pozdní" zásah příliš nákladný, neboť již mohlo dojít ke stabilizaci kurzových očekávání na nové hladině a nebo dokonce ke skokovému přizpůsobení kurzu zpět (měnová krize). Centrální banky proto mnohdy intervencují již v době prvotního výrazného pohybu kurzu, ačkoliv by mohly teoreticky aplikovat institut výjimek. Důvodem jsou právě zmíněné nejistoty a role očekávání na finančním trhu.

II. Shrnutí teorie a empirie devizových intervencí

1. Účinnost a kanály působení devizových intervencí - teorie

Účinnost devizových intervencí lze definovat pouze obecně, např. že *intervence byla účinná tehdy, splnila-li očekávání, která do ní CB vkládala*. Vytvoření jednotné definice brání

odlišné motivy intervencí, které se případ od případu mění. V systémech bez explicitního cílového kurzu není většinou možné ani stanovit určitou „konsensuální“ minimální změnu kurzu, resp. délku trvání této změny, jejichž dosažení by již bylo považováno za účinnou intervenci.

Teorie nabízí několik kanálů, jejichž prostřednictvím devizové intervence působí na kurz. Mezi nejznámější patří monetární efekt, portfóliový efekt, signalizační efekt a tzv. „noise-trading“ kanál.

a. monetární efekt

se týká nesterilizovaných intervencí a je mu připisována stejná role jako jiným nástrojům měnové politiky (např. operacím na volném trhu). Jeho podstata spočívá v tom, že nesterilizované intervence ovlivňují vývoj kurzu prostřednictvím změny relativních temp růstu peněžních zásob²⁵.

b. portfóliový efekt

je spojován se sterilizovanými intervencemi. Základním předpokladem pro působení tohoto efektu je, aby domácí a zahraniční aktiva nebyla dokonalými substituty. Portfóliový efekt vychází z toho, že sterilizované intervence vedou ke změně podílu domácích a zahraničních aktiv v portfoliích investorů, což se vzhledem k jejich nedokonalé substituovatelnosti projevuje ve změně rizikové prémie. Změna rizikové prémie následně ovlivní úrokový diferenciál (růst rizikové prémie jej postupně sníží, pokles naopak zvýší) a jeho prostřednictvím toky dluhového kapitálu, což se projeví ve změně kurzu. Malá účinnost portfóliového efektu je přičítána především vysoké míře substituovatelnosti aktiv, tj. nesplnění základního předpokladu pro jeho fungování.

c. signalizační efekt

se týká sterilizovaných i nesterilizovaných intervencí. Na vývoj kurzu působí prostřednictvím formování očekávání subjektů na devizovém trhu. Signalizační efekt je zdůvodňován informační asymetrií ve prospěch autorit, informační neefektivností (některé informace devizové trhy neumějí přenášet nebo je získávají draze) a informační nejistotou (testováním trhu mohou autority získávat lepší představu o charakteru pohybů kurzu). Nutným předpokladem účinnosti tohoto efektu je, aby rozsah a směr intervencí poskytoval subjektům nové, do determinace současného kurzu dosud nezahrnuté informace o ekonomických podmínkách a budoucích hospodářských politikách, a – přirozeně – aby subjekty těmito informacím věřily (vazba na kredibilitu CB). Využívání signalizačního efektu si z logiky věci vyžaduje provádění otevřených intervencí.

d. „noise-trading“ kanál

vychází z předpokladu, že pokud na devizovém trhu ve větší míře operují investoři, jejichž strategie je založena na pocitech, domněnkách či technické analýze, pak CB může vhodně volenou intervenční strategií (opírající se za určitých okolností nejen o snížení, ale naopak o zvýšení volatility kurzu) ovlivňovat účinnost sterilizovaných intervencí. Pokud se CB podaří tyto investory přesvědčit, že došlo ke zlomu trendu, začnou zaujímat pozice na opačný (centrální bankou cílený) trend. Dočasné efekty sterilizovaných intervencí se tím mohou stát dlouhodobými, popř. trvalými. Důležitým předpokladem je, aby tito investoři nevěděli, že s nimi CB manipuluje. Z tohoto důvodu jsou většinou využívány skryté intervence. Proto je také obtížné posoudit jejich účinnost.

²⁵ Abstrahujeme zde od primárního efektu jakékoli intervence - okamžité změny existujícího poměru nabídky a poptávky na devizovém trhu, což má za jinak nezměněných okolností většinou jen krátkodobý charakter.

2. Zkušenosti z praxe devizových intervencí – zahraniční empirie

Subjektivnost hodnocení zkušeností s intervencemi je zřejmě hlavním důvodem, proč se ekonomové snaží pomocí různých modelů ekonometricky prokázat, zda v minulosti existovala statisticky významná vazba mezi intervencemi a vývojem kurzu či nikoli. Studie se soustřeďují především na koordinované intervence G-5, resp. G-7 na základě zmiňované dohody z hotelu Plaza, resp. dohody z Louvru (únor 1987) a na (jednorázové i koordinované) intervence Fedu, Bundesbanky a BoJ v různých obdobích. V poslední době je věnována pozornost rovněž zkoumání dosud historicky krátké epizody intervencí ECB. Zkušenosti s intervencemi v zemích s režimem fixního kurzu jsou obsaženy především v četných studiích zaměřených na měnové a finanční krize.

Rozdílnost názorů není příliš velká, pokud jde o účinnost nesterilizovaných intervencí, kde se většina ekonomů přiklání k tomu, že mohou mít rychlý, významný a dlouhodobý vliv na dráhu kurzu. Většina z nich se shoduje rovněž v tom, že sterilizované intervence jsou v dlouhém období neúčinné. Značná diverzita názorů existuje na účinnost sterilizovaných intervencí v krátkém období a na druh hlavního kanálu, kterým je vliv sterilizovaných intervencí realizován. Jako jeden z krajních pólů lze uvést ekonomy vyznávající „noise-trading“ efekt, kteří nevylučují, že dočasné efekty sterilizovaných intervencí mohou mít za určitých podmínek dlouhodobý, popř. i trvalý charakter. Na druhém krajním pólu stojí ekonomové, kteří jsou přesvědčení, že sterilizované intervence jsou neúčinné i v krátkém období. Případné kladné výsledky sterilizovaných intervencí totiž přičítají skutečnosti, že sterilizace v praxi téměř nikdy není stoprocentní (ať již z objektivních nebo subjektivních důvodů) a že se tudíž ve skutečnosti jedná o objemově menší intervenci nesterilizovanou.

Názory na účinnost intervencí přitom nebyly v průběhu času neměnné a měly svou vlastní genezi. V 70. a 80. letech převládal názor, že vývoj devizových kurzů je určován hlavně fundamentálními veličinami a že devizové trhy jsou efektivní. Na tomto základě byl sterilizovaným intervencím přisuzován pouze krátkodobý a nevýznamný efekt, nedojde-li k celkové změně makroekonomické politiky. V průběhu 90. let došlo k určitému nárůstu optimismu ohledně účinnosti sterilizovaných intervencí, což bylo dáno především ztrátou víry v determinaci kurzů fundamentálními veličinami, zpochybněním efektivnosti devizových trhů a novými empirickými studiemi, které mohly na rozdíl od předchozího období využívat mnohem četnější (i když stále zdaleka ne stoprocentní) informace CB o provedených intervencích.

- Faktory zvyšující účinnost sterilizovaných intervencí

- a. *kredibilita intervencí*

je nutným předpokladem obzvláště v případě, že intervence fungují především prostřednictvím signalizačního efektu. Subjekty musí být především přesvědčeny, že CB myslí intervenci vážně, že neintervenuje ve prospěch fundamentálně nepodloženého kurzu, že intervence nekolidují s nastavením makroekonomických politik apod. Neméně důležitá je i schopnost dané CB vysílat zřetelné signály (otevřené intervence, komunikace s veřejností), volba optimální „techniky“ s ohledem na cíle, kterých má být dosaženo, správné načasování intervencí apod. Velký význam má rovněž míra kredibility intervencí dané CB v minulosti.

Jako příklad významu kredibility pro účinnost intervencí lze uvést třeba neúspěšnost intervencí ECB. Neúspěšnost těchto intervencí je obecně přiřazována především nejasnému odhodlání intervenovat a dosavadní „nečitelnosti“ intervenční politiky ECB dané krátkou dobou její existence. Relativně krátkodobý efekt koordinovaných intervencí na základě

dohody z Louvru lze rovněž přičítat v té době oslabené kredibilitě intervenujících CB v důsledku jejich intervenční politiky v předchozích dvou letech (Fed intervenoval proti USD, zatímco Bundesbank a BoJ ve prospěch USD). Intervenujícím CB se na druhé straně podařilo přesvědčit trhy o kredibilitě v případě koordinovaných intervencí na základě dohody z hotelu Plaza či koordinovaných intervencí na podporu USD v roce 1995. Momentální nízká kredibilita intervencí a měnové politiky obecně je zřejmě hlavním důvodem, proč některé studie naznačují, že intervence volatilitu kurzu nesnižují, ale naopak zvyšují.

Kredibilita (především pokud jde o fundamentálně podloženou úroveň cílového kurzu a odpovídající nastavení makroekonomických politik) je pro režimy fixního kurzu velmi důležitá. Jinak dříve či později dochází k spekulativnímu tlaku na danou měnu, proti kterým je CB většinou bezmocná, popř. se ubrání pouze za cenu značných nákladů. Jako příklad porušení podmínky kredibility fixního kurzu může sloužit Finsko, kde CB v počátku září 1992 vyčerpala téměř celé devizové rezervy (cca 4 mld DEM) během týdenní marné obrany FIM před útokem spekulantů. Rovněž obrana fixního kurzu v zemích jihovýchodní Asie v průběhu roku 1997 nebyla i přes značný rozsah intervencí úspěšná, mj. i v důsledku nadhodnocení způsobeného fixací jejich kurzu k v té době pevnému USD.

b. koordinace intervencí mezi více CB

zvyšuje jejich účinnost především prostřednictvím signalizace ochoty zúčastněných zemí sladit své politiky a neprovádět tak protichůdná opatření. Zvýšení objemu zdrojů určených k intervencím v případě jejich koordinace není relevantním argumentem vzhledem k tomu, že potenciál investorů mnohanásobně převyšuje objem devizových rezerv všech CB dohromady. Masivní intervence, obzvláště jsou-li realizovány v relativně krátkém období, navíc obvykle přitahují spekulanty, kteří si uvědomují svou zdrojovou převahu nad CB a shledávají je tudíž jako příležitost k dosažení zajímavých zisků. Svědčí o tom negativní zkušenosti norské CB z 20. listopadu 1992, kdy marně bránila NOK masivními intervencemi (za jeden den nakoupila 37 mld. NOK).

Koordinace intervencí sama o sobě nezaručuje jejich úspěšnost; k tomu je nutné ji podpořit dostatečnou mírou jejich kredibility. Svědčí o tom nejen již zmiňované příklady, ale i úspěšné fungování EMS²⁶, které bylo navíc podporováno existencí explicitního cílového kurzu (viz dále).

c. existence explicitního cílového kurzu

zřetelně signalizuje představy CB o cílené hodnotě kurzu a tím ukotvuje očekávání subjektů. Jako příklad úspěšně intervenující země lze v této souvislosti uvést Rakousko, kde CB od poloviny 80. let až do vstupu do eurozóny úspěšně udržovala prostřednictvím denních intervencí na fixingu stabilní kurz ATS k DEM, ale i již zmiňované úspěšné fungování EMS. Dlouhodobě stabilní kurz (i když v širším pásmu) existoval rovněž mezi CHF a DEM. Vzhledem k tomu, že švýcarská CB realizovala svou měnovou politiku prostřednictvím nákupů a prodejů deviz, je ale obtížné posoudit, zda tyto operace v té které době souvisely s řízením měnové politiky nebo se jednalo o nesterilizovanou intervenci.

Intervence ve prospěch fundamentálně nepodloženého cílového kurzu však nejsou účinné. Odtržitost kurzů některých měn od fundamentálního vývoje způsobená zákazem upravovat

²⁶ Na rozdíl od jiných případů zde měl rozsah intervencí významný vliv. Ten totiž byl definičně „neomezený“, aby bylo možné odrazit případné spekulativní útoky. „Neomezenost“ ale platila pouze pro počáteční úvěr (splatnost kolem 75 dní), který CB se silnější měnou poskytovala CB s měnou slabší. Při žádosti o jeho případné prodloužení však těchto úvěrů nesměl překročit kvótu stanovenou pro danou zemi.

centrální parity jednotlivých měn po schválení maastrichtské smlouvy v únoru 1992 společně s vysokými úrokovými sazbami²⁷ patřily k hlavním důvodům, proč se v roce 1992-93 ocitl v hluboké krizi EMS. V průběhu čtyř počátečních měsíců roku 1993 byly nuceny systém opustit GBP a ITL²⁸, své měny po neúspěšných intervencích byly nuceny devalvovat Irsko, Portugalsko, Španělsko a později rovněž Belgie a Dánsko. Zklidnění však přineslo až masivní rozšíření flukтуаčního pásma na $\pm 15\%$.

d. intervence proti domácí měně

zdroje CB jsou definičně neomezené (na rozdíl od intervencí ve prospěch domácí měny, kde je limitem výše svých devizových rezerv). V praxi však existují omezení i v tomto případě. Limitujícím faktorem je především výše sterilizačních nákladů a ztrát z přecenění devizových rezerv v případě, že se CB nepodaří zvrátit apreciační trend domácí měny. Opakující se schodky hospodaření CB mohou ohrožovat nezávislost CB (vzhledem k nutnosti jejich krytí ze státního rozpočtu) a lze je jen obtížně vysvětlovat veřejnosti (viz dále).

Jako příklad neúspěšné intervence proti domácí měně lze uvést Finsko v počátku roku 1989 (nesměšovat s intervencí ve prospěch domácí měny v září 1992), kde CB byla nucena vzdát marný boj s masivním přílivem kapitálu a revalvovat FIM.

3. Zkušenosti z praxe devizových intervencí – domácí empirie

a. Trocha historie

V režimu striktního fixního kurzu prováděla ČNB permanentní intervence na fixingu. Tyto intervence byly účinné, což bylo především výslednicí omezené směnitelnosti koruny a v jejím rámci hlavně regulace odlivu kapitálu. Po většinu období existence širokého flukтуаčního pásma ČNB neintervenovala a umožnila koruně v jeho rámci apreciovat. ČNB přistoupila k intervencím teprve v období měnových turbulencí, kdy se masivními nákupy korun na devizovém trhu marně pokoušela zabránit kurzu v prolomení depreciační hranice flukтуаčního pásma. Intervence ČNB v režimu cílování inflace byly zpočátku orientovány na tlumení krátkodobé volatility kurzu. V říjnu 1999 (viz „minutes“) se ale poprvé objevuje nový motiv intervencí – zmírňování apreciačního trendu kurzu koruny.

Dle hodnocení JP Morgan byla ČNB první CB v regionu, která intervenovala proti své měně koordinovaným způsobem. Došlo k tomu 4. října 1999. ČNB vyslala trhům důrazný signál, že dosavadní tempo apreciace není žádoucí, když spojila masivní intervenci se snížením repo sazby o 0,25 p.b. a s verbálním komentářem svých čelních představitelů. Intervence pak pokračovaly i v následujících třech dnech. Celkově ČNB nakoupila na promptním trhu 966,2 mil. EUR. Z hlediska cíle, který sledovala (zmírnění apreciačního trendu, resp. „rozložení apreciace v čase“), lze tuto intervenci považovat za účinnou, neboť vedla k poměrně výraznému oslabení kurzu koruny (z 35,72 na 36,80 CZK za 1 EUR) a k dosažení předintervenční hodnoty kurzu došlo až za více než čtyři měsíce. Účinnost intervencí v dalších letech se postupně snižovala. Výše změny kurzu po intervenci klesala a časový horizont mezi intervencí a opětovným dosažením předintervenční hodnoty kurzu se zkracoval.

²⁷ Bundesbanka byla po sjednocení Německa nucena radikálně zvýšit úrokové sazby. V podmínkách, kdy nebylo možné centrální parity a bilaterální kurzy měnit, byly ostatní země nuceny adekvátně zvýšit své úrokové sazby bez ohledu na to, v jakém stádiu hospodářského cyklu se jejich ekonomiky nacházely. Tím de facto nepřímo participovaly na nákladech spojených se sjednocením Německa.

²⁸ Itálie a V. Británie si objektivně nemohly dovolit dlouhodoběji udržovat vysoké úrokové sazby. V případě Itálie by enormně vzrostly náklady na financování velkého objemu veřejného dluhu, v případě V. Británie tomu bránila politická neprůchodnost nárůstu nákladů značné části domácností na financování hypoték.

b. Současnost a dopady do hospodaření ČNB

Zmiňované postupné oslabování účinnosti intervencí ČNB se v průběhu t. r. výrazně zrychlilo, čehož jsme byli mj. svědky právě v první dekádě dubna. Změna kurzu se sice jako v předchozím roce nadále pohybuje v řádu několika desetihaléřů, délka trvání se však pohybuje pouze v řádu několika málo dní. Při hledání důvodů nízké úspěšnosti intervencí lze vyjít z předchozího textu:

- kredibilita intervenční politiky ČNB je nízká,
- ČNB prakticky nemůže koordinovat intervence s jinými CB (viz box „Koordinované intervence a účast v ERM2“),
- ČNB se nemůže opřít o podporu explicitního cílového kurzu.

Box „Koordinované intervence a účast v ERM2“

Existují názory, že participace ČR v ERM2 by mohla v budoucnu zvýšit účinnost intervencí, neboť by ČNB získala silného partnera (ECB) pro provádění koordinovaných intervencí. Ve skutečnosti však nelze očekávat, že participace ČNB v ERM2 problémy ČR (a ostatních kandidátských zemí) s řízením měnového kurzu vyřeší. Intervence v mechanismu jsou sice v principu automatické a neomezené (s výjimkou případu, kdy by intervence ohrožovala plnění hlavního cíle cenové stability intervenujících bank), ale až v případě dosažení kritických hodnot ($\pm 15\%$). To platí přitom i v případě, že standardní pásmo bylo po formální proceduře zúženo. Možnost koordinovaných intervencí s ECB by tudíž byla ve skutečnosti velmi omezená. Vstup do ERM2 je proto nutné chápat spíše jako legislativní předpoklad k zavedení eura.

• Dopady do hospodaření ČNB

V situaci, kdy je ze strany ČNB očekávána dlouhodobá apreciační tendence, povede každé další zvyšování objemu devizových rezerv k prohlubování potenciální kurzové ztráty. Tyto ztráty společně se sterilizačními náklady budou generovat záporný hospodářský výsledek ČNB, jehož komunikace směrem k Parlamentu ČR a široké veřejnosti²⁹ může být problematická. V případě krytí ztráty ČNB ze státního rozpočtu nelze vyloučit ani tlaky na omezení její nezávislosti „de facto“.

Sterilizací intervencí narůstají závazky ČNB vůči komerčním bankám, proti kterým stojí nakoupené devizové rezervy. V situaci, kdy je očekávána dlouhodobá kurzová apreciace, bude korunová hodnota devizových rezerv dlouhodobě klesat. To může působit komplikace při vstupu ČR do EMU. ČNB bude nucena celý objem stažené likvidity splatit a přejít jako součást ESCB na dodávání likvidity. Splacení závazků již bude probíhat v euru a na splacení budou použity právě devizové rezervy. Mohlo by tedy teoreticky dojít k situaci, kdy výše devizových rezerv nebude postačovat ke splacení závazků ČNB vůči komerčním bankám (momentální rozdíl je kolem 100 mld. Kč). S růstem devizových rezerv, a tedy také objemu stažené likvidity, riziko tohoto scénáře roste. Z hlediska skutečné naplnitelnosti výše uvedených scénářů je ale tento scénář zřejmě pouze hypotetický³⁰.

²⁹ S podobnými problémy se potýkala v sedmdesátých letech Bundesbanka, kdy kurzové ztráty byly chybně interpretovány a probírány v médiích.

³⁰ Z konzultací s pracovníky Bundesbanky totiž vyplynulo, že splacení závazku ČNB vůči komerčním bankám provede ke dni vstupu ČR do EMU reálně ECB prostřednictvím systému TARGET. ČNB tak zanikne závazek vůči komerčním bankám a vznikne závazek vůči systému TARGET. Žádný předpis neupravuje, v jakém časovém horizontu bude tento závazek nutné splatit.

KURZOVÉ A MĚNOVÉ REŽIMY PŘED VSTUPEM DO EUROZÓNY

Příloha byla zpracována na základě úkolu z 12. zasedání BR: „*Pro budoucí diskuse o vstupu do EMU vypracuje sekce měnová a statistiky stručnou informaci o typech kurzových a měnových režimů, které v minulosti využívaly země blížící se do systému ERM a následně do EMU.*“

1. Členské země eurozóny

Ze zkušeností zakládajících zemí Evropského měnového systému (EMS) lze v dnešní době čerpat jen velmi omezené zkušenosti vzhledem ke zcela rozdílné situaci. Různé kurzové a měnové režimy v dnešním pojetí začaly postupně vznikat teprve po rozpadu bretton-woodského systému založeného na fixních kurzech měn členských zemí Mezinárodního měnového fondu (MMF) vůči zlatu a pevné ceně zlata. V mezinárodním měnovém systému nastal na několik let zmatek a postupně se začaly objevovat termíny floating, řízený floating, měnový koš, crawling peg, crawling band apod., které byly výrazem hledání, jak v nových podmínkách provádět kurzovou a měnovou politiku. V mnoha zemích také neexistovaly nezávislé centrální banky, byly významně regulovány kapitálové pohyby.

Země Evropských společenství (ES předchůdce EU) postupně dospěly k dohodě o založení Evropského měnového systému (EMS), jehož důležitou součástí byl kurzový mechanismus (ERM) s umělou bezhotovostní košovou měnou European Currency Unit (ECU). *EMS začal fungovat v roce 1979.* ES tehdy tvořilo 9 zemí: Belgie, Francie, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Dánsko (od 1973), Irsko (od 1973) a Velká Británie (od 1973). Větší země (Německo, Velká Británie, částečně Francie a Itálie) do té doby provozovaly floating a hledaly nejvhodnější režimy řízení měnové politiky. Menší země se snažily kurzy svých národních měn stabilizovat vazbou na měny větších zemí nebo na měnové koše. Vznik ERM znamenal fixaci kurzů pomocí měnového koše složeného z měn členských zemí EMS. Největší váhu měla DEM. Systém byl poměrně pružný (možnost individuálního rozpětí jednotlivých měn od centrální parity, změny centrálních parit) a bez větších problémů fungoval až do podzimu 1992.

Členské země ES se do EMS nezapojily se stejnou intenzitou a ve stejném čase. Plnohodnotnými členy byly od počátku pouze Německo, Francie, Dánsko, Belgie, Nizozemí, Lucembursko a Irsko. Itálie měla povolenou vyšší fluktuaci kurzu ($\pm 6\%$), V. Británie se neúčastnila kurzového mechanismu vůbec (i když GBP byla v měnovém koši ECU).

V roce 1981 je do ES přijato Řecko. Drachma byla zahrnuta do koše ECU až v roce 1984, ale Řecko se kurzového mechanismu nezúčastnilo, stejně jako V. Británie. Do ERM se zapojilo teprve v březnu 1998. Do té doby se snažilo stabilizovat kurs volným zavěšením na DEM (v tehdejší terminologii řízený floating) a využívat jej jako nominální kotvu.

V roce 1986 se ES rozšiřují o Španělsko a Portugalsko. Španělsko používá managed floating. Hlavním cílem měnové politiky po vstupu do ES bylo snížení inflace a stabilizace kurzu pesety. Expanzivní fiskální politika však vedla k tomu, že Bank of Spain zůstala v tomto boji osamocena. Do ERM se Španělsko zapojuje v roce 1990 se širším flukтуаčním pásmem $\pm 6\%$.

Portugalsko používalo při vstupu do ES crawling peg, který opustilo na konci roku 1990 a přešlo na řízený floating. Do ERM se zapojilo v dubnu 1992 s širším flukтуаčním pásmem $\pm 6\%$.

V důsledku přijetí maastrichtské smlouvy (cesta ke společné měně), sjednocení Německa, liberalizaci kapitálových toků a dlouhodobě neřešených problémů s vnější rovnováhou některých členských zemí byl EMS na podzim 1992 postižen silnými turbulencemi a částečně se rozpadl. Některé země nebyly schopny dodržet své povinnosti a ERM opouštěly, flukтуаční pásmo bylo v srpnu 1994 rozšířeno na $\pm 15\%$.

V roce 1995 došlo k zatím poslednímu rozšíření EU o Rakousko, Finsko a Švédsko. Rakousko bylo dlouhá léta výrazným reprezentantem režimu fixního kurzu a současně s přijetím do EU se zapojilo do ERM. Finsko před přijetím do EU používalo floating. Do ERM se zapojilo v říjnu 1996.

K postupnému snižování kurzové volatility dochází v souvislosti s naplňováním cíle o zavedení společné měny euro k 1. 1. 1999. Země, které měly o přijetí společné měny zájem, byly nuceny splnit kritérium kurzové stability, které vyžadovalo dvouleté zapojení do ERM a stabilitu kurzu v tomto období v rámci $\pm 2,25\%$. Hodnocení připravenosti členských zemí EU na přijetí společné měny proběhlo v roce 1998 a jeho výsledky byly zveřejněny v tzv. Konvergenční zprávě. I když kurzové kritérium ve striktním znění maastrichtské smlouvy řada zemí neplnila, staly se zakládajícími členy eurozóny.

2. Členské země EU – nečlenové eurozóny

Situaci v těchto zemích z hlediska používaného kurzového a měnového režimu charakterizuje tabulka č. 1:

Země	Kurzový režim	Měnový režim
<u>Dánsko</u>	fixní kurs ($\pm 2,25\%$)	
Švédsko	floating	inflační cílování
Velká Británie	floating	inflační cílování

3. Kandidátské země

Situaci v některých kandidátských zemích charakterizuje tabulka č. 2:

	Kurzový režim	Přistoupení k eurozóně ³¹	Účast v ERM 2	Měnový režim
Bulharsko	Měnový výbor (euro)	„dosáhnout plnění konvergenčních kritérií v době přistoupení k EU“	účast, avšak udržení měnového výboru	
ČESKÁ REPUBLIKA	Řízené plování	Nespecifikováno v PEPu	Standardní fluktuační pásmo	Inflační cílování
ESTONSKO	Měnový výbor (euro)	Nespecifikováno v PEPu	nespecifikováno v PEPu	
MAĎARSKO	Fixní kurz s pásmem +/- 15% - euro (od května 2001)	„co nejdříve po přistoupení k EU“	2 roky; možnost užšího fluktuačního pásma	Inflační cílování
LOTYŠSKO	Fixní kurz (SDR)	Nespecifikováno v PEPu	„po přistoupení či později“	
LITVA	Měnový výbor (euro)	Nespecifikováno v PEPu	nespecifikováno v PEPu	
POLSKO	Plovoucí kurz	Nespecifikováno v PEPu	po přistoupení	Inflační cílování
SLOVENSKO	Řízené plování (euro)	Nespecifikováno v PEPu	po přistoupení	Měnové agregáty
SLOVINSKO	Řízené plování (euro)	„jakmile možné po přistoupení k EU, brát do úvahy udržitelnou reálnou konvergenci“	rychlý vstup po přistoupení k EU	Měnové agregáty

Nejcennější je zřejmě dosavadní zkušenost Maďarska, které již plně zkouší kurzový režim ERM II. Kurs se dlouhodobě pohybuje v apreciační části pásma (více jak 10%). Maďarské měnové autority zvažují revaluaci. Praxe potvrzuje obtížnost stanovení udržitelné centrální parity a vyvolává diskuse o důvěryhodnosti fixního kurzu.

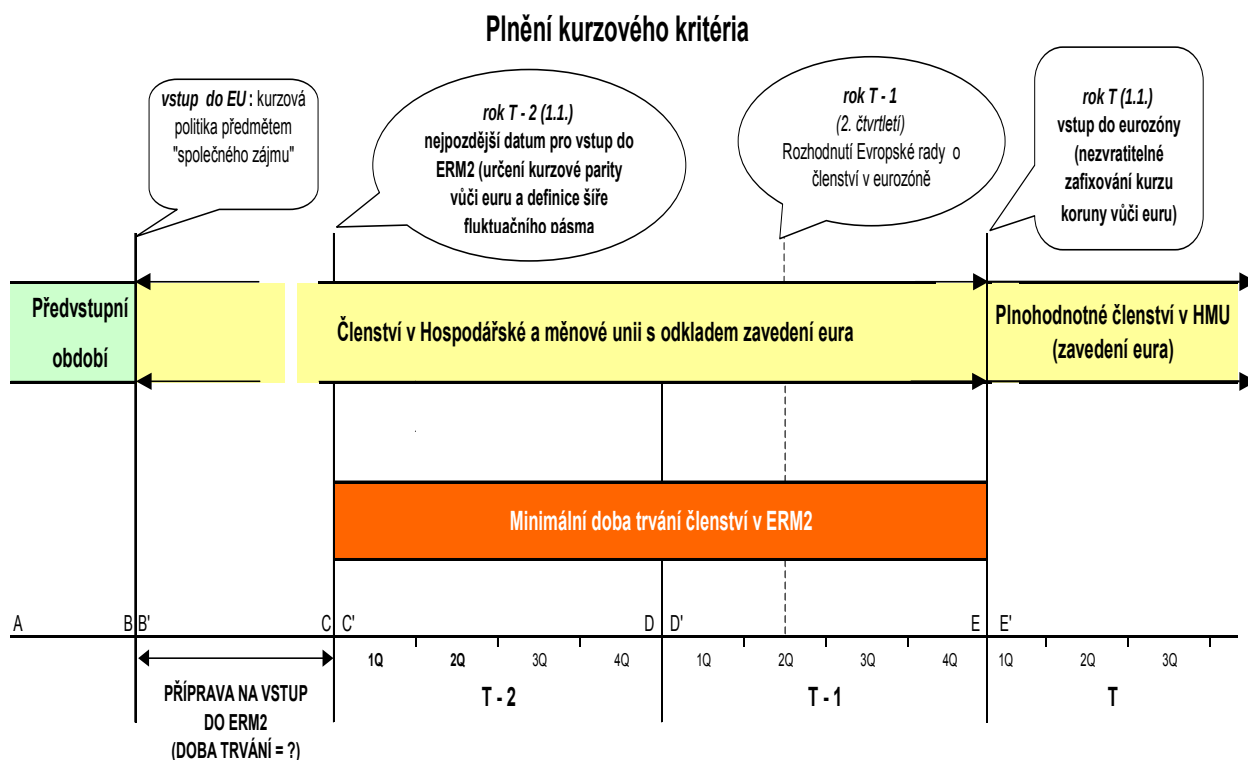
4. Podrobnější pohled na kurzové kritérium

V procesu integrace kandidátských zemí do měnové unie lze identifikovat, na základě Smlouvy o EU, tři základní etapy v oblasti tzv. kurzové konvergence, které jsou z důvodu precizního vymezení znázorněny na pomyslné časové ose na obrázku 1. Jedná se o:

- (I) *předvstupní fázi* – období před vstupem do Evropské unie, interval $\langle A, B \rangle$;
- (II) *členství v EU s odkladem zavedení eura* – období od získání členství v EU až do přijetí jednotné měny, interval $\langle B', E \rangle$; Tato etapa se skládá ze tří dílčích období:
 - (IIa) – příprava na vstup do ERM2 s nespecifikovanou délkou trvání (trvání může být nulové, toto období je možné vynechat); interval $\langle B', C \rangle$;
 - (IIb) – doba od vstupu do ERM2 po „kontrolu“ ostatních konvergenčních kritérií $\langle C', D \rangle$;
 - (IIc) – doba od kontroly ostatních konvergenčních kritérií po plnohodnotné členství v Hospodářské a měnové unii (zavedení eura), interval $\langle D', E \rangle$;
- (III) *zavedení eura* – období po přistoupení k eurozóně, interval $\langle E', \infty \rangle$;

³¹ Převzato z PEP jednotlivých zemí

Obrázek č. 1



Postup konvergence členských zemí směřujících k zavedení eura je Evropskou komisí pravidelně vyhodnocován (tzv. *Zpráva o konvergenci*). Stabilita kurzu měny a účast v ERM2 je kritérium s nejdelším referenčním obdobím, přičemž jeho splnění předpokládá *úspěšné členství v kurzovém mechanismu ERM2* (hodnocený stát by neměl *devalvovat* v tomto období bilaterální měnový kurz vůči euru či měně kteréhokoli jiného členského státu z vlastní iniciativy). Pokud tak učiní, začíná se mu prodlužovat doba setrvání v ERM2, tj. doba jeho dvouletého setrvání bude odpočítávána od dne devalvace centrální parity. Dále je podmínkou *splnění časového testu*. Hodnocený stát by se měl účastnit mechanismu měnových kurzů ERM alespoň po období dvou let.

Podmínkou splnění kurzového kritéria tedy není jen samotná kurzová stabilita, ale i účast v kurzovém mechanismu ERM2. Účast v tomto mechanismu je přitom omezena na volbu určitého typu kurzového režimu. V současnosti je velice obtížné odhadnout, které režimy budou v horizontu několika let kompatibilní s ERM2 (tedy i s plněním kurzového kritéria). Je tomu tak proto, že klíčovým procedurálním rysem ERM2 je multilaterální postup členských zemí při rozhodování o klíčových otázkách spojených s fungováním mechanismu. Mezi kurzové režimy, které lze však již dnes označit za nekompatibilní s ERM2, můžeme zařadit volně plovoucí kurz (včetně tzv. řízeného floatingu), systém posuvného zavěšení a fixní kurz s referenční měnou jinou než je euro. Toto vymezení pramení z dokumentu Evropské komise z listopadu 2000 – viz EC (2000).

4.1. Interpretace kurzového konvergenčního kritéria v třetí fázi EMU

Kurzový systém ERM2 je, na rozdíl od svého předchůdce ERM, založen na bilaterálních závazcích mezi eurem a účastnickými měnami. Standardní fluktuační pásmo bylo stanoveno na $\pm 15\%$, přičemž jej lze považovat za „normální“ fluktuační pásmo ve smyslu Smlouvy o EU (existuje možnost stanovení užšího fluktuačního pásma, která však není povinností).

Posouzení kurzové stability v tomto pásmu však nebylo shledáno evropskými autoritami vhodné z následujících důvodů:

- (i) *smlouva o EU byla vytvořena v době, kdy za normální fluktuační pásmo byla považována šíře $\pm 2,25\%$;*
- (ii) *širší pásmo poskytuje příliš volné měřítko, ke kterému lze vztahovat posouzení kurzové stability;*
- (iii) *rozšíření pásma bylo zavedeno jako dočasné s očekáváním návratu k užšímu pásmu;*
- (iv) *k rozšíření pásma nedošlo z důvodu zvýšení kurzové volatility členských zemí, ale z důvodu zmírnění nebezpečí spekulativních útoků proti měnám účastnícím se v ERM;*

Současná interpretace cílů Hospodářské a měnové unie zároveň umožňuje určitou asymetrii v hodnocení zemí vstupujících do eurozóny. Z definice kritéria vyplývá, že jeho plnění není omezeno maximální šíří povoleného fluktuačního pásma $\pm 15\%$, ale interval může být i menší. Současná interpretace autorit EU je taková, že apreciacie měny (resp. revalvace centrální parity) je považována za konsistentní s plněním kurzového kritéria, zatímco depreciace (resp. devalvace) nikoliv. To má poměrně zásadní význam pro celý konvergenční proces, jak nominální (reprezentovaný Maastrichtskými kritérii) tak i reálný, jednotlivých kandidátských zemí. Z uvedených skutečností vyplývá, že k bezproblémovému splnění kurzového kritéria by podle striktní současné interpretace autorit EU došlo pouze v intervalu fluktuace měnového kurzu mezi $-2,25\%$ a 15% (oslabení od centrální parity maximálně o $2,25\%$, zatímco posílení může dosáhnout až 15%). Je zřejmé, že tato interpretace kurzového kritéria vyplývá z obav o stabilitu uvnitř EU po rozšíření o méně hospodářsky vyspělé země a časem může doznat výrazných změn. Jak striktně bude uplatňována v praxi, nelze říci.

5. Inflační cílování a koncentrace na měnový kurz – příklad Nového Zélandu a Chile

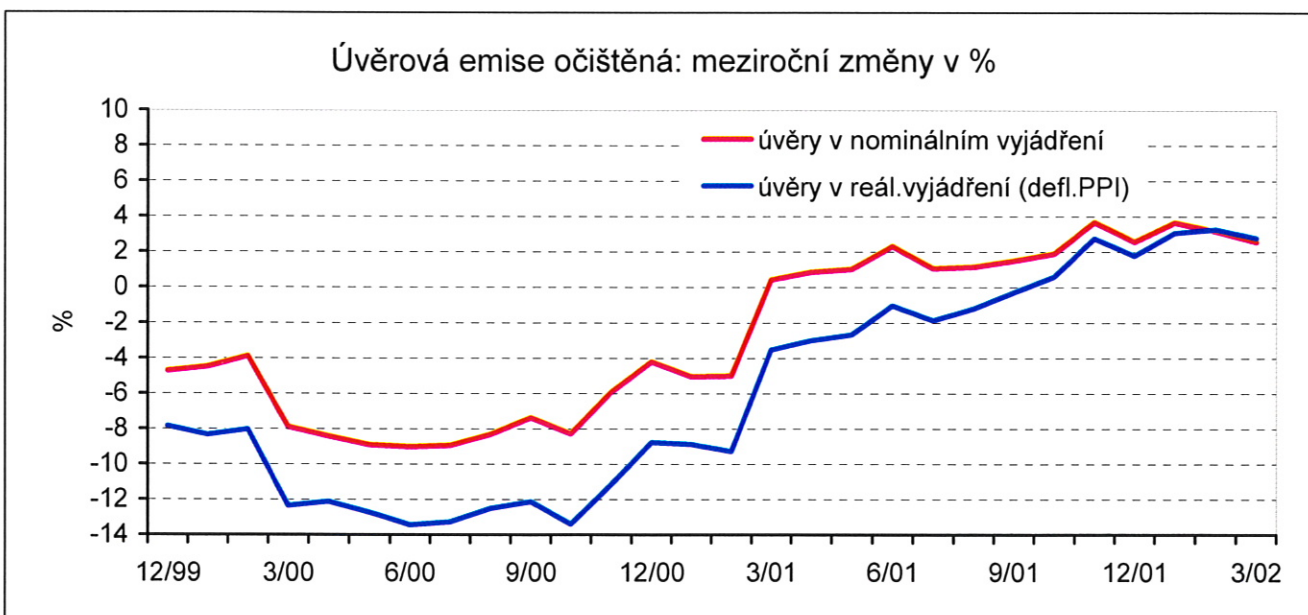
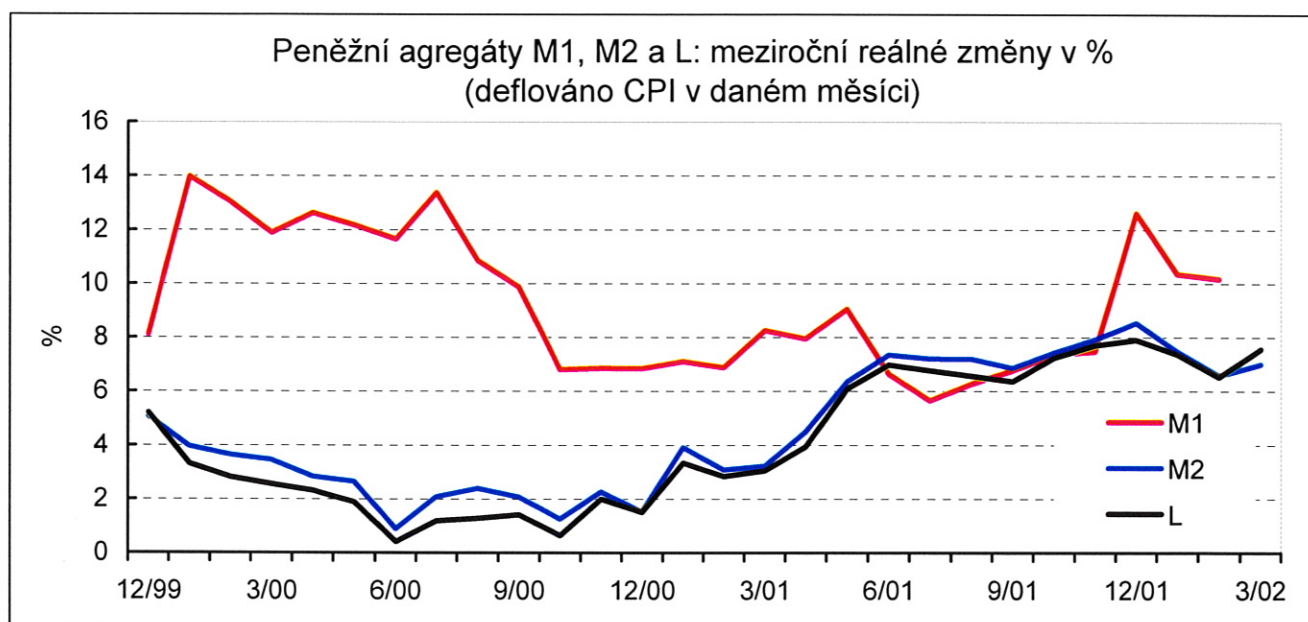
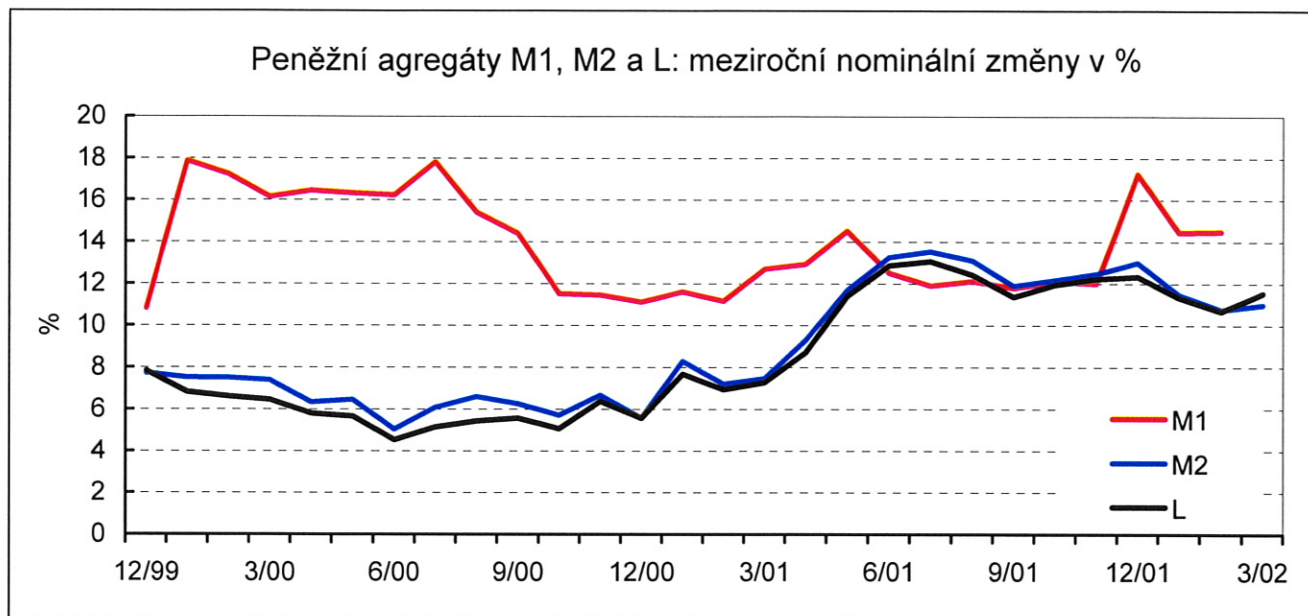
Režim inflačního cílování je obvykle podmiňován volným měnovým kurzem. Malé otevřené ekonomiky a tranzitivní ekonomiky potenciálně podléhající měnovým krizím jsou však na fluktuace kurzu logicky velmi citlivé. Nadměrná snaha centrálních bank stabilizovat kurz může nicméně vést až k tomu, že veřejnost začne mít pochybnosti o tom, v jakém měnovém režimu (cílování inflace, fixní kurz) CB operuje. Tyto pochybnosti potom snižují kredibilitu měnové politiky. Centrálním bankám proto bývá doporučováno, aby byly transparentní, pokud jde o roli kurzu v měnové politice a soustředily se pouze na eliminování výrazných fluktuací odchylujících kurz od rovnovážné trajektorie. Jak ale ukazují zkušenosti Nového Zélandu nebo Chile z konce 90. let, zvýšená péče centrální banky o hodnotu měnového kurzu může za jistých okolností při daných nejistotách v interpretaci kurzového pohybu vyústit až v nežádoucí vývoj.

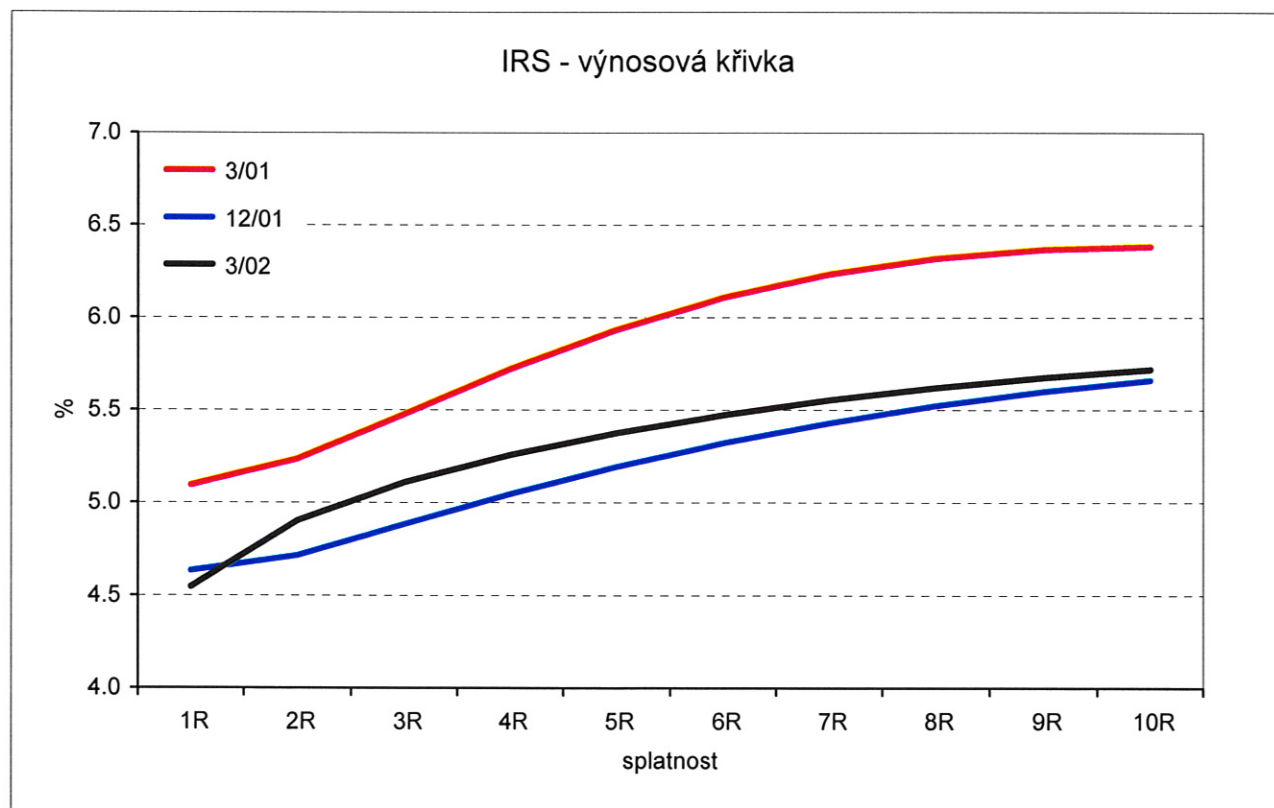
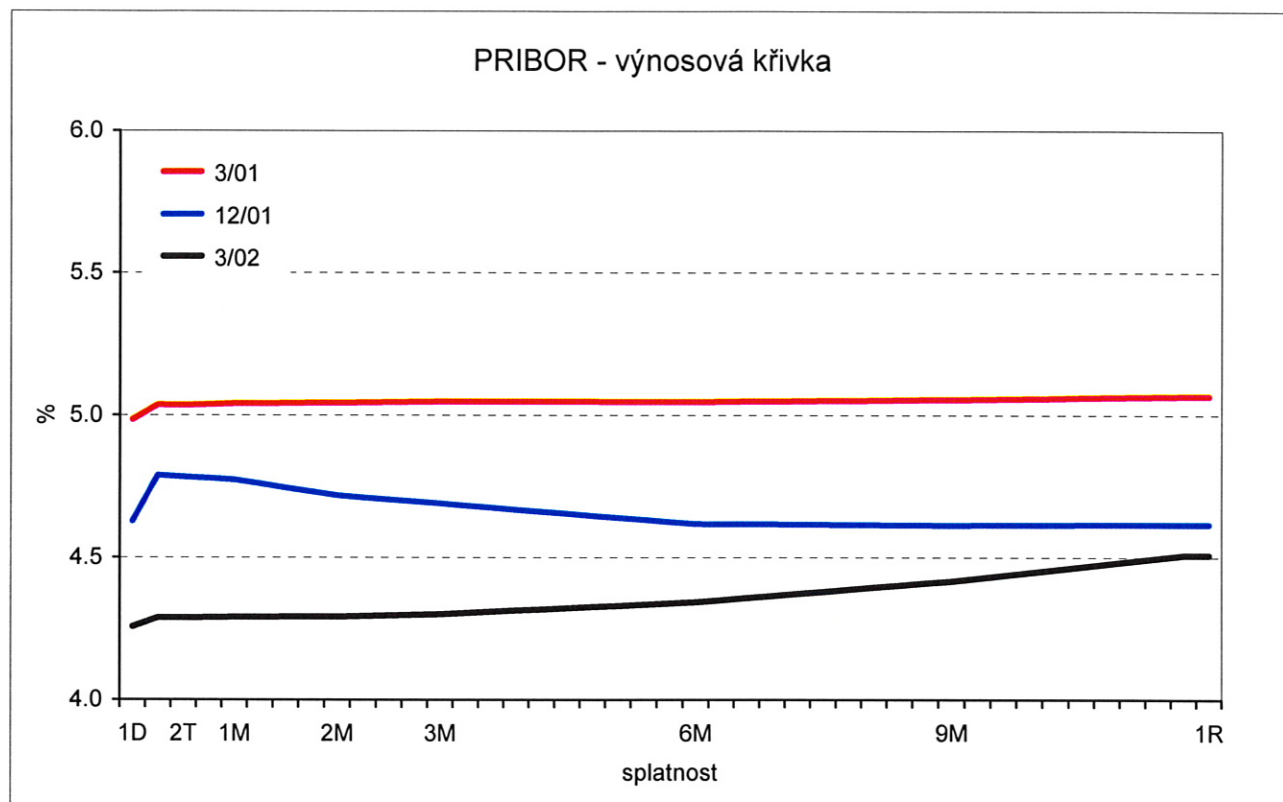
Nový Zéland a Chile, operující v režimu cílování inflace a řízeného floatingu měnového kurzu, čelily v roce 1997 a 1998 tlakům na depreciaci nominálního měnového kurzu. Centrální banky reagovaly na tento vývoj zvýšením úrokových sazeb s cílem depreciaci zabránit a stabilizovat kurz³². Depreciační tlaky byly ovšem spojeny se snahou ekonomiky přizpůsobit se na velký negativní šok do směnných relací. Neboli centrální banky nerozpoznaly, že negativní šok do směnných relací změnil požadovanou trajektorii měnového kurzu, a tím požadované měnové podmínky. Požadovanými měnovými podmínkami máme na mysli takovou kombinaci reálného kurzu a úrokových sazeb, které jsou při daných informacích o šocích a znalostech o struktuře ekonomiky optimální k dosažení inflačního cíle. Centrální banky naopak vyhodnotily situaci tak, že depreciace by nadměrně uvolnila měnové podmínky, a mohla vést k přestřelení inflačního cíle, nabourání kredibility a v případě Chile navíc k možnosti finanční krize. Proto toto potenciální uvolnění kompenzovaly zpřísněním měnových podmínek prostřednictvím zvýšení úrokových sazeb. Výsledkem této chybné interpretace a nastavení měnové politiky bylo nadměrné zpřísnění měnových podmínek, které vedlo v obou zemích ke krátké recesi a k poklesu inflace (v Chile pod cílovaný koridor). Po rozpoznání, že za depreciačními tlaky stojí změněné fundamenty, centrální banky nechaly kurz depreciovat a uvolnily měnové podmínky v ekonomice směrem k požadovaným měnovým podmínkám.

Austrálie, která byla postižena stejným negativním šokem, reagovala jinak. Snížila sazby a nechala australský dolar depreciovat. Tím byl utlumen negativní šok do směnných relací. Díky této měnové politice zůstal růst ekonomiky silný a inflace se zároveň pohybovala v inflačním koridoru.

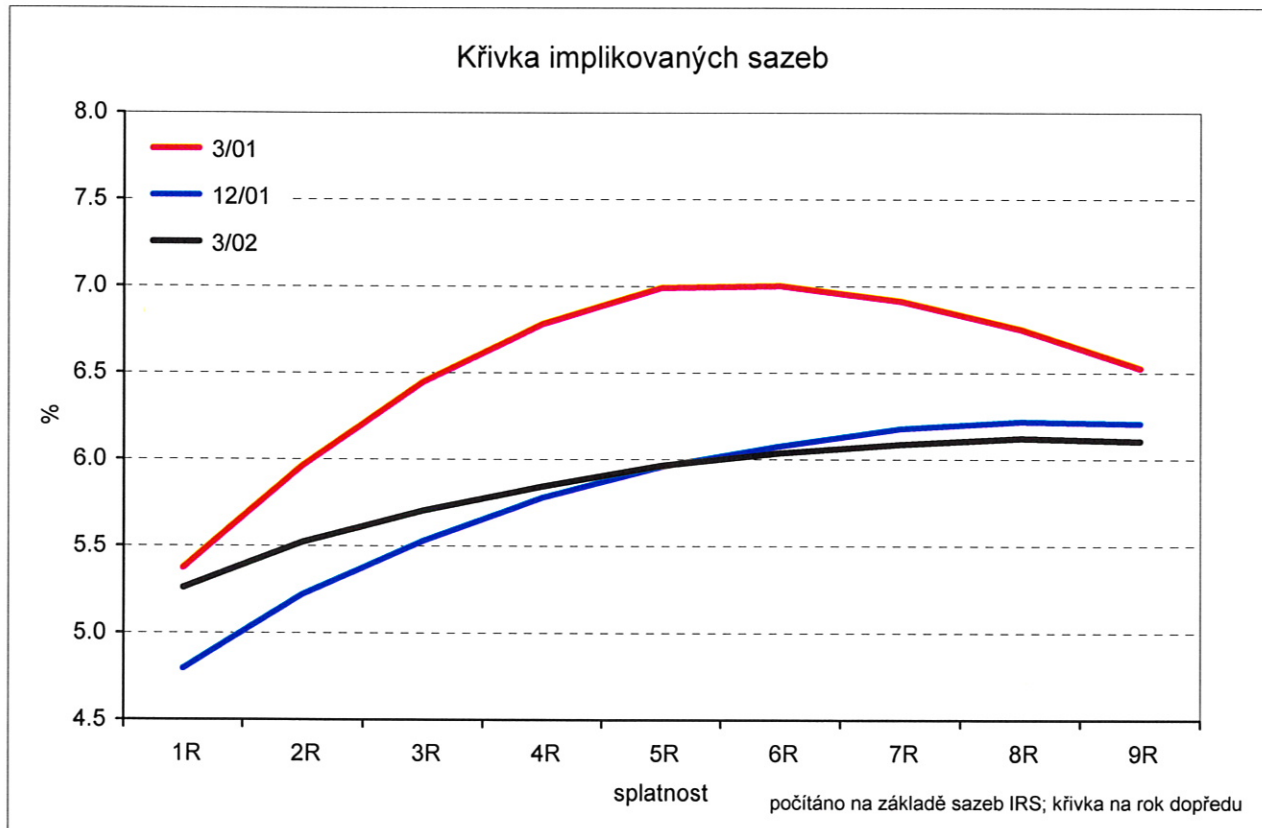
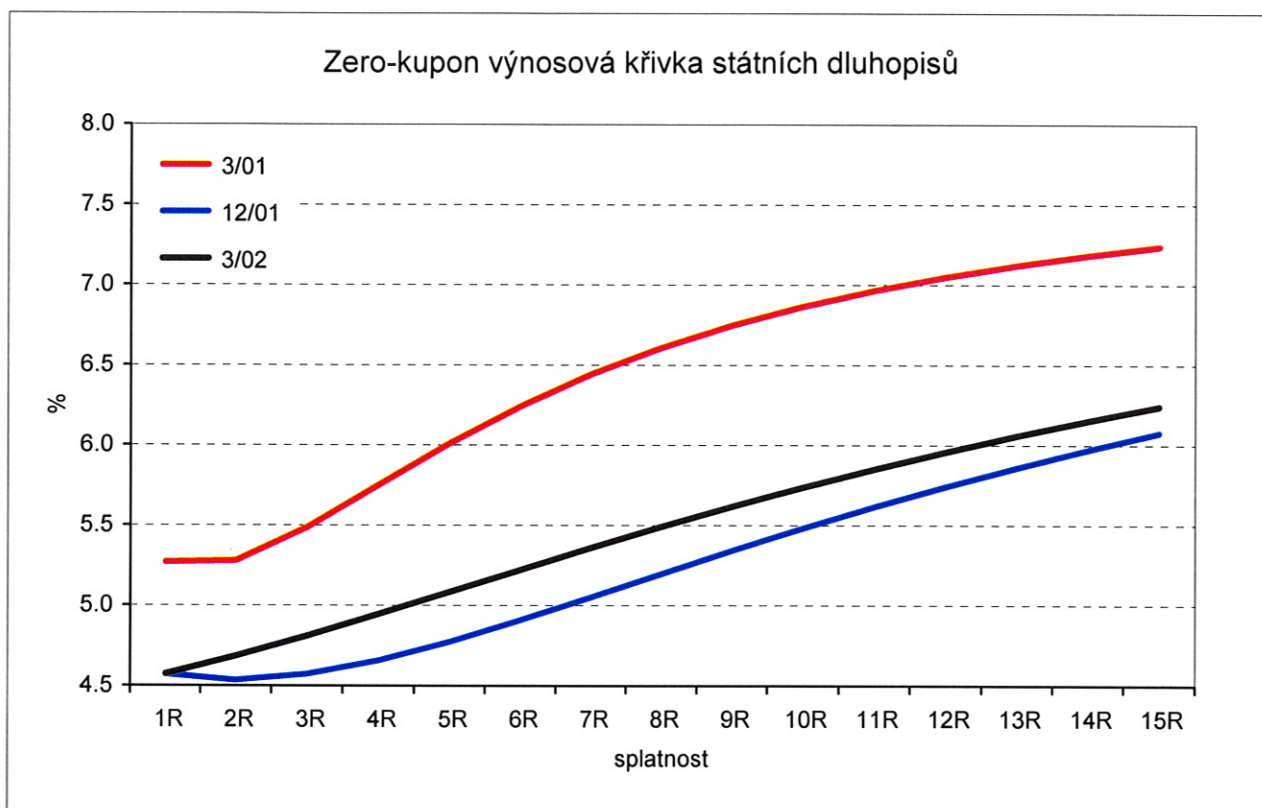
³² Chile navíc zúžilo fluktuační pásmo chilského pesa.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

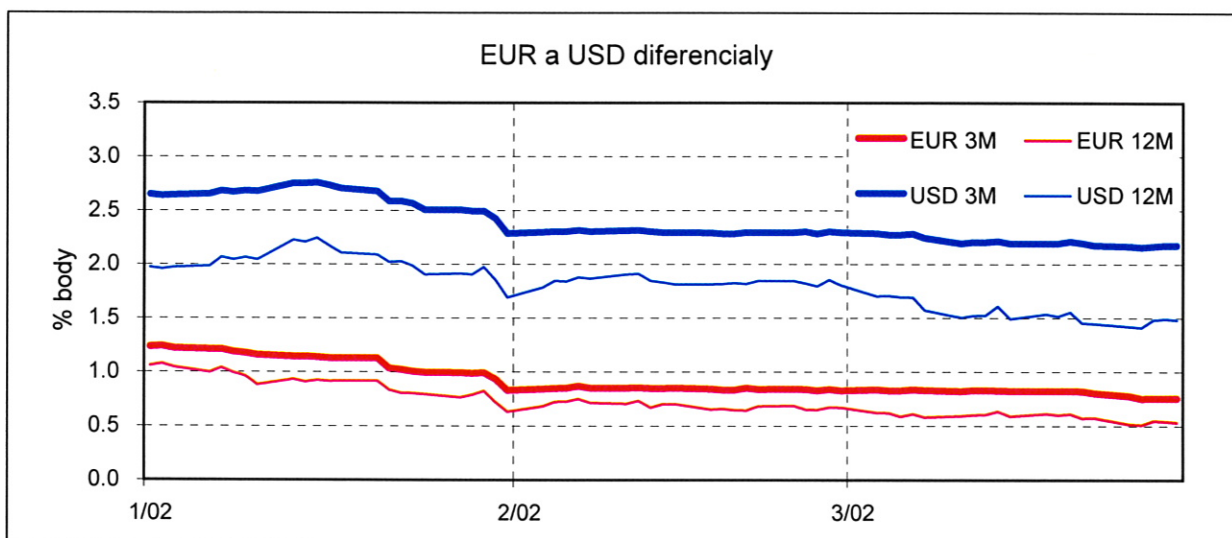
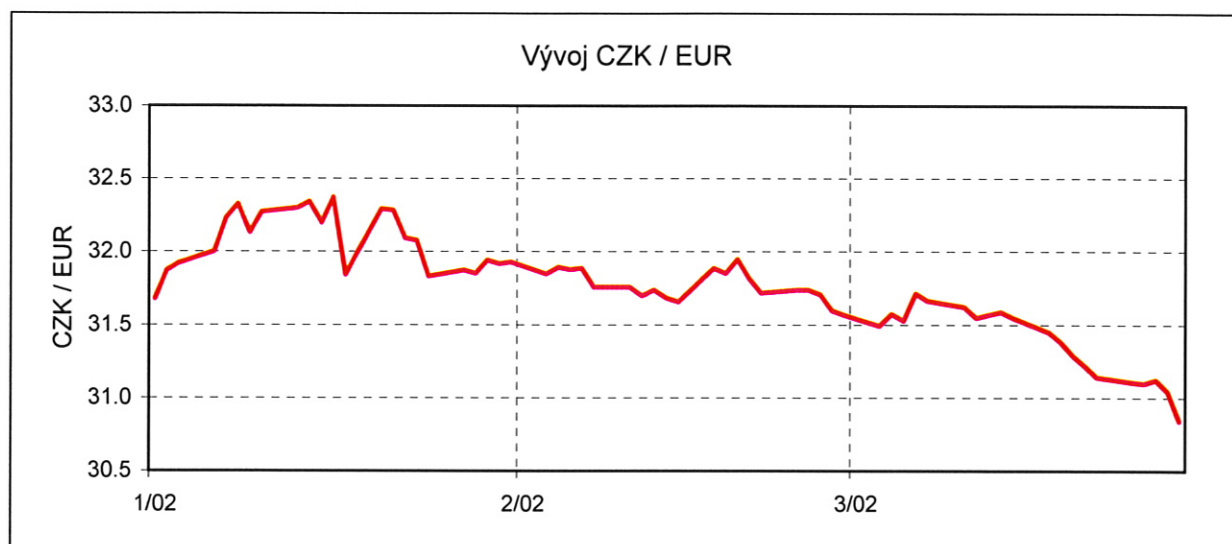


Vývoj výnosových křivek

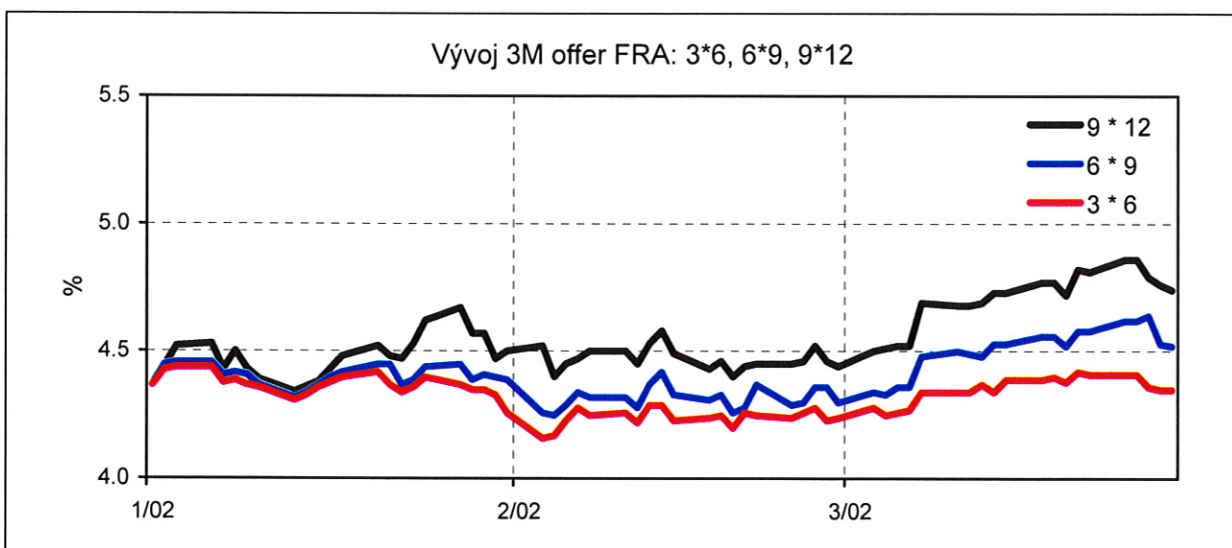
Vývoj výnosových křivek



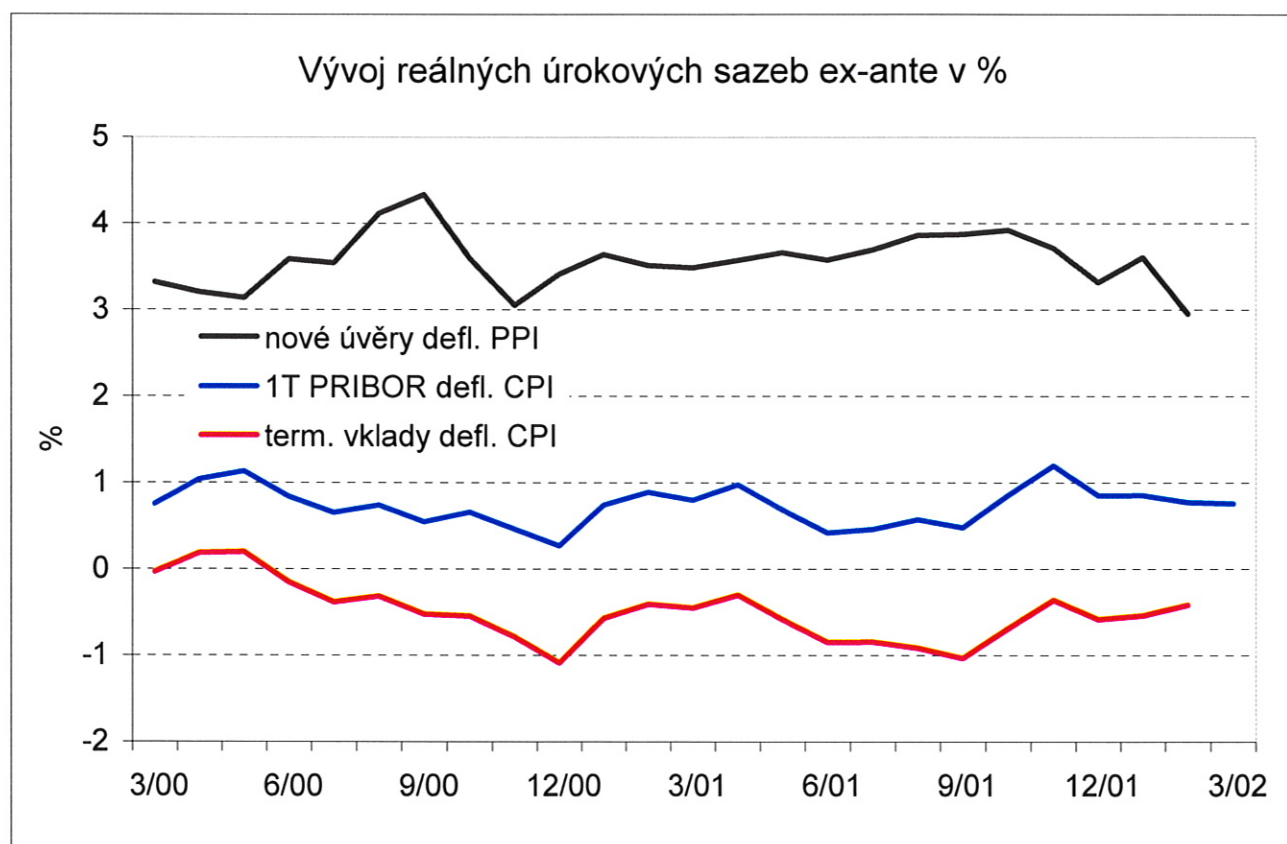
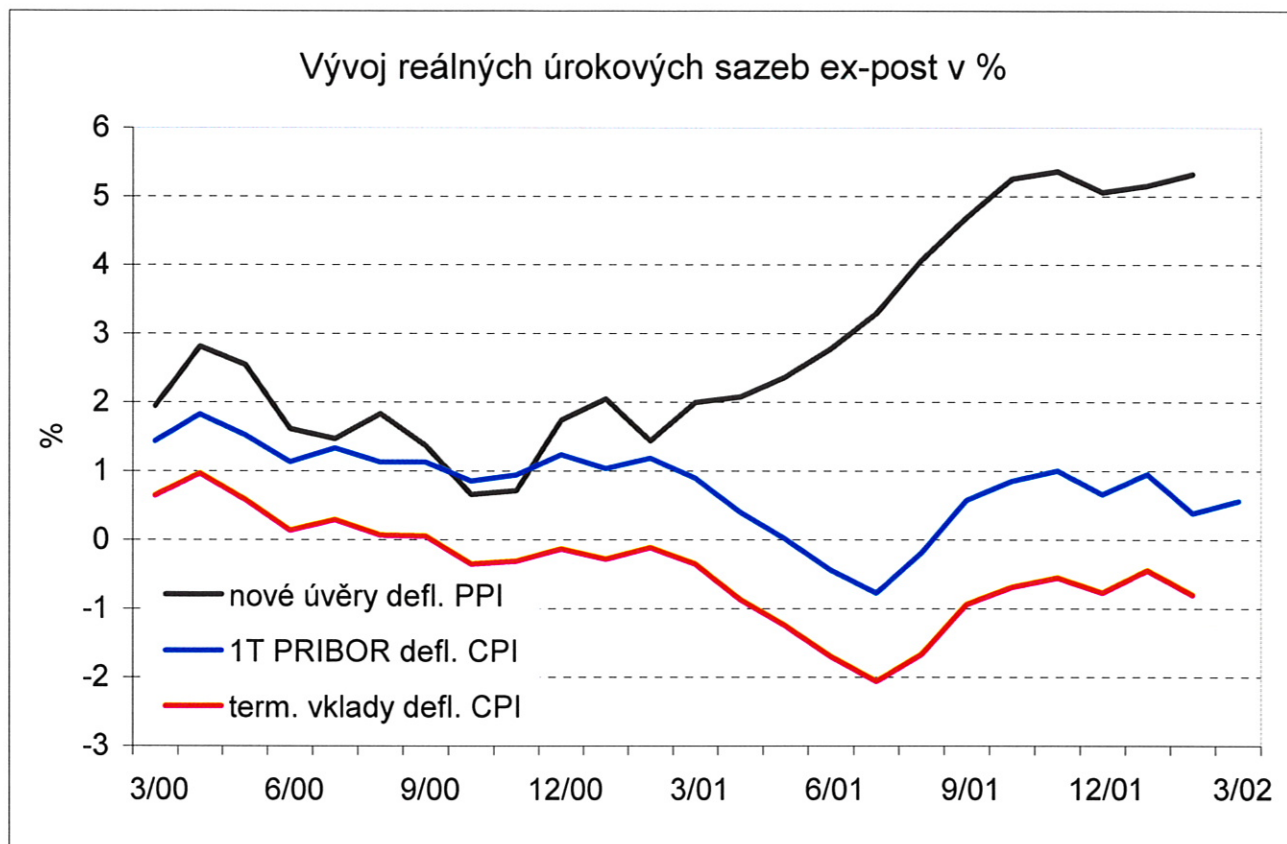
Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu

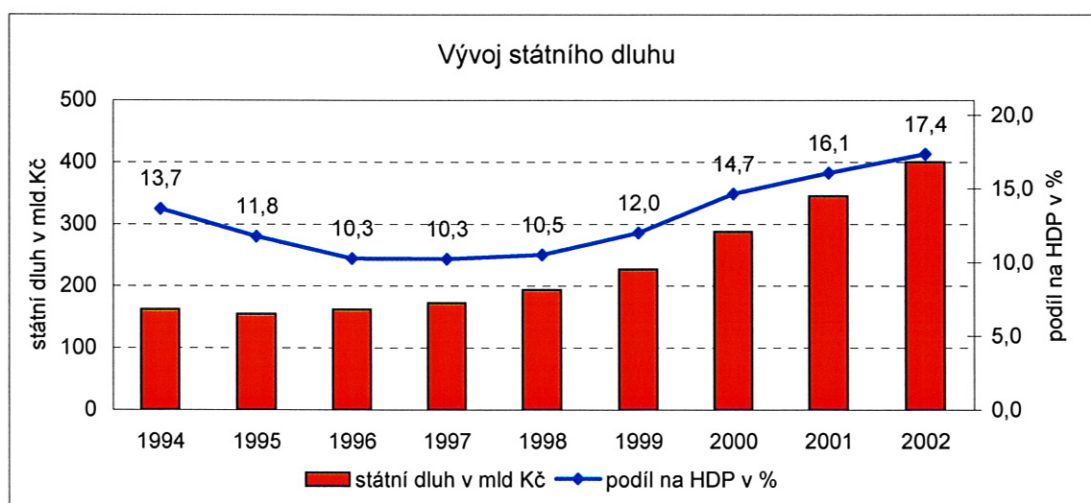
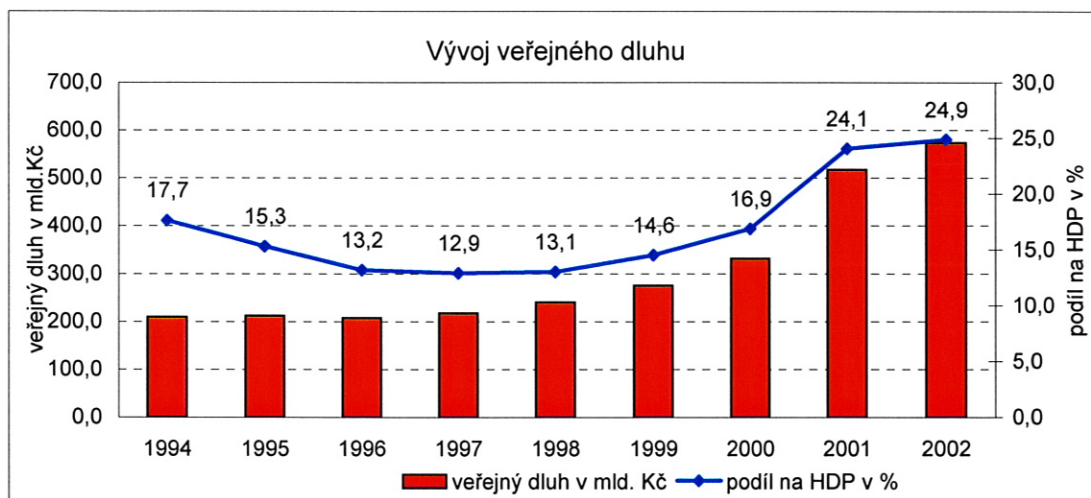
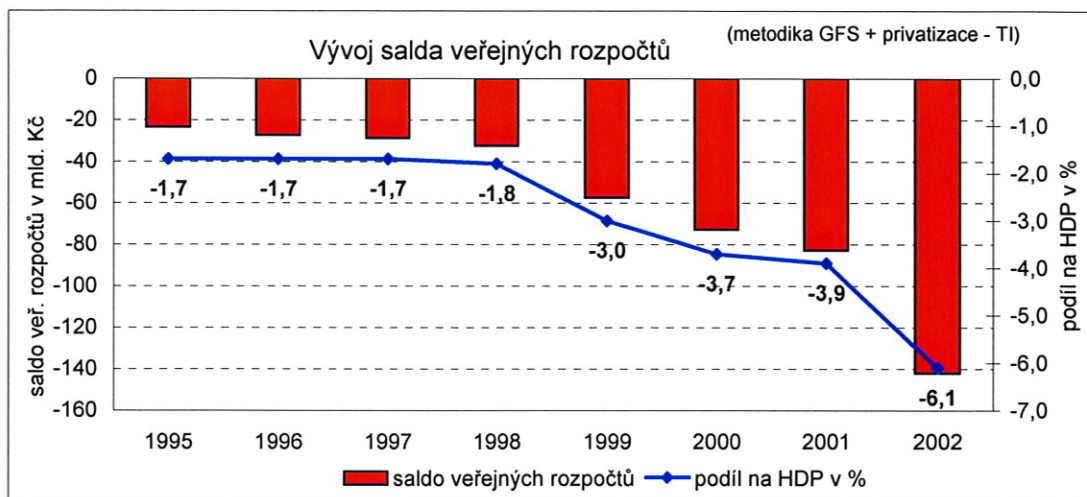


Vývoj sazeb FRA



Vývoj reálných úrokových sazeb





Zpracoval: ing. Augusta, linka 4301; ing. Kochaniček, 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	1.5	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.2	0.3
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17.97	20.43	3.7	0.8	0.2	-1.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0.75	0.16	0.04	-0.21	0.02	0.02	0.16	0.02	0.02	0.00	0.02	0.02
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	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 (podíl na růstu sp.cen)	82.03	79.57	0.9	0.0	-0.2	0.2	0.2	0.5	0.4	0.0	-0.7	0.1	0.2	0.0
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27.68	27.37	0.74	-0.4	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.31	-0.03	-0.52	0.03	0.13	0.27
(podíl na růstu sp.cen)	0.41	-0.11	0.41	-0.11	-0.14	0.00	0.05	0.11	-0.22	-0.06	-0.03	0.08	0.03	0.16
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54.35	52.20	0.6	0.2	0.0	0.3	0.2	0.6	1.0	0.1	-0.9	0.0	0.2	0.2
(podíl na růstu sp.cen)	0.33	0.08	0.33	0.08	0.00	0.16	0.10	0.31	0.53	0.05	-0.50	0.01	0.11	0.11
konc m.r. = 100														
2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	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	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	2.1	2.6	2.6	2.1	2.1	2.3	2.6
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17.97	20.43	3.7	4.5	4.7	3.7	3.8	3.9	4.7	4.8	4.9	4.9	5.1	5.2
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0.75	0.91	0.94	0.74	0.76	0.78	0.95	0.97	0.99	0.99	1.01	1.03
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	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 (podíl na růstu sp.cen)	82.03	79.57	0.9	0.9	0.7	0.9	1.1	1.6	2.0	2.0	1.3	1.4	1.6	2.0
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27.68	27.37	0.74	0.71	0.57	0.73	0.89	1.32	1.63	1.61	1.07	1.16	1.29	1.56
(podíl na růstu sp.cen)	0.41	0.30	0.41	0.30	0.16	0.16	0.22	0.33	0.4	0.1	0.0	0.3	0.4	1.0
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54.35	52.20	0.6	0.8	0.8	1.1	1.3	1.9	2.9	3.0	2.0	2.0	2.3	2.5
(podíl na růstu sp.cen)	0.33	0.41	0.33	0.41	0.41	0.56	0.67	0.99	1.53	1.58	1.07	1.08	1.18	1.29
st. obd. m.r. = 100														
2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	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	3.7	3.9	3.7	3.2	2.8	2.2	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17.97	20.43	7.6	8.1	8.0	6.6	6.7	6.8	5.4	5.2	5.1	4.9	5.1	5.2
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	1.49	1.60	1.59	1.31	1.32	1.31	1.06	1.03	1.01	0.99	1.02	1.03
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	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 (podíl na růstu sp.cen)	82.03	79.57	2.7	2.7	2.5	2.3	1.8	1.0	0.7	0.9	1.3	1.5	1.7	2.0
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27.68	27.37	2.20	2.15	2.01	1.86	1.44	0.80	0.54	0.72	1.02	1.21	1.39	1.56
(podíl na růstu sp.cen)	0.88	0.82	0.88	0.82	0.65	0.46	0.28	-0.16	-0.14	0.05	0.23	0.31	0.35	0.27
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54.35	52.20	2.5	2.5	2.6	2.7	2.2	1.8	1.3	1.3	1.5	1.7	2.0	2.5
(podíl na růstu sp.cen)	1.32	1.33	1.32	1.33	1.37	1.40	1.16	0.96	0.68	0.67	0.79	0.90	1.04	1.29
Roční klouz. průměr	x	x	4.6	4.6	4.6	4.5	4.3	4.0	3.7	3.4	3.1	3.0	2.8	2.7
Průměr od počátku roku	x	x	3.7	3.8	3.7	3.6	3.4	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7

Vývoj inflace v roce 2003 - varianta střed

2003	Stálá váha ve spotř. koš 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. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	100.00	100.00	1.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.6	0.5	0.1	-0.4	0.2	0.2	0.4
	17.97	20.73	0.48	0.04	0.02	0.02	0.00	0.04	0.23	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02
	x	x												
	82.03	79.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
			0.8	0.2	-0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.1	-0.5	0.2	0.3	0.4
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen) korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27.68	26.98	0.67	0.16	-0.04	0.19	0.35	0.56	0.37	0.06	-0.39	0.16	0.21	0.35
			1.3	0.0	-0.2	0.3	0.5	0.7	-0.8	-0.2	0.1	0.4	0.2	0.7
			0.35	0.00	-0.06	0.08	0.13	0.19	-0.22	-0.05	0.03	0.19	0.05	0.19
	54.35	52.29	0.6	0.3	0.0	0.2	0.4	0.7	1.0	0.2	-0.8	0.1	0.3	0.3
			0.32	0.16	0.01	0.11	0.21	0.37	0.53	0.11	-0.42	0.06	0.16	0.16
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. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	100.00	100.00	1.2	1.4	1.3	1.5	1.9	2.5	3.1	3.1	2.8	2.9	3.2	3.5
	17.97	20.73	0.48	0.52	0.55	0.57	0.57	0.61	0.84	0.86	0.89	0.89	0.89	0.91
	x	x												
	82.03	79.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
			0.8	1.1	1.0	1.2	1.7	2.4	2.8	2.9	2.4	2.6	2.9	3.3
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen) korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27.68	26.98	0.67	0.83	0.79	0.98	1.33	1.90	2.23	2.28	1.85	2.23	2.27	2.63
			1.3	1.3	1.1	1.4	1.9	2.6	1.8	1.6	1.7	2.1	2.3	3.0
			0.35	0.35	0.29	0.37	0.51	0.70	0.48	0.42	0.45	0.56	0.61	0.80
	54.35	52.29	0.6	0.9	0.9	1.2	1.6	2.3	3.3	3.5	2.7	2.8	3.2	3.5
			0.32	0.49	0.50	0.61	0.82	1.20	1.75	1.86	1.43	1.49	1.66	1.83
st. obd. 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. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	100.00	100.00	2.3	2.3	2.4	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5
	17.97	20.73	3.8	3.2	3.1	4.2	4.1	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4
	x	x	0.77	0.65	0.64	0.86	0.84	0.86	0.93	0.93	0.93	0.93	0.91	0.91
	82.03	79.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
			1.9	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp.cen) korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27.68	26.98	1.49	1.68	1.78	1.82	2.01	2.15	2.16	2.24	2.37	2.46	2.54	2.63
			0.8	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.4	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0
			0.21	0.32	0.41	0.49	0.57	0.65	0.64	0.66	0.72	0.75	0.77	0.80
	54.35	52.29	2.6	2.6	2.6	2.5	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5
			1.27	1.36	1.37	1.33	1.44	1.51	1.52	1.58	1.66	1.71	1.77	1.83
Průměr od počátku roku			2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
	x	x	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0

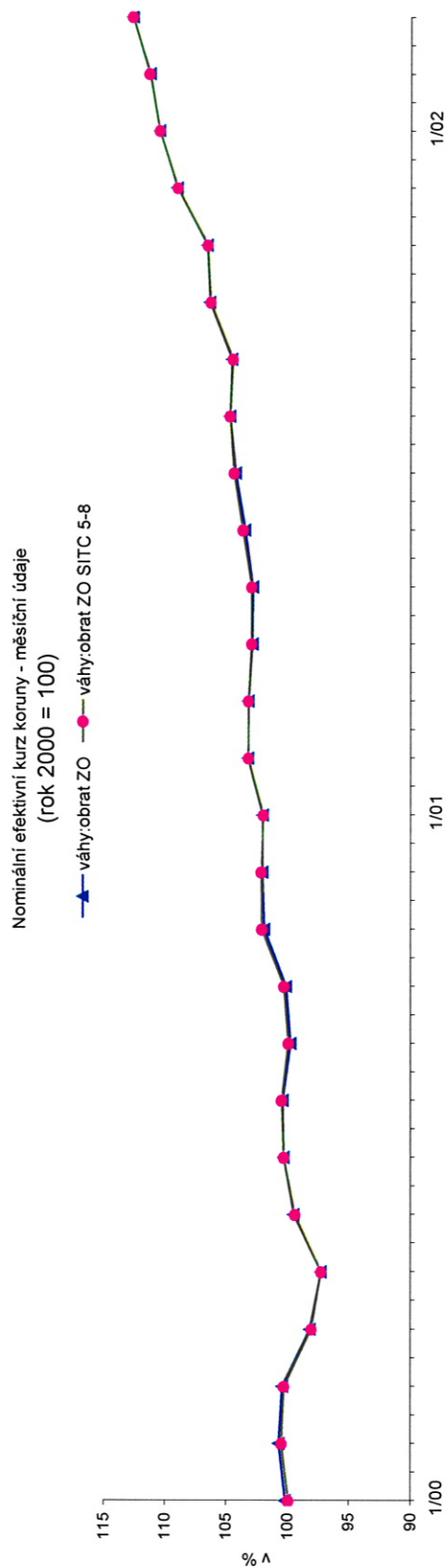
Zahraniční obchod ČR celkem
(obchod se zbožím vykazovaný ČSÚ)*

v mil. Kč

Období	Měsíční hodnoty			Indexy		Kumulované hodnoty			Indexy	
	vývoz	dovoz	balance	vývozu	dovozu	vývoz	dovoz	balance	vývozu	dovozu
1999 leden	58 403	58 665	-262	90,1	84,0	58 403	58 665	-262	90,1	84,0
únor	62 423	65 488	-3 065	88,2	87,1	120 826	124 153	-3 327	89,1	85,6
březen	80 102	89 251	-9 149	103,8	105,5	200 928	213 404	-12 476	94,4	93,0
duben	75 429	79 323	-3 894	104,0	97,8	276 357	292 727	-16 370	96,9	94,2
květen	78 679	79 342	-663	114,2	103,8	355 036	372 069	-17 033	100,2	96,1
červen	82 812	85 725	-2 913	108,0	111,2	437 848	457 794	-19 946	101,6	98,6
červenec	70 264	77 200	-6 936	102,6	99,3	508 112	534 994	-26 882	101,7	98,7
srpen	70 885	73 464	-2 579	115,7	111,5	578 997	608 458	-29 461	103,3	100,1
září	82 711	81 662	1 049	113,5	109,7	661 708	690 120	-28 412	104,5	101,1
říjen	80 046	86 018	-5 972	113,6	112,9	741 754	776 138	-34 384	105,4	102,3
listopad	87 930	100 907	-12 977	123,6	125,3	829 684	877 045	-47 361	107,0	104,5
prosinec	79 072	96 124	-17 052	133,7	127,4	908 756	973 169	-64 413	108,9	106,4
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	108 120	-7 588	131,9	134,7	100 532	108 120	-7 588	131,9	134,7
únor	103 055	110 497	-7 442	122,1	120,7	203 587	218 617	-15 030	126,8	127,2
březen	115 286	126 560	-11 274	120,3	124,3	318 873	345 177	-26 304	124,3	126,1
duben	102 567	114 059	-11 492	123,2	128,9	421 440	459 236	-37 796	124,1	126,8
květen	112 362	121 031	-8 669	115,8	113,0	533 802	580 267	-46 465	122,2	123,7
červen	108 765	113 480	-4 715	106,0	101,8	642 567	693 747	-51 180	119,2	119,5
červenec	94 887	113 314	-18 427	114,2	116,6	737 454	807 061	-69 607	118,5	119,1
srpen	97 055	110 579	-13 524	108,9	106,6	834 509	917 640	-83 131	117,3	117,4
září	106 085	103 100	2 985	108,8	102,4	940 594	1 020 740	-80 146	116,3	115,7
říjen	119 827	130 764	-10 937	110,4	104,9	1 060 421	1 151 504	-91 083	115,6	114,4
listopad	118 556	124 582	-6 026	105,0	100,9	1 178 977	1 276 086	-97 109	114,4	112,9
prosinec	89 545	111 421	-21 876	98,8	99,8	1 268 522	1 387 507	-118 985	113,1	111,7
2002 leden	98 408	104 471	-6 063	97,9	96,6	98 408	104 471	-6 063	97,9	96,6
únor	103 492	101 701	1 791	100,4	92,0	201 900	206 172	-4 272	99,2	94,3
březen										
duben										
květen										
červen										
červenec										
srpen										
září										
říjen										
listopad										
prosinec										

Poznámka: údaje podle metodiky celní statistiky platné od 1.7.2000

Nominální efektivní kurz koruny



Nominální efektivní kurz koruny v % rok 2000 = 100	2001											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
váhy: obrat ZO	101,99	103,19	103,15	102,84	102,81	103,44	104,23	104,72	104,55	106,36	106,57	109,04
váhy: obrat ZO SITC 5-8	101,95	103,18	103,17	102,91	102,93	103,64	104,38	104,71	104,48	106,30	106,55	109,00

Nominální efektivní kurz koruny v % rok 2000 = 100	2002											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
váhy: obrat ZO	110,48*	111,28*	112,68*									
váhy: obrat ZO SITC 5-8	110,49*	111,32*	112,71*									

apreciace > 100; depreciace < 100;

*Předběžné údaje

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Odbor platební bilance

PLATEBNÍ BILANCE 2001

(předběžné údaje - 20.3.2002)

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	-23 929,1	-24 497,1	-27 082,2	-25 442,3	-23 929,1	-48 426,2	-75 508,4	-100 950,7
Obchodní bilance	-26 304,0	-24 876,0	-28 966,0	-38 839,0	-26 304,0	-51 180,0	-80 146,0	-118 985,0
vývoz	318 873,0	323 694,0	298 027,0	327 928,0	318 873,0	642 567,0	940 594,0	1 268 522,0
dovoz	345 177,0	348 570,0	326 993,0	366 767,0	345 177,0	693 747,0	1 020 740,0	1 387 507,0
Bilance služeb	8 731,0	12 767,5	18 193,4	14 262,0	8 731,0	21 498,5	39 691,9	53 953,9
příjmy	56 331,5	65 051,6	75 811,7	67 661,8	56 331,5	121 383,1	197 194,8	264 856,6
doprava	13 522,7	14 823,3	14 857,0	14 289,3	13 522,7	28 346,0	43 203,0	57 492,3
cestovní ruch	22 500,0	27 300,0	37 400,0	26 100,0	22 500,0	49 800,0	87 200,0	113 300,0
ostatní služby	20 308,8	22 928,3	23 554,7	27 272,5	20 308,8	43 237,1	66 791,8	94 064,3
výdaje	47 600,5	52 284,1	57 618,3	53 399,8	47 600,5	99 884,6	157 502,9	210 902,7
doprava	8 614,1	7 208,6	7 409,2	7 338,6	8 614,1	15 822,7	23 231,9	30 570,5
cestovní ruch	9 700,0	13 200,0	17 200,0	11 900,0	9 700,0	22 900,0	40 100,0	52 000,0
ostatní služby	29 286,4	31 875,5	33 009,1	34 161,2	29 286,4	61 161,9	94 171,0	128 332,2
Bilance výnosů	-9 063,0	-13 790,2	-19 824,4	-5 744,7	-9 063,0	-22 853,2	-42 877,6	-48 422,3
výnosy	20 491,1	20 603,6	21 414,0	19 826,9	20 491,1	41 094,7	62 508,7	82 135,6
náklady	29 554,1	34 393,8	41 238,4	25 371,6	29 554,1	63 947,9	105 186,3	130 557,9
Běžné převody	2 706,9	1 401,6	3 514,8	4 879,4	2 706,9	4 108,5	7 623,3	12 502,7
příjmy	5 257,0	5 690,5	7 295,9	7 917,5	5 257,0	10 947,5	18 243,4	26 160,9
výdaje	2 550,1	4 288,9	3 781,1	3 038,1	2 550,1	6 839,0	10 620,1	13 658,2
B. Kapitálový účet	-43,0	-22,5	-13,1	-252,1	-43,0	-65,5	-78,6	-330,7
příjmy	10,0	16,3	20,7	43,4	10,0	26,3	47,0	90,4
výdaje	53,0	38,8	33,8	295,5	53,0	91,8	125,6	421,1
Celkem A a B	-23 972,1	-24 519,6	-27 095,3	-25 694,4	-23 972,1	-48 491,7	-75 587,0	-101 281,4
C. Finanční účet	32 871,9	35 305,3	18 411,7	66 721,5	32 871,9	68 177,2	86 588,9	153 310,4
Přímé investice	38 451,5	56 992,0	23 336,1	64 564,2	38 451,5	95 443,5	118 779,6	183 343,8
v zahraničí	-218,1	-1 428,6	-1 846,4	-164,4	-218,1	-1 646,7	-3 493,1	-3 657,5
základní jmění a reinvestovaný zisk	-410,9	-1 336,7	-1 655,6	-105,4	-410,9	-1 747,6	-3 403,2	-3 508,6
ostatní kapitál	192,8	-91,9	-190,8	-59,0	192,8	100,9	-89,9	-148,9
zahraniční v tuzemsku	38 669,6	58 420,6	25 182,5	64 728,6	38 669,6	97 090,2	122 272,7	187 001,3
základní jmění a reinvestovaný zisk	36 949,3	57 334,5	25 667,5	63 888,5	36 949,3	94 283,8	119 951,3	183 839,8
ostatní kapitál	1 720,3	1 086,1	-485,0	840,1	1 720,3	2 806,4	2 321,4	3 161,5
Portfoliové investice	9 476,5	9 319,1	238,8	15 822,9	9 476,5	18 795,6	19 034,4	34 857,3
aktiva	-1 946,8	-3 289,2	-294,7	9 936,3	-1 946,8	-5 236,0	-5 530,7	4 405,6
majetkové cenné papíry a účasti	-1 862,1	4 937,2	2 024,4	4 348,3	-1 862,1	3 075,1	5 099,5	9 447,8
dluhové cenné papíry	-84,7	-8 226,4	-2 319,1	5 588,0	-84,7	-8 311,1	-10 630,2	-5 042,2
pasiva	11 423,3	12 608,3	533,5	5 886,6	11 423,3	24 031,6	24 565,1	30 451,7
majetkové cenné papíry a účasti	2 984,6	6 018,7	138,1	14 062,2	2 984,6	9 003,3	9 141,4	23 203,6
dluhové cenné papíry	8 438,7	6 589,6	395,4	-8 175,6	8 438,7	15 028,3	15 423,7	7 248,1
Finanční deriváty	348,4	829,5	-2 119,7	-2 278,5	348,4	1 177,9	-941,8	-3 220,3
aktiva	-2 206,3	2 586,5	-3 486,7	-6 301,1	-2 206,3	380,2	-3 106,5	-9 407,6
pasiva	2 554,7	-1 757,0	1 367,0	4 022,6	2 554,7	797,7	2 164,7	6 187,3
Ostatní investice	-15 404,5	-31 835,3	-3 043,5	-11 387,1	-15 404,5	-47 239,8	-50 283,3	-61 670,4
aktiva	-27 768,6	-28 789,0	9 275,6	-1 568,5	-27 768,6	-56 557,6	-47 282,0	-48 850,5
dlouhodobá	-6 572,9	4 742,5	4 628,9	-1 448,7	-6 572,9	-1 830,4	2 798,5	1 349,8
ČNB	-9 294,5	4 018,1	3 942,7	-2 792,1	-9 294,5	-5 276,4	-1 333,7	-4 125,8
obchodní banky	1 940,3	1 303,1	1 846,0	1 837,5	1 940,3	3 243,4	5 091,4	6 928,9
vláda	781,3	-578,7	-1 161,8	-494,1	781,3	202,6	-959,2	-1 453,3
ostatní sektory	-21 195,7	-33 531,5	4 646,7	-119,8	-21 195,7	-54 727,2	-50 080,5	-50 200,3
krátkodobá	-17 639,7	-26 716,5	2 006,9	-3 173,9	-17 639,7	-44 356,2	-42 349,3	-55 523,2
obchodní banky	-88,2	1,1	1,1	1,1	-88,2	-88,2	-88,2	-87,1
vláda	-3 556,0	-6 815,0	2 728,0	3 053,0	-3 556,0	-10 371,0	-7 643,0	-4 590,0
ostatní sektory	12 364,1	-3 046,3	-12 319,1	-9 818,6	12 364,1	9 317,8	-3 001,3	-12 819,9
pasiva	1 716,2	-8 054,8	479,2	7 781,1	1 716,2	-6 338,6	-5 859,4	1 921,7
dlouhodobá	-11,1	-10,9	-10,9	-11,1	-11,1	-11,1	-22,0	-22,0
ČNB	2 131,5	-11 638,6	1 329,7	955,2	2 131,5	-9 507,1	-8 177,4	-7 222,2
obchodní banky	-846,3	-2 245,8	-2 762,4	853,7	-846,3	-3 092,1	-5 854,5	-5 000,8
vláda	442,1	5 829,6	1 922,8	5 972,2	442,1	6 271,7	8 194,5	14 166,7
ostatní sektory	10 647,9	5 008,5	-12 798,3	-17 599,7	10 647,9	15 656,4	2 858,1	-14 741,6
krátkodobá	2,1	-4,9	123,2	-60,7	2,1	-2,8	120,4	59,7
ČNB	2 063,3	9 383,9	-9 190,0	-37 945,8	2 063,3	11 447,2	2 257,2	-35 688,6
obchodní banky	8 582,5	-4 370,5	-3 731,5	20 406,8	8 582,5	4 212,0	480,5	20 887,3
vláda	8 899,8	10 785,7	-8 683,6	41 027,1	8 899,8	19 685,5	11 001,9	52 029,0
ostatní sektory	-2 119,3	2 147,5	12 857,0	2 238,8	-2 119,3	28,2	12 885,2	15 124,0
Celkem A, B a C	8 899,8	10 785,7	-8 683,6	41 027,1	8 899,8	19 685,5	11 001,9	52 029,0
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	-2 119,3	2 147,5	12 857,0	2 238,8	-2 119,3	28,2	12 885,2	15 124,0
Celkem A, B, C a D	6 780,5	12 933,2	4 173,4	43 265,9	6 780,5	19 713,7	23 887,1	67 153,0
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	-6 780,5	-12 933,2	-4 173,4	-43 265,9	-6 780,5	-19 713,7	-23 887,1	-67 153,0

Podle 5. vydání Příručky k sestavení platební bilance (MMF 1993)

Údaje obchodní bilance v upravené metodice celní statistiky platné od 1.7.2000.

Česká republika: INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ

v mil. Kč	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000 1)	31.12.2001 1)
AKTIVA	537 699,2	574 184,6	782 003,5	837 143,2	1 031 410,7	1 087 507,3	1 347 954,9	1 448 400,7	1 536 670,9
Přímé investice v zahraničí	5 432,9	8 426,9	9 190,1	13 609,2	18 989,4	24 003,5	25 114,9	27 899,3	30 174,0
základní jmění 2)	5 432,9	8 426,9	9 190,1	13 609,2	18 385,1	21 901,2	22 415,9	24 797,5	27 075,0
ostatní kapitál 3)					604,3	2 102,3	2 699,0	3 101,8	3 099,0
Portfoliové investice	8 258,0	12 138,0	20 076,9	37 511,2	35 738,9	35 872,4	104 345,3	180 431,3	185 138,6
majetkové cenné papíry a účasti	7 911,1	9 370,5	18 422,0	20 450,3	14 442,0	13 415,5	66 318,2	92 222,9	68 675,5
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	116 463,1
Finanční deriváty 4)								6 347,2	15 754,8
Ostatní investice	408 028,1	378 497,8	379 698,8	446 138,8	638 157,7	650 948,4	757 065,5	736 903,7	781 145,7
dlouhodobé	250 509,3	230 336,9	215 740,8	236 003,0	294 256,5	287 328,8	323 131,1	315 625,5	310 133,9
ČNB 5)	24 572,5	24 573,3	26 172,3	26 122,8	26 122,4	26 122,4		329,1	307,3
obchodní banky 6)	1 852,3	1 763,0	5 116,6	25 181,3	37 088,8	64 041,6	89 900,1	75 537,9	79 663,7
vláda 7) 8)	188 278,5	176 094,6	159 260,9	162 103,1	205 142,0	176 213,4	210 221,3	220 777,8	210 694,9
ostatní sektory	35 806,0	27 906,0	25 191,0	22 595,8	25 903,3	20 951,4	23 009,7	18 980,7	19 468,0
krátkodobé	157 518,8	148 160,9	163 958,0	210 135,8	343 901,2	363 619,6	433 934,4	421 278,2	471 011,8
ČNB 9)	4,7	4,7	4,7	4,7	0,1	0,1		52,9	51,2
obchodní banky 6)	83 133,2	80 820,2	87 176,3	128 481,1	250 670,9	272 219,5	336 117,2	314 115,3	359 638,5
z toho zlato a devizy 10) 11)	70 727,5	71 232,8	76 126,9	95 432,8	172 301,6	175 753,2	218 995,8	228 961,7	257 138,5
vláda	5 501,9								87,1
ostatní sektory	68 879,0	67 336,0	76 777,0	81 650,0	93 230,2	91 400,0	97 817,2	107 110,0	111 235,0
Rezervy ČNB 12)	115 980,2	175 121,9	373 037,7	339 884,0	338 524,7	376 683,0	461 429,2	496 819,2	524 457,8
zlato 10)	2 466,4	2 309,3	2 234,6	2 290,3	1 521,9	369,1	677,0	4 640,4	4 469,9
zvláštní práva čerpání	247,3		4,7					7,7	31,0
rezervní pozice u MMF								116,0	5 478,3
devizy	113 266,5	172 812,6	370 798,4	337 593,7	337 002,8	376 313,9	460 752,2	491 001,2	514 188,0
ostatní rezervní aktiva								1 053,9	290,6
PASÍVA	423 237,7	507 337,9	723 101,9	906 073,2	1 138 248,1	1 204 984,0	1 458 893,3	1 640 270,0	1 784 507,6
Přímé investice v České republice	102 539,1	127 533,5	195 526,3	234 301,1	319 820,3	429 167,8	631 505,3	818 411,6	970 450,9
základní jmění 2) 13)	102 539,1	127 533,5	195 526,3	234 301,1	284 674,7	364 816,5	538 379,3	702 217,8	857 595,9
ostatní kapitál 3)					35 145,6	64 351,3	93 126,0	116 193,8	112 855,0
Portfoliové investice	58 583,9	81 617,5	124 933,6	144 807,4	169 032,7	166 128,1	165 579,2	164 592,0	180 346,2
majetkové cenné papíry a účasti	32 985,2	37 335,6	70 280,4	92 867,8	104 862,3	113 247,2	98 011,8	115 670,6	128 740,1
dluhové cenné papíry	25 598,7	44 281,9	54 653,2	51 939,6	64 170,4	52 880,9	67 567,4	48 921,4	51 606,1
Finanční deriváty 4)								5 307,9	11 495,2
Ostatní investice	262 114,7	298 186,9	402 642,0	526 964,7	649 395,1	609 688,1	661 808,8	651 958,5	622 215,3
dlouhodobé	192 426,3	207 289,7	279 388,9	374 814,7	426 270,1	358 510,5	379 172,2	352 323,4	339 013,2
ČNB	33 697,4	1 695,7	2 491,5	2 272,7	2 188,3	1 883,3	197,1	180,4	133,4
obchodní banky 6)	16 175,5	26 040,1	90 299,3	143 454,2	143 120,2	124 286,3	118 368,9	84 607,4	73 688,6
vláda 7)	82 304,9	76 602,9	52 934,9	43 934,7	37 754,7	23 814,8	20 852,9	19 699,2	9 476,2
ostatní sektory	60 248,5	102 951,0	133 663,2	185 153,1	243 206,9	208 526,1	239 753,3	247 836,4	255 715,0
krátkodobé	69 688,4	90 897,2	123 253,1	152 150,0	223 125,0	251 177,6	282 636,6	299 635,1	283 202,1
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5
obchodní banky 6)	22 249,3	41 339,9	69 502,9	101 543,5	168 927,1	193 373,0	229 988,7	226 176,2	190 487,6
vláda		5 013,4	1 104,1	314,8	287,5	103,2			
ostatní sektory	42 858,1	44 506,0	52 531,1	50 236,4	53 864,9	57 661,9	52 622,1	73 450,1	92 646,0
SALDO INVESTIČNÍ POZICE	114 461,5	66 846,7	58 901,6	-68 930,0	-106 837,4	-117 476,7	-110 938,4	-191 869,3	-247 836,7

1) zpřesněné údaje - 31.12.2000, předběžné údaje - 31.12.2001

2) od 31.12.1997 stav základního jmění navýšován 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 pasívech 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;

8) pohledávka ve vztahu k SNS v údajích k 1.1.1993 vyjádřena saldem účtů v XTR a USD, zatímco v dalších obdobích účty vedeny obrátově

9) vč. devizových podílů v mezinárodních neměnových organizacích (Světová banka, EBOR, MBHS, MIB) a korunového podílu ve Světové bance

10) od 31.3.2000 vykazováno zlato nezahrnované do rezerv ČNB

11) ocenění zlata: 42,22 USD za troj. uncí (do 31.12.1999), tržní (od 31.3.2000)

12) devizy - směnitelné měny

13) na základě požadavku MMF rezervy ČNB členěny podrobněji (od 31.3.2000)

14) od roku 1998 zahrnují stavy přímých investic údaje o výši základního jmění z bilancí společností se zahraniční majetkovou účastí

Česká republika: ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST

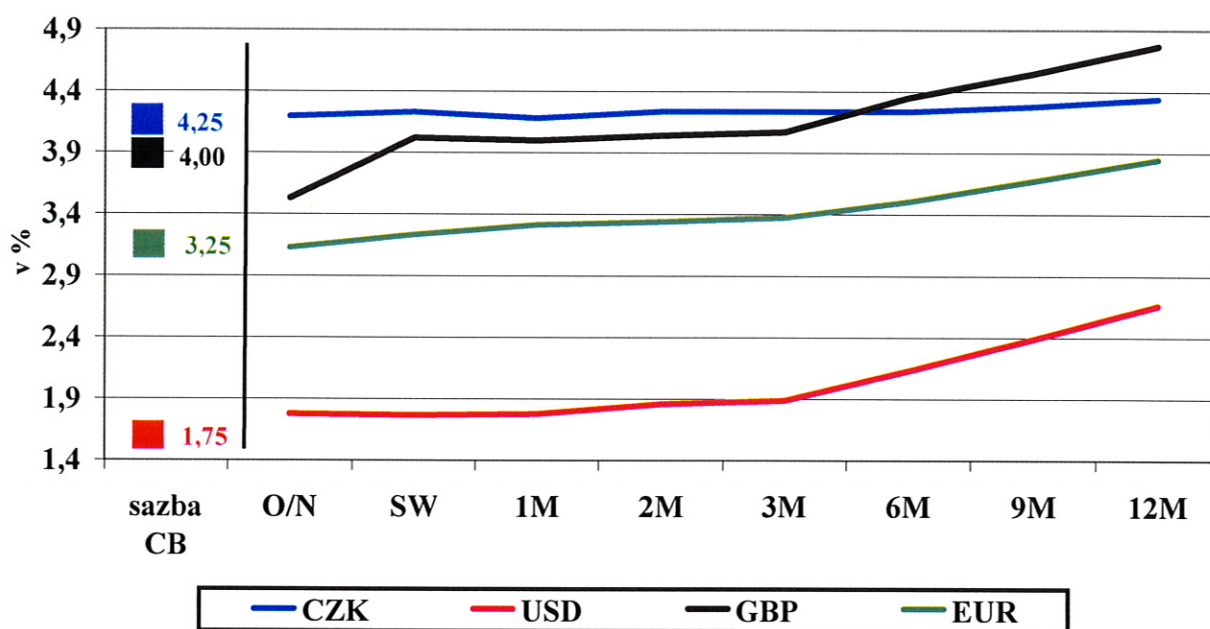
v mil. Kč	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000 ¹⁾	31.12.2001 ¹⁾
ZADLUŽENOST VE SMĚNITELNÝCH MĚNÁCH	254 488,1	299 960,7	440 229,3	569 723,6	739 563,0	717 923,6	813 576,5	808 122,8	786 676,4
v tom:									
dlouhodobá	194 525,0	218 944,5	306 034,4	405 143,6	495 058,5	446 484,3	497 872,1	464 323,8	461 217,5
podle dlužníků									
ČNB	58 836,1	22 845,3	22 268,0	11 178,4	11 548,4	10 952,2	12 527,6	180,4	133,4
obchodní banky 2)	16 175,5	27 620,1	95 433,3	150 780,1	158 503,7	133 376,5	128 703,3	95 737,1	88 401,4
vláda	59 486,9	61 832,4	51 836,4	46 669,6	42 630,7	32 953,5	32 303,5	29 753,5	30 839,2
ostatní sektory	60 026,5	106 646,7	136 496,7	196 515,5	282 375,7	269 202,1	324 337,7	338 652,8	341 843,5
podle věřitelů									
zahraniční banky	82 425,2	119 023,6	207 604,7	285 698,8	335 055,5	248 712,0	257 410,0	228 709,6	235 115,5
vládní instituce	7 346,8	7 482,1	7 039,1	6 631,8	7 269,4	4 409,6	4 239,2	3 405,7	2 373,6
mnohostranné instituce	53 316,3	25 090,9	29 693,4	32 857,1	39 564,2	49 036,3	58 202,2	67 521,2	70 879,0
dodavatelé a přímí investoři	25 839,0	32 601,0	24 567,0	27 116,0	46 465,5	72 624,6	93 831,4	99 560,2	95 664,0
ostatní investoři	25 598,7	34 746,9	37 130,2	52 839,9	66 703,9	71 701,8	84 189,3	65 127,1	57 185,4
krátkodobá	59 963,1	81 016,2	134 194,9	164 580,0	244 504,5	271 439,3	315 704,4	343 799,0	325 458,9
podle dlužníků									
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5
obchodní banky 2)	21 117,0	32 610,3	71 911,8	106 852,6	170 147,0	193 373,0	230 000,5	226 246,1	192 438,4
vláda	9 535,0	9 535,0	15 114,0	2 786,0	8 164,0	22,0	7,0	2 115,0	465,0
ostatní sektory	34 265,1	38 833,0	47 054,1	54 886,1	66 148,0	78 004,8	85 671,1	115 429,1	132 487,0
podle věřitelů									
zahraniční banky	22 256,0	28 467,5	58 874,2	85 424,0	142 463,2	175 604,1	201 808,8	203 333,8	195 166,4
dodavatelé a přímí investoři	29 664,0	34 132,0	41 986,4	45 914,0	57 631,1	67 446,7	81 794,6	106 988,6	93 127,0
ostatní investoři	8 043,1	18 416,7	33 334,3	33 242,0	44 210,2	28 388,5	32 101,0	33 476,6	37 165,5
ZADLUŽENOST V NESMĚNITELNÝCH MĚNÁCH 3)	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	23 500,0	23 092,1	10 484,7	8 865,9	8 860,6	8 893,5	8 925,7	8 950,9	
krátkodobá 2)	9 725,3	19 416,0	6 581,2	314,8	287,5	103,2			
ZADLUŽENOST VŮČI ZAHRANIČÍ CELKEM	287 713,4	342 468,8	457 295,2	578 904,3	748 711,1	726 920,3	822 502,2	817 073,7	786 676,4
v tom:									
dlouhodobá	218 025,0	242 036,6	316 519,1	414 009,5	503 919,1	455 377,8	506 797,8	473 274,7	461 217,5
krátkodobá	69 688,4	100 432,2	140 776,1	164 894,8	244 792,0	271 542,5	315 704,4	343 799,0	325 458,9
Dlouhodobá zadluženost celkem	218 025,0	242 036,6	316 519,1	414 009,5	503 919,1	455 377,8	506 797,8	473 274,7	461 217,5
v tom:									
- úvěry MMF	32 296,6								
- závazky vládního sektoru a garantované vládou									
a subjektů s majetní účastí státu	135 573,3	146 969,8	153 224,7	173 488,0	231 624,2	241 734,0	254 398,0	245 389,0	213 542,6
- závazky subjektů s majetní účastí soukromého kapitálu	50 155,1	95 066,8	163 294,4	240 521,5	272 294,9	213 643,8	252 399,8	227 885,7	247 674,9

1) zpřesněné údaje - 31.12.2000, předběžné údaje - 31.12.2001

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 clearingů veden v nesměnitelných měnách; ostatní závazky vůči Slovenské republice zahrnuty ve směnitelných měnách podle "opatření" MF č. 282/70 490/95 z 22.12.1995

Úrokové sazby O/N až 12 měsíců (18.4.2002)



Úrokový diferenciál O/N až 12 měsíců (18.4.2002)

