

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 19. července 2002

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na 2. 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, Ph.D., Ing. Matalík,
Ing. Kalous, CSc., Ing. Vávra, M.A.,
RNDr. A. Derviz, CSc., Ing. Kvapil,
Ing. Schmidt

Část I.

Předkládací zpráva

Část II.

Vlastní materiál včetně tabulkových příloh

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Předkládá: doc. Ing. Aleš Čapek, CSc.

Kontroloval: Ing. Viktor Kotlán, Ph.D.

Zpracovala: sekce měnová a statistiky

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na 2. pololetí 2002. Obsahuje přílohu: „Indikátory vnější nerovnováhy České republiky“.

Obsah

I. Shrnutí.....	1
II. Střednědobá makroekonomická prognóza.....	7
III. Desagregovaný makroekonomický výhled.....	18
1. Vnější prostředí.....	18
1.1 Zahraniční poptávka.....	18
1.2 Cenový vývoj v zahraničí (CPI, PPI).....	20
1.3 Efektivní ukazatele ekonomického růstu a cenového vývoje v zahraničí.....	21
1.4 Hlavní světové měny a zlato.....	23
1.5 Ceny surovin.....	24
2. Devizový kurz.....	25
2.1 Vývoj nominálního devizového kurzu.....	25
2.2 Vývoj výnosových diferencí.....	26
3. Nákladové faktory.....	32
3.1 Dovozní ceny.....	32
3.2 Ceny průmyslových výrobců.....	34
3.3 Ceny zemědělských výrobců.....	35
4. Vývoj veřejných rozpočtů.....	37
5. Peníze, úvěry a úrokové sazby.....	41
6. Trh práce.....	47
6.1 Vývoj na trhu práce v druhé polovině roku 2002.....	48
6.2 Vývoj na trhu práce v roce 2003.....	48
7. Ekonomický růst a jeho složky.....	51
8. Platební bilance.....	57
8.1 Běžný účet.....	57
8.2 Finanční účet.....	59
8.2.1 Přímé zahraniční investice.....	59
8.2.2 Portfoliové investice.....	60
8.2.3 Devizová pozice bank a devizové rezervy ČNB.....	60
8.2.4 Korunové eurobondy.....	61
9. Inflace.....	62
9.1 Minulý vývoj.....	62
9.2 Predikce pro druhou polovinu roku 2002.....	63
9.3 Predikce pro rok 2003.....	65
9.4 Strukturální pohled na vývoj inflace v letech 2002 a 2003.....	66
IV. Alternativní scénáře.....	70

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Tabulkové přílohy

I. Shrnutí

1. Prognózy a skutečnost

Veličina		IV/02	V/02		VI/02	
		skuteč.	progn.	Skuteč.	progn.	skuteč.
Spotřebitelské ceny	r/r, %	3,2	2,8	2,5	2,2	1,2
	m/m, %	-0,1	0,2	-0,1	0,4	-0,3
Čistá inflace	r/r, %	2,4	1,8	1,5	1,0	-0,1
	m/m, %	0,2	0,2	-0,1	0,5	-0,3
Korigovaná inflace	r/r, %	2,7	2,3	2,0	1,8	1,1
	m/m, %	0,3	0,2	-0,1	0,6	0,2
Ceny průmyslových výrobců	r/r, %	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8
	m/m, %	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Průmyslová produkce	r/r, %	8,2	4,5	5,1	6,0	
Tržby z průmyslové činnosti	r/r, %	7,7	6,0	2,6	7,0	
Tržby v maloobchodě	r/r, %	4,9	X	2,6	X	
Saldo obchodní bilance	za měsíc, mld. Kč	-1,4	-8,0	-11,8	-5,0	
	kum., mld. Kč	-10,8	X	-21,5	X	
Změna salda obchodní bilance	r-r, mld. Kč	10,1	X	-3,2	X	
	kum., r-r, mld. Kč	27,0	X	25,1	X	
Nezaměstnanost	ke konci měs., %	8,8	8,6	8,6	8,6	8,7
Nominální mzdy v průmyslu	r/r, %	8,0	X	5,5	X	
Reálné mzdy v průmyslu	r/r, %	4,7	X	2,9	X	
Produktivita práce v průmyslu	r/r, %	10,1	X	5,0	X	
Nominální mzdy ve stavebnictví	r/r, %	7,1	X	7,4	X	
Reálné mzdy ve stavebnictví	r/r, %	3,8	X	4,8	X	
Produktivita práce ve stavebnictví	r/r, %	2,3	X	2,4	X	
Peněžní zásoba (M2)	r/r, %	9,5	7,6	7,4	7,5	
Kurz CZK/EUR	prům. za měsíc, %	30,37	X	30,57	X	30,35
Změna kurzu CZK/EUR	r/r, %	+12,1	X	+11,1	X	+10,7
Kurz CZK/USD	prům. za měsíc, %	34,33	X	33,39	X	31,88
Změna kurzu CZK/USD	r/r, %	+11,4	X	+15,0	X	+19,9
Úrokové sazby z nových úvěrů	prům. za měsíc, %	5,1	X	4,9	X	
	r-r, proc. body	-0,9	X	-1,4	X	
Úrokové sazby z termín. vkladů	prům. za měsíc, %	2,9	X	2,8	X	
	r-r, proc. body	-0,8	X	-0,9	X	

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

Tato situační zpráva a v ní obsažená makroekonomická prognóza reflektuje posun, jehož bylo dosaženo v konsolidaci predikčního a analytického systému sekce měnové a statistiky. SMS předkládá jednu makroekonomickou predikci s reaktivní měnovou politikou, která byla vypracována meziodborovým predikčním týmem.

2. Stručná charakteristika hospodářského a měnového vývoje od 4. SZ

Statistické údaje zveřejněné v období od projednání 4. SZ potvrzují v dubnové prognóze předpokládané desinflační působení vnějšího prostředí. Předpoklady o nízké zahraniční poptávce, vývoji zahraničních cen a cenách ropy se naplnily. Výraznější deinflační vliv byl zaznamenán v případě cen potravin. Devizový kurz se v průběhu celého období nacházel pod úrovní, z níž vycházela dubnová prognóza. Prvotní stabilita kurzu byla v minulých týdnech nahrazena opětovným posilováním s korekcí v polovině července.

Statistické údaje o vývoji v prvním čtvrtletí byly vyhodnoceny jako konzistentní s prognózou ze 4. SZ. V období od projednání 4. SZ došlo k dalšímu zpřísnění měnových podmínek, které bylo způsobeno především kurzovou složkou, ačkoliv mírné zpřísnění zaznamenala - kvůli rychlejšímu než předpokládanému poklesu inflačních očekávání - i úroková složka.

3. Počáteční podmínky prognózy a referenční scénáře exogenních veličin

Výchozím bodem formulace prognózy je stanovení referenčních scénářů exogenních veličin a počátečních podmínek charakterizujících postavení ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. V oblasti referenčních scénářů dochází k největším změnám ve scénářích vývoje nominálního kurzu vzhledem k euru a dolaru. Změny v ostatních veličinách nejsou oproti předpokladům dubnové prognózy výrazné. Změny referenčních scénářů lze shrnout následovně.

Vnější prostředí

- předpoklad o mimořádně nízké zahraniční poptávce reprezentované indikátorem meziročního růstu HDP v Německu se nemění. Předpokládáme růst kolem 1 % v roce 2002 s návratem k tempu růstu 2,5 % v roce 2003;
- pro ceny ropy počítá referenční scénář se zastavením jejich poklesu během roku 2002 na úrovni kolem 22,5 USD/barel s následnou stabilitou do konce roku 2003;
- předpoklad o cenovém vývoji v zahraničí reprezentovaném Německem se mírně snižuje pro vývoj spotřebitelských cen v roce 2002 a to z 1,7 % na 1,5 % ve 4. čtvrtletí. Vývoj spotřebitelských cen v roce 2003 zůstává zachován na 1,6 % ve 4. čtvrtletí. Výhled růstu cen průmyslových výrobců se oproti 4. SZ v zásadě nemění pro rok 2002, ale mírně snižuje pro období roku 2003 a to z 1,7 % na 1,4 % ve 4. čtvrtletí.

Vnitřní prostředí

- představa o fiskálním impulsu veřejných rozpočtů se nemění. Deficit veřejných rozpočtů dosáhne v roce 2002 i 2003 cca 6 % HDP, což představuje zvýšení poptávkotvorné části deficitu veřejných financí oproti roku 2001 zhruba o 0,75 % HDP v roce 2002 a o 0,3 % HDP v roce 2003;
- zůstává zachován předpoklad o růstu potenciálního produktu ve výši cca 3 %;
- nemění se ani předpoklad o tempu rovnovážné reálné apreciace devizového kurzu ve výši 5,5 % s jeho postupným poklesem. V případě rovnovážných reálných úrokových sazeb se předpokládá stabilní vývoj.

Referenční scénář kurzu koruny vůči euru se mění ze stability na úrovni 31,25 CZK/EUR na úroveň 30,00 CZK/EUR na první tři čtvrtletí predikce s následnou mírnou apreciací k hodnotám okolo 29,50 CZK/EUR na horizontu šesti čtvrtletí predikce. Změna referenčního scénáře kurzu CZK/USD reflektuje výraznou změnu kurzu eura vůči dolaru. Tuto změnu hodnotí jako permanentní a do budoucna předpokládá udržení parity křížového kurzu EUR/USD.

Výchozí pozice ekonomiky je charakterizována především mezerou výstupu. Její současná úroveň byla odhadnuta na zhruba -1,5 %. Vývoj HDP vůči potenciálu tak nadále stagnuje, od dubnové prognózy (-1,1 %) se mezera dokonce mírně prohloubila. U měnových podmínek došlo od 4. SZ ke zpřísnění v obou jejích složkách. Souhra minulé úrovně reálného devizového kurzu, jeho skutečného zhodnocování v posledních měsících (12 % meziročně) a předpokladu o míře rovnovážného posilování (5,5 % meziročně) vyústila v závěr, že reálný devizový kurz je v současnosti výrazně nadhodnocený. U reálných sazeb došlo k mírně rychlejšímu poklesu inflačních očekávání než nominálních sazeb a tím k mírnému zpřísnění i v této části měnových podmínek. Souhrnně jsou současné měnové podmínky charakterizovány hodnotou 1,1 (oproti 0,4 v dubnu).

Celkově lze tedy konstatovat, že u předpokladů červencové prognózy dochází ve srovnání s dubnovou prognózou k výraznějším úpravám pouze v oblasti výhledu vývoje devizového kurzu a výchozí pozice ekonomiky.

4. Vyznění prognózy a její změny oproti 4. SZ

Do konce roku 2002 počítá makroekonomická predikce SMS s tempy růstu HDP okolo 2 %. Nízká dynamika HDP je dána zejména velmi nízkou dynamikou HTFK v tomto období způsobenou dopady minulého kurzového vývoje na finanční situaci podniků. V případě spotřeby domácností je vliv reálných úrokových sazeb převážen růstem reálných příjmů domácností z důvodu nízké inflace. Oproti predikci ze 4. SZ se tak snižuje dynamika HTFK a zvyšuje dynamika spotřeby domácností při stabilní míře úspor.

V roce 2003 dochází k mírnému urychlení dynamiky HDP z důvodu prognózou předpokládaného uvolnění měnových podmínek ve druhé polovině roku 2002. Růst spotřeby domácností tak zůstane zachován na úrovni roku 2002, přes zmírnění růstu reálných mezd a mírné zvýšení nezaměstnanosti. Mírné navýšení tempa růstu je také předpokládáno u HTFK, a to jednak v reakci na prognózu předpokládané uvolnění měnové politiky, ale také díky očekávanému oživení světové ekonomiky v průběhu roku 2003. Přesto je však očekávané tempo růstu HTFK ve srovnání s dubnovou predikcí poloviční. K výraznějšímu zvýšení dynamiky HDP tak dochází až v průběhu roku 2004.

Inflační výhled je do konce roku 2002 ve srovnání s výhledem ze 4. SZ charakterizován výraznějšími protiinflačními tlaky. Ty vycházejí jednak z vývoje exogenních nákladových faktorů, jako jsou importní ceny, ceny potravin, a regulované ceny, ale také z výraznější záporné mezery výstupu, než bylo odhadováno v dubnové prognóze. V průběhu roku 2003 pak dochází k mírnému nárůstu inflace z důvodu odeznění desinflačního působení importních cen a cen potravin. V případě importních cen je však odeznění podmíněno zastavením nominální aprece devizového kurzu v reakci na prognózu předpokládané snížení úrokových sazeb. Přes uvolnění měnové politiky nedojde podle prognózy v roce 2003 k uzavření záporné mezery výstupu a nadále tak budou absentovat poptávkové inflační tlaky. Souhrn těchto faktorů vrací střed prognózy inflace ke spodnímu okraji pásma inflačního cíle

až koncem roku 2003. Návrat ke středu cílovaného koridoru nastane podle prognózy až v průběhu roku 2004 v souvislosti s uzavíráním mezery výstupu v tomto období a předpokládaným zvýšením příspěvku regulovaných cen do celkové inflace na 1 p.b.

Souhrnný pohled na stávající prognózu a její srovnání s prognózou ze 4. SZ nabízí následující tabulka:

I. 2Q2002								
	Mezera výstupu	7. SZ	-1,5					
	RIR gap	7. SZ	0,1					
	RER gap	7. SZ	6,8					
	RMCI gap	7. SZ	1,1					
II. 3Q2002 4Q2002 1Q2003 2Q2003 3Q2003 4Q2003								
	CPI	7. SZ	0,6	1,3	1,0	1,6	2,3	2,4
		4. SZ	1,8	2,5	2,4	2,6	2,6	2,8
	Mezera výstupu	7. SZ	-1,3	-1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3
		4. SZ	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	-1,3	-0,8
	HDP	7. SZ	2,4	2,2	2,8	3,0	2,5	3,3
		4. SZ	2,8	2,3	2,0	2,8	3,2	3,9
	Implikované sazby	7. SZ	3,0	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4
		4. SZ	3,4	3,3	3,2	3,6	4,0	4,4
III. 2002 2003								
	Průměrná nom. mzda ve sled. org.	7. SZ	7,4	6,8				
		4. SZ	7,6	8,0				
	Průměrná reálná mzda ve sled. org.	7. SZ	5,1	4,8				
		4. SZ	4,8	4,8				
	Míra nezaměstnanosti	7. SZ	9,3	9,6				
		4. SZ	9,1	9,1				
	BÚ/HDP v b.c.	7. SZ	-3,6	-3,8				
		4. SZ	-3,1	-3,8				

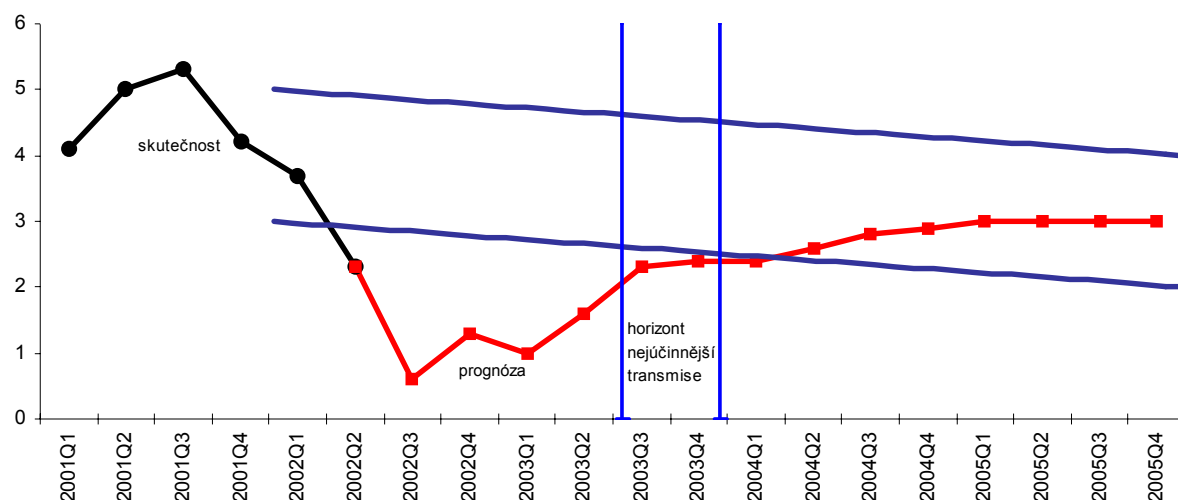
Komentář k tabulce:

První blok tabulky zachycuje počáteční podmínky predikce, které jsou nezbytné pro její sestavení. Mezera výstupu vyjadřuje rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem, kdy záporná hodnota indikuje nižší úroveň skutečného produktu proti potenciálnímu produktu. RIR gap zobrazuje rozdíl mezi skutečnou a rovnovážnou úrovní reálných úrokových sazeb, přičemž kladná hodnota znamená, že skutečné sazby jsou vyšší než rovnovážné. RER gap potom identicky zachycuje rozdíl mezi skutečnou a rovnovážnou úrovní reálného kurzu. Kladná hodnota ukazuje, o kolik procent je skutečný kurz apreciovanější oproti své rovnovážné hodnotě. RMCI gap na závěr vyjadřuje celkový pohled na počáteční stav měnových podmínek. Vzniká jako vážený průměr RIR a RER gapů. Kladná hodnota ukazuje na přísné počáteční měnové podmínky. Všechny veličiny, mimo RIR gap vyjadřují v procentech odchylku od rovnovážné hodnoty, v případě RIR gapu je odchylka vyjádřená v procentních bodech.

Druhý blok obsahuje veličiny generované jádrovým predikčním aparátem. Srovnání 7. SZ a 4. SZ není v případě 7. SZ zatím zcela přesné. Ve 4. SZ stojí vedle sebe dvě prognózy, a sice krátkodobá a střednědobá, zatímco v 7. SZ již existuje pouze jedna integrovaná prognóza. Protože střednědobá prognóza 4. SZ pracuje s reaktivní měnovou politikou podobně jako prognóza integrovaná, je pro srovnání s integrovanou prognózou vhodnější. V tomto bloku tak za prognózou 4. SZ stojí pouze střednědobá prognóza. Implikované sazby představují 3M nominální sazby v procentech. CPI a HDP jsou zachyceny meziročním tempem růstu a mezera výstupu vyjadřuje opět v procentech odchylku od rovnovážné hodnoty produktu.

Třetí blok potom obsahuje predikce ostatních významných makroekonomických veličin, které jsou na jedné straně odvozovány od predikcí veličin obsažených v bloku II., na druhé straně jsou ale ovlivňovány také řadou jiných faktorů nevystupujících v jádrovém predikčním aparátu, a jsou pro hodnocení budoucího vývoje ekonomiky podstatné. Nominální a reálná mzda jsou zobrazeny prostřednictvím meziroční změny své hodnoty. Míra nezaměstnanosti a podíl běžného účtu platební bilance na HDP jsou v procentech.

Prognóza inflace (střed)



5. Nejistoty prognózy a alternativní scénáře

Všechny výraznější nejistoty makroekonomické prognózy jsou spojeny s devizovým kurzem. Pro jejich exaktnější uchopení, včetně potenciálních dopadů do odpovídajícího nastavení měnové politiky, byly realizovány simulace alternativního vývoje ekonomiky, které jsou předmětem části IV této SZ.

Za prvé, přetrvávají nejistoty o síle dopadu proběhlé kurzové apreciacie na reálný sektor ekonomiky. Méně nepříznivý dopad kurzové apreciacie na reálnou ekonomickou aktivitu je vyjádřen alternativním scénářem, ve kterém předpokládáme v současnosti (a paralelně i v minulosti) nižší nadhodnocení reálného kurzu. Chceme-li ale zachovat vztah měnových podmínek a mezery výstupu, který považujeme za robustní, je pokles nadhodnocení devizového kurzu potřeba doprovodit zvýšením přísnosti úrokové složky měnových podmínek. Tato alternativa implikuje prudký pokles nominálních úrokových sazeb, který vychází z výrazného poklesu měnověpoliticky neutrální úrokové sazby.

Za druhé, výrazným rizikem zůstává rovněž případné pokračování nominální apreciacie devizového kurzu. Stabilita kurzového vývoje předpokládaná v základním scénáři vychází při absenci výrazných kapitálových toků ovlivňujících kurz koruny z postupného poklesu nominálních úrokových sazeb. Zatímco dopad pokračující apreciacie na reálnou ekonomickou aktivitu a inflaci je nasnadě, odpovídající střednědobá trajektorie nominálních úrokových sazeb by závisela na příčinách apreciacie. Proto je alternativní scénář pokračující apreciacie devizového kurzu CZK/EUR uvažován ve dvou variantách.

V první z nich je česká ekonomika považována za důvěryhodnou a stabilní zemi mezi nově se rozvíjejícími ekonomikami. Tento stav se projeví v rychlejším poklesu rizikové premie. Odpovídá mu změna trajektorie rovnovážných veličin a výraznější reakce měnové politiky na vzniklou situaci. Na počátku roku 2003 je řídicí úroková sazba nižší o 1,5 p.b. oproti základnímu scénáři. Ani tato situace však nezabrání podstřelování inflačního cíle až do konce roku 2004 a zvyšování mezery výstupu během roku 2003. Ve střednědobém horizontu

odchylka od základního scénáře dále narůstá: trajektorie nominální řídicí sazby je ve srovnání se základním scénářem nižší během let 2003 a 2004 o 2 p.b., v roce 2005 až o 3 p.b.

Druhou uvažovanou příčinou nominální apreciacie kurzu koruny k euru je iracionalita subjektů na devizovém trhu, kteří budoucí vývoj kurzu odvozují převážně z vývoje pozorovaného v minulosti. Výsledkem je stálá nominální apreciacie doprovázená výraznější reakcí měnové politiky a neplněním inflačního cíle až do konce roku 2003. Odchylka řídicí sazby od základního scénáře je opět v rozsahu přibližně až 1,5 p.b. v první polovině roku 2003. Výše této odchylky pak na rozdíl od předchozí alternativy zůstává zachována také v střednědobém horizontu.

Za třetí, ve 4. SZ byla věnována zvýšená pozornost nejistotě o pružnosti cen obchodovatelných statků směrem dolů v reakci na apreciaci devizového kurzu. Z podrobných analýz však vyplynulo, že změna dovozních cen se promítá do vývoje cen obchodovatelných statků v odpovídající výši. Fakticky pozorovaný pomalejší pokles cen obchodovatelných statků ve srovnání s poklesem dovozních cen je dán přibližně 30% podílem domácích vstupů s odlišnou cenovou dynamikou. Stávající prognóza tak pracuje se symetrickou reakcí cen obchodovatelných komodit na změny devizového kurzu.

II. Střednědobá makroekonomická prognóza

Střednědobý makroekonomický výhled na období 2002 - 2005 byl sestaven na základě předpokladů ohledně vývoje externích podmínek, faktorů vnitřního prostředí a mechanismů budoucího ekonomického vývoje dohodnutých v rámci měnové sekce. Na rozdíl od předchozích velkých situačních zpráv je prognóza SMS sestavena s předpokladem reaktivní měnové politiky, která zahrnuje úrokové sazby i měnový kurz.

Vývoj vnějšího prostředí

Světová ekonomika

Oproti minulé velké SZ se zvýšila nejistota ohledně předpokládaného vývoje světové ekonomiky, přičemž se mírně snížil odhad rychlosti oživení poptávky u našich obchodních partnerů, především Německa. Základní scénář predikce předpokládá od tohoto roku pomalé oživování německé ekonomiky spojené s postupným růstem inflace a odpovídající reakcí úrokových sazeb. 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 s určitým zpožděním vrcholit i přímý inflační impuls spojený s tímto oživením. V tomto období se rovněž zastaví růst ročních euro sazeb na peněžním trhu.

Ačkoliv nedochází k výrazné revizi odhadu budoucího vývoje ekonomiky USA, prohloubila se nejistota ohledně zdrojů amerického oživení. V souladu s těmito změnami ve výhledu světové ekonomiky interpretuje referenční scénář poslední vývoj kurzu euro-dolar jako permanentní korekci a do budoucna předpokládá udržení parity křížového kurzu. Referenční scénář zároveň počítá během roku 2002 se zastavením meziročního poklesu cen ropy a s jejich stabilizací do konce roku 2003.

Autonomní faktory vývoje měnového kurzu

Výraznou nejistotu makroekonomické prognózy představuje vývoj autonomních faktorů determinujících očekávanou změnu měnového kurzu. Ačkoliv průběh kurzu v posledních čtvrtletích vykazoval obecně jen malou citlivost na průběh měnového cyklu, dubnová úprava sazeb nepochybně výrazně přispěla k následné stabilizaci kurzu. Navíc se lze na základě analýzy finančních toků domnívat, že vliv autonomních kurzových faktorů souvisejících s přílivem privatizačních příjmů a ostatních přímých zahraničních investic bude slabší než v předchozích letech. To otevírá prostor pro větší citlivost kurzu na průběh měnové politiky zejména od roku 2003.

Dominantním faktorem vývoje kurzu v tomto období však bude především vývoj rizikové prémie ovlivněný úvahami investorů o předpokládaném vstupu do EU a relativní bezpečnosti české ekonomiky v rámci emerging markets. Na základě představy o rychlém tempu nominální konvergence předpokládáme postupný pokles rizikové prémie směrem k nule v roce 2007. Existuje však reálné riziko, že zejména v počátečním období by tato rychlost mohla být vyšší v důsledku zvýšení relativní bezpečnosti české ekonomiky. Tento faktor se mohl podílet na zhodnocování měnového kurzu během poslední doby, a proto jeho dopady analyzujeme v alternativním scénáři v kapitole IV. (Alternativa 2.) Jiné vysvětlení odchylky nominálního kurzu od predikce z posledních situačních zpráv zahrnuje možnost neracionálních spekulací části investorů na apreciaci kurzu. Tato hypotéza se stala základem Alternativy 3 v kapitole IV.

Předpoklady vnitřního prostředí

Veřejný sektor

Ve vývoji vnitřního prostředí se předpokládá, ve shodě s předchozími SZ, meziroční růst poptávkotvorné části deficitu veřejných rozpočtů pro rok 2002 a 2003 (meziroční 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 několik kvartálů 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 2002 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. Scénář deregulací předpokládá meziroční tempa růstu regulovaných cen pro zbytek roku 2002 pod 5 % (příspěvek do celkové inflace 0.8 p.b.) a počítá s jejich snížením v roce 2003. Extrapolace po roce 2003 vede k predikci růstu regulovaných cen odpovídajícímu jejich příspěvku do celkové inflace kolem 1 p.b. Tato predikce je však zatížena velkou mírou nejistoty, především směrem dolů, neboť některé informace naznačují podstatně nižší hodnoty.

Mechanismus cenové tvorby

Prognóza dvou předchozích velkých SZ byla významně ovlivněna předpokladem asymetrické strnulosti cen směrem dolů, který omezoval pronikání kurzového zhodnocení do poklesu cen obchodovatelných zboží. Nejistota o působení tohoto mechanismu vedla ke konstatování výrazných rizik predikce inflace směrem dolů. Poslední analýzy však působení tohoto mechanismu nepotvrdily, neboť ceny obchodovatelných zboží se doposud pohybují v souladu s vývojem své dovozové složky. Z tohoto důvodu bylo od předpokladu asymetrie cenových strnulostí upuštěno. Tento krok zároveň přispěl k většímu vyvážení rizik prognózy, neboť na základě mezinárodních pozorování nelze asymetrii cenových strnulostí do budoucna vyloučit.

Předpoklady počátečních podmínek

Významným faktorem vyznění predikce je odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. Tento odhad je 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, 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.

HDP

Současná úroveň *výstupové mezery* byla na základě několika metod¹ stanovena na -1,5 %. Od konce roku 2001 se tak záporná mezera HDP prohloubila o zhruba -0.5 p.b. a vrátila se na úroveň z přelomu let 2002 a 2001. Potvrzuje se závěr, že vývoj HDP vůči potenciálu i nadále stagnuje 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 v druhé polovině minulého roku.

Pro budoucí vývoj potenciálního produktu počítáme obdobně jako v minulých prognózách se zrychlujícím se tempem růstu potenciálu HDP v rozmezí 2,9-3,5 % v průběhu celého predikčního období.

Měnové podmínky

Z vývoje jednotlivých komponentů měnových podmínek vyplývá, že během posledního čtvrtletí došlo k dalšímu podstatnému zpřísnění reálných měnových podmínek. Výchozí hodnota odchylky indexu reálných měnových podmínek tak činí 1,1 (což je zhruba dvakrát více, než předvíдалa predikce ze 4. SZ) oproti 0,4 z dubna. Na rozdíl od vývoje v minulém roce se na zpřísnění měnových podmínek podílelo výrazně i působení reálných sazeb, kde dubnové snížení nominálních sazeb nestačilo kompenzovat pokles inflačních očekávání. Ke zpřísnění však i nadále přispíval vývoj reálného kurzu, byť menším tempem než na přelomu roku. Odhadované zpřísnění v obou složkách měnových podmínek je přitom větší, než předpokládala predikce ze 4. SZ, a to především u reálných úrokových sazeb. Přestože se odhad historického vývoje reálných měnových podmínek jeví vzhledem k implikovanému vývoji mezery HDP jako robustní, určité pochyby panují ohledně absolutní hodnoty příspěvků reálných sazeb a reálného kurzu. V části IV. proto uvažujeme o alternativním rozložení měnových podmínek na obě složky, které přisuzuje větší roli na současném přísném nastavení reálným úrokovým sazbám.

Reálný kurz

Míra meziročního zhodnocení *reálného směnného kurzu* se pohybuje kolem 12 % a v posledním čtvrtletí došlo k jejímu dalšímu zvýšení. Odhad míry rovnovážného zhodnocení se přitom pohybuje pouze kolem 5,5 % a oproti 4. SZ se nezměnil. 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 apreciacie proto spojujeme s procesem dorovnávání cenové hladiny EU (tedy změnou podílu obchodovatelných a neobchodovatelných komodit) a změnami v obchodních podmínkách. Z těchto důvodů považujeme 5,5 % jako robustní odhad horní hranice možného rovnovážného zhodnocování.

Na základě rozboru faktorů ekonomického oživení v letech 1999 až 2001 se domníváme, že současná úroveň reálného kurzu vykazuje nadměrné zhodnocení ve výši 6,8 % oproti své rovnovážné hodnotě, což představuje o téměř 3 p.b. více oproti 4. SZ. Vývoj reálného kurzu tak i pro nejbližší budoucnost představuje faktor, který bude tlumit dynamiku domácí poptávky a přispívat k prohloubení záporné mezery výstupu. Vzhledem k nejistotě, která panuje ohledně negativních dopadů nadměrného zhodnocování na podnikovou sféru ve

¹ Jednalo se mimo jiné i o použití modelově konzistentních vazeb v rámci vícerozměrných filtrů, požadavků na dlouhodobou konvergenci a řadu expertních informací.

zpracovatelském průmyslu, jsme v alternativním scénáři zohlednili možnost nižšího současného nadhodnocení reálného kurzu ve výši 4 % při jinak stejné míře rovnovážného zhodnocování.

Do budoucna projektujeme míru rovnovážného reálného zhodnocení s mírně klesajícím trendem (3 % v roce 2005), neboť se domníváme, že část faktorů rovnovážné reálné aprece pozorované v minulých letech bude s postupem reálné konvergence odeznívat.

Reálné úrokové sazby

Nečekaně vysoký pokles inflace v druhém čtvrtletí způsobil nárůst *reálných úrokových sazeb*² o zhruba 1 p.b., a to přesto, že došlo k výraznému snížení sazeb nominálních. Odhad rovnovážné hladiny reálných sazeb se však od poslední velké SZ nezměnil; u ročních reálných mezibankovních sazeb jej ponecháváme na 1,5 %. K tomuto kroku nás vede přesvědčení o významné úloze úrokových sazeb na ekonomickém oživení z let 1999 až 2001, které vyžaduje, aby se reálné sazby v tomto období pohybovaly pod svou rovnovážnou úrovní. Vzhledem k tomu, že alternativní scénář pracuje s nižším nadhodnocením reálného kurzu, dochází v něm i k úpravě hladiny rovnovážných úrokových sazeb tak, aby výsledný robustní odhad reálných měnových podmínek zůstal nezměněn. To v důsledku znamená pokles výchozího odhadu rovnovážné úrovně reálných sazeb na nulu a zvýšení míry počátečního nadhodnocení reálných sazeb na 2 %.

Z těchto úvah vyplývá, že během posledního čtvrtletí změnily reálné úrokové sazby výrazně své působení z uvolněného na zpříšňující. Míra zpřísnění u úrokové části měnových podmínek dosáhla 1p.b, přičemž např. současnou míru nadhodnocení u ročních reálných sazeb mezibankovního trhu odhadujeme na 0,5 oproti dubnovým -0,5. Ačkoliv pozorované zpříšňování reálných úrokových sazeb od minulého roku do současnosti pouze zpomalovalo rychlost náběhu domácí poptávky, jejich poslední vývoj přispěje v nejbližší budoucnosti k útlumu poptávkové strany ekonomiky a k prohloubení záporné mezery HDP. S tlakem na zpříšňování reálných úrokových sazeb z důvodu poklesu inflačních očekávání lze přitom počítat i v následujících dvou čtvrtletích. Teprve od konce roku 2002 lze očekávat postupný růst inflačních očekávání.

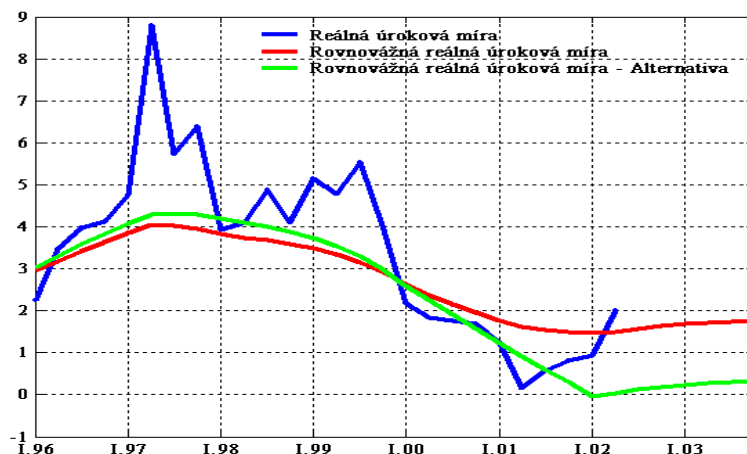
Průběh rovnovážných reálných úrokových sazeb do budoucna úzce souvisí s průběhem autonomních faktorů vývoje měnového kurzu (rizikové prémie) a představou o rovnovážné míře reálného zhodnocování. Vzhledem k tomu, že očekávaný dlouhodobý pokles rizikové prémie korunových instrumentů je v základním scénáři na horizontu predikce zhruba stejně rychlý jako pokles rovnovážné míry reálného zhodnocování, počítáme v tomto období se zhruba konstantní úrovní rovnovážných úrokových sazeb. V dlouhém období lze očekávat růst rovnovážných reálných sazeb směrem k hodnotám v EMU až po ukončení nominální konvergence a zastavení poklesu rizikové prémie, což předpokládáme v roce 2007.

Ze souhrnu uvažovaných počátečních podmínek vyplývá, že dochází k dalšímu prohlubování záporné mezery HDP. Poptávkové tlaky proto nebudou v nejbližší době v ekonomice patrné. Tento vývoj mezery výstupu je dán jak nepříznivým vývojem zahraniční poptávky, tak především zrychlujícím se zhodnocováním reálného kurzu, které výrazně převyšuje předpokládané rovnovážné tempo. Zpřísnění úrokové složky měnových podmínek pozorované v posledním čtvrtletí rovněž významně přispěje ke ztlumení poptávkové strany ekonomiky

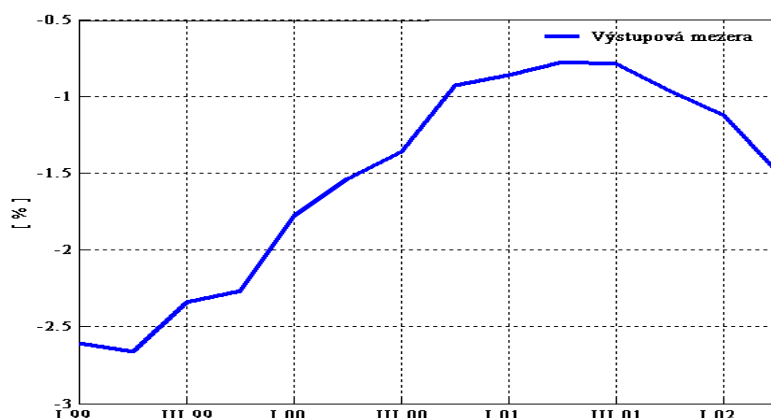
² Reálné sazby konstruuujeme na základě inflačních očekávání, ve kterých převažuje zpětně hledící prvek.

v nejbližším období. Původně neutrální měnové podmínky z počátku letošního roku se tak nyní jeví jako přísné ve zhruba stejném rozsahu jako v průběhu roku 1998. Na tomto charakteru měnových podmínek se poprvé v posledních letech podílí, vedle nadměrného zhodnocení reálného kurzu, i nadhodnocení reálných sazeb z důvodu přechodného poklesu inflačních očekávání, které zřejmě přetrvá minimálně do druhé poloviny roku. V alternativním scénáři navíc připouštíme možnost výrazně vyššího počátečního nadhodnocení reálných sazeb.

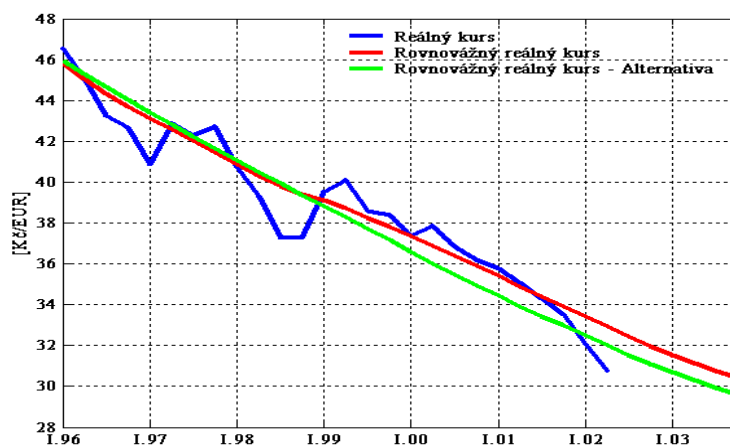
Reálná sazba PRIBOR 1Y a odhad rovnovážné trajektorie



Odhad vývoje mezery HDP



Reálný měnový kurz a odhad rovnovážné trajektorie



Základní scénář

Vývoj endogenních faktorů inflace

HDP

V prvním čtvrtletí roku se zpomalilo tempo meziročního růstu HDP na 2,5 %, přičemž další zpomalení meziročních temp lze očekávat i v druhém kvartálu roku (2,3 %). Zhoršená meziroční dynamika HDP je odrazem vývoje v posledních třech čtvrtletích, kdy celková domácí poptávka a exporty rostly jen nepatrně v porovnání s první polovinou roku 2001, zatímco potenciál nabídkové strany ekonomiky se zlepšoval.

Zpomalená dynamika domácí poptávky souvisí především se zpřísněním reálných měnových podmínek v druhé polovině roku 2001. Růst reálných úrokových sazeb spolu s nadhodnoceným kurzem se zřejmě podepsaly na nízké dynamice investic v nefinančním sektoru, a to jak zpřísněním úvěrových podmínek tak snížením vlastních zdrojů financování. Nečekaně vysoká míra růstu HTFK v prvním čtvrtletí byly způsobena neočekávaným nárůstem investic vládního sektoru, který při stávajícím rozpočtu omezil meziroční příspěvek vládních investic do HDP pro zbytek roku. U spotřeby domácností se rostoucí reálné úrokové sazby doposud nepromítly do zvýšené míry úspor, neboť k výraznému růstu reálných sazeb došlo až v poslední době a proti zvyšování míry úspor působí i doběh nabídkového stimulu úvěrování domácností. Pokles inflačních očekávání se však promítnul do vyšších reálných disponibilních příjmů, které zajistily udržení vysokého růstu spotřeby domácností v první polovině roku.

Ochlazení světové ekonomiky se podepsalo na snížení růstu vývozu i dovozu. Nadhodnocení reálného kurzu, které vede k substituci zahraničního za domácí zboží, se podílelo na mírném zhoršení podílu čistých exportů na HDP, avšak předpokládáme, že plný efekt této substituce se ještě neprojevil.

V důsledku utlumení poptávkové strany ekonomiky v prvním pololetí tak došlo k prohloubení záporné mezery HDP až na -1,5 % (z -1 % v dubnu). Pro zbytek letošního roku a první polovinu roku 2003 očekáváme, že mezera HDP bude oscilovat kolem současné úrovně. Dynamika spotřeby domácností bude při nezměněné míře úspor stoupat v důsledku poklesu inflačních očekávání a růstu reálných disponibilních příjmů. Zvýšení reálných sazeb z první poloviny roku sice dočasně zastaví pokles míry úspor, ale předpokládáme, že v podmínkách rozvoje možností úvěrového financování domácností nepovede k jejímu růstu. Dynamika spotřeby domácností tak zůstane hlavním faktorem růstu HDP v nejbližších čtvrtletích. Naopak lze počítat s absolutním poklesem spotřeby vlády.

Tvorba kapitálu v druhé polovině roku bude omezena vyčerpáním většiny zdrojů vládního sektoru. Prostor pro investice nefinančního sektoru bude tlumen vysokými reálnými sazbami z první poloviny roku. V důsledku přetrvávání nadměrného reálného zhodnocení bude i nadále omezen prostor pro financování investic z vlastních zdrojů. Tempo růstu investic se tak v druhé polovině roku bude pohybovat kolem 1 % a podíl HTFK na HDP poklesne.

V druhé polovině roku bude narůstat poptávkový stimul zahraničního oživení, který bude vyvažovat substituční dopady nadhodnocení reálného kurzu, jejichž plný dopad očekáváme až v delším časovém období. Počítáme proto, že se koncem roku zastaví zhoršování podílu

čistého vývozu na HDP. Průměrný meziroční růst HDP odpovídající těmto úvahám odhadujeme na 2,3 %.

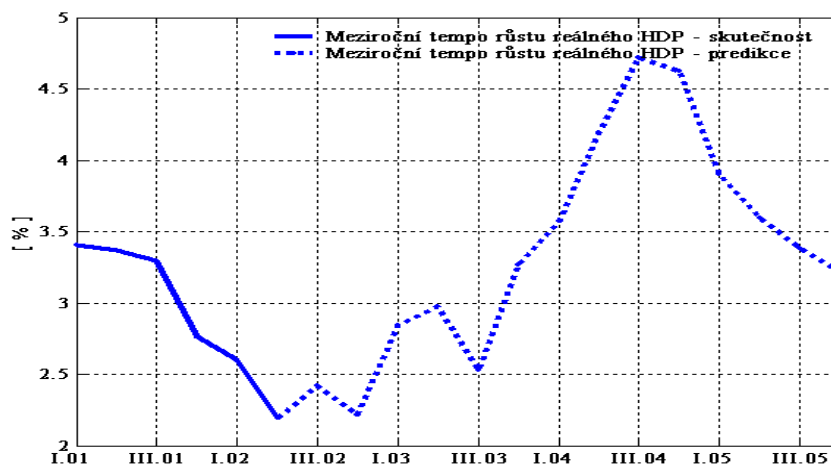
V návaznosti na uvolňování měnových podmínek v druhé polovině roku 2002 předpokládáme, že v průběhu roku 2003 dojde k obratu ve vývoji poptávkové strany ekonomiky. Výstupová mezera se opět počne uzavírat zhruba v polovině roku 2003 a bude kulminovat koncem roku 2004 na hodnotách kolem -0,5 %. Na horizontu predikce však zřejmě nedojde k uzavření výstupové mezery, neboť v důsledku růstu očekávané inflace, především z titulu regulovaných cen, v roce 2005 bude od konce roku 2003 potřeba udržovat přísné měnové podmínky. Tento závěr by bylo nutno přehodnotit, pokud by se příspěvek regulované inflace v tomto období pohyboval na nižších hodnotách, jak naznačují některé indikátory. Mezera HDP by v takovém případě kulminovala na zhruba +0,1 %.

Na zvýšení dynamiky domácí poptávky v roce 2003 se bude hlavní měrou podílet zrychlení tvorby kapitálu podpořené uvolněním obou částí měnových podmínek. Spotřeba domácností si udrží vysoké tempo a zůstane hlavním faktorem růstu HDP především kvůli poklesu míry úspor, k němuž přispěje uvolnění reálných úrokových sazeb v druhé polovině letošního roku. Pokles míry úspor převáží pokles reálného disponibilního důchodu z důvodu rostoucích inflačních očekávání a nárůstu nezaměstnanosti. Růst míry nezaměstnanosti bude následovat prohloubení mezery HDP v polovině roku 2002.

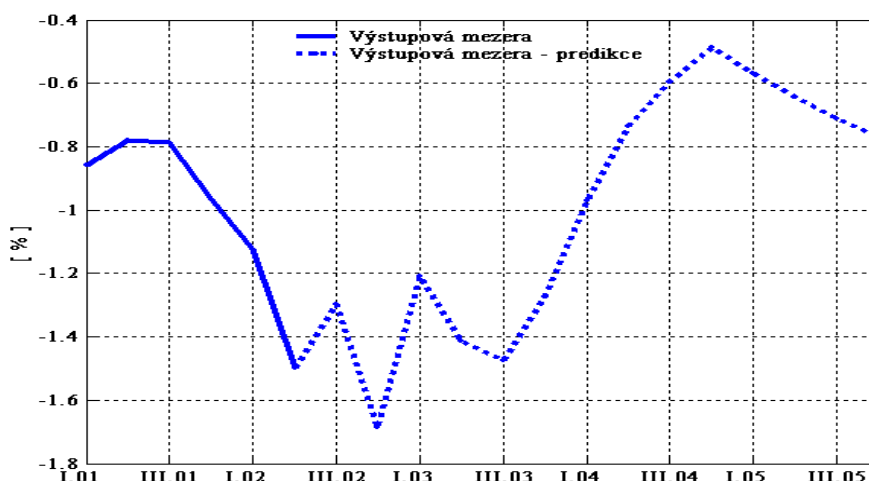
Díky poptávkovému stimulu zahraničního oživení, který bude kulminovat na přelomu let 2003 a 2004, lze v průběhu roku 2003 počítat s udržením podílu čistých exportů na HDP. Proti tomuto stimulu bude zhruba stejnou silou působit zpožděný substituční efekt nadhodnocení rovnovážného kurzu, který bude přetrvávat i v tomto období. Tempo růstu HDP pro rok 2003 tak odhadujeme na necelé 3 %. Nejistota ohledně síly a rychlosti promítání substitučního efektu nás však nutí ohodnotit rizika predikce HDP v roce 2003 směrem dolů.

Meziroční růst HDP dosáhne svého maxima v průběhu roku 2004 na hodnotách kolem 4,5 %, kdy dojde k souběhu vrcholu působení domácí i zahraniční poptávky při postupném zvyšování temp růstu potenciálu nabídkové strany. Zpřísnění měnových podmínek počátkem roku 2004 a následné ochlazení růstu HDP bude nezbytné k udržení inflace u středu cíleného koridoru v roce 2005.

Predikce růstu HDP



Predikce mezery výstupu



Měnový kurz

Predikce kurzového vývoje počítá s neměnnou úrovní nominálního kurzu až do počátku roku 2003. Pro udržení této úrovně je však zapotřebí razantního snížení úrokových sazeb během následujících čtvrtletí a udržení této hladiny až do konce roku. K neměnné úrovni nominálního kurzu však přispívá i celkově neutrální působení očekávaných finančních toků stejně jako skutečnost, že většina reálného rovnovážného zhodnocení se již odehrála prostřednictvím nominálního zhodnocení na počátku tohoto roku. Vývoj kurzu z posledních týdnů, odchylující se od predikovaného vývoje, tak hodnotíme jako dočasnou spekulativní výchylku, která bude korigována případným snížením sazeb. Nicméně nejistota ohledně této korekce nás nutí vnímat vývoj kurzu jako rizikový faktor predikce.

Od poloviny roku 2003 lze opět počítat s postupným zhodnocováním měnového kurzu, a to jak kvůli poklesu rizikové prémie, tak i v důsledku růstu nominálních úrokových sazeb očekávaného v tomto období v souvislosti s postupným návratem inflace k cíli v roce 2004.

Inflace

Meziroční hodnota inflace CPI poklesla během prvního pololetí až na 2,3 %³, tedy podstatně více, než předpokládala predikce. Pozorovaný pokles meziročních hodnot inflace souvisí především s vývojem nabídkových faktorů během posledního čtvrtletí: dovozních cen a cen zemědělských výrobců ovlivňujících inflaci cen potravin. Protiinflačně však působily i poptávkové faktory zprostředkované prohlubováním mezery HDP.

Vývoj inflace v druhé polovině roku 2002 bude i nadále především pod vlivem příznivých exogenních faktorů. Dovezená inflace bude nízká z důvodu promítání meziročního kurzového zhodnocení, což bude prohlubovat deflaci ve skupině obchodovatelných zboží⁴. Podobný vývoj lze očekávat i u pohonných hmot, které budou těžit ze zhodnocení kurzu vůči dolaru. Třetím výrazným exogenním dezinflačním impulsem bude nízký růst cen regulovaných zboží. Konečně na nízkou inflaci cen potravin budou působit i nízké světové ceny příslušných komodit.

³ Čtvrtletní průměr na sezónně očištěných datech.

⁴ Na rozdíl od předchozích predikcí počítáme s plným promítáním poklesu importních cen.

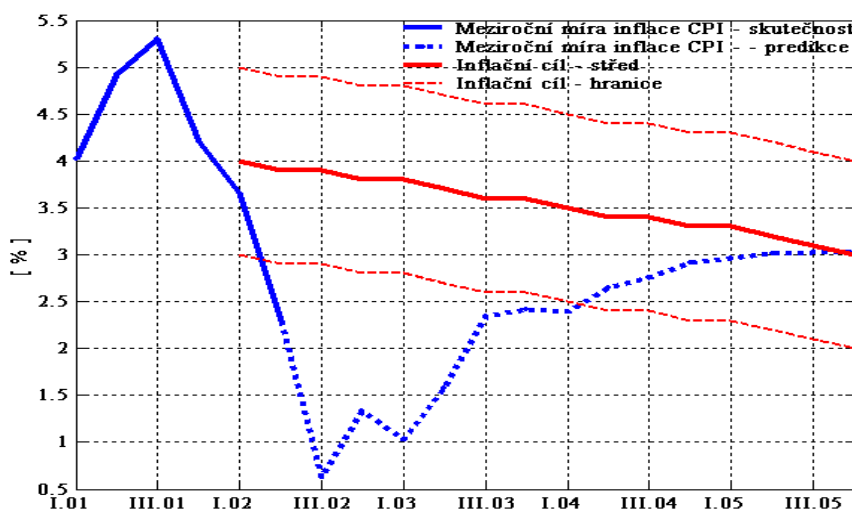
Záporná mezera HDP se rovněž projeví protiinflační tendencí. Její příspěvek do jádrové inflace se bude až do poloviny roku 2003 pohybovat kolem $-0,7\%$. V souhrnu těchto faktorů lze do konce letošního roku počítat s dalším poklesem meziročních hodnot inflace až na hodnoty kolem 1% .

V průběhu roku 2003 bude vzhledem ke stabilitě kurzu na přelomu let 2002 a 2003 postupně odeznívat deflační působení kurzového zhodnocení. Importní ceny, včetně pohonných hmot, však budou víceméně stagnovat a nebudou přispívat ani k vysoké inflaci. Lze dále počítat i s dalším poklesem příspěvku regulovaných cen. Proinflační vývoj lze naopak očekávat u cen potravin, jejichž meziroční hodnoty vzrostou i díky nízké základně z tohoto roku.

Změna charakteru vývoje výstupové mezery v polovině roku 2003 omezí i dezinflační působení poptávkových faktorů inflace. V důsledku přetrvávající záporné výstupové mezery a zvýšení míry nezaměstnanosti počítáme i se zpomalenou dynamikou nominálních mezd a jednotkových mzdových nákladů. V souhrnu těchto faktorů meziroční hodnoty inflace vzrostou opět na hodnoty kolem $2,5\%$, především v důsledku působení nákladových impulsů, ale po celou dobu nejučinnějšího horizontu transmise se budou pohybovat pod spodní hranicí inflačního cíle.

S návratem inflace do cíleného koridoru lze počítat až v průběhu roku 2004 v souvislosti s uzavíráním produkční mezery a uvažovaným růstem regulovaných cen odpovídajícím příspěvkem do inflace kolem 1 p.b.

Predikce inflace



Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

Trajektorie krátkodobých úrokových sazeb, která je konzistentní s makroekonomickou prognózou, je ovlivněna několika faktory, které lze rozdělit do dvou základních skupin. První z nich souvisí s dlouhodobými charakteristikami domácí ekonomiky a druhá s očekávaným průběhem hospodářského cyklu.

Fundamentální charakteristiky ekonomiky předpokládají setrvalou hodnotu reálných rovnovážných úrokových sazeb, které spolu s rostoucími inflačními očekáváními vedou k mírně rostoucí trajektorii politicky neutrálních úrokových sazeb. Naopak očekávaný průběh

hospodářského cyklu podmiňuje výrazný pokles nominálních úrokových sazeb, a to jak z důvodu očekávaného podstřelení cíle tak na základě záporné mezery výstupu.

V souhrnu uvedených faktorů lze konstatovat, že makroekonomická predikce je podmíněna razantním snížením úrokových sazeb, které se může odehrát v několika čtvrtletích na základě potvrzení předpokladů predikce novými informacemi. Na takovém rozfázování měnově politické reakce byl základní scénář predikce založen.

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. 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. Zatímco první lednové uvolnění krátkých sazeb na mimořádném zasedání BR se jenom minimálně promítlo do sazeb dlouhých, druhé lednové a dubnové snížení, která byla doprovázena změnou predikce inflace, vedlo k posunu celé výnosové křivky. Lze se domnívat, že tato odlišná reakce výnosové křivky souvisí s odlišným vnímáním trhu podstaty reakce centrální banky. Zatímco během prvního lednového snížení mohly být trhy přesvědčeny, že banka bojuje proti (kurzovému) šoku, při dalších dvou snížení vzaly trhy na vědomí boj s dezinflačními riziky obsažený v inflačních predikcích. Korelace dlouhých sazeb s budoucí inflací tak byla pozitivní. Předpokládáme, že podobný mechanismus bude probíhat i při současné prognóze.

Vzhledem ke klesající inflaci však bude pokles dlouhých nominálních sazeb pouze brzdit růst sazeb reálných. Skutečně razantní změna měnověpolitických sazeb je tedy nezbytná k zastavení nárůstu reálných sazeb. Účinné 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 od poloviny roku 2003, který byl 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, počítá prognóza koncem roku 2003 s návratem nominálních sazeb k hodnotám kolem 4,0 %. Adekvátní zpřísnění měnových podmínek tak ztlumí poptávkovou složku inflace na přelomu let 2004 a 2005.

Vzhledem k tomu, že implikovaný vývoj úrokových sazeb je podmíněn velice specifickou a hrubou reakční funkcí, je v tabulce 1 provedeno srovnání modelové trajektorie s informací extrahovanou z finančních trhů.

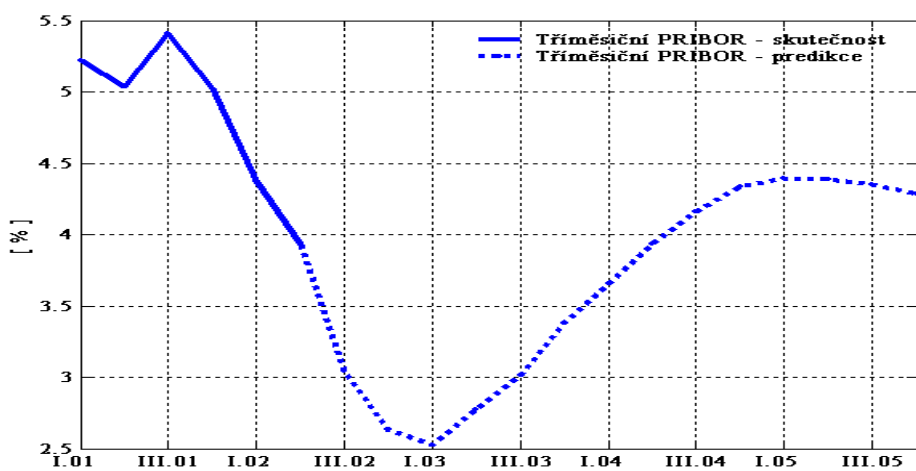
Budoucí úrokové sazby odhadnuté na základě FRA, srovnání se základním scénářem predikce

Výchozí hodnota PRIBOR 3M 3.37 (Ask, 17.07.2002)

Průběh sazeb na základě	¹ 02q3	² 02q4	³ 03q1	⁴ 03q2	⁵ 03q3	⁵ 03q4	⁵ 04q1	⁵ 04q2
FRA	3,22	3,32	3,62	4,27	5,92	5,92	5,92	5,92
FRA s částečně neracionálním trhem (20 %)	3,34	3,36	3,42	3,55	3,88	3,88	3,88	3,88
Základní scénář predikce	3,0	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,9

¹FRA 1x4, ²FRA 3x6, ³FRA 6x9, ⁴FRA 9x12, ⁵FRA 12x24 minus časová prémie

Implikovaný průběh mezibankovních úrokových sazeb



III. Desagregovaný makroekonomický výhled

1. Vnější prostředí

1.1 Zahraniční poptávka (HDP)

Německo

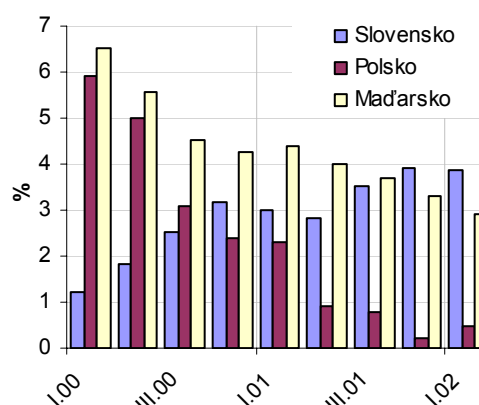
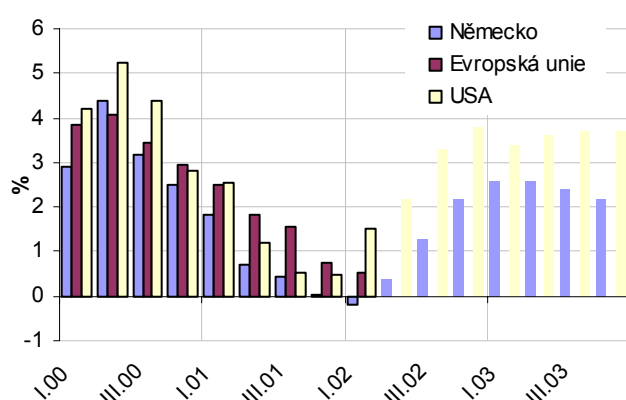
Reálný růst HDP za první čtvrtletí činil meziročně -0,2 %⁵, scénář 4. SZ předpokládal -0,3 %. Odhady budoucího vývoje dle CF7 jsou pro rok 2002 o 0,1 p.b. vyšší (ale v posledním pololetí 2003 naopak nižší), než byl předpoklad ze 4. SZ. Odhad spolkového ministerstva průmyslu pro 2. čtvrtletí je více než 0,5 % (meziročně 0,75 %), což je mírně větší růst, než který předpokládala 4. SZ (0,3 %) i než předpokládá současný CF (0,4 %).

Na rozdíl od exportu domácí maloobchodní prodeje (v květnu poklesly) ani stavebnictví oživení zatím nepociťují. Nárůst nezaměstnanosti brzdí spotřebitelské výdaje. Po dubnovém růstu průmyslová výroba v květnu opět poklesla. Podnikatelská i spotřebitelská důvěra v červnu rovněž poklesly. Objevují se pochybnosti o větším oživení v druhé polovině roku.

Evropská unie

EU15 zaznamenala v 1. čtvrtletí letošního roku meziroční růst reálného produktu o 0,5 %. Pro eurozónu se ve druhém čtvrtletí očekává růst 0,6 % (bylo revidováno z 0,3 %), ve třetím čtvrtletí se pak pohybuje očekávaný růst mezi 0,7 – 1,0 %. Nejistota ohledně ekonomického oživení však neklesá (podnikatelská důvěra klesá nejen v Německu, ale i ve Francii a Itálii), a to spolu s poklesem inflace pod 2 % vede k předpokladu, že ECB zatím nebude zvyšovat úrokové sazby. Se stejným prohlášením přišly i další nezávislé centrální banky (BoE a Riksbank). Vývoj kurzu eura zatím dle ECB nepředstavuje bezprostřední ohrožení konkurenceschopnosti, která se sice snížila, ale stále je nad dlouhodobým průměrem. ECB tudíž nevidí důvod k intervenci.

Dynamika reálného HDP a výhled dle Consensus Forecasts



⁵ V 1. čtvrtletí 2002 se značně liší sezónně neupravená čísla, publikovaná německým statistickým úřadem (-1,2 %), od sezónně očištěných údajů, uváděných Bundesbankou (-0,2 %), které přebírá CF, OECD a další instituce.

USA

Růst HDP ve druhém čtvrtletí se očekává na meziroční úrovni 2,5 %, tedy podstatně méně, než byl analýzovaný růst za 1. kvartál.

V červnu vzrostla produkce zpracovatelského průmyslu nejvíce za posledních 2,5 roku. Rovněž maloobchodní prodeje rostou, ale spotřebitelská důvěra, která je svázána s nabídkou pracovních příležitostí, v červnu poklesla (nabízí se i souvislost s poklesem akciového trhu v důsledku finančních skandálů). Hrozí, že pokles kapitálových trhů se přelije do reálné ekonomiky. Naproti tomu rostoucí ochota spotřebitelů půjčovat si svědčí o určitém optimismu. Stále více ekonomů se domnívá, že FED ponechá sazby na současné úrovni až do poloviny příštího roku. Ještě před měsícem se přitom čekalo zvýšení mnohem dříve.

Spolu s Japonskem, které také v 1. čtvrtletí zaznamenalo známky oživení, tak USA představují významný trh, kde se mohou uplatnit evropské exportéry.

Slovensko, Polsko a Maďarsko

Slovenská ekonomika roste poměrně uspokojivým tempem (3,9 % ve 4. čtvrtletí 2001, stejně tak jako v 1. čtvrtletí 2002). Vyšší než očekávaný růst je tažen spotřebou domácností, kterým rekordně nízká inflace zvyšuje reálnou kupní sílu jejich příjmů. Na tento rok se očekává růst 3,6 % a jeho další akcelerace v roce 2003 na 4,1 %.

Naopak Polsko prochází zatím největší stagnací. V posledním čtvrtletí 2001 vzrostl HDP meziročně pouze o 0,2 %. V letošním prvním čtvrtletí rostla ekonomika Polska 0,5% tempem. Kromě nižší poptávky EU se na výkonu ekonomiky podepsaly vysoké úrokové sazby a z toho rezultující pokles investic. Následné snížení úrokových sazeb (9krát za posledních 16 měsíců, celkově o 10 %) se zatím neprojevalo. Pro letošní rok se očekává růst kolem 1 % a v roce 2003 již oživení na 3,1 %.

Zpomalení růstu můžeme pozorovat i v Maďarsku, kde HDP vzrostl za 1. čtvrtletí meziročně o 2,9 %, což je nejméně od roku 97 a méně, než bylo v průměru očekáváno. Je to již páté zpomalení růstu v řadě. Ani domácí poptávka, stimulovaná vládou garantovaným růstem platů a úvěrů na bydlení tak nepřevážila pokles exportu do EU. Během prvních čtyř měsíců tohoto roku vzrostla čistá mzda o 17,9 % poté, co vláda před volbami zvýšila platy státních zaměstnanců. Mzdy státních zaměstnanců se tak od začátku roku zvýšily o 25,5 %, zatímco v soukromém sektoru zaznamenaly 14,9% nárůst. Nová socialistická vláda přislíbila také 50% navýšení platů učitelů a zaměstnanců ve zdravotnictví. Růst platů přispívá ke zhoršení obchodního deficitu nad očekávané hodnoty. Deficit obchodní bilance se v květnu zvýšil na 443 mil. eur, což představuje skoro dvojnásobné navýšení oproti stejnému období roku 2001, kdy jeho výše dosahovala 240 mil. eur.

V dubnu navíc poprvé letos poklesla průmyslová produkce. Meziročně zaznamenala snížení o 0,3 %. Přesto se v nejbližší budoucnosti očekává oživení růstu HDP na 3,5 – 4 %.

Data o ostatních zemích, které tvoří významné obchodní partnery ČR, jsou uvedena v tabulkové příloze.

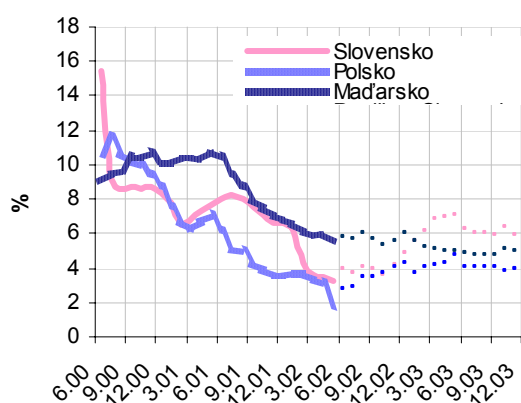
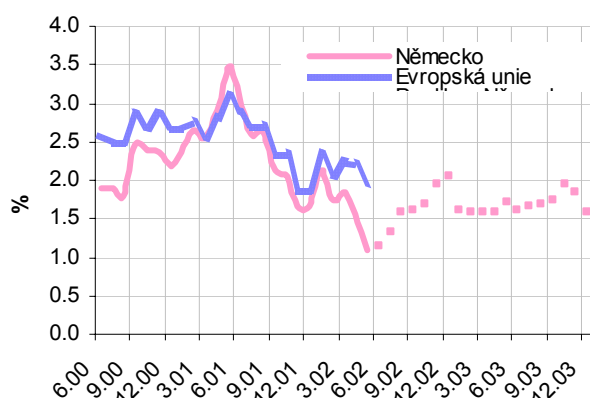
1.2 Cenový vývoj v zahraničí (CPI, PPI)

Německo

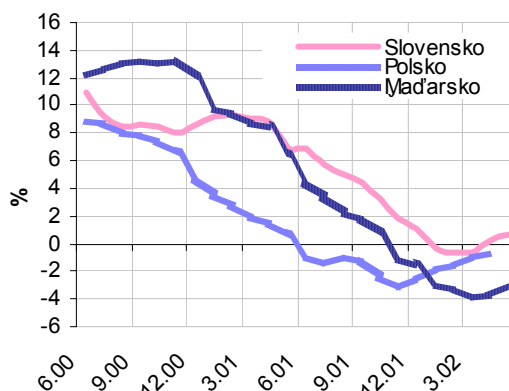
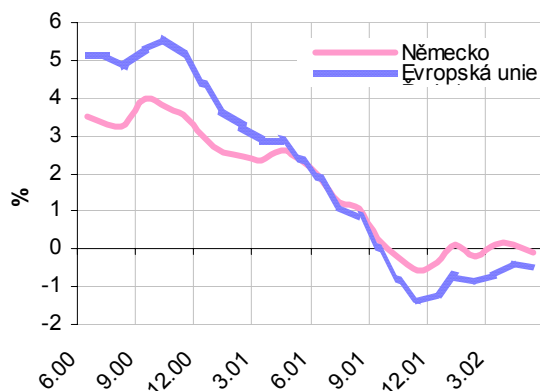
Inflace spotřebitelských cen v červnu byla nižší, než se všeobecně očekávalo, když z květnové hodnoty 1,1 % poklesla na 0,8 %. Meziměsíčně poklesly ceny o 0,1 % zejména díky poklesu cen potravin a ropy. CF 7 reflektuje nižší inflaci snížením výhledu na 1,5 % pro rok 2002 (CF 6 předpokládal 1,6 % a SZ4 1,7 %).

Ceny výrobců od začátku roku stagnují, v květnu se nezměnily, meziroční inflace činila -0,9 %. V zásadě je vývoj v souladu s předpoklady 4. SZ. CF7 snižuje výhled celoroční inflace PPI o 0,1 p.b. na 0,3 % (větší snížení se předpokládá v roce 2003).

Inflace spotřebitelských cen a výhled dle Consensus Forecasts



Inflace cen průmyslových výrobců



Evropská unie

Inflace v eurozóně poprvé po dvou letech klesla pod cíl ECB, tedy pod 2 %. Předběžné údaje Eurostatu hovoří o poklesu na 1,7 % z květnových 2,0 %.

Inflace cen průmyslových výrobců v EU15 je již delší dobu záporná, v květnu činila -0,4 %. Rizika inflace se oslabila a ECB neuvažuje o zvyšování úrokových sazeb.

USA

Pokles importních cen snižuje riziko inflace. Průzkumy ukazují, že po růstu 1,2 % v roce 2001 by měl činit cenový růst ve zbylých čtvrtletích 2002 2,6 %, 3,3 % a 3,7 %, celkově tedy

za rok 2002 2,8 % s výhledem na rok 2003 ve výši 3,6 %. Spotřebitelské výdaje a investice podniků by měly být důvodem akcelerace růstu cen ve zbytku roku. (To je podstatně více, než předpokládá CF6.)

V červnu poprvé po třech měsících opět vzrostl PPI o 0,1 %, velkoobchodní ceny zůstaly o 2,1 % nižší než ve stejném období minulého roku.

Slovensko, Polsko a Maďarsko

V červnu pokračoval příznivý vývoj spotřebitelských cen na Slovensku. Po osmiměsíčním růstu byly v červnu oproti květnu nižší o 0,4 % a meziroční inflace zaznamenala nový historický rekord 2,6 %, nejnižší úroveň od vzniku Slovenska. Ceny položek tvořících jádrovou inflaci se snížily o 0,5 % a regulované ceny klesly o 0,1 %. Jádrová inflace se na meziroční bázi snížila na 1,2 %. Pohled do struktury spotřebitelského koše však potvrzuje, že charakter faktorů které mají vliv na cenový vývoj, se nezměnil. Trend inflace byl určován vývojem vybraných položek spotřebitelského koše. Poměrně výrazné meziměsíční snížení spotřebitelských cen bylo způsobeno nečekaně vysokým poklesem cen potravin a pohonných hmot.

Ceny výrobců se v květnu oproti dubnu snížily o 0,2 %, meziročně vzrostly o 2,1 %. V průměru od začátku roku vzrostly ceny výrobců o 2,1 % ve srovnání se stejným obdobím roku 2001.

Cenový vývoj v Polsku se dostává na historicky nejnižší úroveň. Inflace CPI dosáhla v červnu 1,6 %, především kvůli stagnaci ekonomického růstu a vysoké nezaměstnanosti. Ceny výrobců se již odrazily ode dna, když po březnovém ještě negativním meziročním růstu v dubnu vzrostly o 0,4 % a v květnu o 0,5 %. Inflační tlaky však zůstávají podle komentářů zanedbatelné.

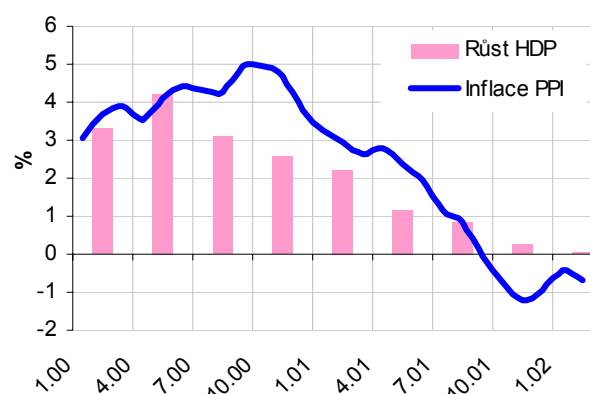
Maďarská inflace spotřebitelských cen se v červnu pohybovala na úrovni 4,8 %, což je zatím nejnižší dosažená úroveň od března roku 1987, především kvůli silné měně, která přispěla ke snížení dovozních cen. Koncem roku by se měla inflace pohybovat zhruba na této úrovni a předpověď pro příští rok se pohybuje v intervalu 4,5 – 5,5 %. Cíl MNB je pro konec roku 2003 stanoven na $3,5 \pm 1$ %. V dubnu byl zaznamenán pravděpodobně největší meziroční pokles cen výrobců, když inflace PPI činila -3,7 %. Ceny průmyslových výrobců v květnu vzrostly o 0,1 % ve srovnání s předchozím měsícem především v důsledku zvýšení ceny ropných produktů.

1.3 Efektivní ukazatele reálného růstu a cenového vývoje v zahraničí

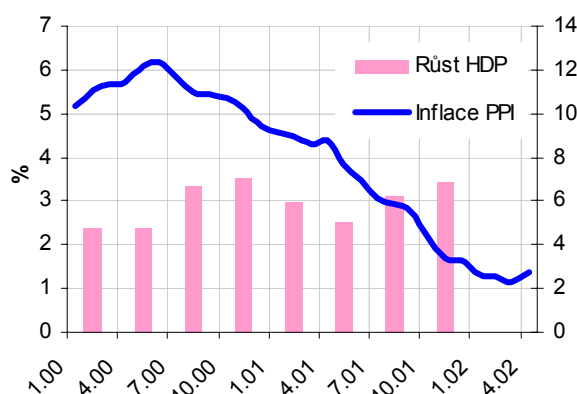
Pro účely porovnání s oficiálními statistikami jsou sestrojeny indexy charakterizující koupěschopnost a konkurenceschopnost regionu z pohledu české ekonomiky, vyjádřené jako vážený růst HDP a vážená inflace PPI. To znamená, že tyto indexy charakterizují obchodní výměnu, hospodářskou aktivitu a cenový vývoj nikoli absolutně, nýbrž prizmatem relevance pro českou ekonomiku. Číselné hodnoty jsou uvedeny v tabulkové příloze.

Efektivní ukazatele ekonomického růstu a cenového vývoje

Evropská unie



Kandidátské země EU



Ve druhém čtvrtletí se hodnota 12M EURIBORu pohybovala na úrovni 3,9 %. Ve srovnání s prvním čtvrtletím tak jeho výnosnost vzrostla o 0,27 p.b. V horizontu dvouleté predikce nenaznačuje současný vývoj výraznější změnu, dochází tak jen k mírné korekci směrem nahoru (0,04 p.b.). EURIBOR na konci roku 2002 by se měl pohybovat na úrovni 4,05 % a koncem roku 2003 by neměl přesáhnout hranici 4,23 %.

V hlavních světových ekonomikách v průběhu června a první poloviny července k žádné změně vyhlášených oficiálních úrokových sazeb nedošlo. Posledním pohybem **ECB** bylo snížení sazeb v listopadu 2001 o 0,5 p.b. na současných 3,25 %. ECB pozitivně vnímá posilování eura jako zdroje zpomalení růstu inflace, a proto změna sazeb je v krátkém horizontu nepravděpodobná. Mírné zvýšení sazeb se očekává až koncem roku. Hospodářské oživení se však posouvá z poloviny roku až na jeho konec. Také představitelé **Bank of England** na jednání začátkem července zatím odložili zvyšování sazeb. Nicméně, koncem roku trh očekává zvýšení na 4,75 % ze současných 4 %. Posledním pohybem bylo snížení 0,5 p.b. v listopadu 2001. Ani **švýcarská centrální banka** v červnu neměnila sazby. Na základě očekávání nejistého růstu, obav z negativních důsledků restriktivní politiky na export v souvislosti s posilováním franku od března 2001 SNB, snížila sazby o 2,25 p.b., což je více, než o kolik snižovala ECB. Začátkem května banka snížila cílovou sazbu o 0,5 p.b. z 1,75 % explicitně proto, aby zastavila posilování franku vůči euru. Za současné situace je další úprava sazeb nepravděpodobná. Za předpokladu setrvání 3M LIBOR na současném cíli 1,25 % bude inflace podle predikce 0,9 % v roce 2002 a 1,6 % v roce 2004. V **USA** pokračoval rychlý pokles akciového trhu a pravděpodobně se v důsledku toho začíná zhoršovat spotřebitelská důvěra. Poklesly maloobchodní prodeje a inflační výhled zůstává příznivý. Proto se trhem očekávané zvýšení sazeb Federal Reserve přesouvá ze současných 1,75 % spíše až na rok 2003. Ani v případě **japonské centrální banky** červen nepřinesl změnu sazeb. Cílová sazba zůstává zachována na úrovni 0,15 % a ani v blízké budoucnosti není zvyšování sazeb pravděpodobné. I když japonská recese pomalu končí a očekávaný růst dosahuje HDP 1,4 %, hospodářský růst je tažen především exportními odvětvími, a proto japonská centrální banka intervenuje proti posilujícímu jenu a agresivně zvyšuje likviditu bankovního sektoru. Pouze **Bank of Canada** zvýšila v červenci cílovou sazbu o ¼ p.b. na aktuálních 2 ¾ procent.

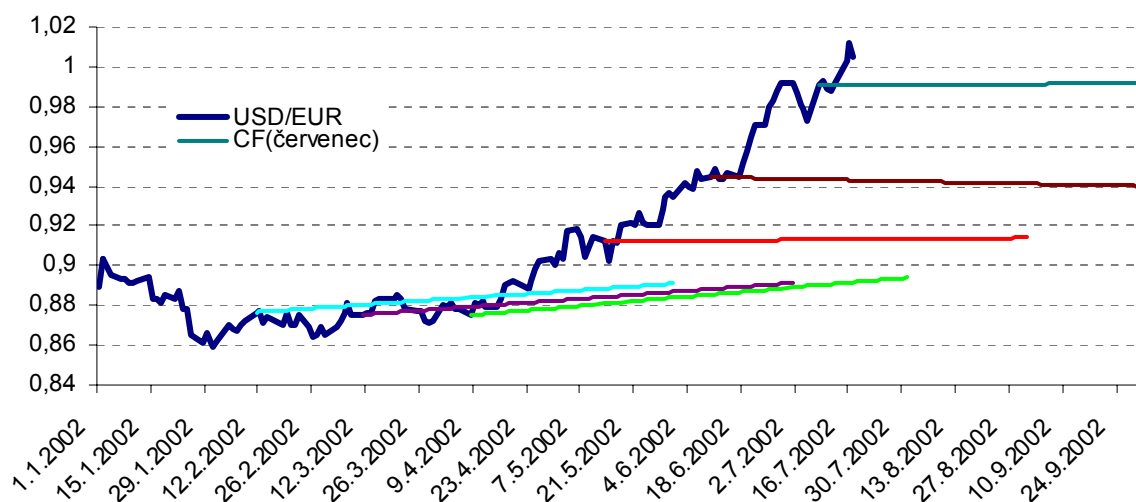
Ve středoevropských zemích došlo v červnu k dalšímu ze sérií očekávaných zvyšování sazeb v **Maďarsku** o 0,5 p.b. na 9,5 %. Důvodem pro zvyšování sazeb je snaha o dosažení

inflačního cíle pod úrovní 4,5 % na konci roku 2003. Vzhledem k vývoji směnného kurzu a očekávanému růstu domácí poptávky lze předpokládat, že se kurz forintu k euru v druhé polovině roku bude pohybovat kolem hodnot 244-246 forintů za euro. Další zvýšení o 0,50 p.b. je možné očekávat v průběhu třetího čtvrtletí tohoto roku. Zvýšení však může být i nižší, protože přislíbené snižování rozpočtového deficitu vlády bude zmírňovat potřebu zvyšování sazeb. Výnosy desetiletých maďarských vládních forintových dluhopisů rostou s ohledem na růst sazeb. Ve srovnání s červnem aktuální výnosnost vzrostla o 30 b.b. Výnosový diferenciál maďarských eurových dluhopisů proti německým (sovereign risk) v posledním období mírně roste, v polovině července dosahuje přibližně 46,8 b.b. **Polská centrální banka** v červnu přistoupila k dalšímu snížení sazeb o 0,5 p.b. na 8,50 % z důvodu nízké míry inflace. Snížení sazeb umocněné rezignací ministra financí M. Belky vedlo k pokračující tendenci oslabování zlotého. Při současných 4,05 zlotých za euro zlotý oslabil od poloviny června o více než 5 %. Jmenování G. Kolodka do funkce situaci zhoršilo, neboť nový ministr je příznivcem expanzivní fiskální politiky a předpokládané zvýšení deficitu vládních financí povede k omezení prostoru pro další snižování sazeb. Kromě toho se nový ministr vyslovil ve prospěch změny kurzového režimu na currency board a devalvace zlotého o 15 %. Výnosy z dlouhodobých vládních dluhopisů denominovaných ve zlotém zaznamenaly po několikaměsíčním poklesu růst. V polovině července dosahuje výnosnost hodnoty 7,98 %, což je nárůst ve srovnání s červnem přibližně 9 %. Sovereign risk Polska pokračoval v červnu a začátkem července v růstu z 80-85 b.b. v polovině června na současných 92,5 b.b. Důvodem je pravděpodobně složitá fiskální situace a možná i komplikovaná jednání Polska o vstupu do EU. **Národní banka Slovenska** nepřistoupila v červnu ke změnám sazeb i přes neočekávaně nízkou inflaci dosahující v červnu 2,6 %, což je podstatně nižší hodnota než inflační cíl 3,2-4,7 %. Pozitivní inflační vývoj nasvědčuje tomu, že NBS nebude měnit sazby v krátkém výhledu vzhledem k přetrvávajícímu deficitu běžného účtu a prohlubujícímu se deficitu veřejných financí dosahujícímu 4,5 % HDP a k politické nejistotě pramenící z červencového hlasování o nedůvěře Dzurindově vládě a ze zářijových parlamentních voleb. Slovenská koruna na události v červnu reagovala oslabováním až na úroveň 44,30 korun za euro na začátku července. Pohyb kurzu slovenské koruny se krátkodobě očekává v rozmezí 44,3-44,5 korun za euro. Sovereign risk Slovenska se mírně zvyšuje, v polovině července dosahuje 111 b.b. Navíc jeho volatilita je nejvýraznější z ostatních středoevropských zemí.

1.5 Hlavní světové měny a zlato

Pokračovalo oslabování dolaru. Tento proces je rychlejší, než předpovídal Consensus Forecast. Kurz eura k dolaru se po rychlém posilování dostal přes hodnotu 1. V posledních týdnech se vytvořila velmi dobrá korelace mezi klesajícím akciovým trhem a hodnotou dolaru. Existují obavy, že někteří velcí investoři typu penzijních fondů a životních pojišťoven začínají být nuceni svými systémy řízení rizika prodávat americké akcie ze svých portfolií. Dolar oslaboval také vůči jenu. Jen posílil pod hodnotu 120 jenů za dolar, kterou se japonskému ministerstvu financí a centrální bance dařilo intervencemi několik týdnů bránit a přibližuje se 115 jenům za dolar. Cena zlata se v polovině července pohybovala na 316-318 USD za trojskou unci, což jsou nejvyšší hodnoty za poslední čtyři týdny. Hlavními determinanty jeho ceny byl vývoj kurzu dolaru a akciových trhů.

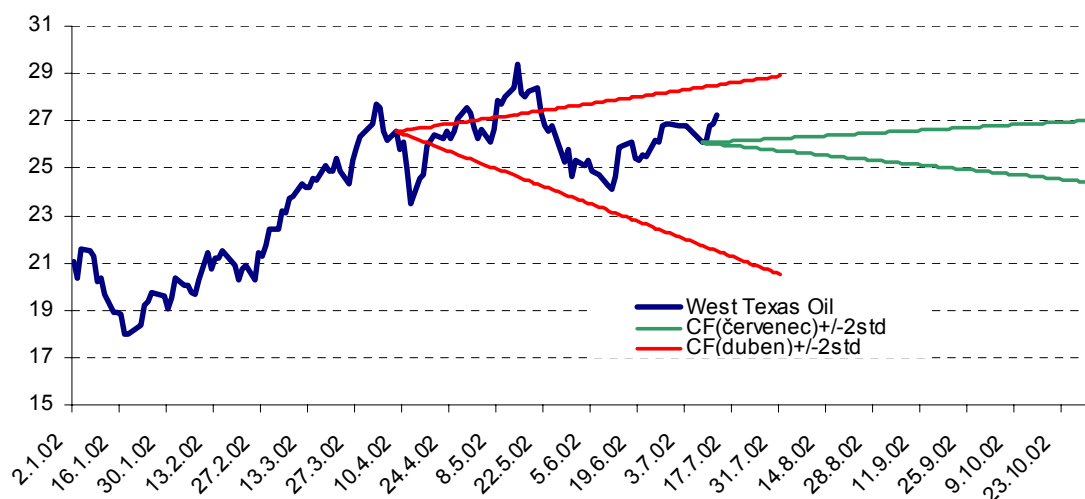
Kurz eura a jeho predikce podle Consensus Forecasts



1.6 Ceny surovin

Červnový souhrnný index cen průmyslových surovin a potravin vzrostl ve srovnání s květnem o 1,7 %. Růst indexu byl tažen cenou zemního plynu, kaučuku, kovů, kůže a cenami potravin. Cena zemního plynu vzrostla od května zhruba o 10 % na úroveň z dubna dosahující 104,4 USD/tm³. Cena kaučuku vzrostla o 20 %, což je její největší nárůst za uplynulý rok a půl. Index cen kovů vzrostl o 1,5 % a podobně index cen potravin o 2 %. Růst indexu cen potravin byl způsoben růstem cen palmového a lněného oleje pohybujícím se mezi 10-13 %. Naopak největší pokles zaznamenala cena cukru (5,3 %). Cena kůže vzrostla o 4 % a index textilních surovin pokračoval i v červnu stagnací.

Cena ropy WTI a její predikce v dubnu a červnu 2002 podle Consensus Forecasts včetně intervalů spolehlivosti



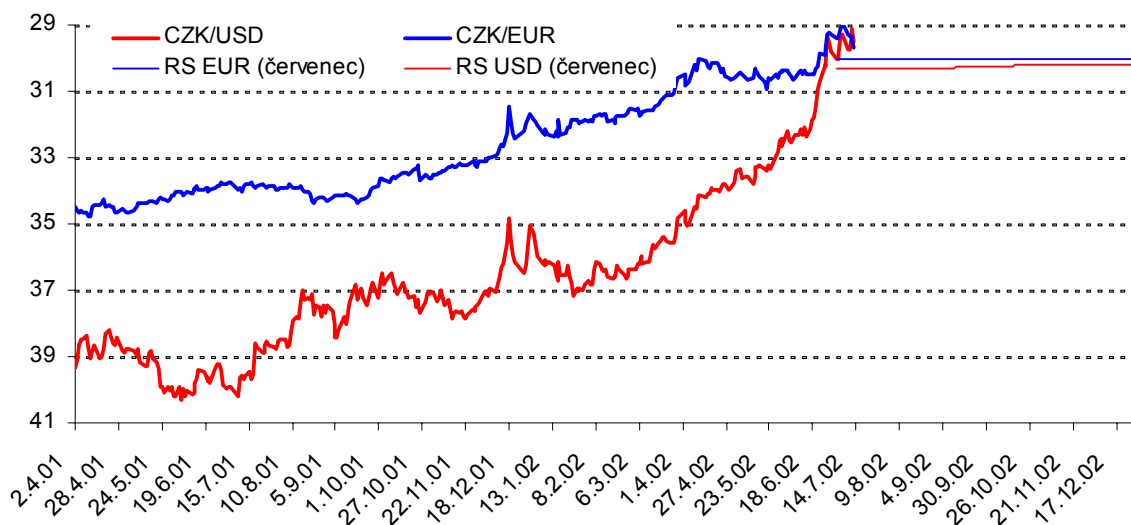
2. Devizový kurz

2.1 Vývoj nominálního devizového kurzu

V červnu se kurz koruny zpočátku pohyboval přibližně v pásmu mezi 30,30 a 30,50 korun za euro. V poslední dekádě června opět začal posilovat a postupně se dostal až pod 29 korun za euro, v polovině července kurz byl kolem 29,30 korun za euro. V důsledku oslabování dolaru na světových trzích koruna vůči němu posílila z přibližně 32,20 korun za dolar až k 29,26 korunám za dolar. Meziročně tak k polovině července dolar v korunovém vyjádření oslabil přibližně o 25 %.

Stabilizaci kurzu v období od dubna do konce června lze připsat reakci trhu na intervence a na snížení měnověpolitických sazeb. Svou úlohu měla také nejistota spojená s politickou situací kolem voleb. Její odeznění mohlo být pro trh signálem k dalšímu posilování koruny. Jako bezprostřední důvod k posílení koncem června jsou nejčastěji citovány konverze deviz do korun spojené se soukromým financováním dálnice na severní Moravě. K posílení koruny došlo také po zasedání BR ČNB koncem června, jehož výsledky zmírnilly obavy trhu z bezprostřední akce ČNB. Kromě horšího než očekávaného výsledku obchodní bilance za květen, který vyvolal krátkodobé oslabení, se zveřejňované makroekonomické údaje na kurzu bezprostředně neprojevovaly. Někdy je účastníky trhu zmiňována hypotéza o vlivu kvartálního cyklu podnikových zajišťovacích operací na devizový kurz; skutečně lze vypořádat, že v poslední době posilování zrychlilo vždy v období kolem přelomu kalendářního čtvrtletí.

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD⁶



Kurz koruny bude podle analytiků některých zahraničních bank (7 účastníků trhu s korunou) ve srovnání se současnou úrovní (12. července, spot 29,35) spíše slabší. V průměru analytici předpokládají pro polovinu října kurz 29,83 korun za euro. Maximální hodnota byla 30,50 korun za euro (2 banky), minimální hodnota pak 29 korun za euro (2 banky). Situace je podobná i pro predikci pro červenec příštího roku. Průměrný odhad kurzu byl 29,41 korun za euro, maximum 31 korun za euro (1 banka), minimum 28 korun za euro (1 banka).

⁶ Čáry naznačují konfidenční intervaly jsou pouze přibližné, ve skutečnosti by měly mít tvar podobný parabole.

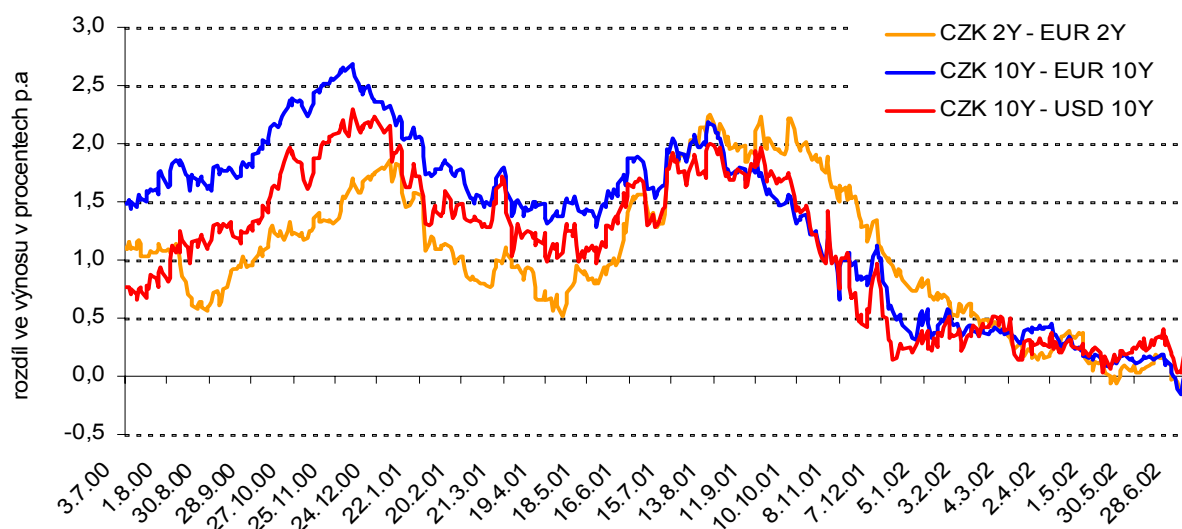
2.2 Vývoj výnosových diferenciálů

Výnosy českých dluhopisů v druhé polovině června klesaly a na konci června se české dvouleté i desetileté výnosy dostaly pod úroveň německých výnosů. České desetileté výnosy poklesly do začátku července o cca 36 b.b. a dvouleté výnosy poklesly cca o 47 b.b. Na začátku července došlo pouze k přechodnému vzrůstu českých krátkodobých výnosů o cca 14 b.b. a dlouhodobých výnosů o cca 25 b.b., což mohlo souviset s prodejem jednoletých pokladničních poukázek Ministerstva financí ČR v hodnotě 10 mld. Kč s průměrným výnosem 3,45 %. Výnosy klesaly kvůli očekávání nízké inflace a spekulaci na další snižování klíčových úrokových sazeb. Očekávání poklesu roční inflace trhy spojují zejména s malými plánovanými změnami ve vládou regulovaných cenách, se stabilní cenou ropy a silnou korunou. HDP vzrostl méně než se očekávalo a česká ekonomika roste nejnižším tempem za poslední dva roky, což vede trhy k posunu očekávání na zvyšování klíčových úrokových sazeb až do roku 2003.

Výnosy dlouhodobých a krátkodobých státních dluhopisů na zahraničních trzích byly během sledovaného období stabilní. Německé dlouhodobé výnosy se pohybovaly mírně pod hranicí 5 %, kterou překročily pouze na konci sledovaného období. Americké dlouhodobé výnosy se pohybovaly okolo hranice 4,8 %. Po poklesu z první poloviny června se zahraniční výnosy ustálily na dvouměsíčních minimech. Na trzích převažovaly spíše negativní zprávy naznačující jen pomalé oživení světové ekonomiky (pokles spotřebitelské důvěry v USA) a nízkou inflaci (zpomalování inflace v Německu). Významným faktorem poklesu výnosů byl odchod investorů z akcií do dluhopisů při propadu světových akciových trhů. Zvyšování klíčových úrokových sazeb americkým FEDem se očekává nejdříve v roce 2003.

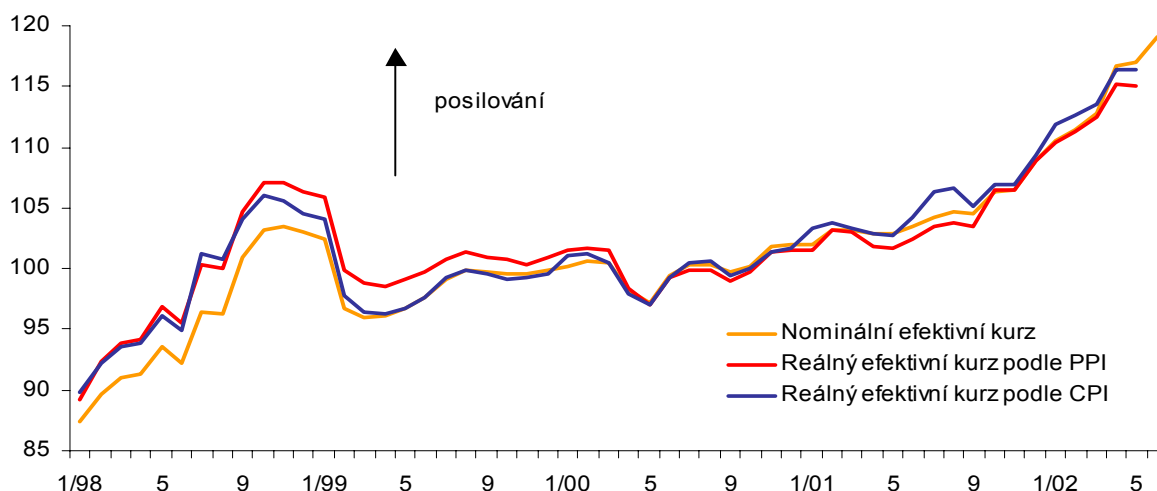
Výše naznačený vývoj vedl od poloviny června k poklesu krátkodobých a dlouhodobých výnosových diferenciálů mezi českými a zahraničními vládními dluhopisy. Česko-německé krátkodobé i dlouhodobé diferenciály poklesly až do záporných hodnot, dvouleté na hodnotu přibližně -32 b.b. a desetileté na hodnotu přibližně -13 b.b. Desetiletý česko-americký diferenciál poklesl méně a dosáhl hodnoty 15 b.b.

Výnosové diferenciály



Záporný výnosový diferenciál vzhledem k německým dluhopisům je konzistentní s tržním očekáváním pokračující apreciace koruny vzhledem k euru.

Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu



Působení kurzu na vývoj cen pro následujících 5 měsíců (duben-srpen) bylo v období od listopadu do března výrazně protiinflační.

2.2.1 Makroekonomické souvislosti vývoje kurzu koruny

Index nominálního efektivního kurzu v červnu meziměsíčně posílil o cca 1,8 % (v květnu o 0,2 %), meziročně cca o 15,9 % (v květnu 13,7 %). Meziročně byl reálný kurz ovlivněn především vývojem nominálního kurzu. Index reálného efektivního kurzu podle spotřebitelských cen v květnu meziměsíčně stagnoval, meziročně však posílil o 13,3 %. Reálný efektivní kurz podle cen průmyslových výrobců v květnu meziměsíčně také oslabil o cca 0,2 %, ale meziročně posílil o 13 %.

Vliv kurzu na reálnou ekonomiku je posuzován s využitím několika vzájemně se doplňujících přístupů a na základě dat ze 4. čtvrtletí 2001 a 1. čtvrtletí 2002. Za prvé se jedná o aplikaci dlouhodobých trendů makroekonomických veličin konzistentních s inflačním cílem, které jsou součástí modelového rámce makroekonomických analýz používaného v ČNB. Další metodou je porovnání vývoje poměru cenové přírážky k nákladům práce v průmyslových podnicích doma a v Německu. A za třetí srovnáváme finanční ukazatele více a méně exportujících podniků. Posledním způsobem je sledování tržních podílů českých exportérů na trhu EU.

Výsledky podle první metody nenaznačují významnější tlak na zrychlené zhodnocování reálného kurzu. Metoda založená na relativních cenových přírážkách neukazuje podle dat z prvního čtvrtletí 2002 významné zhoršení relativní pozice domácího průmyslu ve srovnání s Německem. Třetí pohled přes hospodářské výsledky velkých nefinančních podniků ukazuje zhoršování ziskovosti průmyslových podniků a horší situaci v exportujících než neexportujících podnicích. Nakonec data zahraničního obchodu za poslední čtvrtletí roku 2001 a začátek letošního roku ukazují, že nedocházelo ke ztrátě podílu na trhu.

Relativní růsty produktivit práce

Podle Balassova a Samuelsonova (BS) zobecnění parity kupní síly je reálný kurz determinován vývojem produktivit v obchodovatelném a neobchodovatelném sektoru a v mezinárodním srovnání. Z empirických studií o platnosti PPP vyplývá, že tendence reálného kurzu vracet se ke své PPP hodnotě je poměrně slabá s polčasem konvergence mezi

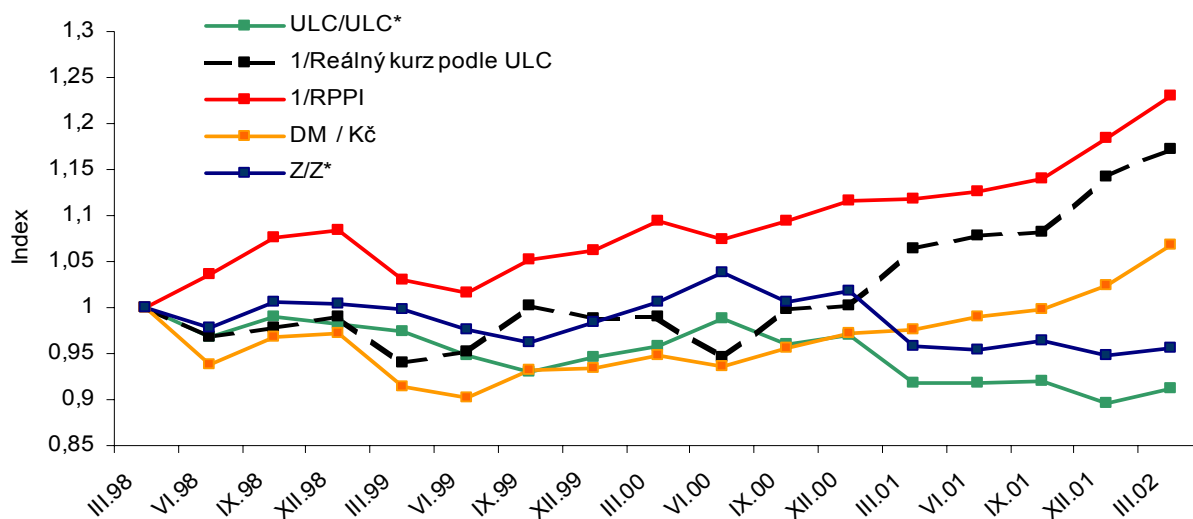
3 a 5 lety. Dá se předpokládat, že i v případě BS zobecnění tomu bude podobně. Proto je sledování vývoje produktivit v krátko až střednědobém horizontu pouze indikativní.

Ve druhém čtvrtletí 2002 rostla produktivita práce v českém průmyslu meziročně o 1,2 %, ve zpracovatelském průmyslu byl růst rychlejší, meziročně o 2,4 %. V sektoru neobchodovatelného zboží přibližně reprezentovaného stavebnictvím a dopravou však produktivita vzrostla meziročně o 9,2 %. Produktivita v průmyslu v Německu poklesla meziročně o 2,4 %. V logice BS efektu tyto údaje podobně jako v minulosti nenaznačují tlak na významnější zhodnocování reálného kurzu.

Meziroční stagnace relativní cenové přírážky (2. čtvrtletí 2002)

Srovnávací analýza cenových přírážek v domácím a německém průmyslu ukazuje meziroční stagnaci z hlediska konkurenčního postavení průměrného domácího průmyslového producenta. V prvním čtvrtletí 2002 konkurenceschopnost domácích průmyslových výrobců vzhledem k Německu, měřená relativní cenovou přírážkou⁷ Z/Z^* , ve srovnání s předchozím čtvrtletím mírně vzrostla (po sezónním očištění) a meziročně zůstala přibližně stejná, neboť vyšší růst jednotkových nákladů práce doma (mzr. +7,4 %) než v Německu (mzr. +6,7 %) byl kompenzován rychlejším růstem realizačních cen doma (mzr. +0,1 %) než v Německu (mzr. -0,4 %). Přidaná hodnota v průmyslu doma meziročně rostla (+1,2%), v Německu klesla o (-3,7 %). 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, což aktuální vývoj potvrzuje. Rozdíl v růstu přidané hodnoty kompenzoval apreciaci reálného kurzu.

Rozklad reálného kurzu podle PPI vzhledem k Německu



⁷ 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.

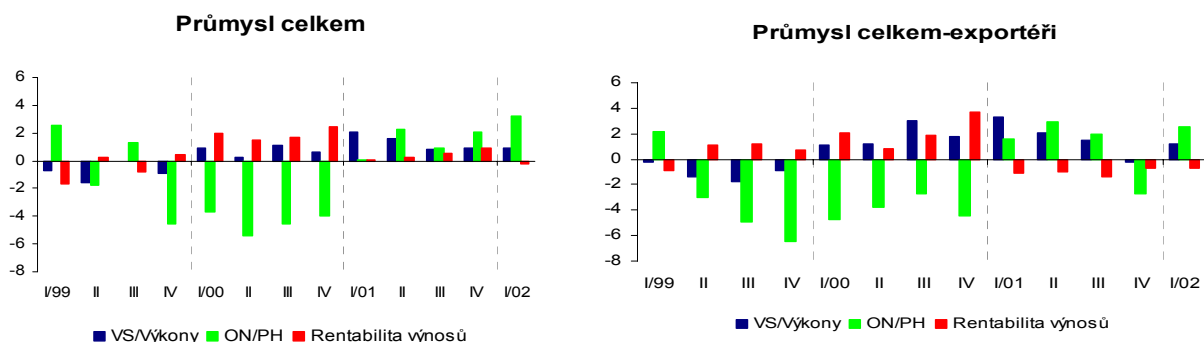
V případě perfektně fungujících a provázaných trhů zboží, práce a měny by neměla relativní cenová přírážka vůbec záviset na nominálním kurzu. Statistické odhady však ukazují vedle významného procyklického chování této veličiny i její negativní vztah k nominálnímu kurzu.

Vývoj ziskovosti v exportních odvětvích průmyslu (1. čtvrtletí 2002)

Ve vzorku z prvního čtvrtletí 2002 průmyslových podniků se 100 a více zaměstnanci se v porovnání s předchozím čtvrtletím změnila mírně struktura podílu firem s různým vlastnictvím na tvorbě celkové přidané hodnoty v průmyslu. Dvouprocentní růst podílu domácích soukromých firem (z 44,8 % na 46,7 %) byl kompenzován poklesem podílu státních firem o 2,5 % (z 13,2 % na 10,7 %), zatímco podíl zahraničních firem zůstal prakticky stejný (42 %). Podíl exportních firem na celkové přidané hodnotě zůstal proti předchozímu čtvrtletí prakticky beze změny a činil 25,9 % u firem se zahraničním vlastnictvím, 17,2 % tvořily soukromé domácí firmy a 0,45 % státní podniky.

Ukazatele, které zachycují dopad nákladů do hospodaření podniků, naznačují, že podniky měly vyšší náklady než ve stejném období předchozího roku. Podíl výrobní spotřeby (VS) na výkonech (V) vzrostl o 0,9 p.b. Více vzrostl u domácích soukromých firem (1,2 p.b.) a naopak jen málo se změnil u zahraničních firem (0,3 p.b.). Růst osobních nákladů (ON) vzhledem k přidané hodnotě (PH) se pohyboval kolem 2 p.b. u zahraničních a domácích soukromých firem, u státních podniků byl větší (5,2 p.b.). Celkově se tento ukazatel zvýšil o 3,2 p.b.

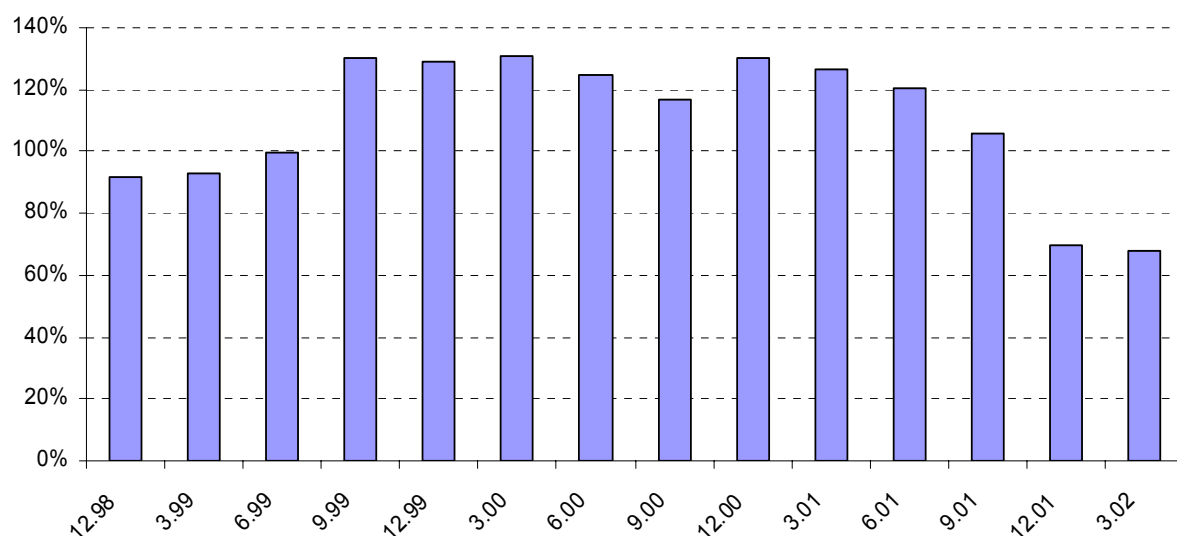
Meziroční změny (v procentních bodech) ukazatelů ziskovosti v průmyslových podnicích



Průměrná rentabilita výnosu (RV) byla ve čtvrtletí na úrovni přibližně 7 %, což meziročně znamená přibližně stagnaci. U veřejných podniků došlo k mírnému růstu RV z cca 13 % na 14 %. U zahraničních došlo k mírnému poklesu a u soukromých ke stagnaci, obě tyto skupiny se pohybují kolem 6 %. Ve skupině firem podnikajících v exportních odvětvích je RV nižší než v celku. Průměrná RV v exportních odvětvích byla přibližně 4,5 %, (-0,7 p.b. mizr.). Pro zahraniční podniky v exportních odvětvích toto číslo bylo 4,9 % (-0,6 p.b. mizr.) a pro soukromé 4,1 % (-0,8 p.b. mizr.). K poklesu dochází částečně z důvodu posilování koruny, částečně může být pokles vysvětlen zvýšenými náklady exportních firem, jak ukazují indikátory VS/V a ON/PH. Růst ukazatele VS/V byl vyšší u zahraničních firem (1,0 p.b.) ale naopak poklesl nepatrně u domácích soukromých firem (-0,1 p.b.). Ukazatel ON/PH vzrostl výrazně více, a to o 2,2 p.b. u zahraničních firem, o 4,2 p.b. u domácích soukromých firem a o 29,6 p.b. u státních podniků. Náklady na osobní výdaje činily 44 % přidané hodnoty u zahraničních podniků, 66 % u soukromých domácích podniků a 86 % u státních podniků. Všeobecně lze říci, že poměr ON/PH byl vyšší ve vzorku exportních firem, než byl průměr všech sledovaných firem.

Graf ukazuje tendenci k relativnímu zhoršování RV v exportních odvětvích vzhledem k celku.

Poměr rentability výnosů v exportních odvětvích k průměrné rentabilitě



Provozní rentabilita (PR) zůstala v pásmu 5,5 % - 5,8 % u exportních firem, ale celkově pro všechny firmy byla vyšší a pohybovala se v rozmezí 6,5 % - 8,0 %. V meziročním srovnání PR klesla zhruba o 1 p.b. u všech sledovaných odvětví.

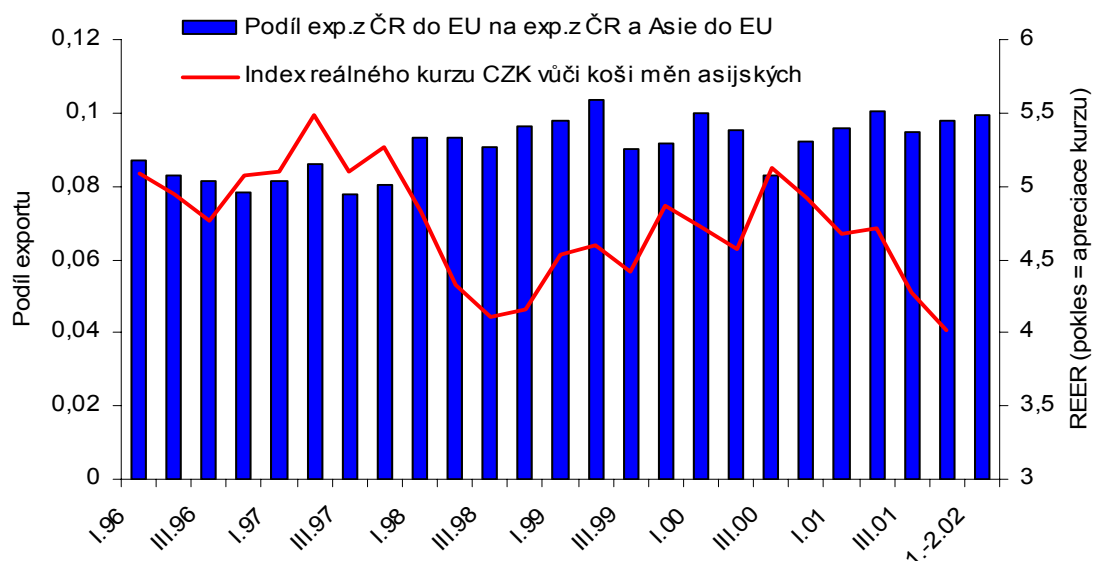
Výše uvedená analýza ukazuje, že zahraniční firmy byly vcelku více efektivní než domácí soukromý sektor. Zahraniční firmy měly mírně vyšší vstupní náklady (jak ukazuje indikátor VS/V), ale na druhé straně měly výrazně nižší podíl nákladů osobních. Efektivita exportérů byla na nižší úrovni než byl průměr v ekonomice, ale jejich dynamiky se vyvíjely obdobně.

Podíl ČR na trhu EU (4. čtvrtletí)

Na základě dat IMF DOT byla analyzována dynamika tržního podílu českých exportérů na trhu EU ve srovnání se dvěma skupinami zemí: ostatními středo a východoevropskými kandidáty (Polsko, Maďarsko, Slovensko, Slovinsko) členství v EU a asijskými zeměmi vyjma Japonska (Developing countries, Asia). Celkem pro prezentované tržní podíly je vždy objem exportu (fob tj. bez dopravného a pojištění). Byly také zkonstruovány efektivní reálné kurzy pro obě skupiny zemí založené na cenách výrobců a vážené podle objemu exportu jednotlivých zemí s EU.

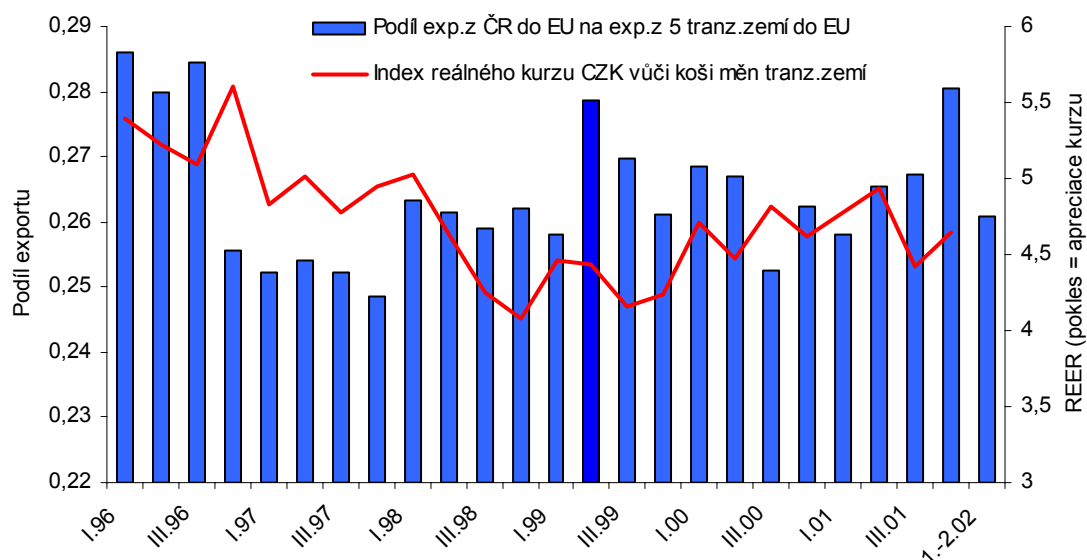
Vzhledem k východoevropským zemím měla koruna od roku 1999 tendenci spíše reálně znehodnocovat. Po poklesu v roce 1997 ČR postupně získává podíl na trhu EU na úkor ostatních východoevropských zemí.

Podíl ČR na exportu východoevropských zemí do EU a efektivní kurz



Vůči měnám asijských zemí koruna od poloviny roku 2000 do konce roku 2001 reálně zhodnotila, nicméně se nezdá, že by ČR ztrácela podíl na trhu EU ve prospěch asijských zemí. Ani znehodnocení měn JV Asie po roce 1997 nepřineslo těmto zemím konkurenční výhodu. Lze spekulovat, že v důsledku finanční krize došlo tehdy k přerušení mnoha obchodních a investičních vztahů.

Podíl ČR na exportu ČR a asijských zemí do EU a efektivní kurz



3. Nákladové faktory

Meziroční růst v %	Období	Scénář/predikce	Skutečnost
PPI v SRN	5/2002	0,2 ¹⁾	-0,8
Uralská ropa	6/2002	-7,47	-10,89
Efektivní kurz	6/2002	-8,86	-13,66
Ceny průmyslových výrobců	6/2002	-0,3 ¹⁾	-0,5 ¹⁾
Ceny zemědělských výrobců	6/2002	-5,5	-16
Směnné relace	5/2002	2,3 ²⁾	2,7
Úroňové hodnoty			
Kurz Kč/EUR ²⁾	6/2002	31,25 ²⁾	30,295
Kurz Kč/USD ²⁾	6/2002	35,47 ²⁾	31,726
Cena uralské ropy (USD/barel) ²⁾	6/2002	23,80 ²⁾	22,92

1) Průměrná hodnota za 2. čtvrtletí 2002 (z 4. SZ)

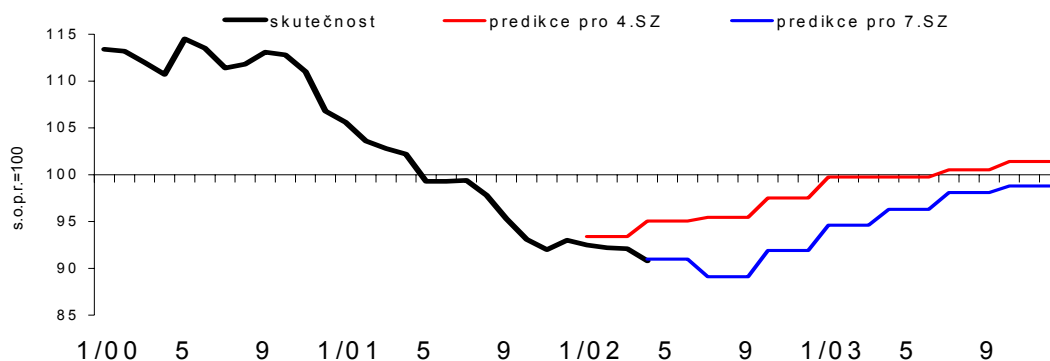
2) Průměrná hodnota za 1. čtvrtletí 2002 (z 4. SZ)

U nákladových indikátorů dochází ke změně predikcí směrem k nižšímu meziročnímu růstu, resp. k hlubšímu meziročnímu poklesu oproti původním předpokladům. Hlavní příčinou změny predikcí je, kromě odlišné skutečnosti vývoje exogenních předpokladů oproti původním scénářovým veličinám exogenních faktorů (zejména devizového kurzu) za 2. čtvrtletí 2002, změněný výhled vývoje exogenních veličin směrem k výraznější meziroční kurzové apreciaci a k mírnému snížení cenové hladiny energetických surovin. V důsledku aktuálního výrazného poklesu cen zemědělských výrobců dochází ke změně predikce směrem k prohloubení jejich meziročního poklesu v druhé polovině letošního roku a v první polovině roku 2003.

3.1 Dovozní ceny

Predikce vývoje dovozních cen se oproti 4. SZ mění směrem k výraznějšímu prohloubení meziročního poklesu jak v roce 2002, tak i v roce 2003. V celém predikovaném období předpokládáme meziroční pokles dovozních cen s příznivými dopady na vývoj inflace. Teprve ke konci roku 2003 se bude meziroční pokles postupně vyčerpávat, zejména v důsledku předpokládaného oživení cenového růstu v zahraničí, zatímco směnný kurz i ceny surovin budou mít i v závěru roku 2003 k meziročnímu růstu dovozních cen nadále záporný příspěvek.

Porovnání jednotlivých predikcí dovozních cen



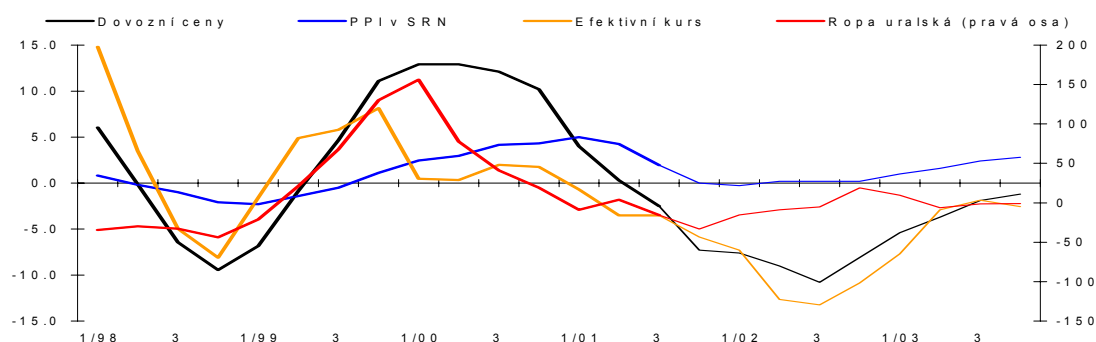
Porovnání dosavadní (4. SZ) a aktuální predikce (pro 7.SZ)

	2/02	3	4	1/03	2	3	4
4.SZ	-4,9	-4,5	-2,5	-0,2	-0,2	0,5	1,4
aktuální predikce pro 7.SZ	-9,0	-10,8	-8,1	-5,4	-3,7	-1,9	-1,2

Ke změně predikce dochází ze 2 základních důvodů:

- Změna referenčních scénářů oproti 4. SZ (více apreciovaný devizový kurz 29,50 Kč/EUR oproti 31,25 Kč/EUR ve 4. čtvrtletí 2003, mírný pokles dolarových cen ropy, zrychlení trendu posilování EUR vůči USD) spolu se skutečností za 2. čtvrtletí 2002 vede k hlubšímu poklesu meziročních hodnot dovozních cen oproti původním předpokladům v celém období až do konce roku 2003.
- Změna elasticit kurzu EUR na dovozní ceny: zatímco od roku 2000 do 3. čtvrtletí roku 2001 zůstávala ekonometricky zjištěná elasticita kurzu EUR (resp. DEM) do dovozních cen téměř nezměněna (ostatní vysvětlující proměnné rovněž), došlo postupným přidáním 2 nových pozorování k modifikaci koeficientů u exogenní proměnné EUR ve prospěch vyšší elasticity (při nepatrných změnách ostatních koeficientů). Tento vývoj připisujeme na vrub výrazné změně trendu směnného kurzu Kč/EUR směrem k výrazné kurzové apreciaci v posledních 3 čtvrtletích. Predikce předpokládá stabilitu koeficientů v čase.

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



Ostatní ceny zahraničního obchodu

Predikce vývozních cen vychází z obdobných faktorů jako predikce dovozních cen a jejich vývoj bude sice v zásadě sledovat obdobný trend meziročního růstu – nicméně bude docházet k postupnému snižování kladných směnných relací a v druhé polovině roku 2002 meziroční směnné relace začnou vykazovat záporné hodnoty. Predikci dovozních a vývozních cen odpovídají i základními trendy predikcí deflátorů zahraničního obchodu. Predikce deflátorů zahraničního obchodu zohledňuje oproti výběrovým indexům dovozních a vývozních cen odlišnosti konstrukce deflátorů vývozu a dovozu (opakovatelnost produkce, odlišní reprezentanti) a dále očekávanou skutečnost vývoje deflátorů zahraničního obchodu ve 2. čtvrtletí 2002 odvozenou z dílčích předstihových indikátorů (obchodní bilance).

Meziroční změny cen zahraničního obchodu v %

	02/I	02/II	02/III	02/IV	03/I	03/II	03/III	03/IV
vývozní ceny	-5,2	-7,5	-8,9	-7,6	-6,4	-3,7	-1,8	-1,7
deflátor vývozu	-4,3	-7,9	-8,6	-7,8	-6,6	-3,6	-1,7	-1,9
dovozní ceny	-7,7	-9,0	-10,8	-8,1	-5,4	-3,7	-1,9	-1,2
deflátor dovozu	-8,5	-10,4	-10,5	-8,0	-5,2	-3,6	-1,9	-1,3

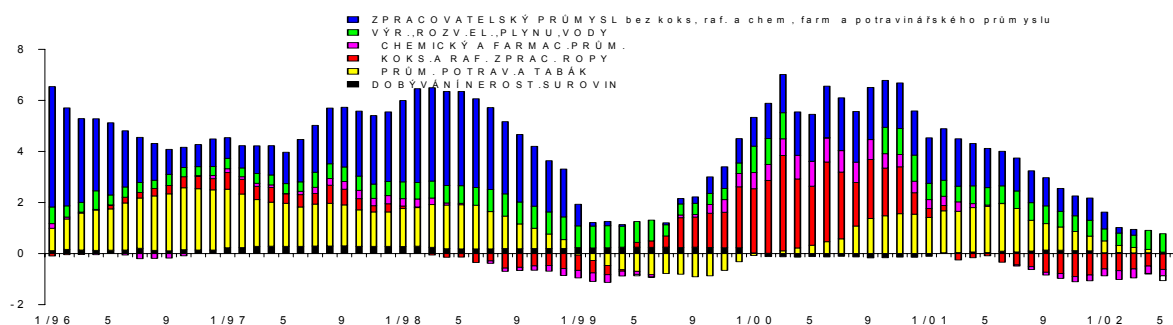
1. čtvrtletí 2002 představuje skutečnost.

Deflátoři za 2. čtvrtletí představují očekávanou skutečnost.

3.2 Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců potvrdily predikovanou trajektorii ze 4. SZ, kdy ve 2. čtvrtletí 2002 došlo podle očekávání k prohloubení jejich meziročního poklesu (-0,5%). Tento pokles byl kromě příznivých cen energetických surovin (přes mírné zvýšení dolarových cen ropy ve 2. čtvrtletí 2002) zapříčiněn přetrvávajícím poklesem cen průmyslových výrobců v zemích našich hlavních obchodních partnerů (PPI v SRN v dubnu meziročně -0,8 %) v kombinaci s probíhající kurzovou aprecií. Příznivý vliv vnějších nákladových faktorů působící již po několika čtvrtletí byl pozorovatelný především ve zpracovatelském průmyslu, kde se již od listopadu 2002 meziroční cenový růst výrobců pohyboval na hodnotě 0,1 % a v únoru již ceny přešly v meziroční pokles, který se postupně prohluboval až na -0,8 % v červnu 2002. Na tomto vývoji se opět nejvýznamnějším způsobem podílela především odvětví zabývající se bezprostředně zpracováním energetických surovin (ropy) a chemický průmysl. V červnu 2002 byly ceny výrobců v koksárenství a rafinérském zpracování ropy v meziročním srovnání nižší o 19,7 %. U naprosté většiny ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu (tj. mimo zpracování ropy a chemie) pokračoval trend mírného zpomalení cenového růstu nebo ceny dále ve zvýšené míře meziročně klesaly, přičemž další zpomalení cenového růstu, resp. akcelerace meziročního poklesu mělo v jednotlivých odvětvích zpracovatelského průmyslu výrazně plošný charakter ve srovnání s předchozími obdobími. Poprvé od ledna 2000 je od května 2002 zaznamenán trend prohlubujícího se meziročního poklesu cen i v potravinářském a tabákovém průmyslu, který je významným faktorem vývoje spotřebitelských cen v segmentu cen potravin.

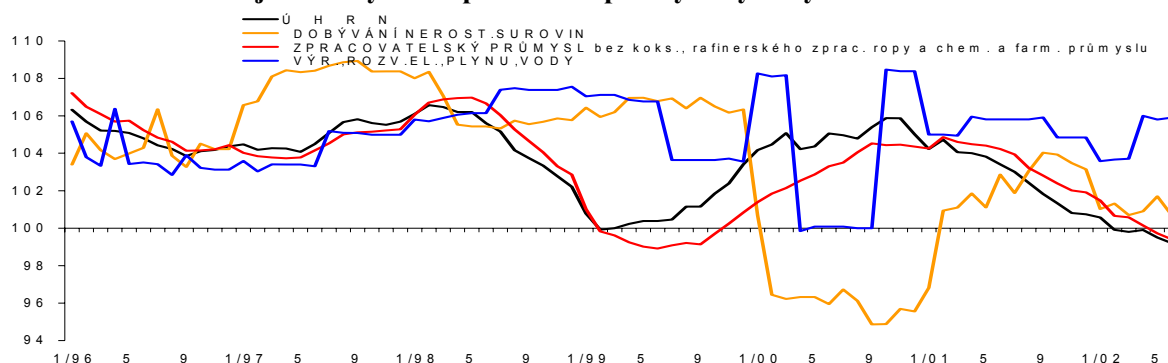
Struktura meziročního růstu cen průmyslových výrobců (v proc. bodech)



Predikce cen průmyslových výrobců se pro 7. SZ mírně snižuje oproti původní predikci ze 4. SZ, zejména z důvodu přehodnocení referenčních scénářů: výraznější meziroční kurzové apreciace (vůči EUR a USD) a mírného snížení dolarových cen ropy pro zbytek roku 2002 a v neposlední řadě je zohledněna vliv aktuální odchylky původní predikce od skutečnosti (0,2 p.b.). Elasticity jednotlivých exogenních faktorů působících na vývoj cen průmyslových výrobců se nemění. V zásadě však zůstává zachována základní trajektorie cen průmyslových výrobců. předpokládající postupný návrat cen průmyslových výrobců k mírnému meziročnímu růstu v závěru letošního roku a pokračování této trajektorie i v roce 2003, kdy

by jejich meziroční růst měl dosáhnout hodnoty okolo 2%. V pozadí tohoto mírného zrychlování cen průmyslových výrobců je zejména postupný přechod dovezené inflace ze zahraničí (PPI v SRN 0,3% mžr. v roce 2003 oproti 1,4% v roce 2002) a vyčerpání pozitivního nákladového šoku v cenách surovin při již stabilní úrovni směnného kurzu.

Meziroční růst cen v jednotlivých skupinách cen průmyslových výrobců



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, přičemž pozitivní nákladový šok je oproti původním prognózám ze 4. SZ v důsledku skutečností za 2. čtvrtletí 2002 a změny referenčních scénářů ještě výraznější.

Predikce cen průmyslových výrobců ze 4. SZ

	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

Aktuální predikce cen průmyslových výrobců (pro 7.SZ)

	1/2002*	2/2002	3/2002	4/2002	1/2003	2/2003	3/2003	4/2003
Ceny průmyslových výrobců	0.1	-0.5	-0.2	0.8	1.3	1.7	2.1	2.2

* skutečnost

3.3 Ceny zemědělských výrobců

Dočasnou akceleraci růstu cen zemědělských výrobců v únoru, způsobenou zejména výraznějším sezónním růstem cen některých cenově volatilních zemědělských komodit ve skupině ovoce a zelenina vystřídal zmírnění meziročního růstu cen zemědělských výrobců v dubnu 2002 (2,7%) a jejich přechod ve výrazný meziroční pokles v květnu 2002 (-4,2%) a v červnu (-16%). Tento vývoj (tj. cca 16 % pokles v červnu 2002 ve srovnání cca 16 % růstem v červnu 2001) byl výsledkem souběhu řady faktorů, které přispěly ke změně cenové dynamiky u většiny klíčových produktů, jak v rostlinné, tak i v živočišné výrobě. Konkrétně šlo především o stupňující se převahu nabídky nad poptávkou u některých komodit na domácím trhu v důsledku příznivé sklizně roku 2001 a značných zásob z této sklizně dosud neumístěných na trhu v podmínkách blížící se nové sklizně, snížení poptávky a cen zemědělských komodit v zahraničí, příznivý vývoj cen některých dovážených vstupů a apreciaci kurzu koruny.

Aktuální vývoj cen zemědělských výrobců se v závěru 2. čtvrtletí 2002 odchýlil od trajektorie predikce ze 4. SZ, zejména v důsledku intenzivnějšího působení výše popsanych faktorů oproti původním očekáváním. Z tohoto důvodu měníme predikci –

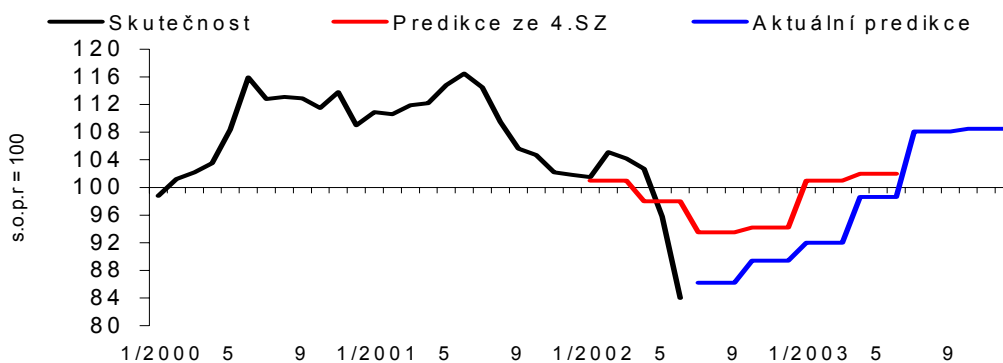
počítáme v době letních měsíců (na rozdíl od předchozí predikce) ještě s dalším mírným poklesem cen a stagnací této cenové hladiny až do konce letošního roku a mírným postupným růstem cenové hladiny cen zemědělských výrobců v roce 2003. Tento vývoj bude znamenat v meziročním srovnání výrazný pokles cen zemědělských výrobců ve zbytku letošního roku i v první polovině roku 2003. Poměrně rychlý přechod k výraznějšímu meziročnímu růstu cen zemědělských výrobců v roce 2003 je do značné míry způsoben i velmi nízkou srovnávací základnou druhé poloviny roku 2002 – v úrovních hodnotách nepřekročí růst cen zemědělských výrobců v druhé polovině roku 2003 průměrnou cenovou hladinu roku 2001.

Výše popsany vývoj by měl znamenat v průběhu letošního roku intenzivnější oslabení nákladových tlaků na vývoj spotřebitelských cen potravin. Možná rizika případného rychlejšího růstu zemědělských výrobců jsou nadále pravděpodobná nejdříve v polovině roku 2003.

Predikce cen zemědělských výrobců (v % mzd.)

	1/2002	2	3	4	1/2003	2	3	4
Ceny zemědělských výrobců	3.6*	-5.8*	- 13.8	- 10.6	- 8.0	- 1.4	8.1	8.5

* skutečnost



4. Vývoj veřejných rozpočtů

Přestože hospodaření státního rozpočtu za první pololetí 2002 skončilo relativně příznivým výsledkem, nelze tuto skutečnost nijak přeceňovat. V průběhu druhého pololetí lze očekávat posílení tendencí k prohlubování deficitu, který by měl v závěru roku překročit zákonem schválený objem 46,2 mld. Kč o cca 24 mld. Kč. Deficit⁸ veřejných rozpočtů za rok 2002 by měl dosáhnout výše cca 6,0 % HDP oproti skutečnosti 3,8 % HDP dosažené v roce 2001. Podle předběžných politických prohlášení představitelů nově vznikající vlády by deficit veřejných financí do konce roku 2006 měl poklesnout pouze na úroveň 4,9 – 5, 4 %, což vzhledem k nejistotám spojeným s kalkulací schodku veřejných financí představuje jeho stagnaci na úrovni letošního roku. Odkládá se tak na rozdíl od záměrů v Předvstupním ekonomickém programu ČR (cíl dosáhnout deficitu veřejných financí 3 % již v roce 2005) konsolidace veřejných financí. Nově vznikající vláda se s velkou pravděpodobností bude koncentrovat na udržení současné výše schodku veřejných rozpočtů. Prozatím deklarovaný cíl fiskální politiky tak nepovede k obnově stabilizační funkce veřejných rozpočtů.

Hospodaření státního rozpočtu v širší agregaci ústřední vlády vykázalo ke konci června t.r. deficit ve výši 0,9 mld. Kč (loni ve stejném období deficit 34,8 mld. Kč). Výrazný meziroční pokles rozpočtového salda vyplývá především z toho, že oproti minulému roku obsahuje strana příjmů státního rozpočtu masivní jednorázové nedaňové příjmy z deblokace ruského dluhu (17,2 mld. Kč) a finanční prostředky přijaté z FNM (20,6 mld. Kč - z převodu části privatizačních výnosů za Transgas, a.s. a regionální plynárenské distribuční společnosti), které převyšují vyšší výdajové zatížení plynoucí z mimořádné úhrady ztráty KOB (12,1 mld. Kč).

Oproti výsledkům hospodaření rozpočtu za leden až květen (schodek 32,4 mld. Kč) došlo v průběhu června k významnému zlepšení. Rozhodující vliv na převahu červnových příjmů státního rozpočtu (91,4 mld. Kč) nad výdaji čerpanými v tomto měsíci (59,9 mld. Kč) znamenající přebytek ve výši 31,5 mld. Kč měl již zmíněný převod 20,6 mld. Kč výnosů z privatizace, které by měly být v souladu s usnesením vlády použity pro účely nemocenského, důchodového a zdravotního pojištění. Dalším faktorem ovlivňujícím červnové výsledky bylo zlepšení příjmů z daní a poplatků, jejichž inkaso za červen (45,4 mld. Kč) převýšilo výrazně průměrné měsíční inkaso za prvních pět měsíců t. r. (24,9 mld. Kč). Zlepšení se týká především DPPO (plnění 52,1 %, index 128,5 %), přestože termín pro vypořádání této daně za rok 2001 u firem s daňovým poradcem připadl až na počátek července, s důsledkem posunu části inkasa (4 - 5 mld. Kč) do tohoto měsíce. DPH zatím zaostává za předpoklady (plnění 43,4 %, index 91,8 %), což lze dát též do souvislosti s apreciací devizového kurzu koruny, avšak není ani vyloučeno její částečné nadhodnocení při sestavování rozpočtu na letošní rok. Inkaso spotřebních daní meziročně stagnuje (index 99,9 %).

Plnění celkových příjmů za červen předstihlo plnění výdajů o 3,9 % (50,5 % proti 46,6 %), což příznivě ovlivnilo rozpočtové výsledky za celé první pololetí letošního roku. Celostátní inkaso všech daní dosáhlo ke konci června 47,3 % celoročně rozpočtovaného objemu s relativně příznivým meziročním přírůstkem 7,4 %. K příznivým výsledkům prvního pololetí přispěly - vedle zmíněné DPPO - příjmy z pojistného na sociální zabezpečení, které meziročně vzrostly o 7,3 %. Původně očekávaný celoroční výpadek nepřímých daní v rozsahu

⁸ Simulace maastrichtského kritéria dle propočtu ČNB.

až cca 10 mld. Kč se po analytickém přehodnocení jejich vývoje ministerstvem financí zřejmě zcela nenaplní. Jisté riziko spočívá v nesplnění nedaňových příjmů, kde bylo ve schváleném státním rozpočtu na letošní rok počítáno s cca 50 mld. Kč jednorázových mimořádných příjmů (20,4 mld. Kč ruský dluh, 20,6 mld. Kč dotace z FNM, 8,5 mld. Kč příjmy od ČSOB z transakce IPB), přičemž dosud byl splněn záměr u již zmíněné deblokace ruského dluhu (s kurzovou ztrátou cca 3 mld. Kč) a dotace z FNM, zatímco u ostatních titulů k plnění ještě nedošlo.

Celkové výdaje státního rozpočtu představují za 1. pololetí t. r. 47,4 % schváleného rozpočtu při vyšším meziročním růstu o 8,6 % (rozpočet počítal s +6,2 %), souvisejícím s mimořádnou úhradou zbývajících částí ztráty KOB za rok 1999 ve výši 12,1 mld. Kč. Běžné výdaje jsou přitom čerpány na 48,5 % schváleného rozpočtu, kapitálové na 33,2 % (z toho investiční nákupy 41,6 %). Největší objem neinvestičních prostředků je vynakládán do sociální oblasti, kde čerpání za první pololetí činí 51,6 % při meziročním růstu o 7,3 %. Převážnou část těchto výdajů tvoří důchody (52,5 %). Vedle sociálních dávek (podpory v nezaměstnanosti apod.) vykazují relativně vysoké čerpání též neinvestiční transfery veřejným rozpočtům územní úrovně, transfery státním fondům a výdaje kapitoly Státní dluh (větší objem středních a dlouhodobých státních dluhopisů měl splatné kupony v prvním pololetí t.r.). Saldo příjmů z pojistného na sociální zabezpečení a výdajů státního rozpočtu do této oblasti je za prvních šest měsíců záporné částkou -24,3 mld. Kč (rozpočet počítá s celoročním schodkem 31,5 mld. Kč). Z toho představuje schodek na důchodovém účtu včetně správních výdajů 14,2 mld. Kč (zhruba na úrovni minulého roku).

Opticky příznivé rozpočtové výsledky dosažené za prvních šest měsíců letošního roku nelze v žádném případě přeceňovat, neboť oproti loňskému roku vykazuje deficit státního rozpočtu očištěný o mimořádné příjmy a výdaje ke konci pololetí jen mírné zlepšení (letos cca 28 mld. Kč, loni cca 31 mld. Kč). V průběhu druhého pololetí je již nezbytné počítat s postupným zhoršováním rozpočtového hospodaření, ve svých důsledcích znamenajícím překročení zákonem schváleného schodku 46,2 mld. Kč na cca 70 mld. Kč.

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

(+) přebytek (-) schodek (v mld. Kč)	SR	Skutečnost		Rozdíl	
	2002	1 - 5/2001	1 -6/2002	3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR (běžné hospodaření)	-10,0	-22,5	8,5	31,0	18,5
Kapitola OSFA - bez KOB	-2,2	2,2	2,7	0,5	4,9
Kapitola OSFA - ztráta KOB 2001	-34,0	0	0	0	34,0
Celkem (dle zák. o SR 2002)	-46,2	-20,3	11,2	31,5	57,4
Kapitola OSFA - ztráta KOB 1999	-12,1	-12,1	-12,1	0	0
Ústřední vláda celkem	-58,3	-32,4	-0,9	31,5	57,4

Veřejný dluh vzrostl podle předběžných výsledků za 1. pololetí 2002 o 57 mld. Kč a dosáhl objemu cca 574 mld. Kč (podíl 25,7 % HDP). Hlavním důvodem byl **nárůst státního dluhu** o 46 mld. Kč, ovlivněný jednak přesunem úhrady ztráty KOB za r. 1999 ve výši 12,1 mld. Kč (která již byla ze státního rozpočtu profinancována) a především výrazným zvýšením emise státních cenných papírů, jejichž objem v hodnoceném období vzrostl o téměř 50 mld. Kč. Ministerstvo financí stále respektuje dohodnutý emisní kalendář cenných papírů, a to i přes momentálně téměř vyrovnané hospodaření státního rozpočtu. S ohledem na očekávaný

negativní vývoj hospodaření státního rozpočtu v následujícím období roku (prohloubení deficitu nad zákonem schválenou úroveň) nedochází k dočasné změně emisního kalendáře a MF volné zdroje využívá ve velké míře k nákupu poukázek ČNB (k 30. 6. držba ve výši 68,5 mld. Kč). Dalším důvodem emise státních cenných papírů nad (v současnosti) potřebnou úroveň je plánovaná úhrada ztráty ČKA za rok 2001 (cca 33,2 mld. Kč), která měla být realizována ještě v prvním pololetí t. r., avšak došlo k jejímu odsunu (pravděpodobně do července). Ostatní složky veřejného dluhu se v hodnoceném období, s výjimkou nárůstu zadluženosti ČKA (+10 mld. Kč), kvantitativně téměř neměnily.

Do konce r. 2002 lze předpokládat prohloubení zadluženosti veřejných financí o 0,7 % HDP, a to v důsledku předpokládaného deficitu běžného hospodaření státního rozpočtu ve výši 20 mld. Kč, dotací na úhradu ztráty ČKA (34 mld. Kč) a mírného prohloubení zadluženosti místních rozpočtů. K jeho profinancování budou použity kromě výnosů z budoucích emisí rovněž nyní vytvářené volné zdroje.

Vliv vývoje devizového kurzu na příjmy státního rozpočtu

V souvislosti s pokračující aprecií devizového kurzu Kč jsme se zaměřili na posouzení vlivu silné koruny na vybrané příjmy státního rozpočtu. Kurzový vývoj ovlivňuje především jednorázové privatizační příjmy generované v cizí měně, daň z příjmů právnických osob a DPH. Vliv silné koruny se prosazuje buď okamžitě, nebo s určitou časovou prodlevou.

Posilování kurzu Kč se zatím nejvíce dotklo jednorázových příjmů státu z privatizace majetku. Korunová protihodnota prostředků deblokovaných z ruského dluhu a výnosy za prodej Transgasu byly v souhrnu nižší o cca 12 mld. Kč. Vývoj státního rozpočtu v letošním roce však bude z tohoto důvodu negativně ovlivněn pouze ve výši cca 3 mld. Kč, protože dotace FNM do státního rozpočtu byla realizována bez ohledu na nižší korunový výnos za prodej Transgasu v původní výši 20 mld. Kč.

Vedle tohoto jednorázového vlivu devizového kurzu na mimořádné příjmy státního rozpočtu ovlivňuje kurzový vývoj rovněž výnos DPH a daň z příjmů právnických osob. Vyjdeme-li z předpokladu neměnného fyzického objemu dovozu zboží v roce 2002 jako v roce 2001, pak i při zohlednění mírného nárůstu kontraktních cen by v korunovém vyjádření poklesl dovoz o cca 110 mld. Kč. Stát by tak na DPH z dovozu⁹ vybral cca o 24 mld. Kč méně. Korigujeme-li tuto úvahu o předpoklad, že fyzický objem dovozu poroste v roce 2002 oproti roku 2001 stejným tempem jako v prvních pěti měsících tohoto roku, pak výběr DPH by byl nižší o cca 15 mld. Kč (cca 9 % plánovaného výnosu DPH v roce 2002).

V oblasti daně z příjmů se odchylky kurzu promítají prostřednictvím tzv. nerealizovaných kurzových rozdílů z ocenění majetku a závazků do výsledovky podniků. Vzhledem k čisté dlužnické zahraniční pozici podnikového sektoru jsou při posilování kurzu Kč realizovány mimořádné kurzové zisky, které jsou předmětem daně z příjmů. Podle našich odhadů by dodatečná daň z příjmů mohla dosáhnout max. 8 mld. Kč (za předpokladu cca 10% vážené nominální aprece devizového kurzu). Tento pozitivní efekt na příjmy státního rozpočtu by se měl projevit vzhledem k časovému

⁹ Podíl dovozu potravin je zanedbatelný, proto předpokládáme sazbu DPH 22 %. Rovněž celkový výnos cla je z hlediska příjmů státního rozpočtu velmi nízký (cca 10 mld. Kč), a proto není v propočtu uvažován.

zpoždění mezi realizací zisku a předpisu záloh až v příštím roce¹⁰. Vzhledem k celkovým příjmům státu je tato částka zanedbatelná (cca 1 %), je však významná z pohledu daně z příjmů právnických osob (dosahuje cca 10 %). Vyšší daň z příjmů z důvodu přecenění čisté dlužnické pozice podniků by mohla být kompenzována zhoršením finanční situace exportujících podniků odrážející se v nižší tvorbě zisku a tím následně nižšího výnosu daně z příjmu.

Krátkodobé účinky silné koruny lze shrnout na negativní implikace především v oblasti DPH a krátkodobě pozitivní v oblasti daně z příjmů právnických osob¹¹. Pro vývoj příjmů státního rozpočtu jsou však rozhodující především střednědobé a dlouhodobé makroekonomické implikace kurzového vývoje, tj. zda přetrvávající silnější kurz Kč ve střednědobém horizontu povede ke zpomalení ekonomického výkonu či nikoliv. V takovém případě by se prosazovaly především negativní implikace kurzového vývoje na vývoj DPH a daně z příjmu právnických osob, kdy zpomalení ekonomického výkonu o 1 p.b. vede k výpadku příjmů až cca 6 mld. Kč.

¹⁰ Pokud předpis plateb neodpovídá aktuální finanční situaci plátce v běžném roce, lze požádat finanční úřad o úpravu předpisu záloh.

¹¹ Vliv silné koruny na privatizační příjmy by měl být eliminován např. sjednáním privatizační ceny v Kč.

5. Peníze, úvěry a úrokové sazby

Peníze a úvěry

Aktuální vývoj peněžních agregátů M2 a L

Tendence k poklesu meziročních přírůstků širších peněžních agregátů, která započala na počátku roku, pokračovala po celé první pololetí r. 2002. Podle předběžných údajů činil meziroční přírůstek u peněžního agregátu M2 v červnu 2002 6,5 %, u peněžního agregátu L 7,3 % (viz tab. příloha 1).

Kromě nezanedbatelného vlivu východiskové základny pro propočet z r. 2001 se do nízkých hodnot meziročních přírůstků širších peněžních agregátů promítlo snižování přílivu peněz do ekonomiky, které je na straně poptávky po penězích v souladu s tendencí k zeslabování ekonomického růstu a neinflačním vývojem ekonomiky. Na straně peněžní nabídky tomuto vývoji odpovídá nízká úvěrová emise, snižující se čistý úvěr vládnímu sektoru a omezení vlivu přílivu kapitálu ze zahraničí.

Aktuální vývoj peněžního agregátu M1

Na rozdíl od širších peněžních agregátů se u meziročních přírůstků peněžního agregátu M1 projevuje od dubna 2002 vzestupná tendence. V květnu 2002 se meziroční přírůstek tohoto peněžního agregátu zvýšil o 0,5 procentního bodu na 12,5 %. Odlišný vývoj M1 od širších peněžních agregátů souvisí s nízkou hladinou úrokových sazeb na termínované vklady, která podporuje růst objemu vkladů netermínovaných, a to jak u domácností, tak i u podniků. Oběživo se na růstu peněžního agregátu M1 podílí podstatně méně. Jeho podíl na peněžní zásobě v květnu 2002 stagnoval na úrovni 11,4 %.

Sektorová struktura peněžní zásoby

Pokles meziročních přírůstků peněžní zásoby se v květnu 2002 odrazil především do podnikové sféry, ale částečně i do sféry domácností. Pokračovalo vzájemné sbližování dynamiky růstu peněžní zásoby v obou sektorech, což bývá typické pro období zpomalování ekonomického růstu. V květnu 2002 činil rozdíl mezi meziročními přírůstky peněžního agregátu M2 pouze 0,8 procentního bodu (6,0 % domácnosti, 6,8 % podniky), zatímco v období výrazného ekonomického růstu v r. 2001 činil tento rozdíl až 17 p.b. ve prospěch podnikové sféry. Nízké úrokové sazby na termínované vklady podporovaly jak u domácností, tak u podniků tendence ke změně portfolia, což se projevilo na jedné straně zvyšováním netermínovaných vkladů, na druhé straně snahou využít výnosnějších možností pro dlouhodobější úložky. U podnikové sféry se tato tendence projevila zvýšenými investicemi do státních pokladničních poukázek (v květnu 2002 vzrostl jejich objem v držení nebankovních institucí o 10 mld. Kč, zatímco v květnu 2001 stagnoval), ale např. i zvýšenými investicemi do vládních dluhopisů. V případě domácností rostly výhodné vklady u stavebních spořitelů, jejichž přírůstek za prvních pět měsíců r. 2002 byl cca 2,5x vyšší než v r. 2001. Oblibu investic do stavebního spoření potvrzuje i šetření agentury Čekia, podle jehož výsledků jsou investice do stavebního spoření (z devíti typů investic) považovány za nejvýnosnější ve vztahu k riziku (následují investice do nemovitostí a penzijní připojištění). Vklady podniků i domácností v cizích měnách v květnu 2002 (po očištění o kurzové vlivy) dále rostly.

Predikce vývoje peněžní zásoby v letech 2002 a 2003

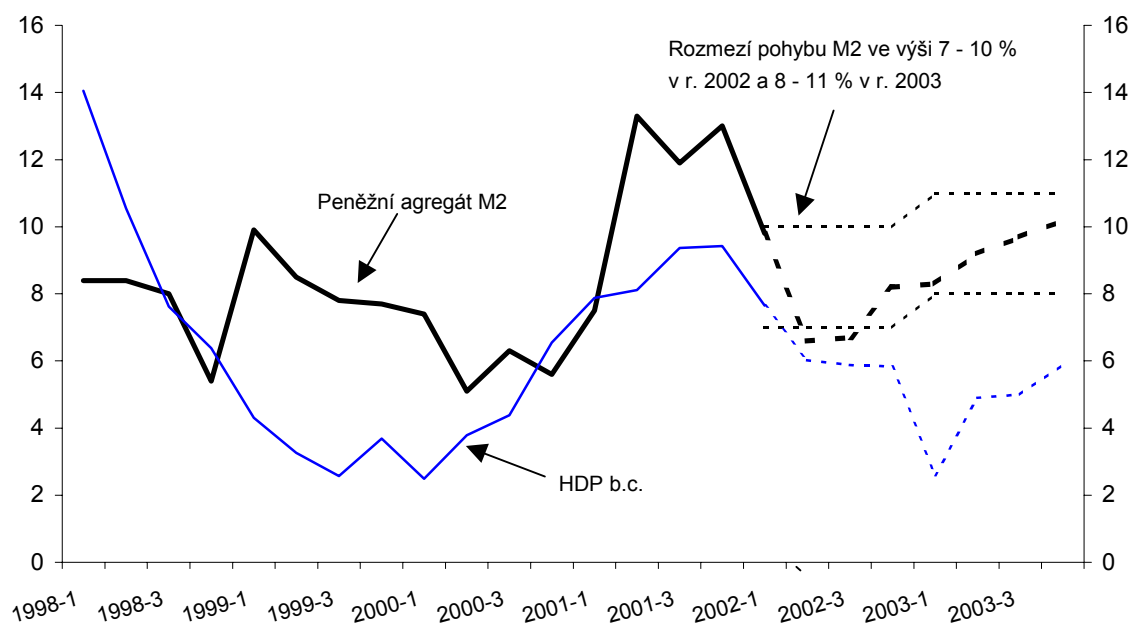
Poptávka po penězích bude v roce 2002 ovlivněna zpomalením ekonomického růstu a v roce 2003 jeho opětovným ožiováním. Oproti dubnové velké situační zprávě se s ohledem na nižší očekávanou úroveň ekonomického růstu snižuje rozmezí pohybu meziročního přírůstku peněžní zásoby na 7 - 10 % v roce 2002 a na 8 - 11 % v roce 2003. Nižší očekávaná poptávka po penězích by se měla projevit v držbě peněz podniků a domácností. Mezera mezi očekávaným růstem nominální peněžní zásoby a její nominální rovnovážnou úrovní by měla být v roce 2002 záporná a v roce 2003 nulová.

Predikce peněžní zásoby je odvozena z odhadu poptávky po penězích založené na kvantitativní rovnici směny s využitím trendu rychlosti obratu peněz, z predikce dlouhodobého trendu peněžní zásoby a z expertního odhadu hlavních protipoložek peněžní zásoby. K posouzení dopadů vývoje peněžní zásoby do inflace byl využit vývoj nominální mezery peněz mezi očekávanou a rovnovážnou úrovní peněžní zásoby.

Poptávka po penězích bude v letech 2002 a 2003 výrazněji ovlivněna oproti minulé predikci z dubnové velké situační zprávy očekávaným zpomalením ekonomického růstu. Její meziroční přírůstek by měl dosáhnout 7,6 % v roce 2002 a 9,1 % v roce 2003 při zpomalení rychlosti obratu peněz na úrovni zhruba 3 %, které odpovídá trendu jejího minulého období.

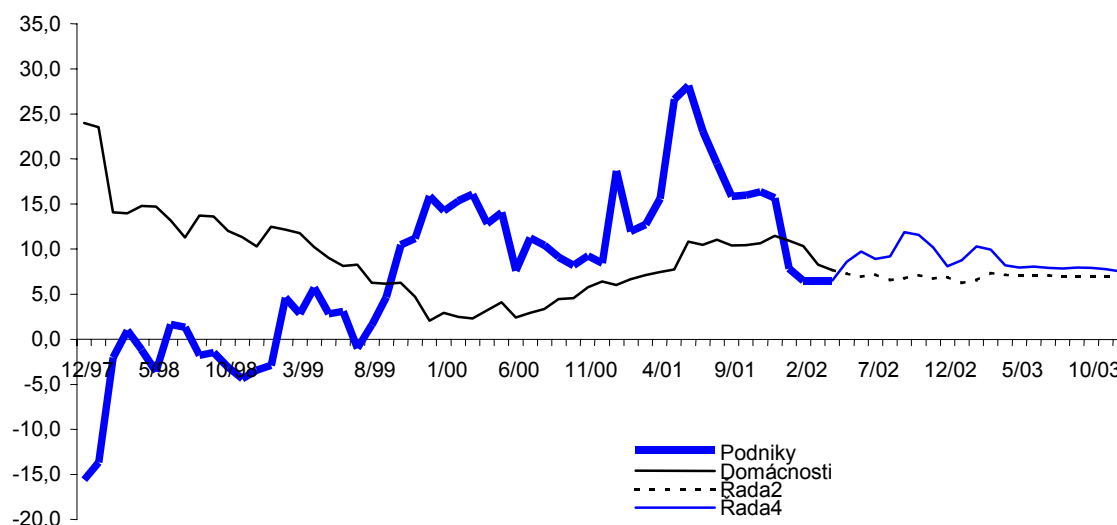
Očekávaný vývoj peněžní zásoby a nominálního HDP

(meziroční změny v %)



Uvedený vývoj se z hlediska sektorové struktury peněžní zásoby projeví u podniků i u domácností. V krátkodobém časovém horizontu se bude prosazovat snížení držby peněz u podniků v souvislosti se zpomalováním ekonomického růstu, zhoršováním jejich finanční situace a snížení úsporného motivu držby peněz u domácností. Tento vývoj byl zřejmý v prvním pololetí 2002. V držbě peněz domácností se projevil růst jejich spotřebních výdajů. Na druhé straně se však ve vývoji sektorové struktury peněžní zásoby bude odrážet pokračující trend dluhového financování spotřebních a investičních výdajů domácností.

Očekávaný vývoj sektorové struktury peněžní zásoby (meziroční vývoj v %)



V důsledku uvedeného vývoje se dále mění i dlouhodobý trend vývoje peněžní zásoby. Podle tohoto odhadu by se měl její meziroční přírůstek výrazněji zpomalit v roce 2002 a stagnovat v roce 2003. Jeho výše by měla dosáhnout 6,5 % v roce 2002 a 6,4 % v roce 2003. Naznačenou stagnaci peněžní zásoby v roce 2003 je nutno hodnotit opatrně, neboť metoda extrapolace minulého vývoje v delším časovém horizontu ztrácí vypovídací schopnost.

Expertní výhled hlavních protipoložek peněžní zásoby naznačuje, že její vývoj bude i nadále závislý zejména na přílivu zahraničního nedluhového kapitálu. Podíl růstu čistých zahraničních aktiv by měl dosáhnout 6 p.b. Nadále se předpokládá, že úvěrová emise bude přispívat k růstu peněžní zásoby ve výši 2 - 3 p.b. S ohledem na zpomalení ekonomického růstu a signály o finanční situaci podniků se předpokládá vyšší nárůst úvěrů teprve v roce 2003. Přírůstky peněžní zásoby budou též podporovány deficitním hospodařením veřejných rozpočtů, jejich příspěvek se bude pohybovat do 2 p.b. Na základě uvedeného očekávaného vývoje hlavních protipoložek peněžní zásoby by její meziroční přírůstek měl dosáhnout 10,4 % v roce 2002 a 11,3 % v roce 2003. Rizikovými faktory uvedeného odhadu budoucího vývoje peněžní zásoby zůstávají nejistoty spojené s přílivem zahraničního nedluhového kapitálu a s finančním hospodařením veřejných rozpočtů.

Nižší očekávaný růst peněžní zásoby oproti původní predikci působí též na vývoj nominální mezery peněz. Tato mezera představuje rozdíl mezi očekávanou dynamikou peněžní zásoby a její rovnovážnou úrovní vycházející z potenciálního produktu (2,9 % v roce 2002 a 3,2 % v roce 2003), inflačního cíle (střed pásma na úrovni 3,7 % v roce 2002 a 3,5 % v roce 2003) a trendu rychlosti obratu peněz (zpomalení na úrovni cca 3 %). Úroveň nominální mezery peněz by měla být ke konci roku 2002 záporná (cca - p.b.) a ke konci roku 2003 nulová (cca +0,4 p.b.). Záporná mezera indikuje v krátkodobém časovém horizontu nižší nabídku peněz v ekonomice oproti jejich rovnovážné úrovni. Uvedená mezera též naznačuje možnost pomalejšího přibližování ekonomické aktivity k jejímu potenciálu oproti původnímu očekávání.

Úvěry

Meziroční přírůstek úvěrové emise v červnu 2002 stagnoval na úrovni 2,3 %. Ve vývoji úvěrové emise se promítá zpomalení efektivní poptávky po úvěrech podniků, což je v souladu se zpomalením ekonomického růstu. Absolutní objem úvěrů se v červnu 2002 zvýšil o 8,3 mld. Kč a od počátku t. r. o 20,4 mld. Kč. Predikce úvěrů předpokládá zvýšení jejich absolutního objemu o 40 mld. Kč v roce 2002 a o 55 mld. Kč v roce 2003. Meziroční přírůstek úvěrů by se měl v letech 2002 a 2003 pohybovat v rozmezí 4 - 6 %. S ohledem na očekávané zpomalení ekonomického růstu a signály o finanční situaci podniků lze výraznější ožívování úvěrů očekávat teprve v roce 2003.

Vývoj úvěrů byl ovlivněn negativními signály o finanční situaci podniků. Podle výsledků finanční analýzy podnikové sféry v průmyslu a stavebnictví publikované MPO za rok 2001 je zřejmé zpomalení růstu kladného hospodářského výsledku, a to i přes pokračující růst produkce a tržeb stimulovaných zejména růstem domácí poptávky. Nepříznivě se v ekonomice podniků, zejména zpracovatelského průmyslu, odráželo oslabování růstu zahraniční poptávky a zpevňování devizového kurzu. Tyto faktory se podílely na snížení rentabilit (vlastního kapitálu, aktiv, tržeb) podniků pod zahraniční kontrolou. U soukromého domácího sektoru došlo k meziročnímu zlepšení rentabilit (vlastní kapitál, aktiva), přesto jeho finanční výsledky nejsou příznivé v souvislosti se stagnací přidané hodnoty, růstem osobních nákladů a nedostatečnou investiční aktivitou. Úrovně jednotlivých rentabilit (např. vlastního kapitálu) však výrazně zaostávají za sektorem podniků pod zahraniční kontrolou.

Přestože zejména u podniků pod zahraniční kontrolou se snížil již v roce 2001 kladný hospodářský výsledek před zdaněním a čistý zisk, měly tyto podniky rozhodující podíl na růstu průmyslu. Oproti domácímu sektoru dosáhly vyššího meziročního růstu výkonů, výkonové spotřeby, ale i přidané hodnoty, osobních nákladů, zaměstnanosti, odpisů a celkových nákladů. Zvýšil se přírůstek jejich celkových aktiv, který zejména souvisel s přílivem přímých zahraničních investic. V rámci vnějších finančních zdrojů významně vzrostly rezervy a krátkodobé závazky. Růst rezerv by mohl též souviset se zabezpečováním proti kurzovým rizikům. Zvýšení krátkodobých závazků může souviset s rostoucí mezipodnikovou zadlužeností nebo s čerpáním úvěrů od mateřských firem.

Vzhledem k tomu, že nižší zahraniční poptávka a silný devizový kurz působily i v prvním pololetí 2002, lze předpokládat, že uvedené tendence finanční situace podniků budou pokračovat. Potvrzují to signály zaznamenané z údajů ČSÚ v 1. čtvrtletí 2002.

Vývoj finanční situace podniků se odrážel i ve vývoji sektorové struktury úvěrové emise. Úvěry poskytnuté podnikům pod zahraniční kontrolou v květnu 2002 poklesly o 9,7 %, tj. o 5,1 mld. Kč. Meziroční přírůstek těchto úvěrů se od počátku t. r. snížil o 14,7 p.b., což představuje snížení jejich absolutního objemu o 11,5 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že banky se podílely na financování zejména investičních aktivit exportně orientovaných podniků pod zahraniční kontrolou, uvedený vývoj je v souladu s mírným snižováním podílu dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na celkových aktivech těchto podniků. Úvěry poskytnuté domácím podnikům se naopak v květnu 2002 zvýšily o 2,3 mld. Kč a od počátku t.r. o 12 mld. Kč.

Objem úvěrů poskytnutých obyvatelstvu se v květnu 2002 dále zvýšil o 3,8 mld. Kč. Jejich meziroční přírůstek však v delším časovém horizontu stagnoval na úrovni 24,2 %. Na uvedeném vývoji se podílely zejména hypoteční a spotřební úvěry při stagnaci úvěrů ze

stavebního spoření. I přes rostoucí význam dluhového financování výdajů obyvatelstva je spotřeba obyvatelstva v rozhodující míře financována z disponibilních příjmů.

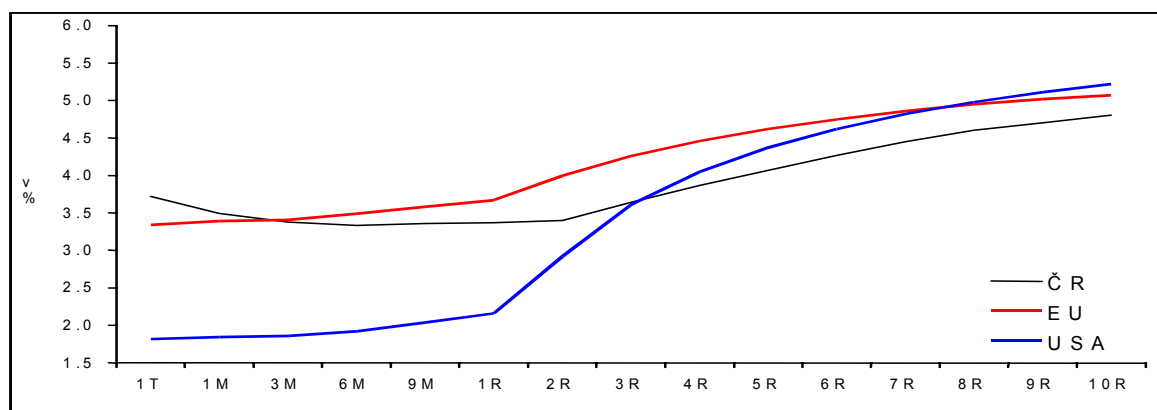
Predikce úvěrové emise v letech 2002 a 2003 se vzhledem k aktuálnímu vývoji úvěrů nemění. Do poptávky po úvěrech by se mělo promítat zpomalení ekonomického růstu v roce 2002 a jeho oživení v roce 2003. Rizikovým faktorem je však rovněž případný nepříznivý vývoj devizového kurzu na finanční situaci podniků a tím na efektivní poptávku po úvěrech. Meziroční přírůstek úvěrů se bude v letech 2002 a 2003 pohybovat v rozmezí 4 - 6 %. Tento odhad vychází z analýzy dosavadního trendu úvěrové emise a expertního odhadu zohledňujícího aktuální vývoj sektorové struktury úvěrů, celkový ekonomický vývoj a finanční situaci podniků. Meziroční přírůstek úvěrů by měl dosáhnout 4,2 % v roce 2002 a 5,6 % v roce 2003.

Úrokové sazby

Úrokové sazby na všech segmentech finančního trhu po období určité stabilizace začaly v polovině června klesat. Pokles dosáhl cca 0,5 procentního bodu téměř ve všech maturitách, s výjimkou nejkratších splatností. Příčin uvedeného vývoje je několik, k vnitřním lze zařadit především příznivý vývoj inflace a posilující kurz Kč. Rovněž údaje o HDP byly vyhodnoceny tak, že nesignalizují nebezpečí inflačního vývoje. Pokles byl podpořen i prohlášením guvernéra ČNB na zasedání Banky pro mezinárodní vyrovnaní plateb („Česká centrální banka sníží úrokové sazby, pokud předpovědi očekávané na konci července podpoří její dojem, že ekonomická rizika směřují spíše k nižším cenám než k inflaci.“). Z negativních zpráv se ve vývoji sazeb projeví pouze diskuse o schodku veřejných financí budoucí vlády, a to jen krátkodobě. Informace ze zahraničních trhů působily také směrem k nižším sazbám (stále nepřesvědčivé oživení ekonomického růstu, podvody v účetnictví některých firem v USA). Všechny tyto faktory se promítají do silného očekávání snížení klíčových sazeb ČNB až o 0,5 procentního bodu.

Očekávání se promítá do negativního tvaru výnosové křivky na peněžním trhu, aktuální spread mezi sazbami 1R a 1T činí -0,31 procentního bodu. Rovněž kotace sazeb FRA naznačují očekávaný pokles krátkodobých úrokových sazeb. U dlouhodobých sazeb spread zůstává pozitivní, mezi sazbami 5R a 1R dosahuje 0,87 procentního bodu. Porovnání tuzemských sazeb s úrokovými sazbami v zahraničí ukazuje následující graf. Eurová křivka je téměř po celé své délce (kromě nejkratšího konce) na vyšší hladině, americká křivka je výše ve střední a delší části (od splatnosti 4R).

Výnosová křivka v různých zemích: sazby IRS (17. 7. 2002)



Inflační očekávání analytiků finančních trhů se podle očekávání dále snížila. Pokračující posilování koruny, vývoj cen potravin a oddálení očekávaného oživení ekonomiky eurozóny byly důvodem k dalším posunům krátkodobých i střednědobých predikcí inflace směrem dolů. Analytici předpokládají, že v nejbližších měsících bude inflace dále klesat a ke konci roku začne růst s tím, jak se vyčerpá příznivý efekt srovnávací základny z loňského roku. Růst by však neměl být nijak dramatický, v horizontu 1R by se inflace měla pohybovat ve spodní polovině cílového koridoru ČNB. Predikované hladiny krátkodobých i dlouhodobých sazeb se rovněž snížily, jsou citelně ovlivněny poklesem inflačních očekávání a přesvědčením trhu, že ČNB přikročí na konci července k dalšímu uvolnění měnové politiky. Opětovné zvýšení sazeb se předpokládá až v příštím roce v závislosti na intenzitě střednědobých inflačních rizik a dalším vývoji kurzu koruny. Dlouhodobé sazby a výnosy dluhopisů by mohly být ovlivněny obavami z vysokých deficitů státního rozpočtu v příštích letech.

Pokud očekávané úrokové sazby extrahované z finančního trhu porovnáme se sazbami generovanými základním scénářem střednědobé modelové predikce, pak jsou zřejmé určité rozdíly. Sazby z modelové predikce se obecně pohybují na nižší hladině. Rozsah závisí na splatnosti úrokové sazby a horizontu predikce, nepřesahuje však 1 procentní bod.

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
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	3.6	3.9	4.6	4.9
4/02	2.7	3.5			4.6	4.9
5/02	2.9	3.3			4.3	4.6
6/02	3.0	3.1			4.2	4.6
7/02	2.3	2.8			3.9	4.1

Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v květnu pokračovaly v postupném poklesu (4,9 %). Od počátku roku to představuje již 1,0 procentního bodu, tedy stejně jako rozsah snížení základních sazeb ČNB. Termínované depozitní sazby také pokračovaly v sestupném trendu, i když nižším tempem (2,8 %). Reálné úrokové sazby se vyvíjejí rozdílně v závislosti na zvoleném cenovém indexu. Reálné úrokové sazby z nových úvěrů deflované PPI aktuálně dosahují 5,4 % při pohledu ex post, 2,5 % při pohledu ex ante. Reálné depozitní sazby se již několik měsíců pohybují těsně v záporných hodnotách (viz tab. příloha č. 5).

6. Trh práce

Srovnání predikce a skutečnosti

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	červen 2002	8.66	8.73
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	květen 2002	x	5.5

6.1 Vývoj na trhu práce v druhé polovině roku 2002

Predikce i nadále předpokládá **růst potenciálního produktu v roce 2002** v rozsahu kolem 3 %. Při souběžném předpokladu o stabilitě počtu obyvatel v produktivním věku a míry participace to znamená očekávaný růst potenciální národohospodářské produktivity rovněž v rozsahu kolem 3 %.

Zaměstnanost v 1. čtvrtletí 2002 slabě rostla¹² (0,1%) při pokračování strukturálních změn. Klesala zaměstnanost v primárním sektoru a v peněžnictví, naopak vzrostla ve službách a rovněž ve zpracovatelském průmyslu (pravděpodobně v souvislosti s novými kapacitami v rámci FDI). K růstu zaměstnanosti přispěly i diskrétní vlivy (růst v nepodnikatelské sféře o 0,5%, tedy v intencích schváleného státního rozpočtu).

Očekávaný slabý pokles až stagnace (číselně 0,0 % až -0,2 %) **celkové zaměstnanosti** pro rok 2002 se neliší od predikce ze 4. SZ a je v zásadě potvrzován vývojem v 1. čtvrtletí roku. Prostor pro silnější růst zaměstnanosti je uzavírán jednak předpokládaným růstem potenciální produktivity, (v jeho rámci zejména pokračujícími strukturálními změnami v souvislosti s vývojem produktivity v obchodovatelném sektoru), jednak i skutečností, že růst zvolní v porovnání s minulým rokem. Analýza vývoje zaměstnanosti ukazuje podmíněnost změn v zaměstnanosti především dynamikou ekonomické aktivity (s určitým zpožděním).¹³ V průběhu 2. poloviny roku by měl rovněž pokračovat diferencovaný (podle jednotlivých odvětví) vývoj v sektoru služeb při zastavení růstu zaměstnanosti v průmyslu.

První informace o vývoji v průmyslu za duben a květen jsou s uvedenou úvahou do značné míry konzistentní (zaměstnanost v průmyslu poklesla v dubnu o 2,6 % a v květnu o 2,3 % a růst výrobního indexu průmyslové produkce v souhrnu za leden – květen byl zajišťován výlučně růstem produktivity práce). Naopak nejednoznačný je vývoj ve stavebnictví, kde zaměstnanost vzrostla v dubnu i v květnu o cca 3,0 %.

První čtvrtletí rovněž přineslo určité zhoršení hospodářských výsledků nefinančních podniků¹⁴ včetně růstu podílu kompenzací osobních nákladů zaměstnanců na přidané hodnotě, poklesu provozního přebytku a poklesu podílu přidané hodnoty na produkci. Tento vývoj rovněž znamená jen velmi slabé stimuly pro růst zaměstnanosti.

Uvedená predikce zaměstnanosti ve vazbě na minulý a zčásti i budoucí ekonomický vývoj znamená slabý vzestup **míry nezaměstnanosti**. Predikce míry nezaměstnanosti ke konci roku 2002 zůstává v horní polovině původního intervalu predikce ze 4. SZ, tj. 9,1 – 9,6 %.

¹² Podle údajů výběrového šetření pracovních sil ČSÚ

¹³ Očekávání o zaměstnanosti v druhé polovině roku, odvozená od vztahů, identifikovatelných z minulého vývoje ekonomiky jsou částečně v rozporu s aktuálními výsledky konjunkturálních šetření, kde podniky očekávají spíše mírný růst zaměstnanosti. Výsledky konjunkturálních šetření podléhají ovšem značným fluktuacím a nelze je přeceňovat ve srovnání s ekonomickou faktorovou analýzou

¹⁴ Se 100 a více zaměstnanci, podle odhadu tvoří cca 60 % podíl na přidané hodnotě v sektoru nefinančních podniků

Očekávaný vývoj průměrné mzdy: Vývoj v nepodnikatelské sféře se v 1. čtvrtletí odchýlil od předpokladů v důsledku posunutí termínu pro výplatu zvýšených mezd, proto jedinou změnou, pokud jde o tuto veličinu, je započtení skutečnosti za 1. čtvrtletí do celoroční hodnoty. I nadále lze považovat za nejpravděpodobnější, že ve zbývajících čtvrtletích bude zvýšení mezd realizováno ve výši předpokládané rozpočtem, tj. 8,5 %. Nedomníváme se však, že budou doplacen rozdíly z 1. čtvrtletí, zejména proto, že to naráží na schválený státní rozpočet. Odhad celkového meziročního růstu průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře se tedy proti 4. SZ (8,5%) snižuje (na 7,9%) s tím, že odhad růstu průměrné mzdy na 2. – 4. čtvrtletí zůstává v průměru 8,5%, tj. zůstává na původním předpokladu pro celoroční růst. Nicméně vzhledem k váze této sféry (20%) na celkových vyplacených mzdách je dopad do změn predikce marginální.

Vývoj průměrné mzdy v podnikatelské sféře: vychází především z ekonomických vztahů k očekávanému vývoji míry nezaměstnanosti, dále z výsledků, resp. zpřesnění uzavřených mzdových vyjednávání, a konečně i z modelových výsledků, ať už jednorovnicových modelů nebo makromodelů krátkodobého vývoje ekonomiky (modely A, B). Všechny uvedené přístupy indikují velmi slabé snížení míry růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře. K obdobnému výsledku směřuje i analýza trendu vývoje za předchozích 12 měsíců, což při významné roli setrvalosti mezd v průběhu roku znamená významnou informaci. Úvaha je v souladu s očekávaným slabým vzestupem míry nezaměstnanosti (po sezónním očištění). Rovněž předstihové ukazatele pro 2. čtvrtletí (mzda v průmyslu a stavebnictví za duben a květen) jsou s uvedenou dikcí v souladu. V návaznosti na předchozí závěry rovněž i predikce růstu mzdy v národním hospodářství se oproti 4. SZ jen velmi slabě sníží, což přispěje – jakkoli málo významně – k prohloubení deflačních tendencí v ekonomice.

Souhrnná tabulka ukazatelů 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
Zaměstnanost celkem	-1,3	-0,8	-0,3	-0,3	-0,7	0,7	0,4	0,1	0,3	0,4	0,1	0,2	-0,1	-0,5	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	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1
Míra nezaměstnanosti v % - ke konci období ^{4/}	9,5	8,7	8,8	8,8	8,8	8,7	8,1	8,5	8,9	8,9	9,1	8,7	9,1	9,3	9,3
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) ^{2/}	7,0	5,8	6,2	7,2	6,6	9,1	8,9	8,7	7,5	8,5	7,0	7,3	7,4	7,8	7,4
(reálná)	3,3	2,0	2,0	2,9	2,6	4,8	3,7	3,1	3,1	3,6	3,2	4,9	6,6	6,3	5,1
v tom: podnikatelská sféra (nominální)	8,4	6,9	7,3	8,2	7,8	9,1	8,7	8,3	7,0	8,2	7,2	7,2	7,3	7,6	7,3
nepodnikatelská sféra (nominální)	2,9	2,0	2,2	4,0	2,8	9,6	10,0	10,9	9,5	10,0	6,5	8,4	7,8	8,8	7,9
Mzdy a platy v NH (nominální) ^{3/}	5,1	4,3	4,8	6,0	5,1	9,3	9,0	8,8	8,2	8,8	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2
JMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)	1,8	1,2	2,0	2,0	1,8	5,5	5,3	5,3	5,4	5,4	4,5	4,9	4,6	4,8	4,8

Pramen: ČSÚ, propočty 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 organizacích vynásobená zaměstnanci v NH.

4/ Druhé čtvrtletí 2002 je již skutečnost.

6.2 Vývoj na trhu práce v roce 2003

Predikce i nadále předpokládá růst potenciálního produktu v roce 2003 v rozsahu kolem 3 %. Při souběžném předpokladu o stabilitě počtu obyvatel v produktivním věku a míry participace to znamená

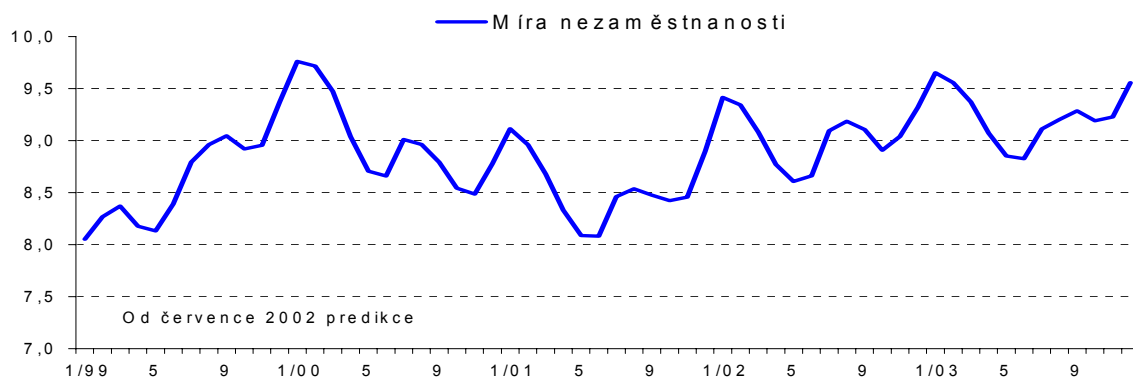
očekávaný růst potenciální národohospodářské produktivity rovněž v rozsahu kolem 3 %. Vývoj zaměstnanosti bude tedy i nadále převážně odrazem reciprokého vývoje nezaměstnanosti v souvislosti s průběhem hospodářského cyklu,

- Zhodnocení současné výše **produkční mezery a očekávaného tempa růstu potenciálního produktu a produktivity práce**, odhadovaného zpoždění zaměstnanosti za vývojem reálné ekonomické aktivity v řádu 2-4 čtvrtletí nevytváří dostatečný prostor

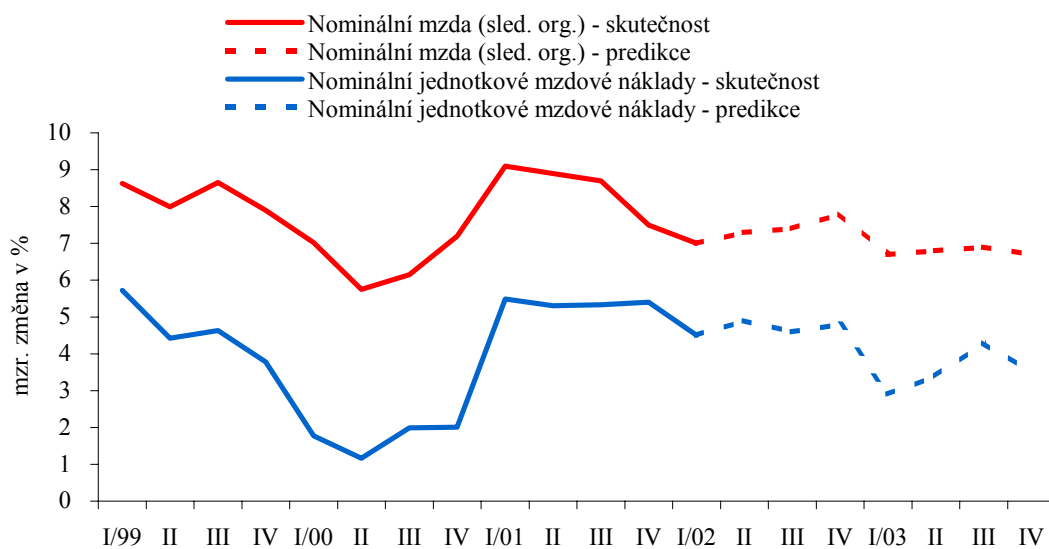
pro růst zaměstnanosti. Produkční gap se bude zvětšovat ke konci roku 2002 a ani přes dopad měnově politické reakce nedojde k jeho uzavření v roce 2003. Odhadovaný vývoj produktu v roce 2002 a předpoklad existujícího zpoždění mezi vývojem reálné ekonomické aktivity a vývojem zaměstnanosti prakticky vylučují možnost růstu zaměstnanosti minimálně v 1. polovině roku 2003,

- Předpokládaný vstup do EU zintenzivní tlak na další restrukturalizaci podniků s dopadem na úsporu zaměstnanců (zesílení konkurence na trhu Evropské unie), vývoj zaměstnanosti ovlivní částečně i privatizace energetiky a spojů,
- Za předpokladu pokračování stávající vládní politiky v oblasti zaměstnanosti očekáváme, že výdaje ze státního rozpočtu v roce 2003 na aktivní politiku zaměstnanosti a investiční pobídky budou neměnné,
- Z modelových analýz pro vývoj zaměstnanosti (A, B, jednorovnicové a dvourovnicové) vyplývá interval predikce od $-0,6$ do $+0,6$ %. V případě zohlednění rozdílného metodického vykazování počtu nezaměstnaných osob (dopočet na pracovní sílu) mezi metodikou ILO a MPSV lze předpokládat slabý pokles zaměstnanosti (o cca 0,3 %) s reciprokým nárůstem **míry nezaměstnanosti** (v metodice MPSV) o 0,3 proc. bodu v porovnání s rokem 2002,
- V současné době nemáme žádné informace pokud jde o **kolektivní vyjednávání pro rok 2003**. První informace o záměrech odborů v této oblasti lze očekávat až na přelomu 3. a 4. čtvrtletí 2002. Nicméně v období přípravy vyjednávání (tj. ve 3. čtvrtletí roku) budou odbory pravděpodobně postaveny před situací velmi nízké inflace (kolem 1,0 %, absenci zásadnějších impulsů pro razantnější zrychlení růstu cen v roce 2003 (včetně podoby deregulačních záměrů), oslabující ekonomický růst a zhoršující se finanční výsledky podniků (v důsledku zrychlující meziroční kurzové apreciacie). Z toho důvodu budou manažeři podniků usilovat o úspory v nákladech jak v oblasti zaměstnanosti, tak i v oblasti průměrné mzdy. Nejpravděpodobnější prostor pro požadavky odborů lze vymezit asi v intervalu kolem 4,5 % - 5,5 % (2,5 % - 3,0 % inflace, kolem 2,0 % - 2,5 % participace na ekonomickém růstu),
- Modelové výsledky a reflexe posunu míry nezaměstnanosti signalizují další snížení dynamiky průměrné mzdy na úroveň kolem 7,0 %, tyto úvahy však nepočítají s rostoucí finanční obtížností podniků a po jejich expertním zapracování lze odhadovat růst **průměrné mzdy v podnikové sféře** na cca 6,5 %, což víceméně koresponduje s předpokládanými požadavky odborů,
- Při predikci v nepodnikatelské sféře na rok 2003 vycházíme z dílčích informací střednědobého finančního výhledu, který je součástí státního rozpočtu na příslušný rok. Výhled některých hlavních indikátorů do roku 2004 mj. obsahuje mizr. nárůst mezd a platů ve veřejném sektoru ve výši 5,5 %. V případě platnosti našeho předpokladu jen mírného růstu počtu zaměstnanců (+0,4 %) lze odvodit růst průměrné nominální mzdy ve výši 5,1 %. Po zohlednění reformy zákonů o odměňování (zákon o státní službě a modifikace platového systému), které dle MPSV mají vejít v tomto roce v platnost, lze očekávat nárůst v ROPO ve výši cca 7,0 %. Po přidání v minulosti obvyklého rozdílu ve výši cca 1,0 p.b. získáváme nárůst průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře ve výši cca 8,0 %,
- Souhrnný propočet očekávaného vývoje v podnikatelské a nepodnikatelské sféře indikuje nárůst průměrné nominální mzdy ve sledovaných organizacích v roce 2003 ve výši kolem 6,8 % a v návaznosti na očekávaný pokles počtu zaměstnanců meziroční růst mezd a platů ve výši 6,6 %.

Vývoj míry nezaměstnanosti včetně predikce (v %)



Predikce vývoje průměrné mzdy a NJMN (mzr. změny v %)



7. Ekonomický růst a jeho složky

Meziroční reálný růst v %	Období 2002	Predikce	Skutečnost
Index průmyslové produkce	květen	-	5,1
Stavební výroba	květen	-	5,2
mld. Kč			
Obchodní bilance	květen	-8,0	-11,8
Obchodní bilance	leden – květen	-35,0	-21,5

Střednědobá predikce předpokládá růst HDP v roce 2002 na úrovni 2,3 % a v roce 2003 zrychlení na 2,9 %. Tato kapitola ukazuje předpokládaný vývoj jednotlivých složek HDP.

Vývoj složek HDP v roce 2002

Předpokládaný růst **spotřeby domácností** v běžných cenách zůstává i nadále poměrně těsně svázán především s predikcí vývoje průměrné mzdy, zaměstnanosti a míry úspor. Nicméně postupně roste role dodatečných zdrojů financování (úvěry, leasingy) při determinaci míry úspor i spotřeby domácností. Dosavadní trend růstu váhy této položky zdrojů spotřeby se tak promítá do růstu rizik predikce spotřeby, která je jinak všeobecně považována za poměrně spolehlivou.

Slabé snížení očekávaného růstu **průměrné mzdy** pro rok 2002 oproti 4. SZ implikuje při zachování úrovně zaměstnanosti rovněž slabé snížení míry růstu nominálních disponibilních důchodů domácností a při očekávané stabilitě míry úspor¹⁵ i slabé snížení dynamiky nominálních výdajů domácností na spotřebu (oproti 4. SZ).

Rozdíl predikce a skutečnosti, pokud jde o reálný růst spotřeby v 1. čtvrtletí byl dán především odlišným vývojem skutečného deflátoru proti predikci. Vývoj deflátoru spotřeby se v posledních čtvrtletích odklání od vývoje indexu spotřebitelských cen a predikce pro rok 2002 reflektuje tuto skutečnost. Snížení odhadu meziroční změny deflátoru pro zbytek roku (na základě zkušenosti minulých 3 – 4 čtvrtletí) vede i při výše uvedeném slabém snížení nominálního růstu spotřeby k úpravě dynamiky reálného růstu spotřeby směrem nahoru v rozsahu cca 1,0 proc. bodu. Reálná spotřeba by se tak měla v roce 2002 pohybovat v průměru kolem 4,0 – 5,0 %, tato úvaha předpokládá stabilitu míry úspor na úrovni roku 2001.

Tabulka zkrácené bilance národních účtů domácností a celkový rozklad finančních zdrojů domácností na spotřebu, finanční aktiva a fixní investice (2002, 2003 predikce)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Disponibilní důchod	1056,307	1091,539	1143,49	1217,521	1302,5	1383,5
Čisté zvýšení finančních pasiv	38,596	45,247	69,637	114,188	100	106,1
Zm. podílu dom. na rezer. penz.fondů	7,586	6,1	7,56	11,131	14,607	16,89
Saldo transferů	9,204	10,085	11,234	12,503	13	13
Zdroje domácností	1111,693	1152,937	1231,921	1355,343	1430,107	1519,490
Výdaje na individuální spotřebu	951,955	1006,637	1059,564	1141,159	1222,924	1307,4
Změna finančních aktiv	108,065	76,35	100,214	136,725	124,183	126,09
z toho: oběživo	6,101	23,608	11,553	4,107	5	5
vklady	71,554	13,039	47,516	89,816	75	76
ostatní	30,41	39,703	41,145	42,802	44,183	45,09
Tvorba fixního kapitálu + ostatní	51,673	69,95	72,143	77,459	83	86
Užití zdrojů domácností	1111,693	1152,937	1231,921	1355,343	1430,107	1519,490
Hrubá míra úspor	10,6	8,3	8,0	7,2	7,2	6,7

¹⁵ Tento předpoklad rovněž znamená předpoklad růstu dodatečných zdrojů řádově na úrovni roku 2001.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
nominální růst výdajů dom. spotřebu	7,2	5,7	5,3	7,7	7,2	6,9
míra inflace	10,7	2,1	3,9	4,7	2,0	1,9
meziroční změna deflátoru spotřeby	9,2	3,8	2,9	3,7	2,5	2,4
meziroční změna reálné spotřeby dom.	-1,8	1,9	2,3	3,9	4,5	4,4

Předpokládaný vývoj míry úspor. Podle revidované časové řady v uplynulých čtyřech čtvrtletích míra úspor setrvala klesala. V současné době se nachází ve středu intervalu, běžného ve vyspělých evropských zemích. Její vývoj je ovlivňován klesající inflací, poměrně značným dosavadním optimismem domácností, pokud jde o vývoj ve zbytku roku, a zápornými reálnými sazbami z termínovaných depozit. Tyto faktory působí směrem k poklesu míry úspor. Proti poklesu může působit postupně narůstající nezaměstnanost v podmínkách zpomalujícího ekonomického růstu a případné budoucí přehodnocení spotřebitelského sentimentu. Predikce v této situaci vychází z předpokladu o stabilitě míry úspor v roce 2002.

Rizikem pro odhad spotřeby domácností se postupně stává vliv čistého zvýšení finančních pasiv domácností (cca 50% spotřebitelské úvěry, zbytek leasingy, obchodní úvěry apod.). Podíl čistého zvýšení finančních pasiv na výdajích domácností na konečnou spotřebu dosáhl v roce 2001 10 %. Zůstává tedy stále pod úrovní zemí západní Evropy. Z tohoto pohledu se zdá reálné předpokládat další růst zadlužení domácností, nicméně přetrvává určitá nejistota, zda hranice vnímání únosné zadluženosti u tuzemských domácností neleží jinde než ve srovnávaných zemích západní Evropy. Důvodem by mohla být jak nižší kupní síla (s relativně vyšším podílem nezbytných potřeb na výdajích), tak i historicky podmíněné odlišné vnímání fenoménu zadluženosti. Predikce předpokládá nižší přírůstek finančních pasiv než v roce 2001 mj. v souvislosti s růstem reálných sazeb v důsledku poklesu dynamiky CPI a s přihlédnutím k aktuálnímu vývoji v 1. čtvrtletí.

Spotřeba vlády ve stálých cenách je odvozena na základě podkladů o vývoji nominálních výdajů na konečnou spotřebu vlády podle metodiky GFS expertně upravené o rozdíl mezi GFS a ESA 95 (ČSÚ). Předpokládaná stagnace reálných výdajů vlády je zároveň ve shodě s predikcí vývoje soustavy veřejných rozpočtů dle MF ČR.

Hrubá tvorba fixního kapitálu v 1. čtvrtletí 2002 meziročně vzrostla o 8,1 %. Uvedený vývoj málo odpovídal představě ze 4. SZ o promítání zhoršených hospodářských výsledků a zhoršených očekávání do investic podniků. Příčinou rozdílu mezi predikcí HTFK na 1. čtvrtletí a skutečností byl především vyšší než očekávaný růst investic vládního sektoru, zatímco růst investic v nefinančním sektoru byl málo výrazný (cca 2,5 – 3,0 %). Při celkovém růstu investic v 1. čtvrtletí 2002 mzd. o 8,9 mld. Kč vzrostly investice sektoru nefinančních podniků (který se na celkových investicích podílí cca 75 %) o 4,4 mld. Kč. Meziroční přírůstek investic vládního sektoru s podílem na celkových investicích pouze cca 14 % přitom dosáhl obdobné výše, tj. 4,2 mld. Kč.

V situaci, kdy sektor nefinančních podniků se potýká se záporným provozním přebytkem ve většině odvětví (s výjimkou odvětví dopravy a spojů), v situaci zpřisňujících se měnových podmínek, pokračující dynamiky úvěrové emise v reálném řádu kolem 2 %, snížení dynamiky přílivu přímých zahraničních investic (v roce 2002 se předpokládá u reálně alokovaných investic mzd. pokles o cca 18 mld. Kč), a předpokládaných pokračujících problémů firem v důsledku kurzového tlaku na výsledky hospodaření, neočekáváme zrychlení dynamiky investic. V tomto smyslu lze očekávat celoroční růst investic v nefinančním sektoru na úrovni

1. čtvrtletí, tj. asi 3% a v tomto smyslu je navrhovaná predikce konzistentní s úvahou v 1. a 4. SZ.

Klíčová pro odhad vývoje do konce roku je úvaha o výdajích vládního sektoru. Z dostupných podkladů lze odhadnout reálný růst výdajů vlády kolem 8 %. V 1. čtvrtletí však investice vládního sektoru vzrostly meziročně o zhruba 40 %. Za předpokladu dodržení schválených rozpočtů (rizika změn u státních fondů v závislosti na vývoji jejich příjmů z privatizace) to implikuje zpomalení vládních investic ve zbytku roku na cca 2,0 – 2,5 %.

V souhrnu lze tedy předpokládat zpomalení investic ve 2. – 4. čtvrtletí na cca 2,5 %, tj. celoroční růst kolem 3,4 %. V rámci tohoto odhadu je rovněž předpokládán reálný růst investic domácností v rozsahu do 5 %.

Rizika této predikce jsou směrem dolů. Jde předně o rizika naplnění rozpočtů státních fondů, především však rizika reakcí podnikové sféry na předpokládané další zhoršování jejich hospodářské situace v souvislosti s kurzovým vývojem.

Konečná domácí poptávka za výše uvedených předpokladů o vývoji jejich jednotlivých komponent poroste v roce 2002 kolem 3,4 %. Pokud jde o relace mezi dynamikami jednotlivých komponent, růst spotřeby předstihne růst investic.

Změna stavu zásob a cenností se v 1. čtvrtletí vyvíjela v souladu s trendem revidovaných hodnot v období 2000 a 2001. V tomto období docházelo k postupnému poklesu jejich pozitivního příspěvku k dynamice HDP, který vyústil v závěru roku 2001 v přechod do negativního působení na mžr. růst HDP. Tento vývoj se dále prohloubil v 1. čtvrtletí 2002, kdy meziroční pokles přírůstku zásob a cenností o 7,4 mld. rezultoval ve skutečnost, že konečná domácí poptávka rostla mžr. v tempu 4,8 % (příspěvek 4,7 p. b.), zatímco celková domácí poptávka jen v tempu 2,5 % (s příspěvkem 2,7 p. b.). Tento vývoj zásob byl také signalizován výsledky hospodaření nefinančních podniků za 1. čtvrtletí roku 2002. Predikce předpokládá pokračování tohoto vývoje pro zbytek roku 2002. Při respektování výše uvedených odhadů lze očekávat meziroční **růst celkové domácí poptávky kolem 2,7 %**.

Vnější poptávka se v 1. čtvrtletí i nadále vyvíjela v souladu s předpokladem o determinujícím vlivu kurzu a zejména zahraniční poptávky, simulované proxy proměnnou HDP SRN. Meziroční aprece v rozměru cca 10 %, kterou evidujeme v uvedeném období nicméně **nepřinesla zásadní zhoršení elasticity reálného vývozu na vstupní podmínky (tj. úroveň kurzu a úroveň zahraniční poptávky)**, vyjadřované uvedenou proxy proměnnou. Naopak lze pozorovat paradoxně určité zlepšení, dobře sledovatelné v situaci, kdy meziroční růst reálné domácí poptávky a reálného exportu se vyrovnal, nepůsobil vliv změny struktury agregátní poptávky na úroveň dovozu a přesto se v 1. čtvrtletí podíl dovozu na agregátní poptávce nezvýšil. Jinými slovy, výsledky zahraničního obchodu stále odpovídají nastavení vstupních proměnných při přenosu minulé zkušenosti o vztahu mezi vstupními proměnnými a reálným exportem. Předpokládané oživení evropské ekonomiky, zejména v SRN v průběhu 2. poloviny roku bude impulsem k oživení dynamiky exportu (určitou roli bude hrát i nízká statistická základna z 2. poloviny roku 2001). Na rozdíl od 1. čtvrtletí, kdy růst reálného exportu dosáhl 3,1% a předpokládaného výsledku za 2. čtvrtletí (4,7 %), předpokládáme ve 2. polovině roku zrychlení růstu na 8,5%, především v důsledku předpokládaného obrátu v konjunkturu v západní Evropě.

Vývoj celkové poptávky a reakce nabídkové strany (odvození HDP a netto exportu a obchodní bilance). Agregátní poptávka poroste v roce 2002 zhruba 4,3 %. Vývoj

v 1. čtvrtletí zatím neprokázal horší (v důsledku apreciace) než obvyklou reakci exportu na aktuální podmínky odbytu na zahraničních trzích, ani efekt vytlačování domácí nabídky při realizaci agregátní poptávky (výraznější intratemporální substituce se zatím nerealizuje), spíše naopak. Podíl dovozu na agregátní poptávce byl v 1. čtvrtletí letošního roku stejný jako ve stejném období roku při nezměněné struktuře agregátní poptávky (tj. zachování podílů jednotlivých komponent na agregátní poptávce jako ve stejném období loňského roku). Vývoj tedy svědčil spíše o zachování stejné dovozní náročnosti (tzn. o stejném rozkladu na domácí nabídku a dovoz) jednotlivých komponent agregátní poptávky jako v předcházejících obdobích. V krátkém období proto považujeme za korektní odvodit ekonomický růst od předpokladu neměnicích se trendů vztahů mezi nabídkou a poptávkou (zpomalování růstu podílu záporného netto exportu na HDP, zpomalování růstu podílu importu na HDP).

Hospodářský růst pro rok 2002 lze potom odhadnout na cca 2,3 %.

Odhad vývoje poptávky, HDP a netto exportu (mzr. změny v %, netto export v mld. Kč)

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	0,5	3,3	3,1	2,8	3,9	3,3	3,6	3,5	3,3	2,7	3,3	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	2,9
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	2,6	8,7	7,5	9,4	11,4	9,3	12,4	8,3	6,7	5,6	8,1	2,8	4,0	4,1	6,2	4,3	5,7
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	0,3	1,2	3,6	6,7	4,5	4,0	5,9	4,6	4,6	4,7	4,9	2,5	3,3	2,0	3,1	2,7	3,3
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2)	1,0	1,8	3,1	3,9	2,1	2,7	3,4	4,6	4,3	5,0	4,3	4,8	3,4	3,3	2,4	3,4	3,4
v tom:																	
Spotřeba domácností	1,9	2,1	2,2	3,1	1,9	2,3	3,1	4,0	4,0	4,3	3,9	4,1	4,5	4,9	4,6	4,5	4,4
Spotřeba vlády	2,3	-2,2	0,6	0,2	-2,3	-1,0	-0,4	-1,8	0,6	2,5	0,3	0,4	-0,2	1,8	-1,8	-0,1	0,1
Spotřeba neziskových institucí	-11,4	14,0	13,8	12,5	12,0	13,0	1,5	4,4	6,3	10,6	5,9	5,3	2,5	2,1	0,6	2,5	1,0
Hrubá tvorba kapitálu	-2,9	1,1	6,9	16,9	13,9	9,4	13,2	8,4	7,7	6,7	8,9	1,1	3,4	-2,4	3,6	1,5	3,2
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	5,4	15,9	13,2	18,3	20,0	17,0	23,0	14,1	10,6	8,5	13,6	3,1	5,8	6,0	9,9	6,3	8,5
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	6,1	20,7	13,2	13,3	21,3	17,0	21,1	13,3	9,4	6,7	12,3	3,1	4,7	6,9	10,0	6,2	8,6
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	-88,7	-16,9	-19,3	-25,0	-41,7	-102,9	-26,0	-24,3	-31,2	-51,2	-132,7	-26,7	-29,5	-30,0	-56,0	-142,2	-152,6
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	-6,2	-4,9	-5,1	-6,8	-11,2	-7,0	-7,2	-6,2	-8,1	-13,4	-8,8	-7,2	-7,4	-7,7	-14,4	-9,2	-9,6

1) vč. změny stavu zásob; 2) beze změny stavu zásob; pozn.: střed intervalu $\pm 0,5$ procentního bodu v roce 2002 a ± 1 procentní bod v roce 2003

Aktuální data z nabídkové strany signalizují možný růst ve 2. čtvrtletí mezi 2 – 3%. V průběhu posledních měsíců se však postupně zhoršují očekávání podniků pokud jde o výhled na budoucí 3 měsíce.

Rozklad rozdílů v predikci HDP oproti 4. SZ

Příspěvky k růstu HDP	Růst v roce 2002		Příspěvky k růstu HDP v p.b.		Rozdíl/růst	Rozdíl/contrib.
v %	4. SZ	7. SZ	4. SZ	7. SZ		
Spotřeba domácností a NZI	3,3	4,5	1,8	2,4	1,2	0,6*
Spotřeba vlády	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0**
HTFK	6,1	3,4	2,1	1,2	-2,7	-0,9***
Konečná dom. poptávka	3,6	3,4	3,9	3,6	-0,2	-0,2****
Celková dom. poptávka	4,2	2,7	4,5	3,0	-1,4	-1,7*****
mld. Kč						
Netto vývoz zboží a služeb	-162,8	-142,2	-2,0	-0,6	17,5	1,4*****
HDP v %			2,6	2,3	-0,3	-0,3
mzr. změna NX		9,4	-2	-0,6		1,4

*slabě snížení nominálních výdajů, ale rychlejší pokles deflátoru

**/ beze změn portu 4. SZ v rámci přijatých veřejných rozpočtů

***první čtvrtletí výrazně silný růst investic vládního sektoru, který se

při předpokladu o limitovaných rozpočtových výdajích nebude opakovat a naopak vládní investice výrazně zpomalí výdaje nefinančních podniků (hlavní část - cca 75 % celkových investic)

naopak již cca 2. čtvrtletí roste velmi slabě a faktory investic nedávají důvod ke zrychlení růstu ve zbytku roku

****součet predikcí komponent

*****odhad změny stavu zásob reflektuje logiku jejich vývoje v předchozích 2 - 3 čtvrtletích

*****/ započtení proti predikci lepšího 1. čtvrtletí

snížení investiční poptávky s příznivým dopadem na strukturu agregátní poptávky a tedy i do čistého vývozu

Vývoj složek HDP v roce 2003

V roce 2003 lze očekávat udržení růstu **reálné spotřeby domácností zhruba na úrovni r. 2002**. Tento vývoj by měl být důsledkem zpomalení růstu reálné mzdy, určitého vzestupu míry nezaměstnanosti a na druhé straně očekávaného snížení míry úspor cca o 0,5 procentního bodu oproti roku 2002 (na 6,7 %) jako reakce na snížení reálných sazeb v důsledku předpokládaného snížení měnově politických sazeb. Nárůst dodatečných zdrojů financování spotřeby (úvěry, leasing) lze odhadovat na úrovni roku 2002.

Při nedostatku informací o **konečné spotřebě vlády** ve stálých cenách (neexistence návrhu státního rozpočtu a soustavy veřejných rozpočtů), lze jako nejpravděpodobnější očekávat reálnou stagnaci těchto výdajů. Kritickým bodem odhadu pro rok 2003 zůstávají **investice**. Investiční činnost bude ovlivňována protisměrně působícími faktory. Na straně jedné lze očekávat pokračování přílivu přímých zahraničních investic a snad i příznivou odezvu investičních rozhodnutí podniků na oživení exportu a růstu (předpokládaný pokračující růst tuzemské poptávky a postupné oživování vnější poptávky a hospodářského růstu, především v SRN - o 2,6 %).

Na straně druhé panují nejistoty o dynamice vládních investic v podmínkách rostoucího problému schodku veřejných financí. Finanční rozvahy podniků budou výrazně zasaženy kurzovými vlivy z roku 2002, to ovlivní nejen jejich rozhodnutí investovat, ale rovněž negativně schopnost vypořádat se s obezřetnou úvěrovou politikou komerčních bank. Investiční rozhodnutí, která budou významně ovlivňovat hrubou tvorbu fixního kapitálu v roce 2003, se vytváří již v současné době. Se zpožděním bude investiční aktivita v roce 2003 negativně ovlivněna zpřísněním měnových podmínek v letošním roce společně s předpokládaným zpomalením ekonomického růstu. Z hodnocení výše uvedených faktorů je prostor pro masivnější růst investic v roce 2003 poměrně malý. Predikce předpokládá cca 3,5% růst.

Růst konečné domácí poptávky by měl dosáhnout kolem 3,4 % a celkové domácí poptávky 3,3 %.

Zahraniční poptávka by v roce 2003 měla být ovlivněna pokračováním konjunktury v západní Evropě a postupným uklidňováním meziročního kurzového vývoje.

Predikce **růstu HDP** (meziroční růst 2,9 %) je ovlivněna předpokladem, že v určité míře již dojde k intratemporální substituci v důsledku kurzového vývoje, který bude implikovat vytěsňování části domácí nabídky z titulu ztráty cenové konkurenceschopnosti. Uvedený posun nepovažujeme prozatím za zásadní, kvantifikujeme jej v rozsahu 0,5 proc. bodu dynamiky HDP. Rizika predikce potom v tomto smyslu spatřujeme především směrem dolů (tzn., že skutečná substituce by mohla být i významnější).

Příspěvky k růstu HDP	Růst v roce 2003		Příspěvky k růstu HDP v p.b.		Rozdíl/růst	Rozdíl/contrib.	
v %	4. SZ	7. SZ	4. SZ	7. SZ			
Spotřeba domácností a NZI	3.5	4.4	1.9	2.4	0.9	0.5	*
Spotřeba vlády	1.0	0.1	0.2	0.0	-0.8	-0.1	**
HTEK	7.0	3.5	2.5	1.2	-3.5	-1.3	***
Konečná dom. poptávka	4.2	3.4	4.6	3.7	-0.8	-0.9	****
Celková dom. poptávka	4.5	3.3	5.0	3.6	-1.2	-1.4	*****
mld. Kč							
Netto vývoz zboží a služeb	-179.5	-152.6	-1.1	-0.7		0.4	*****
HDP v %			3.9	2.9	-1.0	-1.0	

*/ snížení odhadu růstu deflátoru; předpoklad o snížení míry úspor

**/ předpoklad stagnace výdajů vládního sektoru

*** / zhoršená očekávání; zhoršená finanční situace podniků

****/ součet komponent

*****/ pokračující decelerace změny stavu zásob při zpomalující poptávce

*****/ zlepšení netto vývozu v důsledku zrychlení vývozu (návaznost na scénáře)

8. Platební bilance

8.1 Běžný účet

Skutečnost a predikce běžného účtu platební bilance pro r. 2002 a 2003

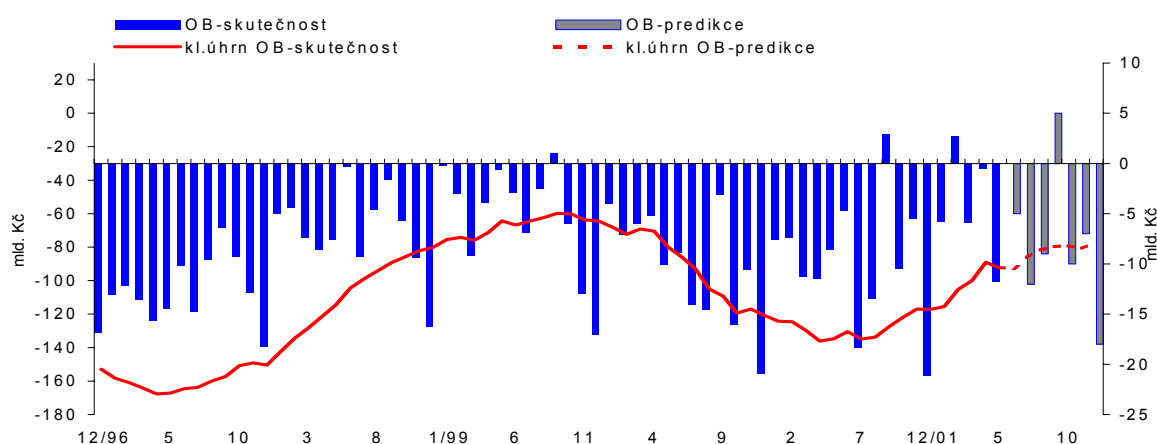
v mld. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.	I-IV.Q.
Běžný účet	13,3	-22,6	-36,3	-111,9	-113,0	-40,5	-50,6	-104,9	-100,3	-78	-90
Obchodní bilance	-15,3	-39,8	-97,6	-154,9	-155,2	-84,0	-65,8	-120,8	-117,2	-77	-81
Bilance služeb	29,5	14,1	48,9	52,2	55,9	61,9	41,5	54,6	58,0	54	53
Bilance výnosů	-3,4	-0,6	-2,8	-19,6	-25,1	-35,1	-46,7	-53,0	-58,9	-72	-76
Běžné převody	2,6	3,6	15,2	10,4	11,3	16,7	20,4	14,4	17,8	17	14

Obchodní bilance

Obchodní bilance v květnu t.r. vykázala schodek 11,8 mld. Kč, což znamená zhoršení cca o 3 mld. Kč v porovnání se stejným obdobím r 2001 (po očištění o vliv změn cen ropy a plynu o 6,8 mld. Kč). Významnou mírou se na tomto schodku podílel jednorázový dovoz letadel (v rozsahu cca 3 mld. Kč). Saldo se zhoršilo ve třídě strojů a přepravních zařízení (7), nikoli ve zbývajících třídách tržních výrobků (6 a 8) významněji citlivých na kurzový vývoj. V souhrnu obchodní bilance za leden až květen 2002 skončila schodkem 21,5 mld. Kč. To znamená, že oproti stejnému období roku 2001 (saldo za leden až květen -46,5 mld. Kč) došlo k více než dvojnásobnému zlepšení. V dosažené hodnotě obchodní bilance se odráží:

- vliv příznivých cenových relací (zejména ve třídě nerostných paliv a maziv),
- stabilita sald obchodní výměny ve třídách 6 a 8, důležitých z pohledu změn schodku a citlivých na cenový (a tedy i kurzový) vývoj,
- v souhrnu zlepšení ve třídě 7 – tedy dílčí signál o zlepšování nabídkové strany ekonomiky; strukturální změny podniků v této třídě pravděpodobně kompenzují nepříznivý vliv kurzu na obchodní výměnu v rámci této třídy,
- meziroční zlepšení nikoli pouze v důsledku směnných relací, ale i v důsledku zlepšení reálné výměny, které rovněž signalizuje minimální dopad dosavadního kurzového vývoje na výsledek zahraničního obchodu.

Obchodní bilance v mld. Kč



V průběhu roku 2002 se předpokládá snižování celoročního deficitu k hodnotě -80 mld. Kč. Tato predikce je získána třemi způsoby – přes dílčí ekonometrické modely, rozbořem netto vývozu a analýzou struktury salda obchodní bilance podle jednotlivých tříd SITC. Používá

předpoklad, že zůstanou alespoň částečně zachovány příznivé trendy vývoje nabídkové strany, jejíž postupná restrukturalizace ji činí odolnější vůči zhodnocujícímu kurzu koruny. V roce 2002 by se ještě měl projevovat i příznivý cenový vývoj surovin a zlepšující se směnné relace. Z negativního údaje za květen se tedy zatím nedají vyvodit hlubší závěry ohledně zvrácení uvedených pozitivních trendů. Kromě toho by proti silnému kurzu koruny vůči euru (který brzdí export a snižuje zisky exportních odvětví) měl opačně působit silný kurz koruny vůči dolaru, který naopak snižuje dovozní náročnost jak pro spotřebu, tak pro investice a mezispotřebu podniků.

V roce 2003 očekáváme schodek obchodní bilance na úrovni cca 75 - 85 mld. Kč, tj. zhruba ve stejné výši jako v roce 2002. Výrazným faktorem působícím k snížení schodku bude očekávaný růst vnější poptávky, pokračující změny na nabídkové straně ve zpracovatelském průmyslu a faktická stabilita cen energetických surovin. Protisměrně však může působit případná další apreciace koruny vůči euru a prohlubující se problémy tuzemských drobných a středních vývozců produkujících z tuzemských hmotných vstupů.

Predikce obchodní bilance na základě strukturální analýzy (v mld. Kč)

skupina SITC	název	1999	2000	2001	2002	2003	mzr. změny	mzr. změny	mzr. změny
							2001	2002	2003
0 - 9	celkem	-64,4	-120,8	-117,2	-79,0	-71,0	3,6	38,2	8,0
0	potraviny a živá zvířata	-19,7	-17,2	-19,3	-23,0	-23,0	-2,1	-3,7	0,0
1	nápoje a tabák	0,0	1,0	1,5	1,0	1,0	0,5	-0,5	0,0
2	surové materiály (bez paliv)	3,2	0,2	-1,4	-4,0	-3,0	-1,6	-2,6	1,0
3	nerostná paliva, maziva	-38,8	-85,7	-87,6	-66,0	-63,0	-1,9	21,6	3,0
4	živočišné a rostlinné oleje, tuky	-1,5	-1,4	-1,7	-2,0	-2,0	-0,3	-0,3	0,0
5	chemikálie a příbuzné výrobky	-52,8	-59,5	-69,4	-72,0	-75,0	-9,9	-2,6	-3,0
6	tržní výrobky podle materiálu	31,7	27,3	28,8	33,0	34,0	1,6	4,2	1,0
7	stroje a dopravní prostředky	2,1	1,7	16,1	35,0	40,0	14,4	18,9	5,0
8	různé průmyslové výrobky	10,8	12,2	15,0	18,0	19,0	2,8	3,0	1,0
9	komodity jinde nezatříděné	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0	0,3	0,1	0,0
celkem - 3		-25,6	-35,1	-29,6	-13,0	-8,0			

Výsledky predikcí obchodní bilance (v mld. Kč)

Postup	2002	2003
odvozením od netto vývozu	-77,4	-82,0
na základě jednorovnicového modelu	-67,0	-19,4
na základě modelu "skupina paliv + ostatní"	-67,7	-53,0
na základě modelu mizr. temp vývozu a dovozu	-62,8	-9,3
na základě modelu vývozu a dovozu	-87,7	-77,8
na základě modelu SARIMA (přímé saldo)	-67,8	
na základě modelu SARIMA (vývoz a dovoz)	-79,3	
na základě strukturální analýzy	-79,0	-71,0

Bilance služeb

Saldo bilance služeb by se podle prognózy mělo jen mírně zhoršovat s klouzavými ročními hodnotami kolem 54 mld. Kč. Bilance služeb je méně volatilní než obchodní bilance a predikce vychází z poměrně stabilních hodnot za rok 2001.

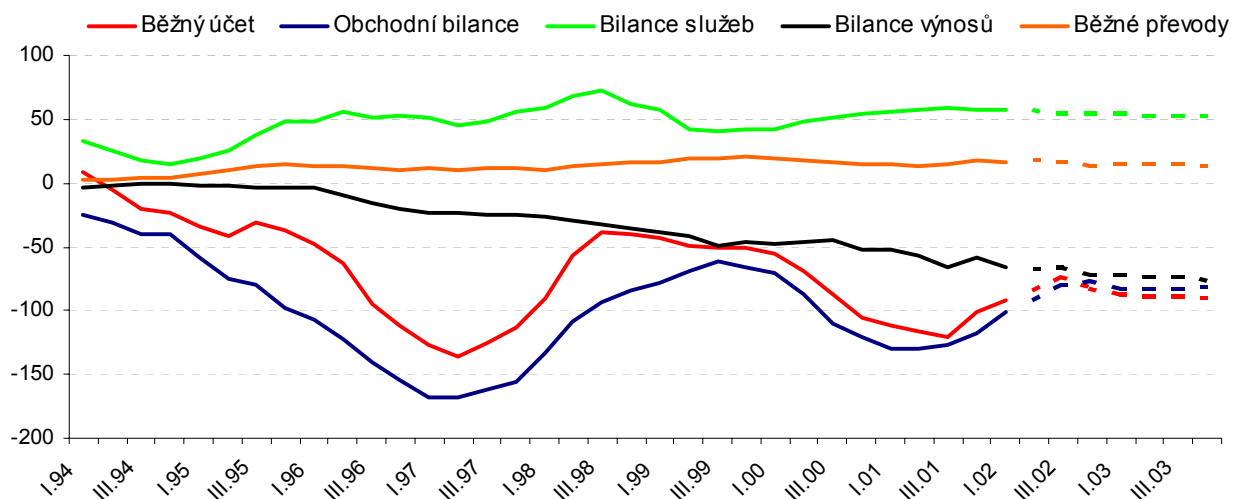
Bilance výnosů

Negativní vývoj bilance výnosů, který trvá již od roku 1996 bude pokračovat i v následujícím období. Prognóza počítá se zhoršováním meziročního salda z -59 mld. na konci r. 2001 až na -76 mld. na konci roku 2003. S rostoucím objemem majetku v držení nerezidentů (a s ním souvisejícím růstem zisku, převedeného buď do zahraničí či reinvestovaného v tuzemsku) nelze v nejbližší budoucnosti počítat s obratem tohoto trendu. Částečně je tento odliv kompenzován výnosy z devizových rezerv.

Běžné převody

Saldo běžných převodů, které tvoří (jak co do obrátu, tak salda) nejméně významnou položku běžného účtu, se bude podle prognózy pohybovat kolem 17 mld. v roce 2002 a předpokládá se jeho pokles na cca 14 mld. v roce 2003.

Běžný účet platební bilance (klouzavé roční hodnoty v mld. Kč)



8.2 Finanční účet

Predikce vývoje vybraných položek finančního účtu PB pro léta 2002 a 2003, v mld. Kč

	I.02 (skutečnost)	2002	2003
Přímé investice	22,3	245	160
Prodej státního majetku	0,8	147	65
Reinvestovaný zisk	10,0	40	40
Ostatní příliv	12,2	63	62
Tuzemské PI v zahraničí	-0,7	-5	-7
Portfoliové investice	7,8	15	-20

8.2.1 Přímé zahraniční investice

Předpokládaný hrubý příliv PZI na rok 2002 činí 250 mld. Kč včetně 40 mld. Kč reinvestovaného zisku. Nejvýznamnější roli v položce „Prodej státního majetku“ hraje prodej Transgasu za 125 mld. Kč. Významnou položkou prognózy v kategorii soukromých investic je příliv do bankovního sektoru a sice pokračující odkup akcií ČS ze strany Erste Bank a prodej Union banky, dohromady 18 mld. Kč. Předpokládaný odliv kapitálu pro r. 2002 činí 5 mld. Kč.

V r. 2003 by mělo podle dostupných informací dojít ke zpomalení přílivu PZI, zejména v souvislosti s očekávaným menším rozsahem privatizací. Prognózovaná hodnota prodeje státního majetku pro r. 2003 je 65 mld. Kč. Do konce r. 2003 pravděpodobně nedojde k privatizaci hnědouhelných dolů ani energetiky, objevují se však informace o urychlení prodeje státního podílu v Telecomu (odhadovaná cena 60 mld. Kč). Prognózovaný příliv

ostatních přímých zahraničních investic (bez prodeje státního majetku a reinvestovaného zisku) je 62 mld. Kč, prognóza odlivu PZI je 7 mld. Kč.

8.2.2 Portfoliové investice

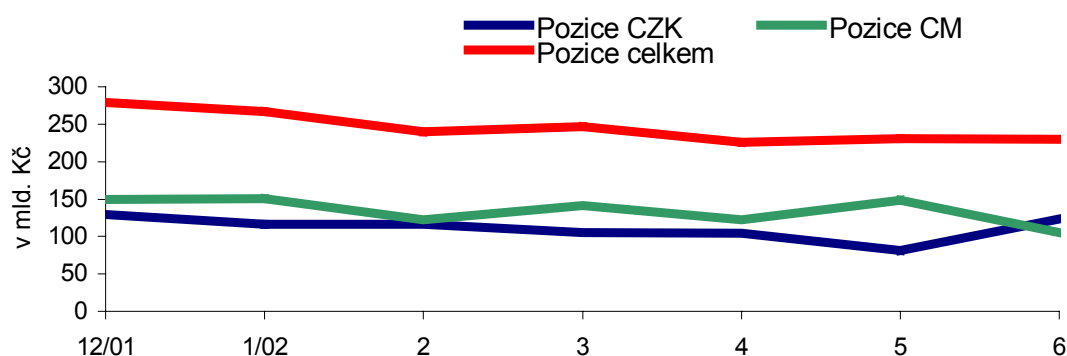
Prognóza pro rok 2002 vychází z pomalého ekonomického oživení ve světě a ztráty důvěry v kapitálové trhy v důsledku účetních skandálů. Prognóza přílivu ve výši 15 mld. Kč počítá s převahou dluhových cenných papírů a nízkým podílem investic do akcií. Opačným směrem budou působit nové investiční možnosti, s nimiž přicházejí zahraniční společnosti. Například se očekává, že na náš trh vstoupí se svými akcemi Erste Bank.

Pro rok 2003 se očekává obnovení investorské důvěry a návrat portfoliových investic na vyspělé trhy. Prognóza předpokládá odliv portfoliových investic ve výši 20 mld. Kč. Mezi hlavní rizika této předpovědi patří například neuskutečnění prodeje Českého Telecomu, kdy důsledkem by zřejmě bylo čerpání zahraničních zdrojů vládou ve formě emise obligací namísto využití privatizačních příjmů.

8.2.3 Devizová pozice bank a devizové rezervy ČNB

Podle předběžných údajů za červen stagnuje celková čistá věřitelská pozice bank vůči nerezidentům na úrovni minulého měsíce, tj. cca na 230 mld. Kč (za leden až červen se snížila aktivní pozice bank o 50 mld. Kč). Z hlediska měnové struktury celkové pozice bank došlo v důsledku silného kurzu k reálnému poklesu jejich devizových pozic v korunovém vyjádření. Navíc banky část svých devizových aktiv konvertovaly do korunových instrumentů (zejména rostou krátkodobé vklady u zahraničních bank a držba korunových eurobondů). Současně došlo ke snížení korunových vkladů nerezidentů u našich bank (pokles pasiv), a to zřejmě v souvislosti s úhradou Erste Bank za nákup akcií České spořitelny. Pokles rozvahové devizové pozice bank byl tedy téměř kompenzován nárůstem korunové pozice, což má neutrální dopad na vývoj finančního účtu platební bilance.

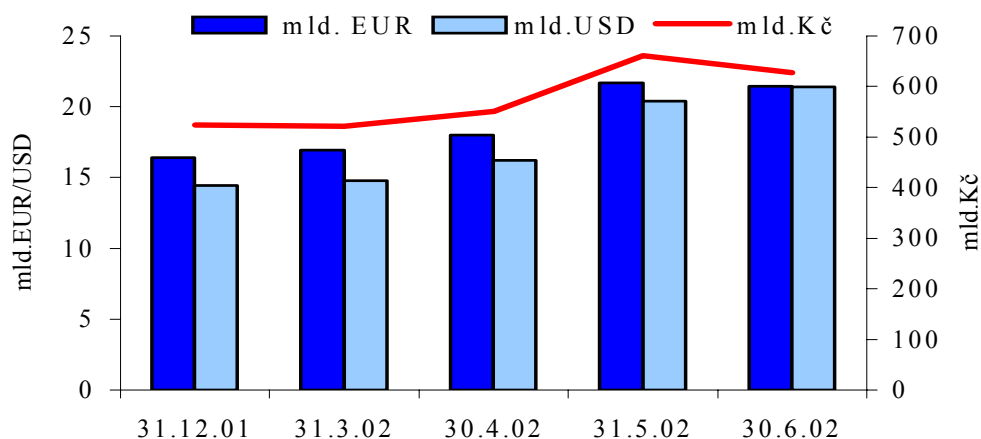
Pozice bank vůči nerezidentům



Stav **devizových rezerv ČNB** ke konci června dosáhl 627,4 mld. Kč (21,4 mld. EUR), což by podle předběžných výsledků postačovalo ke krytí cca 4,8měsíčního dovozu zboží a služeb. Ve srovnání s předchozím měsícem devizové rezervy ČNB v korunovém vyjádření poklesly

v důsledku posílení kurzu Kč o 33,2 mld. Kč (-0,3 EUR). V dolarovém vyjádření naopak vykazaly nárůst cca o 1 mld. USD.

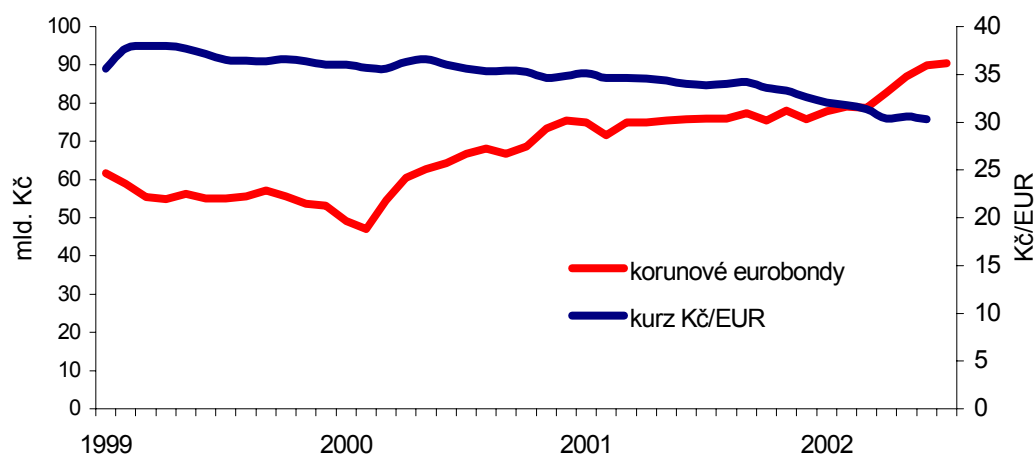
Vývoj devizových rezerv ČNB



8.2.4 Korunové eurobondy

Na trhu korunových eurobondů bylo v průběhu června vydáno pět emisí v celkové hodnotě 3,9 mld. Kč. Z dřívějších emisí byla splacena 1 mld. Kč. Podle předběžných zpráv je zatím na měsíc červenec ohlášena pouze jedna emise ve výši 0,5 mld. Kč. Stav dosud nesplacených emisí vykazuje hodnotu 90,4 mld. Kč, což ve srovnání s počátkem tohoto roku představuje nárůst 14,5 mld. Kč.

Vývoj stavu korunových eurobondů a kurzu Kč/EUR



9. Inlace

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 4.SZ	skutečnost	predikce 4.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	červen 2002	0,4	-0,3	2,2	1,2
Čistá inflace	červen 2002	0,6	-0,3	1,0	-0,1
Ceny potravin, nápoje, tabák	červen 2002	0,4	-1,2	-0,6	-2,6
Korigovaná inflace	červen 2002	0,6	0,2	1,8	1,1

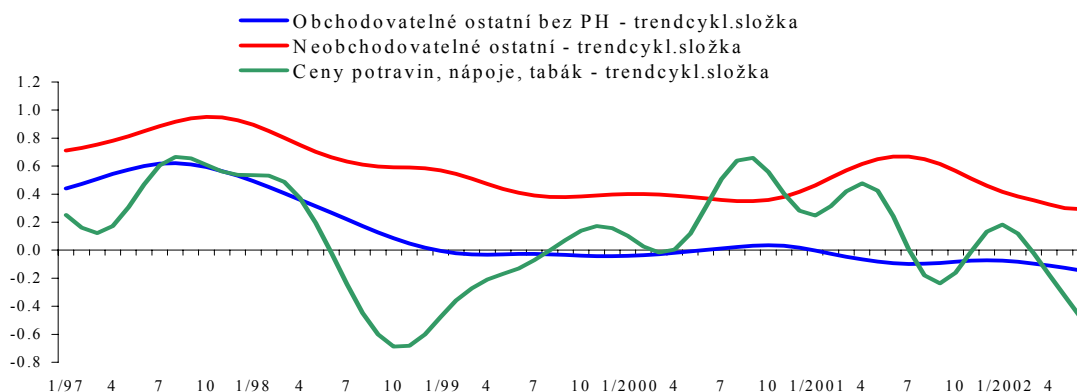
9.1 Minulý vývoj

V červnu pokračoval již čtvrtý měsíc meziměsíční pokles spotřebitelských cen. Důvody meziměsíčních poklesů byly však různé. V červnu byl meziměsíční pokles způsoben pouze vývojem cen potravin, ceny položek korigované inflace meziměsíčně vzrostly, výše regulovaných cen stagnovala a čistá inflace dosáhla -0,3 %. Obdobně tomu bylo i v březnu. V dubnu byl mzm. pokles způsoben pouze poklesem regulovaných cen (plynu) a v květnu byla záporná i meziměsíční korigovaná inflace.

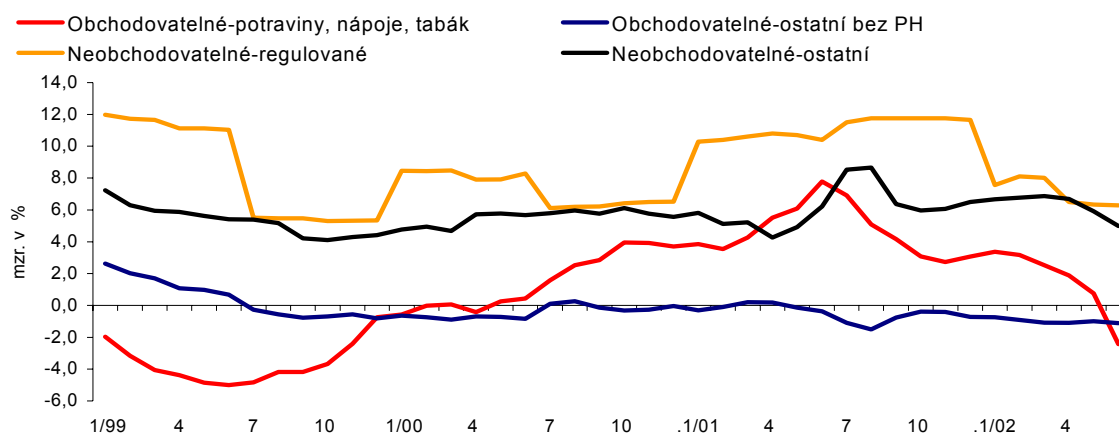
Červnová stagnace regulovaných cen byla odrazem jen drobných pohybů regulovaných cen oběma směry. Pokles cen potravin opět ovlivnilo další, již osmý měsíc trvající, snížení cen masa (nyní meziměsíčně o 1,8 %) a stejně jako v minulém měsíci snížení cen čerstvé zeleniny (o 11,4 %) a ovoce (o 4,8 %). Ceny zeleniny a ovoce jsou pravděpodobně významně ovlivněny i příznivým vývojem kurzu Kč. Nejméně typický vývoj mají ceny brambor, které v tomto období obvykle rostou o desítky procent, avšak v červnu poklesly o 2,5 %. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla 0,3 %. Její vývoj negativně ovlivnil hlavně tradiční sezónní růst cen rekreací (o 5,8 %), i když byl letos tlumen příznivým kurzovým vývojem. V rámci korigované inflace bez pohonných hmot ceny obchodovatelných ostatních položek bez pohonných hmot poklesly o 0,2 % a ceny neobchodovatelných ostatních položek vzrostly o 0,6 %. Ceny pohonných hmot v souladu s vývojem dovozních cen ropy poklesly o 1,8 %.

Meziměsíční poklesy ve vývoji cen v jednotlivých skupinách spotřebního koše se významně projeví i ve vývoji jejich trendových složek. Výrazně poklesla trendová složka mzm. růstu cen potravin a trendová složka mzm. změn cen obchodovatelných ostatních položek přešla z mírně stoupajícího vývoje opět ke klesajícímu. Jen průběh trendové složky mzm. změn cen neobchodovatelných položek zůstal proti minulé SZ téměř nezměněn - zachoval si obdobné klesající tempo.

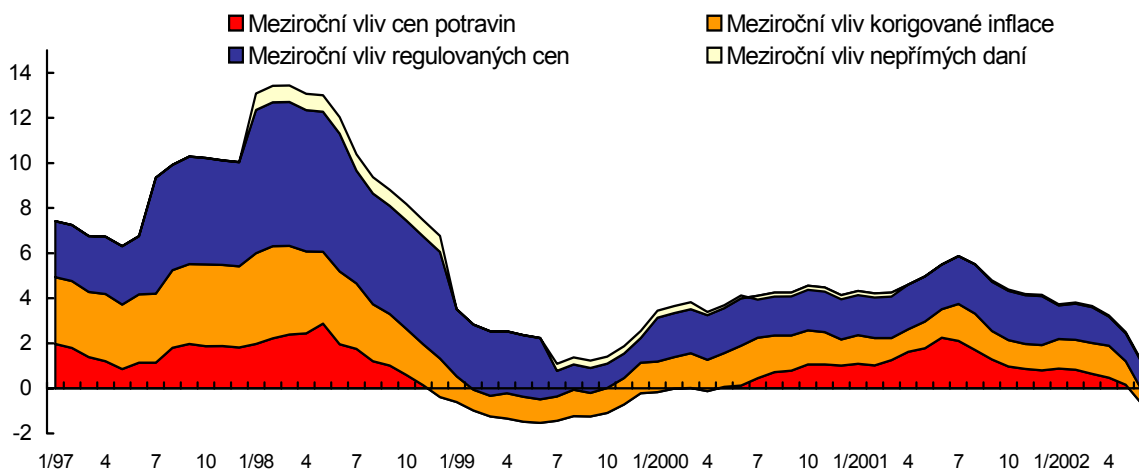
Trendcyklické složky mzm. řad složek čisté inflace (v %)



Meziroční růst jednotlivých skupin cen (v %)



Struktura mzr. růstu spotřebitelských cen (v %)



9.2 Predikce pro druhou polovinu roku 2002

V druhé polovině roku 2002 bude vývoj inflace (meziročního indexu spotřebitelských cen) ovlivněn zejména:

- zpomalováním meziročního růstu regulovaných cen,
- další apreciací obou klíčových kurzů (a to až na úroveň cca 14 % meziroční apreciace), mírným poklesem cen ropy a meziročním poklesem cen dalších surovin, tyto předpoklady souhrnně vyústí v pokračování meziročního poklesu dovozních cen (v rozsahu kolem 9 %),
- růstem domácí poptávky v neexcesivním pásmu kolem 2,5 % a rozevíráním produkčního gapu,
- setrvalým růstem domácího maloobchodního obrátu kolem 4 - 5 % a současně i spotřeby domácností na stejné úrovni (4 - 5 %),
- stabilitou meziročního růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů na úrovni z 1. čtvrtletí, tj. kolem 4,5 %,
- výrazným meziročním poklesem cen v 2. čtvrtletí 2002 (o cca 7 %), které bude pokračovat i ve 2. polovině roku (v rozsahu ca 6 %).

Meziroční změny vybraných inflačních faktorů v % - aktuální predikce

Meziroční 7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ	7.SZ
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	1.6	9.9
2.Q99	4.90	21.21	-0.9	0.3	2.5	8.0	5.5	-16.9	4.3	4.1	8.5
3.Q99	5.79	67.82	4.7	1.0	2.1	8.7	5.5	-16.0	6.0	-0.1	7.8
4.Q99	8.15	130.14	11.1	2.5	2.2	7.9	4.5	-3.6	5.6	4.6	7.7
1.Q00	0.47	156.13	12.9	4.6	1.5	7.0	2.1	0.7	5.1	6.4	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	2.6	6.3
4.Q00	1.74	19.16	11.9	5.6	1.3	7.2	2.2	11.4	6.0	2.7	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	4.3	13.3
3.Q01	-3.51	-15.52	-2.5	2.4	3.6	8.9	5.4	10.5	9.1	4.7	11.9
4.Q01	-5.87	-33.10	-7.3	1.0	4.0	7.5	4.9	2.9	8.2	5.2	13.0
2001	-3.40	-13.39	-1.4	2.9	3.7	8.5	5.0	9.7	8.8	4.5	13.0
1.Q02	-7.30	-15.41	-6.6	0.1	4.1	7.0	4.5	3.6	7.0	4.0	9.8
2.Q02	-12.65	-9.15	-9.0	-0.5	4.5	7.3	4.9	-5.8	7.2	4.6	6.5
3.Q02	-13.24	-5.34	-10.8	-0.2	4.9	7.4	4.6	-13.8	7.2	5.0	6.7
4.Q02	-10.85	18.95	-8.1	0.8	4.6	7.8	4.8	-10.6	7.2	4.6	8.2
2002	-11.01	-2.74	-8.6	0.1	4.5	7.4	4.8	-6.7	7.2	4.6	8.2
1.Q03	-7.68	9.61	-5.4	1.3	5.4	6.7	2.9	-8.0	5.9	5.4	8.3
2.Q03	-2.58	-5.94	-3.7	1.7	5.2	6.8	3.4	-1.4	6.5	5.3	9.2
3.Q03	-1.86	-1.34	-1.9	2.1	3.5	6.9	4.3	8.1	7.0	4.0	9.7
4.Q03	-2.55	-0.90	-1.2	2.2	3.6	6.7	3.5	8.5	7.0	3.8	10.2
2003	-3.75	0.36	-3.1	1.8	4.4	6.8	3.6	1.8	6.6	4.6	10.2

*0.75*EUR + 0.25*USD

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

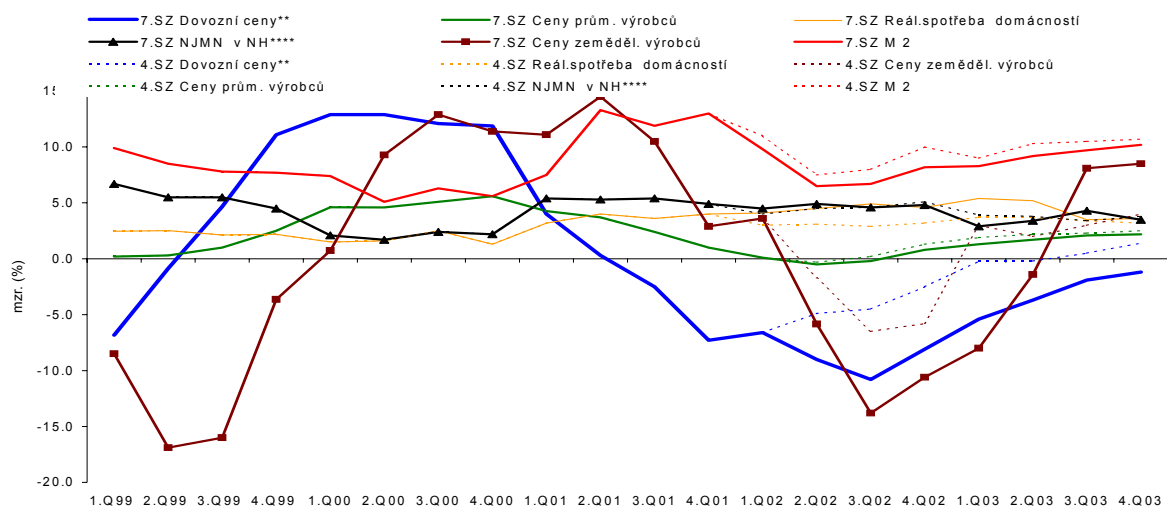
*** průměrná nominální mzda ve sledovaných organizacích vynásobená počtem zaměstnanců v NH

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

Mzr. změny vybraných inflačních faktorů v % - porovnání aktuální predikce a predikce ze 4. SZ

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	0.00
2.Q99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.60	0.00
3.Q99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.60	0.00
4.Q99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.00
1.Q00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40	0.00
2.Q00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.Q00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.30	0.00
4.Q00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	0.00
1.Q01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2.Q01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00
3.Q01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	0.00
4.Q01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00
2001	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.00
1.Q02	0.00	0.00	0.00	0.00	1.10	0.00	0.50	0.00	0.20	0.70	-1.20
2.Q02	-3.53	-1.17	-4.10	-0.20	1.40	-0.10	0.40	-4.10	0.00	1.30	-1.00
3.Q02	-4.83	0.42	-6.30	-0.40	2.00	-0.20	0.00	-7.30	-0.20	1.80	-1.30
4.Q02	-4.72	0.53	-5.60	-0.50	1.40	-0.60	-0.30	-4.80	-1.00	1.30	-1.80
2002	-3.27	-0.06	-4.00	-0.30	1.40	-0.20	0.20	-4.10	-0.20	1.30	-1.80
1.Q03	-4.77	0.49	-5.20	-0.60	1.70	-1.20	-1.00	-11.00	-2.10	1.60	-0.70
2.Q03	-1.00	1.20	-3.50	-0.50	1.50	-1.20	-0.40	-3.40	-1.50	1.50	-1.10
3.Q03	-0.70	-0.44	-2.40	-0.20	0.10	-1.20	0.90	5.10	-1.00	0.40	-0.80
4.Q03	-1.59	-0.45	-2.60	-0.30	0.40	-1.20	-0.30	4.50	-1.00	0.50	-0.50
2003	-2.10	0.20	-3.50	-0.40	0.90	-1.20	-0.10	-1.20	-1.40	1.00	-0.50

Meziroční změny vybraných inflačních faktorů v % (porovnání 4. a 7. SZ)



Meziroční index spotřebitelských cen by v prosinci 2002 měl dosáhnout 1,5 % (ve 4. SZ 2,6 %). **Oproti 4. SZ dochází ke snížení odhadu o 1,1 procentního bodu, které lze identifikovat následovně:**

Porovnání predikce meziročního CPI pro prosinec 2002 (4. a 7. SZ)

	predikce 4.SZ		predikce 7.SZ		rozdíl v p.b.
	v %	dopad do infl. v p.b.	v %	dopad do infl. v p.b.	
1) inflace	2,6		1,5		-1,10
2) regulované ceny	5,2	1,03	4,8	0,96	-0,07
3) admin. zásahy	0,0	0,00	0,0	0,00	0,00
4) čistá inflace	2,0	1,56	0,7	0,56	-1,00
5) ceny potravin	1,0	0,27	-1,2	-0,34	-0,61
6) pohonné hmoty	0,5	0,02	0,2	0,01	-0,01
7) korigov. inflace bez PH	2,6	1,27	1,8	0,89	-0,38

Zdůvodnění:

k 5) : poklesy cen potravin v 1. pololetí, podhodnocení dopadu poklesu cen zemědělských výrobců

k 7) : rozdílné scénáře vnějších faktorů od skutečnosti, nižší sezónní růst cen rekreací

9.3 Predikce pro rok 2003

Meziroční růst spotřebitelských cen by se měl postupně zvyšovat v průběhu roku až na konečných cca 2,5 %. V jeho rámci dojde ke snižování příspěvku regulovaných cen, jejichž mizr. dynamika se sníží z cca 4,8 % v prosinci 2002 na cca 3,2 % v prosinci 2003. Scénáře referenčních veličin implikují stabilitu cen pohonných hmot.

V souhrnu lze v roce 2003 očekávat postupný mírný vzestup hodnot klíčových nákladových inflačních faktorů, tj. dovozních cen a cen zemědělských výrobců. Naopak pokud jde o poptávkové inflační faktory, došlo proti 4. SZ k posunu deflačním směrem a v roce 2003 budou tyto faktory působit inflačně neutrálně, resp. slabě protiinflačně. Nedochozí k uzavírání output gapu, predikce předpokládá zpomalení růstu průměrné mzdy i NJMN a naopak slabý vzestup míry nezaměstnanosti.

Vzestup korigované inflace bez pohonných hmot a cen potravin je tak z rozhodující míry důsledkem vývoje klíčových nákladových faktorů, vracejících se po silném pozitivním nákladovém šoku v roce 2002 na obvyklou trajektorii cenových změn.

Meziroční index spotřebitelských cen by v prosinci 2003 měl dosáhnout 2,5 % (ve 4. SZ 3,5 %). Oproti 4. SZ dochází ke snížení odhadu o 1,0 procentního bodu, které lze identifikovat následovně:

Porovnání predikce meziročního CPI pro prosinec 2003 (4. a 7. SZ)

	predikce 4.SZ		predikce 7.SZ		rozdíl v p.b.
	v %	dopad do infl. v p.b.	v %	dopad do infl. v p.b.	
1) inflace	3,5		2,5		-1,00
2) regulované ceny	4,4	0,91	3,2	0,66	-0,25
3) admin. zásahy	0,0	0,00	0,0	0,00	0,00
4) čistá inflace	3,3	2,63	2,4	1,88	-0,75
5) ceny potravin	3,0	0,80	2,0	0,54	-0,26
6) pohonné hmoty	0,0	0,00	-1,2	-0,04	-0,04
7) korigov. inflace bez PH	3,7	1,83	2,7	1,37	-0,46

Zdůvodnění:

k 2) : již není očekáván růst cen elektřiny a plynu

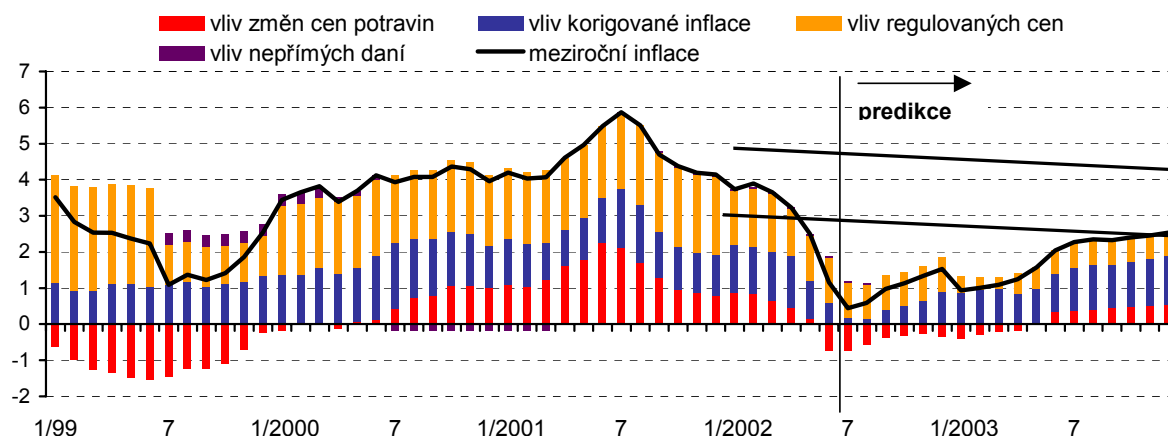
k 5) : částečně změna scénářů vnějších faktorů

k 6) : změna scénářů světových cen a kurzů

k 7) : změna scénářů světových cen a kurzů

9.4 Strukturální pohled na vývoj inflace v letech 2002 a 2003

Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen (v %)



V průběhu 1. pololetí 2002 se **regulované ceny** vyvíjely zhruba podle předpokladů z 1., resp. 4. SZ. Současná aktualizovaná predikce znamená snížení odhadu mizr. růstu regulovaných cen ke konci roku 2002 z 5,2 % (4. SZ) na 4,8 %. Důvodem je zahrnutí drobných chyb predikce do 6/2002 a nově předpokládané zvyšování poplatků na poštách od 1. září.

V roce 2003 predikce převzala aktualizované odhady MF ČR a regulačních orgánů o vývoji klíčových položek regulovaných cen (elektřina, plyn, teplo, nájemné apod.). Změna těchto odhadů vedla k významné změně predikce: zatímco ve 4. SZ jsem odhadovali mizr. růst regulovaných cen ke konci roku 4,4 %, nyní činí odhad 3,2 %. Hlavním důvodem změny je předpoklad, že v roce 2003 budou stagnovat ceny elektřiny a plynu (v původním odhadu byl odhad jejich mizr. růstu shodně po 4 %). Uvedená změna predikce mizr. růstu regulovaných cen představuje dopad do predikce inflace cca 0,25 p.b.

Jiné administrativní zásahy nad rámec regulovaných cen: Podle předchozích návrhů podávaných vládě ke schválení od MF nemělo do konce roku 2003 dojít k žádným významným mimořádným opatřením (např. úpravy spotřebních daní a DPH), k dorovnání úrovně s EU u spotřebních daní a k přeřazení položek mezi vyšší a nižší sazbou DPH dle EU mělo dojít až k datu vstupu do EU, o změnách výše sazeb DPH se zatím neuvažovalo.

Podle posledních informací se na MF v poslední době pracovalo na návrhu s diametrálně odlišným rozhodnutím. V původním návrhu bylo hlavním záměrem vše odložit na co nejpozdější dobu a podle nově připravovaného návrhu je to právě naopak - vše, co nejdříve v přijatelně únosných krocích. Podle nově připravovaného návrhu by mělo již v roce 2003 dojít k 1. kroku dorovnávání výše spotřebních daní a rozdělení položek mezi vyšší a nižší sazbu DPH podle EU a navíc ještě ke snížení vyšší sazby DPH na 20 % a zvýšení nižší sazby na 7 %. V dalším kroku v roce 2004 by kromě dalšího dorovnávání sazeb spotřebních daní a přesunů položek mezi vyšší a nižší sazbou DPH byly dále sblíženy sazby DPH na 9 a 18 %.

MF odhadlo, že by tyto změny měly přímé dopady do inflace v roce 2003 cca 0,5 p.b. a v roce 2004 cca 0,3 p.b., avšak je potřeba počítat i s velkými nepřímými dopady (negativními).

V souladu s rozhodnutím BR o zahrnování vlivu daňových změn do cen až po jejich schválení vládou zůstává predikce vývoje inflace v této části nezměněna proti 4. SZ, tj. nezahrnuje žádnou daňovou úpravu.

Obchodovatelné komodity (bez pohonných hmot a potravin): ve vývoji těchto cen v posledních 2 - 3 letech byl vliv devizového kurzu, promítající se do vývoje dovozních cen, neutralizován růstem domácích nákladových položek, zejména mzdových nákladů ve sféře realizace těchto komodit. Meziroční stagnace až cca 1 % pokles odpovídá váze jednotlivých vlivů při determinaci cen těchto komodit.

Klíčovým faktorem budoucího vývoje zůstává trajektorie devizového kurzu. Při respektování jeho současné podoby, která znamená postupné zpomalování jeho meziroční apreciace lze očekávat, že nedojde k zásadní změně proti předchozímu vývoji, což by vedlo k meziroční stagnaci cen obchodovatelných komodit v prosinci 2002 a k jejich mírnému růstu ve stejném období 2003.

Statistické údaje ukazují, že dosavadní pokles cen obchodovatelných komodit zaostává za vývojem dovozních cen. Konkrétně v červnu dovozní ceny meziročně klesaly o 10 %. Ceny obchodovatelných komodit naproti tomu meziročně klesaly pouze o 2,7 %. V této souvislosti se hovoří o cenové nepružnosti spotřebitelských cen směrem dolů.

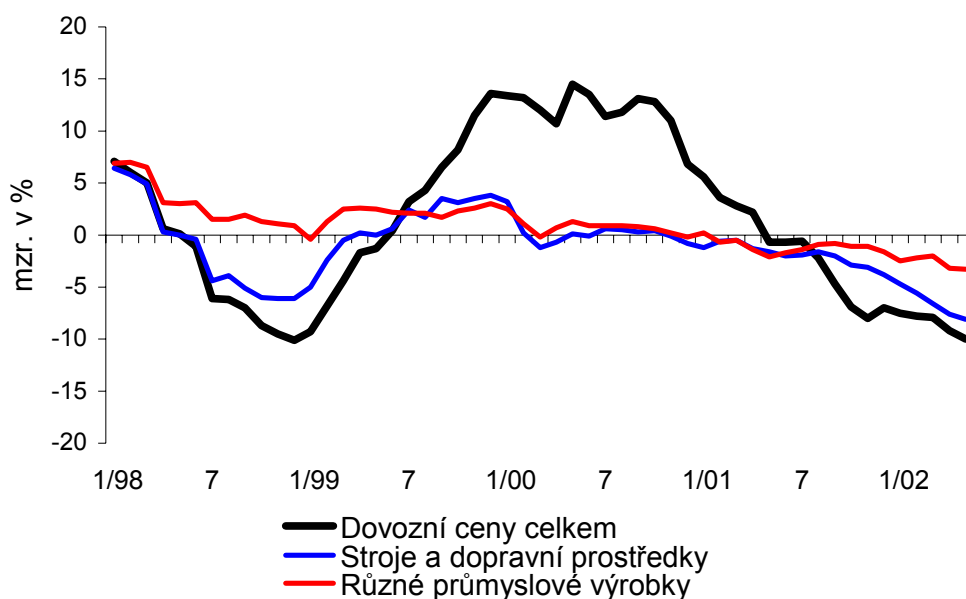
Podrobnější analýza přináší dílčí vysvětlení rozdílů v dynamice dovozních cen a cen obchodovatelných komodit. Především, je třeba uvést, že dovozní ceny ovlivňují ceny obchodovatelných komodit pouze částečně, protože dovážené vstupy představují pouze část konečné (nákladově kalkulované) ceny finální produkce. Podílejí se na ní i domácí nákladové položky (mzdové náklady, odpisy, domácí materiály, zisk), které mohou vykazovat odlišnou dynamiku ve srovnání s dovozními faktory. Výsledkem pak je méně než proporcionální pokles cen obchodovatelných komodit v reakci na pokles dovozních cen. Podrobnější analýza ukázala, že v podmínkách, kdy mzdy, odpisy a zisk obchodní organizace činí cca 30 % celkové prodejní ceny výrobku, se změna ceny dováženého vstupu promítá pouze z cca 1/5 do změny maloobchodních cen při současném nárůstu nominálních mezd (daných celkovým trendem vývoje mezd v ekonomice), zisku a odpisů.

Druhým problémem je použití adekvátního indexu dovozních cen. Analýza tlaku dovozních cen na ceny obchodovatelných komodit by se neměla odvíjet od souhrnného výběrového indexu, ale spíše od jednotlivých subindexů s dopadem na jednotlivé skupiny komodit. Ceny paliv, surovin, polotovarů a dalších meziproductů ovlivňují spotřebitelské ceny v souhrnu jen zprostředkovaně (a tedy zeslabeně) nebo vůbec ne. Adekvátní je spíše úvaha o cenových

indexech v těch třídách zahraničního obchodu, které mají relevanci k obchodovatelným komoditám, tj. zejména k třídám 7 a 8 (stroje a dopravní prostředky, různé průmyslové výrobky). Dovozní index na základě tříd 7 a 8 vykazuje aktuálně výrazně slabší oscilace dynamik meziročního růstu, než index dovozních cen ČSÚ.

V tomto smyslu tedy dochází k přenosu pohybu dovozních cen do cen obchodovatelných komodit. Jejich nepružnost směrem dolů je nižší, než jak by vyplývalo z mechanického porovnání souhrnného indexu dovozních cen a celé skupiny obchodovatelných komodit.

Výběrový index dovozních cen ČSÚ a jeho komponenty



Pohonné hmoty: dosavadní vývoj potvrzuje klíčový význam dvou hlavních faktorů, skutečný vývoj se pohybuje v poměrně spolehlivém intervalu vymezeném scénářovým vývojem ceny ropy a kurzu, silnější kurz CZK/USD přinese snížení oproti dosavadní predikci, nejistý je scénář ropy. Současná situace napovídá o meziročním poklesu cen pohonných hmot (pokračování vývoje z 1. poloviny roku), ke konci roku by ceny pohonných hmot měly meziročně stagnovat, v roce 2003 by pak ceny měly zůstat (se sezónními výkyvy) víceméně stabilní.

Neobchodovatelné komodity (bez regulovaných cen): meziroční růst cen si zachová nižší dynamiku ve srovnání s předchozími čtvrtletími (od září 2001 do dubna 2002 mizr. růst v intervalu 6,7 až 7,0% oproti aktuálním 5,0% v červnu 2002), ale i nadále růst cen neobchodovatelných komodit bude výrazně odlišný od vývoje v oblasti cen obchodovatelných komodit. Na rozdíl od vývoje cen v oblasti obchodovatelných komodit se u neobchodovatelných komodit projevuje výrazně odlišná nákladová struktura tvorby cen (B-S efekt, nižší růst produktivity oproti obchodovatelným komoditám, vyšší podíl mzdových nákladů, vyšší monopolizace, nízký vliv směnného kurzu spolu s téměř neexistující dovozovou arbitráží, delší doba reakce na změnu inflačních očekávání). S ohledem na vývoj nominálních mezd, kde dojde pouze k mírnému zpomalení meziroční dynamiky jejich růstu předpokládáme jak v roce 2002, tak i v roce 2003 zhruba 5% meziroční růst neobchodovatelných komodit.

Ceny potravin: Dosavadní vývoj cen potravin je ovlivněn zejména postupným snižováním cen klíčových zemědělských komodit v první polovině letošního roku (a tudíž snižující se dynamikou, resp. poklesem meziročního růstu cen zemědělských výrobců). Tento vývoj se projevil přímo především výrazným poklesem cen masa a masných výrobků a nepřímo u převážné části ostatních skupin potravin oslabením nákladových faktorů jejich růstu. Tento vývoj byl v původních predikcích do značné míry očekáván a skutečný vývoj cen potravin vyjma vývoje do značné míry naplnil původní předpoklady (základní trend) predikce ze 4. SZ, nicméně v závěru 2. čtvrtletí byl pokles cen zemědělských výrobců a návazně i vývoj cen potravin hlubší oproti původním predikcím.

Poněkud výraznější pokles cen potravin proti predikci byl důsledkem vývoje zejména tradičně velmi volatilních skupin potravin, jako jsou především brambory a zelenina. Zatímco v prvních měsících letošního roku tyto faktory působily (po očištění o sezónní vlivy) jako faktor akcelerující dynamiku růstu cen potravin, v současné době je tomu naopak a aktuální výrazný pokles cen zeleniny, ovoce a nízké ceny ranných brambor působí naopak jako výrazný faktor snižování jak meziměsíční, tak i meziroční dynamiky růstu cen potravin. Jako dílčí faktor poklesu cen potravin se jeví výraznější kurzová apreciacie (oproti původním scénářovým veličinám) spolu s rychlejší reakcí a výraznější elasticitou cen potravin na vývoj cen zemědělských výrobců oproti původním předpokladům.

V druhé polovině roku 2002 a na počátku roku 2003 očekáváme hlubší pokles cen zemědělských výrobců oproti původním předpokladům (očekávaná příznivá sklizeň, pokračující kurzová apreciacie, nízké ceny v zahraničí) ze 4. SZ a v důsledku toho výraznější meziroční pokles cen potravin oproti předchozí predikci, který by měl dosáhnout na konci roku 2002, hodnoty $-1,2\%$ meziročně. V roce 2003 předpokládáme postupné mírné oživení růstu cen potravin, a to zejména v důsledku postupného oživení růstu cen zemědělských výrobců, přičemž meziroční růst cen potravin na konci roku 2003 očekáváme okolo 2% (ve 4. SZ 3%).

Hlavním rizikem predikce cen potravin je vývoj cen zemědělských výrobců, kdy v současném období samého počátku sklizně je obtížné odhadovat vývoj cen zemědělských výrobců v podzimních měsících (které determinují do značné míry i předpoklady vývoje cen zemědělských komodit v první polovině následujícího roku). Dalším významným rizikem je i promítání kurzové apreciacie jak do cen zemědělských výrobců (a nepřímo do cen potravin), tak i přímý dopad kurzu na spotřebitelské ceny potravin.

IV. Alternativní scénáře

V této části situační zprávy rozebíráme ve větším detailu některé alternativní varianty budoucího výhledu, které vyplynuly při analýze rizik prognózy a mohly by mít vliv na měnověpolitické rozhodnutí. V první alternativě rozebíráme možnost nižší míry nadhodnocení reálného kurzu a vysvětlujeme nepříliš intuitivní dopady na měnovou politiku. V dalších dvou alternativních scénářích se snažíme zaujmout stanovisko k možným příčinám rychlejšího zhodnocování nominálního kurzu, kterými jsou podle našeho názoru rychlejší než očekávaný pokles rizikové premie a iracionální chování části finančních trhů. Ukazujeme, že ačkoliv oba důvody mohou vyvolat stejné zhodnocení nominálního kurzu a pokles míry inflace, jejich měnověpolitické důsledky jsou velmi odlišné.

Alternativa 1: Nižší nadhodnocení reálného kurzu

Předmětem alternativního scénáře se stalo ohodnocení dopadů odlišného nastavení počátečního nadhodnocení reálného kurzu. V základním scénáři ohodnocujeme míru nadměrného zhodnocení reálného kurzu na 6,8 %, ovšem připouštíme v tomto směru značnou nejistotu. Tato nejistota je výrazem nejasných signálů ohledně dopadů zhodnocování na podnikovou sféru a může pramenit buď z nejistoty ohledně rychlosti rovnovážného zhodnocování v posledním roce nebo o výchozím nastavení rovnovážné trajektorie samotné. Vzhledem k tomu, že dostupné indicie vesměs vylučují rychlejší rovnovážnou apreciaci než uvažovaných 6 %, omezujeme zkoumanou nejistotu na nastavení úrovně rovnovážného kurzu.

Odhad úrovně rovnovážného kurzu v základním scénáři je dán přesvědčením o významné úloze úrokových sazeb na ekonomickém oživení z let 1999 až 2001. Taková úvaha vyžaduje, aby se reálné sazby v tomto období pohybovaly pod svou rovnovážnou úrovní. Příslušný vývoj rovnovážných sazeb je přitom svázán s vývojem rovnovážného reálného kurzu prostřednictvím výsledného indexu reálných měnových podmínek. Ten je spjat s průběhem výstupní mezery, o němž máme řádově více informací a jehož odhad považujeme za robustní. Změna odhadu trajektorie rovnovážného kurzu se proto musí projevit v trajektorii rovnovážných reálných sazeb a naopak tak, aby výsledná hodnota měnových podmínek a mezery výstupu zůstala nezměněna.

V alternativním scénáři jsme snížili nadhodnocení reálného kurzu o 3 p.b. na 4 %. Aby výsledné měnové podmínky a odhad mezery HDP zůstaly nezměněny, musí poklesnout výchozí odhad rovnovážné úrovně reálných sazeb na nulu. Tím se zvýší i odhad míry počátečního nadhodnocení reálných sazeb na 2 %. Zároveň s tím je nutno upravit směrem dolů i trajektorii rizikové premie, neboť se v této alternativě korunová aktiva jeví méně riziková.

Srovnání průběhu inflace, mezery výstupu v obou variantách je provedeno v Tabulkách 1. Profil inflace je v obou variantách víceméně totožný, ačkoliv k dosažení tohoto průběhu inflace je nutná nižší trajektorie úrokových sazeb. Nižší hladina sazeb je dána především nižší úrovní politicky neutrálních sazeb, zatímco dopad hospodářského cyklu na měnovou politiku je v obou variantách shodný. Nižší nominální sazby vedou k nižším reálným úrokovým sazbám oproti základnímu scénáři a k rychlejšímu uzavírání výstupové mezery, což bude působit proinflačně.

Naopak vliv kurzu bude působit deflačně. Více zhodnocenému rovnovážnému kurzu v této alternativě odpovídá při podobném průběhu inflace i více zhodnocený kurz nominální. Nižší úrokové sazby nemají na tempo nominálního zhodnocování vliv, neboť jsou kompenzovány nižšími hodnotami rizikové premie.

Výsledný profil inflace je tak v obou scénářích shodný, neboť poptávkový inflační impuls je korigován deflačním působením kurzového kanálu. Ačkoliv alternativní scénář zdánlivě nepředstavuje riziko pro inflační vývoj, zakládá důvod k mnohem razantnější reakci úrokových sazeb.

Tabulky 1 Dopad alternativních počátečních podmínek

Celková meziroční inflace [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	0,6	1,3	1,0	1,6	2,3	2,4	2,4	2,6	2,8	2,9
Alternativní scénář (AS)	0,6	1,3	1,0	1,6	2,3	2,4	2,3	2,6	2,7	2,9

Mezera výstupu [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	-1,3	-1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5
Alternativní scénář (AS)	-1,3	-1,7	-1,2	-1,0	-0,8	-0,5	-0,1	0,1	0,2	0,2

3měsíční úroková sazba [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	3,0	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3
Alternativní scénář (AS)	2,3	1,5	1,2	1,4	1,6	2,0	2,3	2,6	2,8	3,0

Alternativa 2: Rychlejší pokles rizikové premie

V této alternativě opouštíme projekci neměnného kurzu po následující tři čtvrtletí ze základního scénáře a předpokládáme rychlejší pokles rizikové premie k nule v roce 2007. Tento předpoklad vede ke zhodnocování nominálního kurzu od počátku predikce a potažmo i k nižší predikci inflace (Tabulka 2). Odpovídající reakce měnové politiky je však podstatně razantnější než by odpovídalo poklesu inflační predikce. Rychlejší pokles rizikové premie znamená i pokles rovnovážných reálných úrokových sazeb a tím i politicky neutrální úroveň sazeb nominálních. Výsledkem je implikovaný pokles nominálních sazeb až o tři procentní body během následujícího půl roku. Snížení sazeb však nedokáže vyvážit zhodnocování reálného kurzu a zmírnit měnové podmínky oproti základnímu scénáři. Mezera HDP se tak ještě více propadne a růst HDP zpomalí.

Alternativa 3: Spekulace investorů na zhodnocení kurzu

V druhé alternativě, která se zabývá možnými příčinami perzistentního zhodnocování koruny, zvýrazňujeme roli, kterou v tomto procesu mohou hrát investoři spekulující na zhodnocení koruny. Takoví investoři mohou tvořit svá očekávání o budoucí hodnotě kurzu pomocí zjednodušených schémat, v nichž figuruje vysoká míra rovnovážného zhodnocení, která je

považována za snesitelnou a která při klesající predikci inflace implikuje nominální zhodnocování. S existencí těchto investorů počítáme i v základním scénáři, nicméně v této alternativě jsme jejich váhu zvýšili zhruba dvojnásobně.

Tento předpoklad vede k podobné míře zhodnocování nominálního kurzu jako v alternativě 2 a obdobný je i průběh inflace. Přesto má tato alternativa velmi odlišné dopady do měnové politiky. Implikované úrokové sazby sice reagují více než v základním scénáři, ale pouze z důvodu větší odchylky predikce inflace. Vzhledem k tomu, že příčina nominálního zhodnocování není fundamentální, ale souvisí pouze s přechodně neracionálním chováním investorů, nedochází k dlouhodobému poklesu rizikové politicky neutrální úrovně sazeb tak, jak tomu bylo u alternativy 2. Trajektorie úrokových sazeb proto leží dlouhodobě asi o 1 p.b. výše než v předchozí alternativě, ačkoliv její průběh je zpočátku velmi podobný.

Tabulky 2 Srovnání alternativ s rychlejším zhodnocováním kurzu

Celková meziroční inflace [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	0,6	1,3	1,0	1,6	2,3	2,4	2,4	2,6	2,8	2,9
Alternativa spekulace	0,6	1,3	1,0	1,5	2,0	1,9	1,6	1,8	1,9	2,1
Alternativa riziková prémie	0,6	1,3	1,0	1,5	2,0	1,9	1,6	1,8	1,9	2,0

Mezera výstupu [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	-1,3	-1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5
Alternativa spekulace	-1,3	-1,7	-1,2	-1,5	-1,7	-1,6	-1,3	-1,1	-1,0	-1,0
Alternativa riziková prémie	-1,3	-1,7	-1,2	-1,7	-2,0	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2

3měsíční úroková sazba [%]

	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	3,0	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4	3,7	3,9	4,2	4,3
Alternativa spekulace	2,7	1,9	1,4	1,3	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,8
Alternativa riziková prémie	2,7	1,8	1,1	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0

Kurz [Kč/EUR]

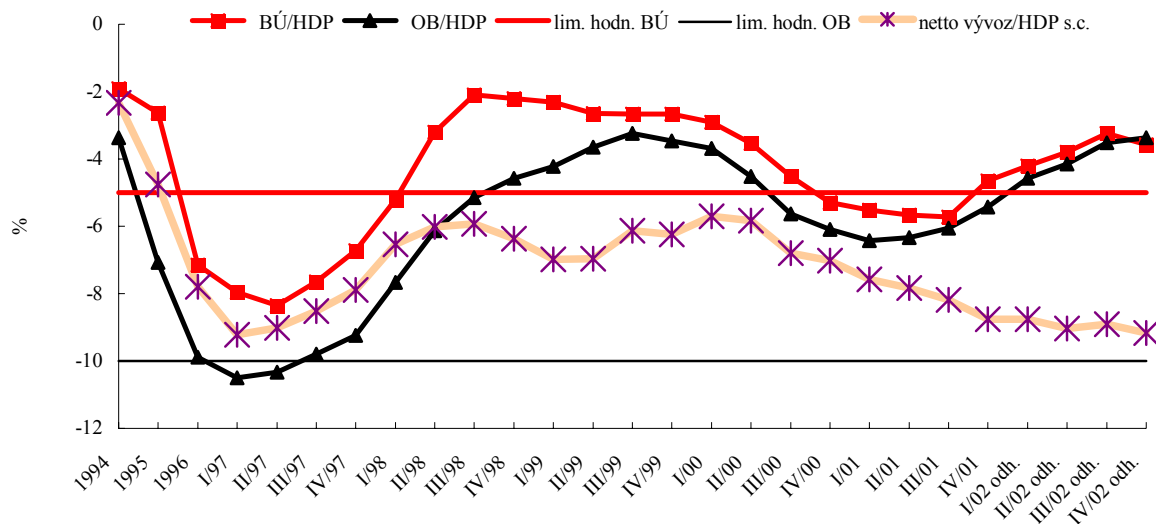
	02q3	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	30,0	30,0	30,0	29,8	29,6	29,4	29,1	28,8	28,6	28,3
Alternativa spekulace	30,1	29,6	29,3	29,0	28,8	28,6	28,4	28,1	27,8	27,5
Alternativa riziková prémie	30,0	29,5	29,3	29,1	28,9	28,8	28,5	28,3	28,0	27,8

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

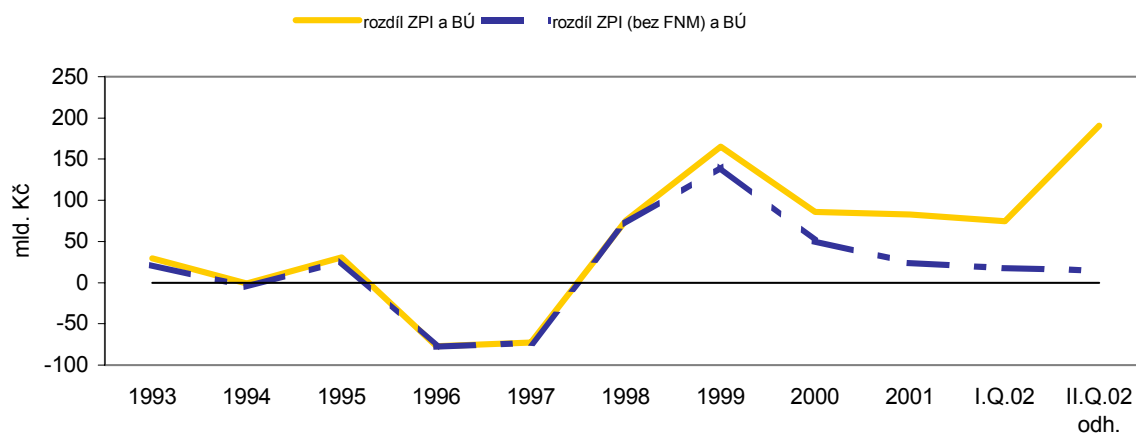


Pozn.: čtvrtletní údaje na bázi ročního klouzavého úhrnu
netto vývoz (vývoz zboží a služeb - dovoz) ve stálých cenách r. 1995

Zpřesněné predikce běžného účtu a obchodní bilance pro letošní rok uvažují s rozsahem vnější nerovnováhy v běžných cenách na přijatelné úrovni (odhad poměru schodku BÚ k HDP ve výši 3,6 %). Ve stálých cenách je zřejmé zpomalení růstu nerovnovážného vývoje. Vývoj indikátoru nepůsobí na růst depreciačních tlaků na kurz.

2/ krytí schodku běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

Krytí schodku běžného účtu přílivem ZPI



Pozn.: čtvrtletní údaje na roční bázi
rozdíly ZPI (bez FNM) - BÚ = zahraniční přímé investice očištěné o příjmy FNM ČR a Konsolidační banky

Ve 2.čtvrtletí se předpokládá masivní příliv zahraničních přímých investic spojených s privatizací státních majetkových účastí (Transgas). Převís bilance přímých investic do nestátních společností nad schodkem běžného účtu se snižuje. Vývoj indikátoru působí ve směru apreceiace koruny.

3/ změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Pokračující posilování kurzu a pokles inflace v jednotlivých cenových okruzích vytvářejí podmínky pro rozhodnutí o snížení základních úrokových sazeb na červencovém zasedání bankovní rady ČNB.

Růst průmyslové výroby svědčí o skutečnosti, že se české podniky vyrovnávají s dopady posilující koruny. Podle prohlášení nového premiéra bude potřeba najít v krátkodobém horizontu cestu k oslabení kurzu koruny.

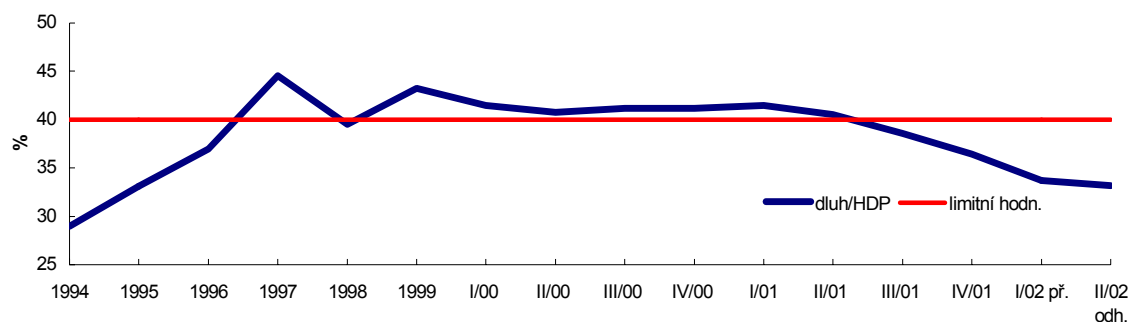
Nová vláda přehodnotí znovu záměry ohledně privatizace odvětví energetiky. Rovněž prodeje Unipetrolu a Českého Telekomu budou znovu zváženy. Fiskální deficit v roce 2003 a v následujících letech budou ale vládu nutit v politice odprodeje vládních aktiv pokračovat.

Z komentářů zahraničních subjektů nevyplývá možnost výrazné změny kurzových očekávání.

B/ Indikátory dluhového vývoje

1/ Poměr zahraničního dluhu k HDP

Poměr zahraničního dluhu k HDP



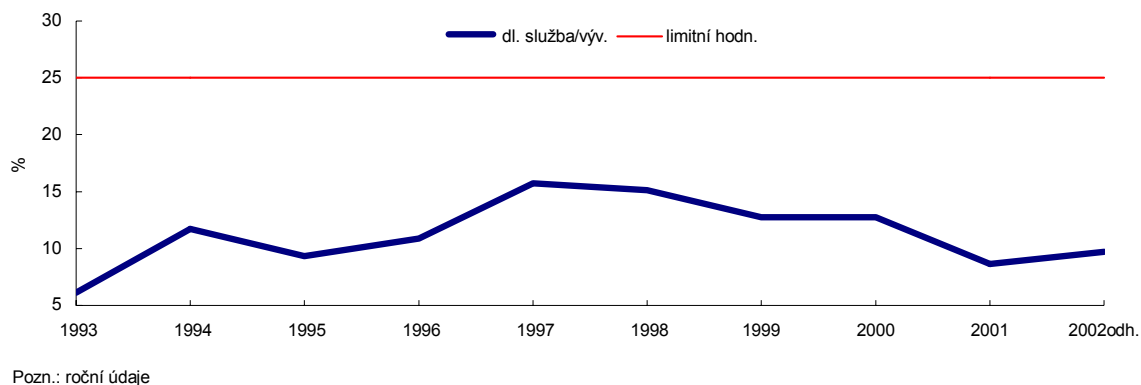
Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

Pokles poměru zahraničního dluhu k HDP pokračoval zřejmě ve 2. čtvrtletí mírnějším tempem (k 30. 6. odhad cca 33 %). Došlo k poklesu krátkodobých závazků bank spojených s realizací přímých investic (odkup akcií ČSPO). Z hlediska mezinárodních standardů se nachází výše zahraničního dluhu na přijatelné úrovni. Vývoj indikátoru nepůsobí na změnu kurzových expektací.

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

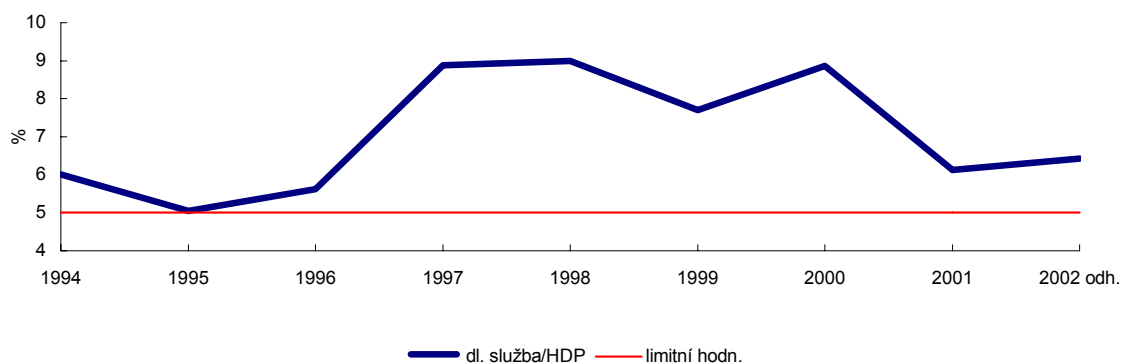
Nominální výše dluhové služby se nachází i přes mírné letošní navýšení na přijatelné úrovni. Schopnost ekonomiky splácet zahraniční dluh vývozem zboží a služeb je relativně vysoká (dluhová služba pod 10 % ročního exportu zboží a služeb). Vývoj indikátoru nepůsobí ve směru oslabování koruny.

Poměr dluhové služby k exportu zboží a služeb



3/ dluhová služba ve vztahu k HDP

Poměr dluhové služby k HDP

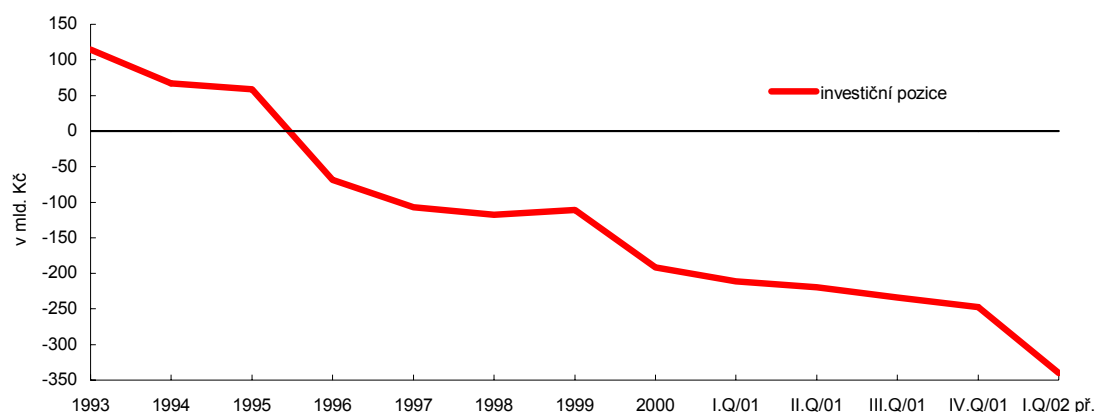


Poměr dluhové služby k HDP se snižuje (v současnosti na cca 6,4 %). Vyšší hodnotu indikátoru ovlivňuje značná náročnost tvorby HDP na zahraniční zdroje. Vývoj indikátoru nepůsobí na růst depreciačních tlaků na kurz.

4/ vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

Prohlubování schodku investiční pozice vůči nerezidentům je spojeno s jednorázovými vlivy (dokončení operace spojené s úhradou části vládní pohledávky za Ruskem z období centrálně plánované ekonomiky) a dále s vývojem platební bilance (schodek na běžném účtu krytý přebytkem finančního účtu). I přes nepříznivý vývoj vliv indikátoru na růst depreciačních tlaků není uvažován.

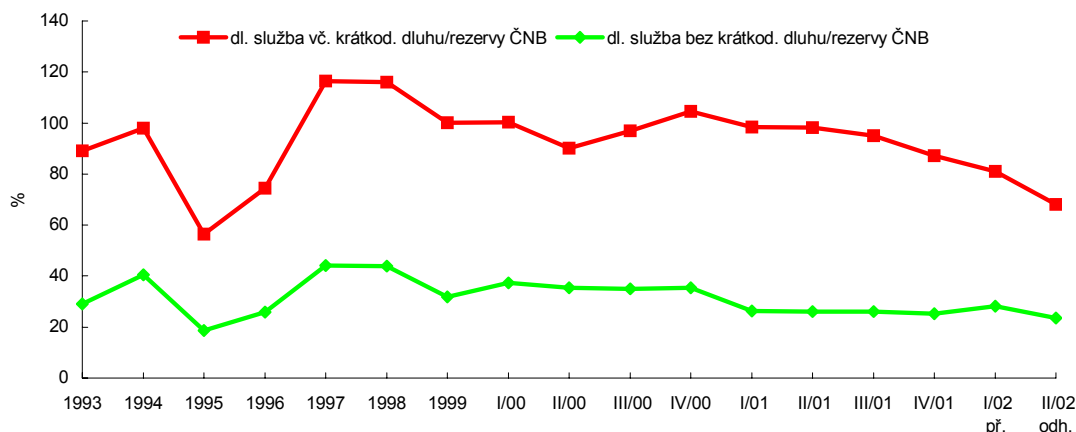
Vývoj investiční pozice ČR



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



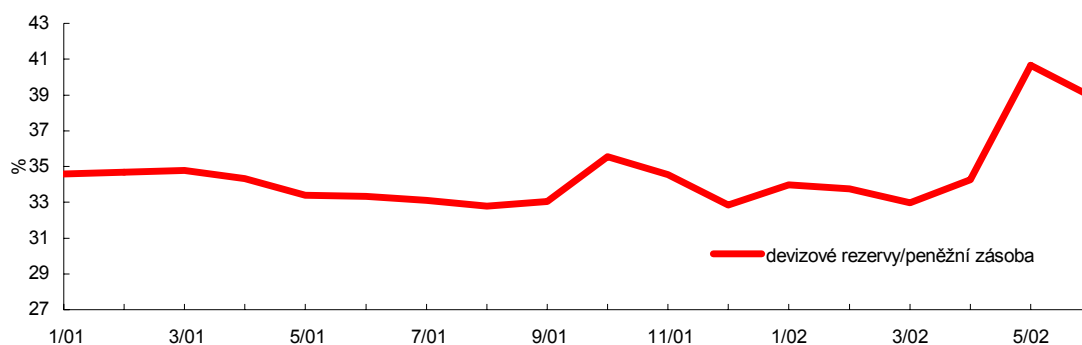
Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu období

Stabilizace krátkodobé složky zahraničního dluhu a navýšení devizových rezerv ČNB z privatizačních příjmů (prodej Transgasu) se promítly v poklesu poměru rychle mobilizovatelného zahraničního dluhu k devizovým rezervám ČNB (jejich převis o více než 30%). Příznivý vývoj indikátoru působí proti depreciačním expektacím.

2/ poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

Růst devizových rezerv ČNB a stabilizace výše peněžní zásoby se promítly ve zvýšení míry krytí téměř na 40 %. Vliv indikátoru na oslabování koruny se neuvažuje.

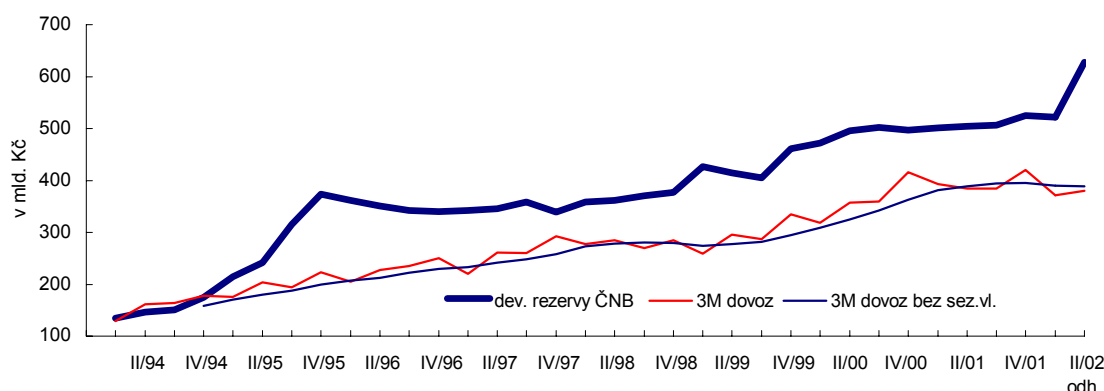
Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě



Pozn.: stav k ultimu příslušného měsíce

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

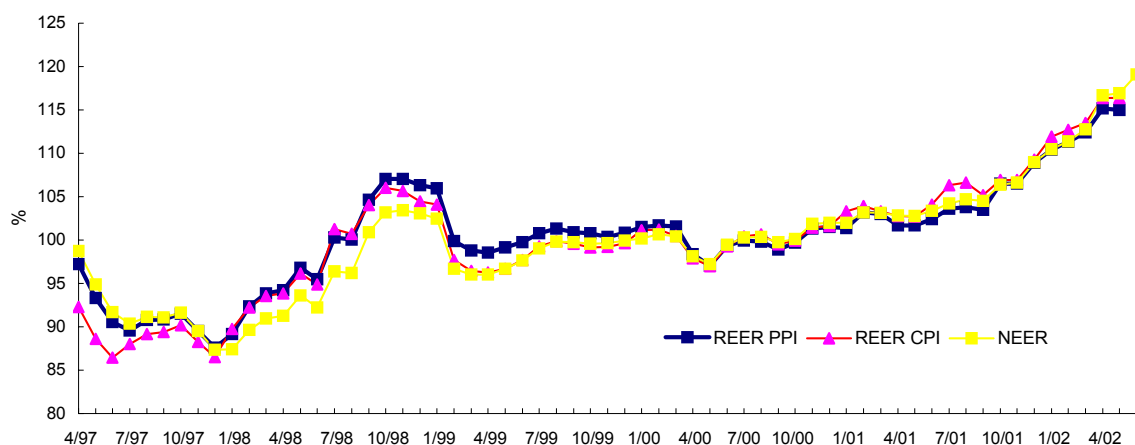
Výše devizových rezerv ČNB ve vztahu k dovozu zboží a služeb je více než dostatečná (odhad za 2. čtvrtletí cca 4,8- měsíčního dovozu). Působení indikátoru na změnu kursových očekávání se nepředpokládá.

D/ Ostatní indikátory

1/ vývoj reálného efektivního kurzu

Posilování nominálního a návazně i reálných efektivních kurzů se po květnovém zpomalení v červnu opět urychlilo. Uvedený vývoj zostruje podmínky pro zachování cenové konkurenceschopnosti českých exportérů a jejich finanční stabilitu.

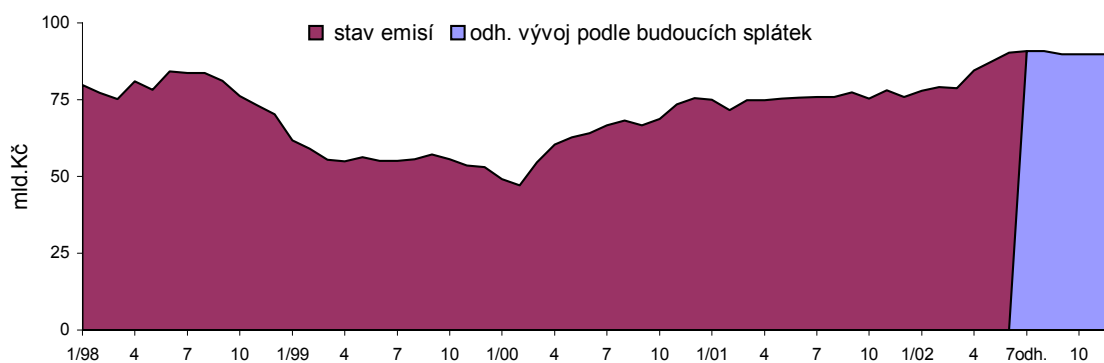
Vývoj reálného a nominálního efektivního kurzu



Pozn.: rok 2000 = 100

2/ Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



Poptávka po eurokorunových obligacích na zahraničních trzích se v červenci v porovnání s vyššími výsledky předchozích měsíců snížila (prozatím evidována emise ve výši 0,5 mld. Kč). Objem předpokládaných splátek do konce roku je nevýznamný (cca 1 mld. Kč). Vývoj indikátoru působí ve směru apreciačního trendu koruny. Stav dosud nesplacených eurokorunových obligací se od počátku roku zvýšil o 14,5 mld. Kč.

Závěr:

V období od počátku června do poloviny července (15.7.) koruna vůči euru posilovala v rozmezí 28,97 – 30,635 CZK/EUR. Ve vztahu k USD se koruna pohybovala v rozmezí 29,285 – 32,648 CZK/USD rovněž s apreciační tendencí.

Ve vývoji indikátorů nedochází proti situaci hodnocené v poslední situační zprávě k zásadní změně. Vývoj u převážné většiny ukazatelů je příznivý z hlediska nominální výše i trendu. Po výrazném vylepšení likviditních ukazatelů vlivem květnového navýšení devizových rezerv (míra krytí dovozu, peněžní zásoby a rychle mobilizovatelného dluhu devizovými rezervami) se předpokládá ve 2. čtvrtletí i zlepšení dluhových charakteristik vlivem stabilizace nízké úrovně krátkodobé zadluženosti. Méně příznivý vývoj byl zaznamenán v oblasti měsíčních hodnot efektivních kurzů koruny, které zaznamenaly po zpomalení apreciacie v květnu opětovné zrychlení. Snížila se poptávka po eurokorunových obligacích na zahraničních trzích.

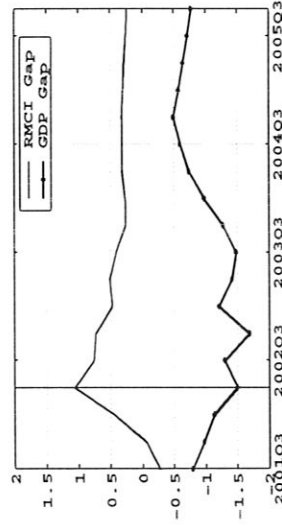
Hodnocení zahraničních subjektů odráží vcelku příznivý hospodářský a cenový vývoj a vyčkávají na vyhlášení záměrů nově formované vlády. Za velmi pravděpodobné se považuje snížení úrokových sazeb ČNB v červenci i možnost intervencí na mezibankovním devizovém trhu.

Současný vývoj indikátorů vnější nerovnováhy nenasvědčuje možnosti výraznější změny kurzových expektací v krátkodobém horizontu.

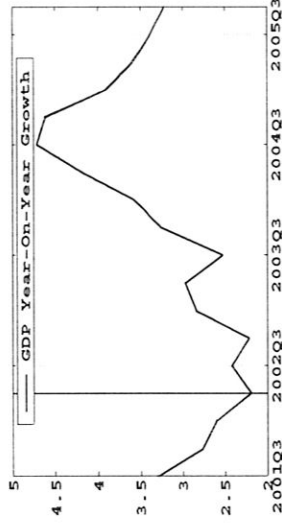
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

July 2002 Forecast Round Baseline

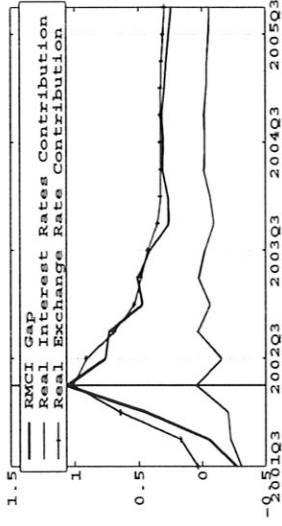
Real Activity Measures



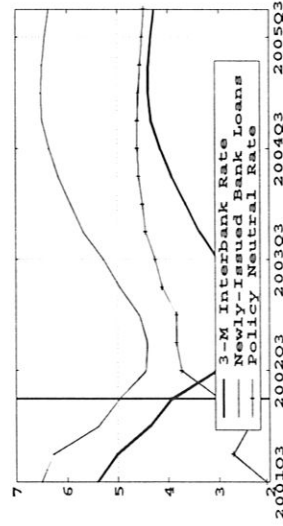
Real Activity Measures



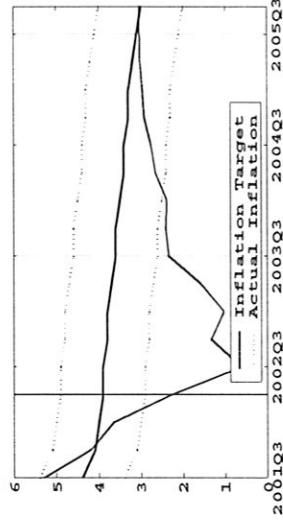
Real Monetary Conditions



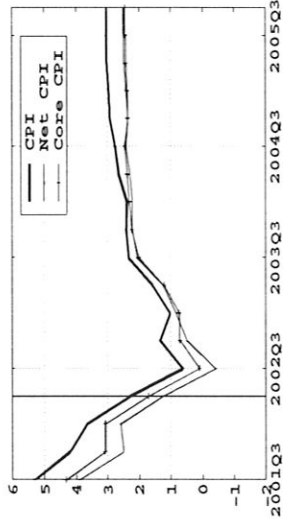
Nominal Interest Rates



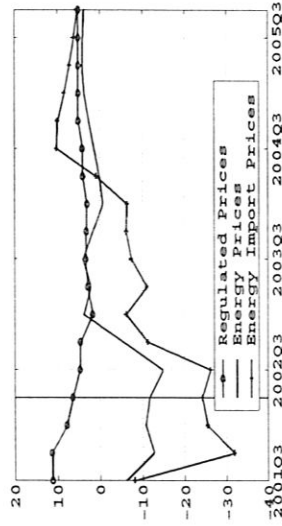
Inflation Target



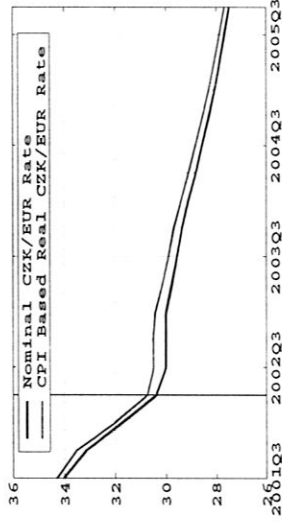
Year-On-Year Inflation Components (1)



Year-On-Year Inflation Components (2)



Exchange Rates



Year-On-Year Import Inflation Components



Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms		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
Real GDP Gap	% of Actual Value	-0.8	-1.0	-1.1	-1.5	-1.3	-1.7	-1.2	-1.4	-1.5	-1.3	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8
Real GDP Gap Lag	pp	-0.7	-0.7	-0.9	-1.0	-1.3	-1.2	-1.5	-1.1	-1.3	-1.3	-1.1	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6
RMC Index Lag	pp	0.5	0.3	0.1	-0.4	-1.1	-0.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Foreign Demand Gap	pp	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Expert Judgement	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	-0.8	-1.0	-1.1	-1.5	-1.3	-1.7	-1.2	-0.8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Tune Weight	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	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
Indicators of Real Monetary Conditions																			
RMC Index		-42.7	-42.3	-41.6	-40.7	-40.8	-40.6	-40.7	-40.4	-40.3	-40.3	-40.1	-39.9	-39.8	-39.6	-39.5	-39.4	-39.3	-39.2
Equilibrium RMC Index		-42.4	-42.2	-42.0	-41.8	-41.6	-41.3	-41.1	-40.9	-40.7	-40.6	-40.4	-40.2	-40.1	-40.0	-39.8	-39.7	-39.6	-39.5
RMC Index Gap		-0.3	-0.1	0.4	1.1	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Real 3-Month Interbank Rate	% pa	0.2	0.9	0.9	1.8	0.8	1.8	1.1	1.6	1.4	1.0	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
Equilibrium Rate	% pa	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
Rate Gap	% pa	-1.2	-0.5	-0.5	0.4	-0.6	0.4	-0.3	0.1	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
Real 1-Year Interbank Rate	% pa	0.6	0.8	0.9	2.0	0.9	2.0	1.3	1.8	1.5	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
Equilibrium Rate	% pa	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
Rate Gap	% pa	-1.0	-0.7	-0.5	0.5	-0.7	0.4	-0.4	0.1	-0.2	-0.6	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	% pa	1.3	2.1	1.9	2.8	2.2	3.6	3.1	3.8	3.6	3.3	3.5	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3
Equilibrium Rate	% pa	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9
Rate Gap	% pa	-2.5	-1.7	-1.9	-0.9	-1.6	-0.2	-0.7	-0.1	-0.3	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
Euro Real 1-Year Interbank Rate	% pa	1.6	1.5	1.8	2.7	2.5	2.1	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1
Equilibrium Rate	% pa	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	-0.5	-0.6	-0.3	0.7	0.5	0.0	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Real CZK/EUR Exchange Rate	level	34.3	33.5	32.0	30.8	30.5	30.5	30.4	30.2	29.9	29.7	29.4	29.1	28.8	28.6	28.3	28.1	27.9	27.7
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-6.9	-7.4	-10.4	-12.4	-11.1	-8.9	-5.0	-2.0	-2.0	-2.7	-3.3	-3.4	-3.5	-3.9	-3.8	-3.6	-3.3	-3.1
Equilibrium Exchange Rate	level	34.4	33.9	33.4	32.9	32.4	32.0	31.5	31.1	30.8	30.4	30.1	29.8	29.5	29.2	28.9	28.7	28.5	28.2
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-5.5	-5.5	-5.5	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.4	-5.1	-4.9	-4.6	-4.4	-4.2	-4.0	-3.8	-3.6	-3.4	-3.3
Exchange Rate Gap	% of Actual Value	0.2	1.2	4.3	6.8	6.1	4.6	3.6	3.2	2.9	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0

Legend

pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

Inflation Determinants
Baseline

	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	4.4	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0
	pp	-3.3	-2.5	-2.8	-2.1	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1

Year-on-Year CPI Inflation Components

CPI	% pa y-o-y	5.3	4.2	3.7	2.3	0.6	1.3	1.0	1.6	2.3	2.4	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
Net CPI	% pa y-o-y	3.9	2.5	2.6	1.3	-0.4	0.5	0.8	1.2	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5
Core CPI	% pa y-o-y	4.3	3.1	3.1	1.7	0.1	0.7	0.7	1.2	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
Energy Prices	% pa y-o-y	-6.2	-12.6	-10.7	-11.6	-14.8	-5.5	3.8	2.1	4.0	1.7	-0.7	0.1	1.4	2.6	3.6	4.2	3.8
Regulated CPI	% pa y-o-y	11.2	11.3	7.8	6.4	4.7	4.6	1.8	2.9	3.3	3.2	3.0	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Import Prices	% pa y-o-y	-2.1	-7.5	-8.1	-9.0	-10.8	-8.0	-5.3	-3.8	-2.0	-1.4	-1.5	-0.7	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
Import Prices ex Energy	% pa y-o-y	-1.3	-4.5	-6.0	-7.2	-9.0	-7.6	-5.2	-2.9	-1.4	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.6	-0.3
Import Energy Prices	% pa y-o-y	-8.1	-31.8	-25.5	-24.2	-26.2	-11.2	-6.1	-11.0	-7.3	-6.2	-6.4	0.9	10.2	9.9	8.4	7.1	6.1
German CPI	% pa y-o-y	2.4	1.8	1.9	1.2	1.5	2.0	1.6	1.7	1.7	1.8	2.0	2.4	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
Price of Oil	% pa y-o-y	-17.0	-41.0	-21.2	-7.1	-2.6	21.8	14.3	-4.5	-2.0	-0.8	-1.2	6.2	14.8	13.1	11.5	10.3	9.2

Weighted Contributions to CPI Inflation

CPI	% pa y-o-y	5.3	4.2	3.7	2.3	0.6	1.3	1.0	1.6	2.3	2.4	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
Net CPI	pp	3.3	2.2	2.2	1.1	-0.2	0.5	0.7	1.1	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
Core CPI	pp	3.4	2.4	2.4	1.4	0.1	0.6	0.6	1.0	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Energy Prices	pp	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Regulated CPI	pp	2.0	2.0	1.4	1.2	0.8	0.8	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9

Weighted Contributions in Core Phillips Curve - log terms

Core CPI	% pa q-o-q	5.3	-0.5	2.0	0.1	-1.2	1.9	2.1	2.1	2.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.4
Core CPI Lag	pp	2.3	2.2	-0.2	0.8	0.1	-0.5	0.8	0.9	0.9	0.9	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Inflation Expectations	pp	1.7	1.4	1.2	0.7	0.8	0.3	0.5	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
Import Prices ex Energy	pp	-0.3	-1.1	-1.5	-1.8	-2.2	-1.9	-1.3	-0.7	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Real Eq. Appreciation	pp	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
Real GDP Gap	pp	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.6	-0.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4
Expert Judgement	pp	0.6	-4.0	1.6	-0.5	-0.5	3.2	1.4	0.8	0.4	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	5.3	-0.5	2.0	0.1	-1.2	1.9	2.1	2.8	1.8	2.8	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0
Tune Weight		0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Legend

pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

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

Zahraníční cenový vývoj	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
ceny průmyslových výrobců v SRN (v %)	4,7	4,6	2,6	0,3				0,3 ¹⁾				1,4 ¹⁾	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02
spotřebitelské ceny v SRN (v %)	2,5	3,2	2,4	1,7				1,5 ¹⁾				1,6 ¹⁾	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	28,8	27,9	26,5	20,5	25,1	26,3	25,5	25,0	24,8	24,7	24,6	24,6	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02
cena ropy - uralská (USD/barel)	25,3	25,9	23,7	18,8	20,2	23,6	23,1	22,6	22,4	22,3	22,2	22,2	odbor 411	cena ropy WTI minus 2,4 USD ²⁾
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)	-3,8	2,6	-15,7	-32,9	-20,1	-8,9	-2,2	20,0	11,0	-5,4	-4,0	-1,6	odbor 411	ČNB
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m ³)	126,4	124,7	114,4	106,4	97,6	93,0	92,0	94,0	97,0	97,0	97,0	97,0	odbor 411	konsensus měnové sekce
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)	46,6	24,1	4,8	-11,8	-23,1	-25,4	-19,6	-11,7	-0,6	4,3	5,4	3,2	odbor 411	ČNB

Zahraníční poptávka	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
HDP v SRN (mzr. v %)	1,8	0,6	0,4	-0,3	-0,2	0,4	1,3	2,2	2,6	2,6	2,4	2,2	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02

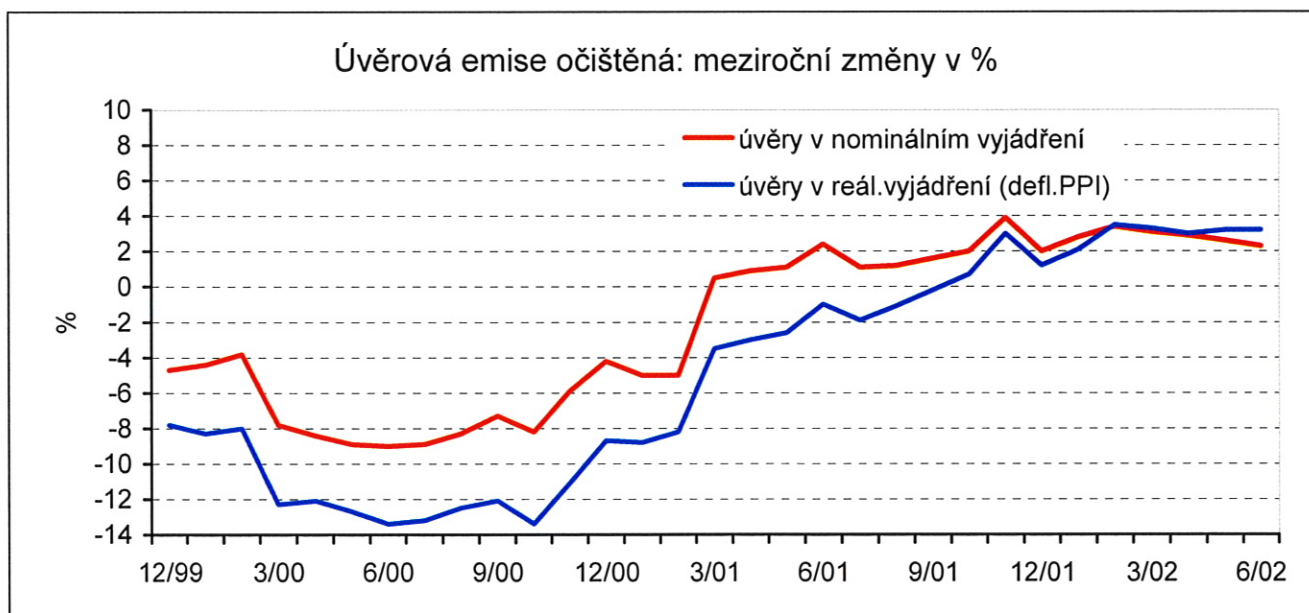
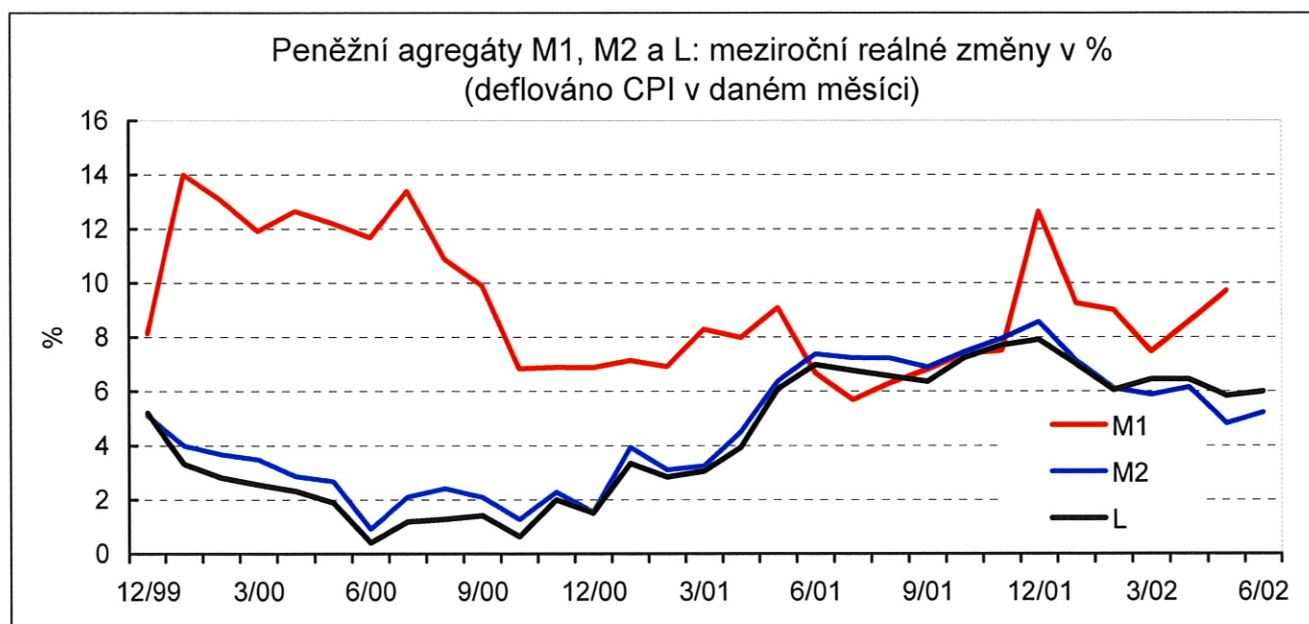
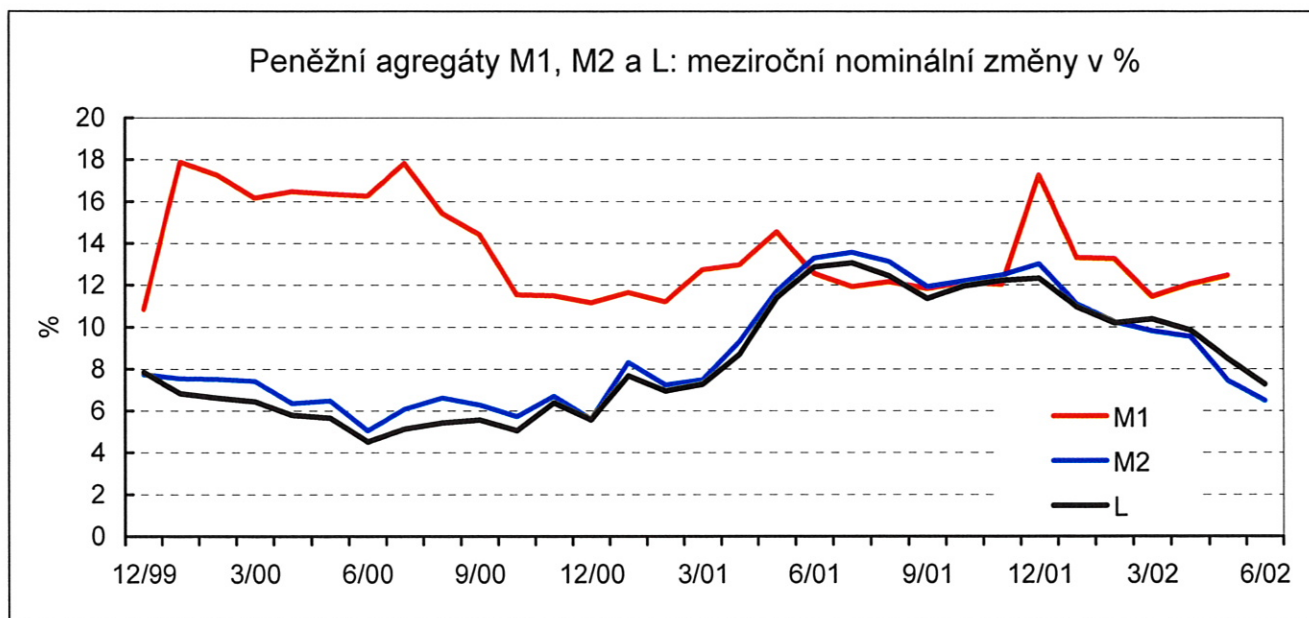
Devizové kurzy a úrokové sazby	I/01	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	Údaje dodává	Zdroj
nominální kurz USD za 1 EUR	0,925	0,874	0,890	0,897	0,872	0,919	0,989	0,994	1,000	1,005	1,009	1,009	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02
nominální kurz CZK za 1 USD	37,65	39,26	38,22	36,97	36,42	33,08	30,33	30,18	30,00	29,85	29,73	29,73	odbor 411	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR ³⁾	34,80	34,30	34,02	33,16	31,75	30,40	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	odbor 411	konsensus měnové sekce
1 Y EURIBOR	4,55	4,44	4,06	3,29	3,63	3,90	3,89	4,05	4,12	4,18	4,23	4,23	referát	Consensus Forecasts 7 z 8.7.02

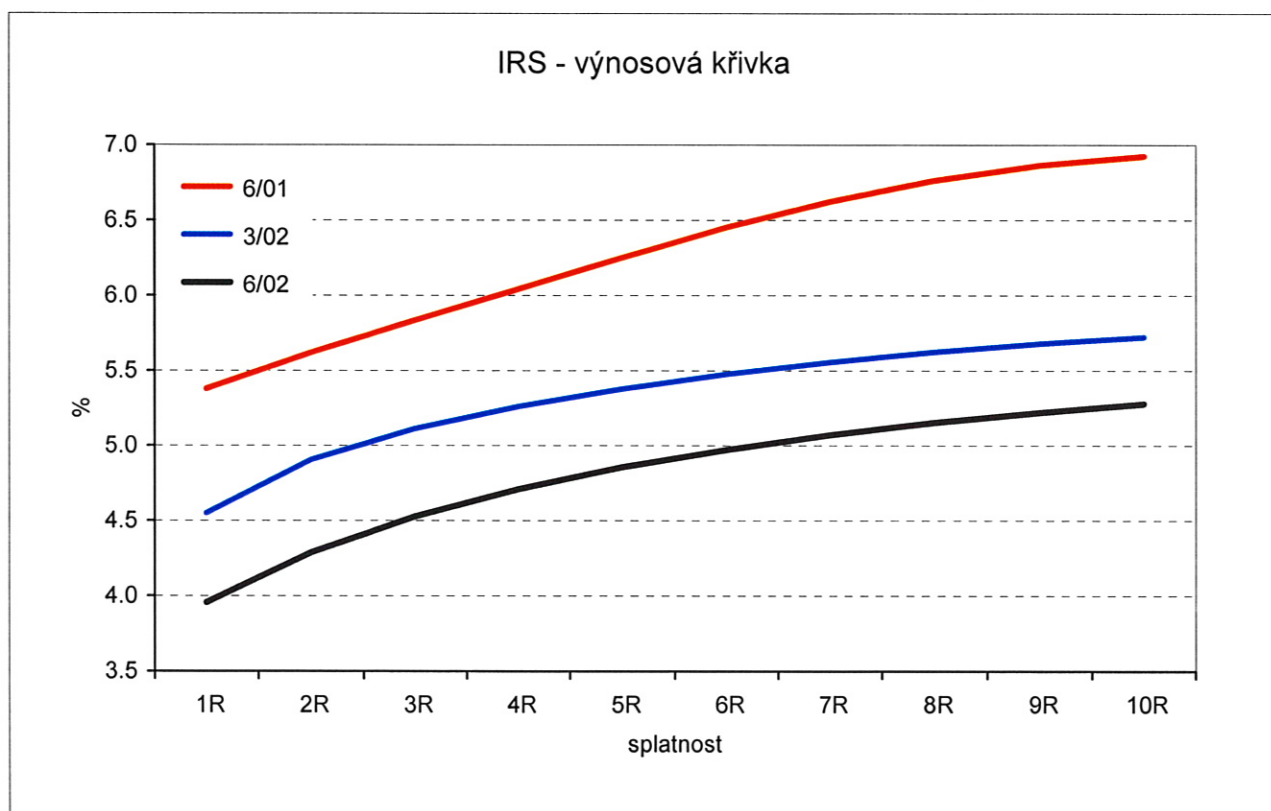
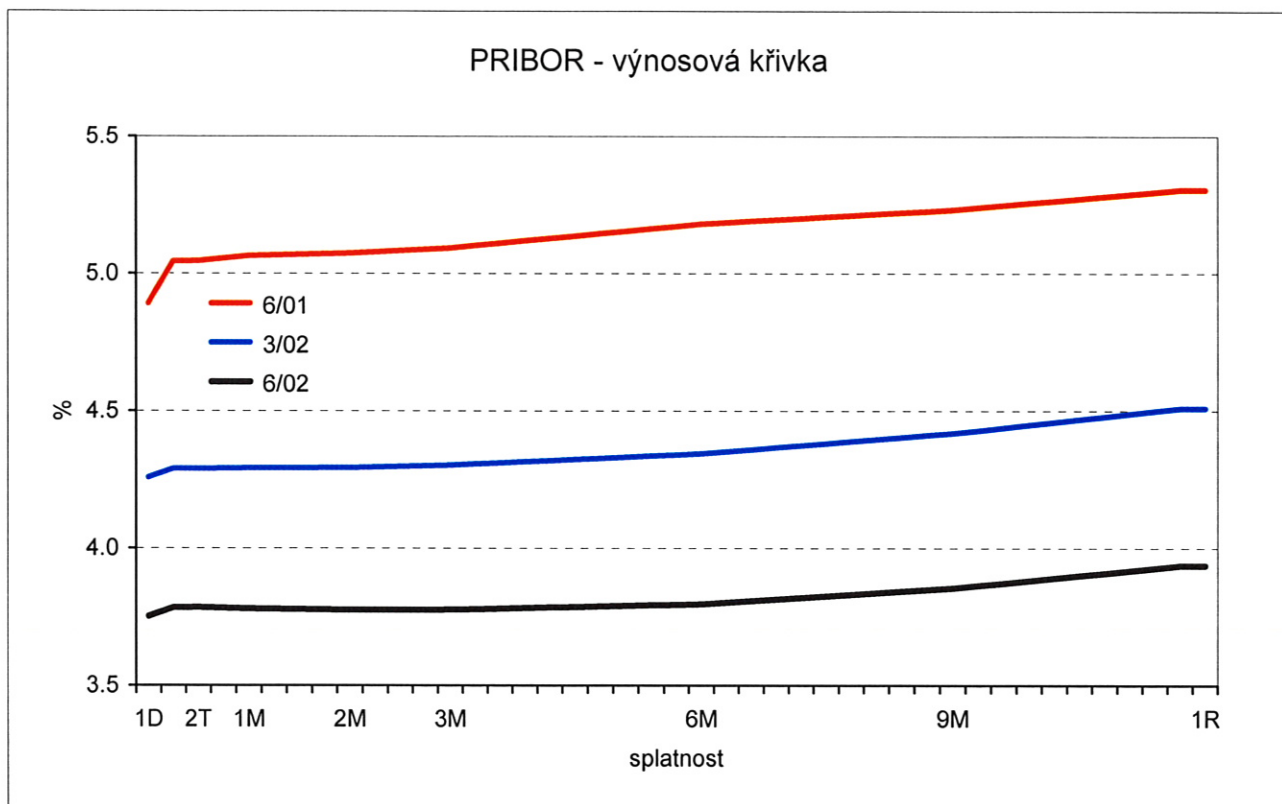
Fiskální a mzdový vývoj	1999	2000	2001	2002	2003	Údaje dodává	Zdroj
saldo veřejných rozpočtů bez příjmů z privatizace a dotací transformačním institucím (v mild CZK)	-57,4	-72,8	-81,2 ⁴⁾	-138,4 ⁴⁾	x	odbor 412	MF
průměrná mzda v nepodnikové sféře (mzr., v %)	13,1	2,8	10,0	7,9	8,1	odbor 413	ČNB ⁵⁾

Poznámky:

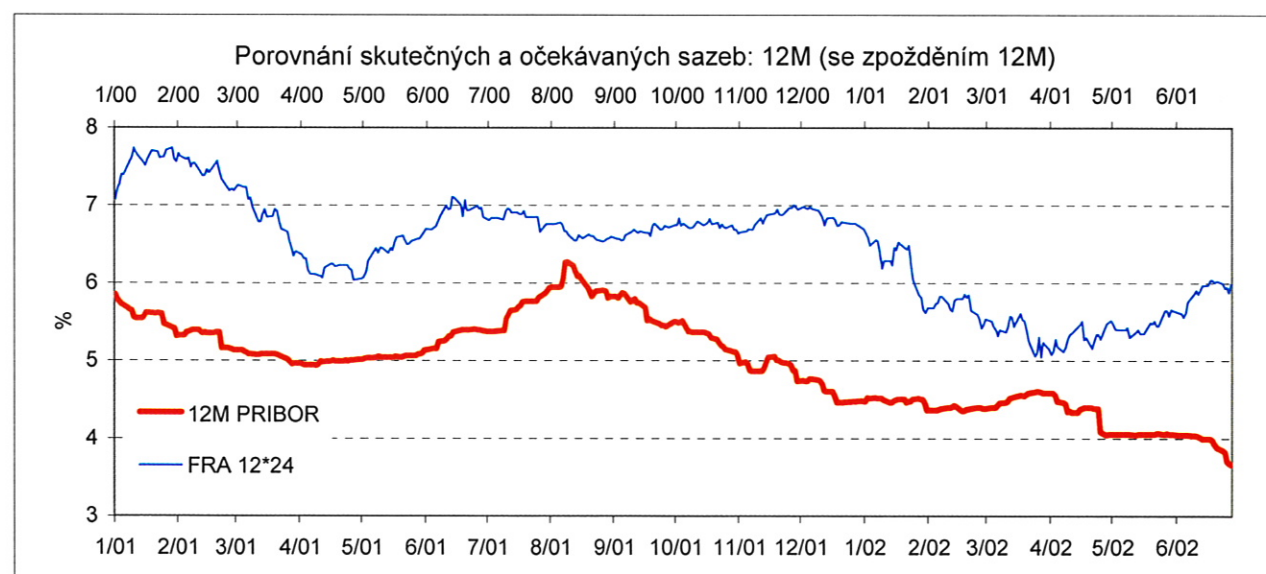
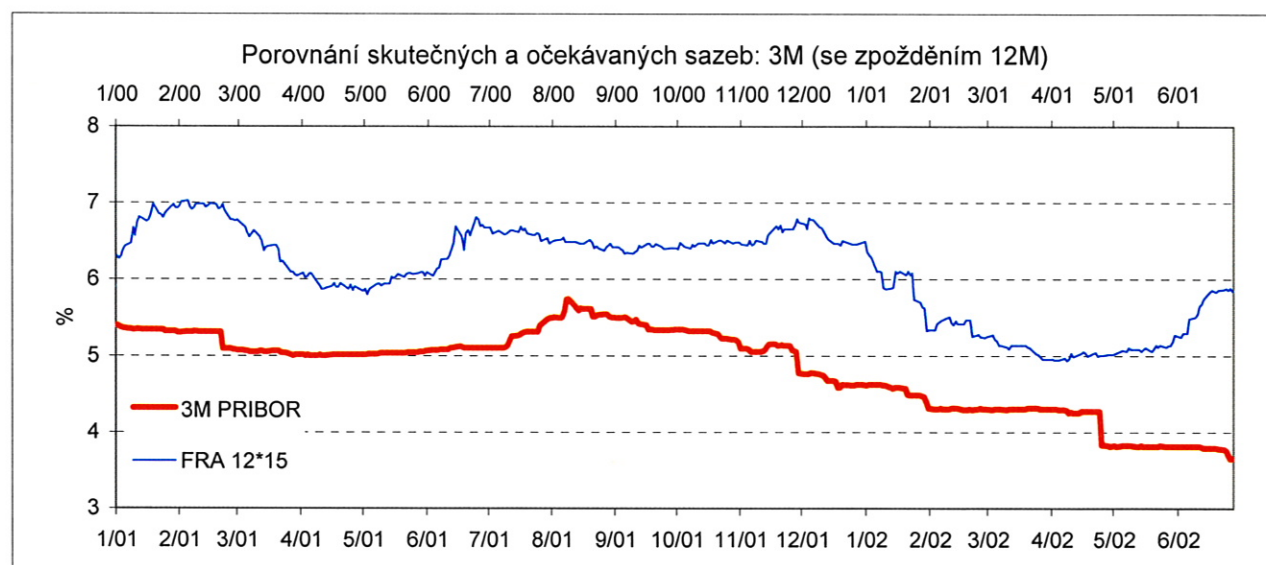
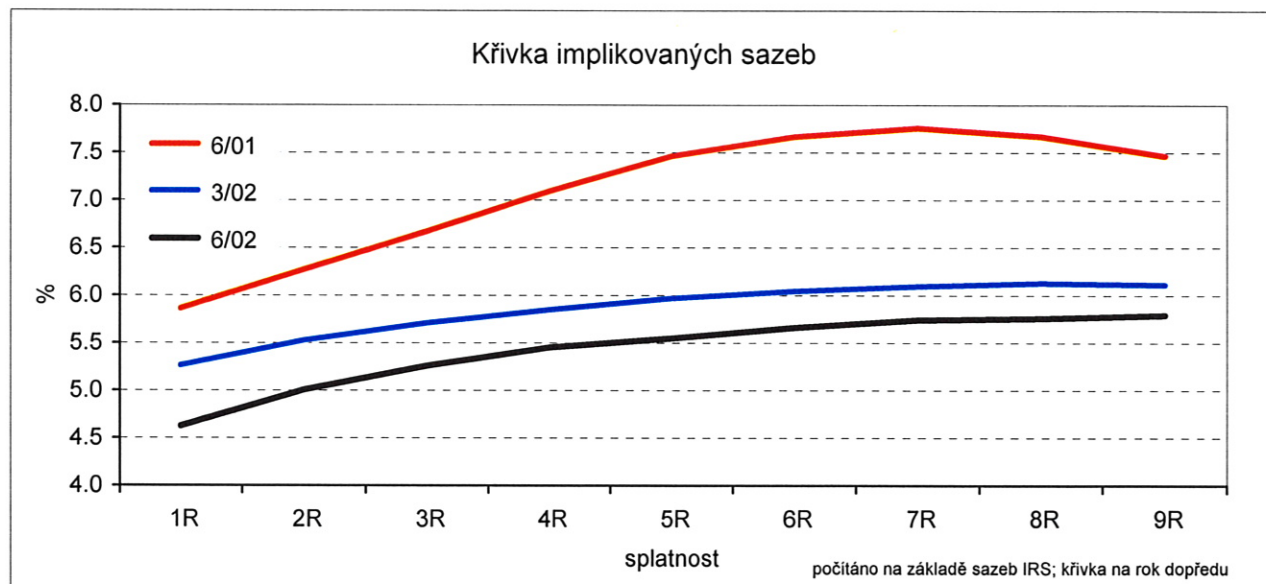
- ¹⁾ predikce pro celoroč
- ²⁾ cena ropy uralské je odvozena od ceny ropy WTI odečtením částky 2,4 USD - blíže viz Příloha č.2 materiálu "Návrh řešení problémových okruhů spojených se stanováním referenčních scénářů a s vypracováním tzv. integrované prognózy"
- ³⁾ scénář předpokládá plnění dohody ČNB a vlády pokud jde o sterilizaci příjmů z prodeje státního majetku
- ⁴⁾ odhad odboru 412 ve vazbě na SR na rok 2002 schválený parlamentem ČR a na předběžné výsledky SR za rok 2001
- ⁵⁾ mzdy zahrnuté dle MF ČR v ústředním státním rozpočtu a mzdy odhadnuté ČNB ve fondech sociálního zabezpečení a soukromých neziskových organizací (nadace, církevní školy apod.)

žlutý podklad = veličiny vstupující do predikce **bílý podklad** = informativní veličiny **tučné písmo** = skutečnost
modrý rámeček = konsensus měnové sekce **obecné písmo** = predikce

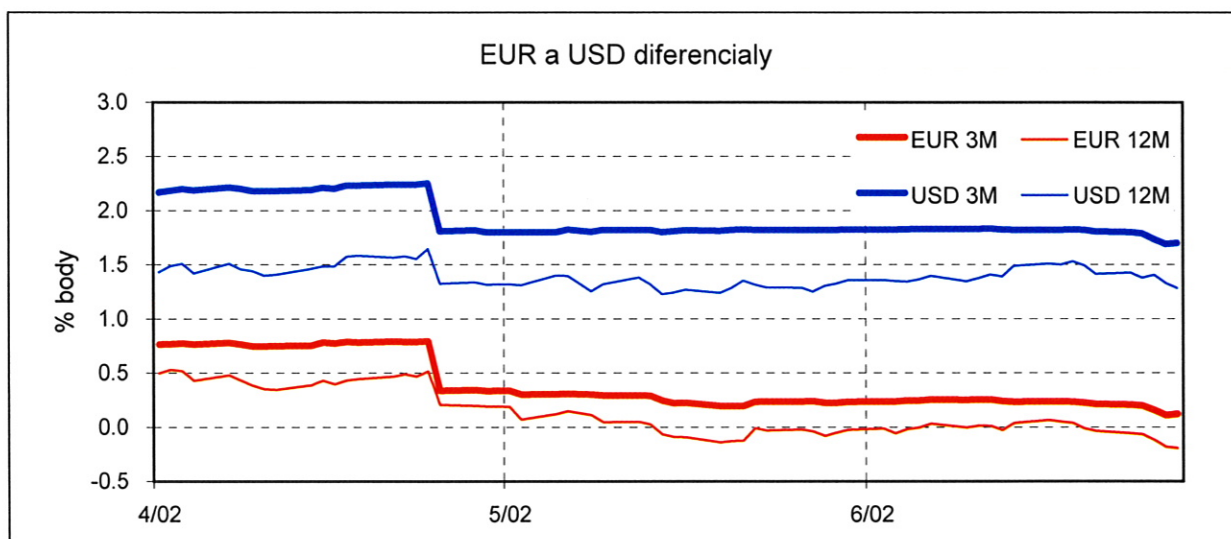
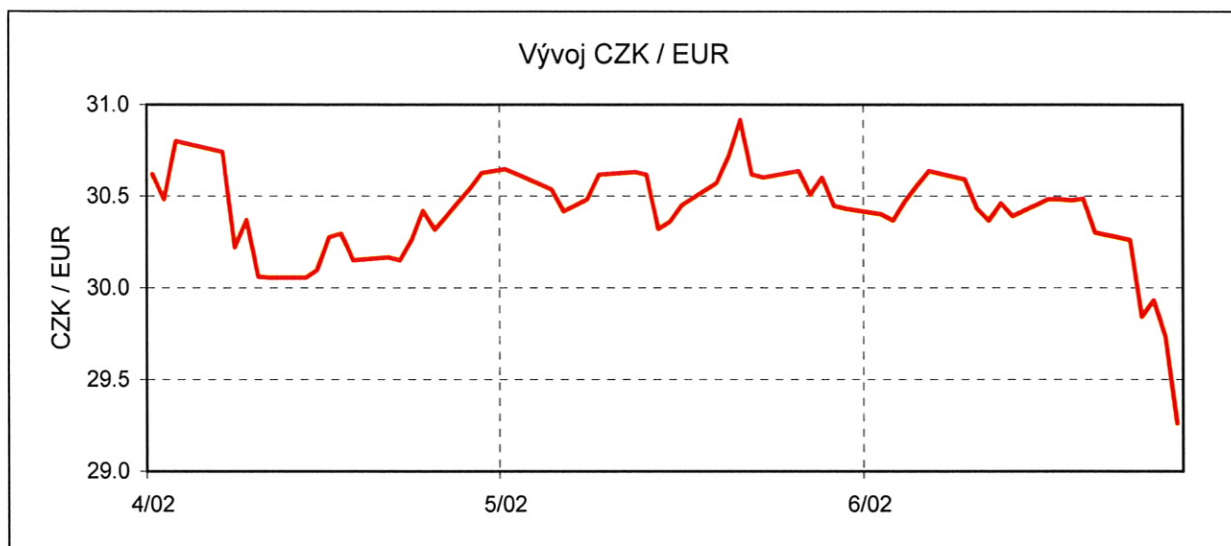


Vývoj výnosových křivek

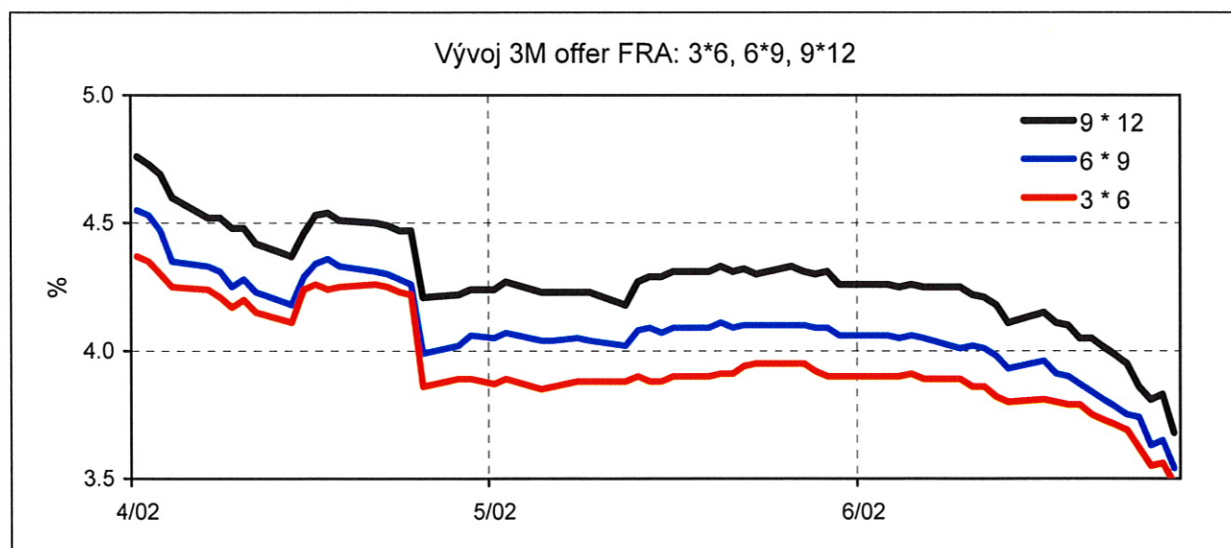
Vývoj implikovaných sazeb

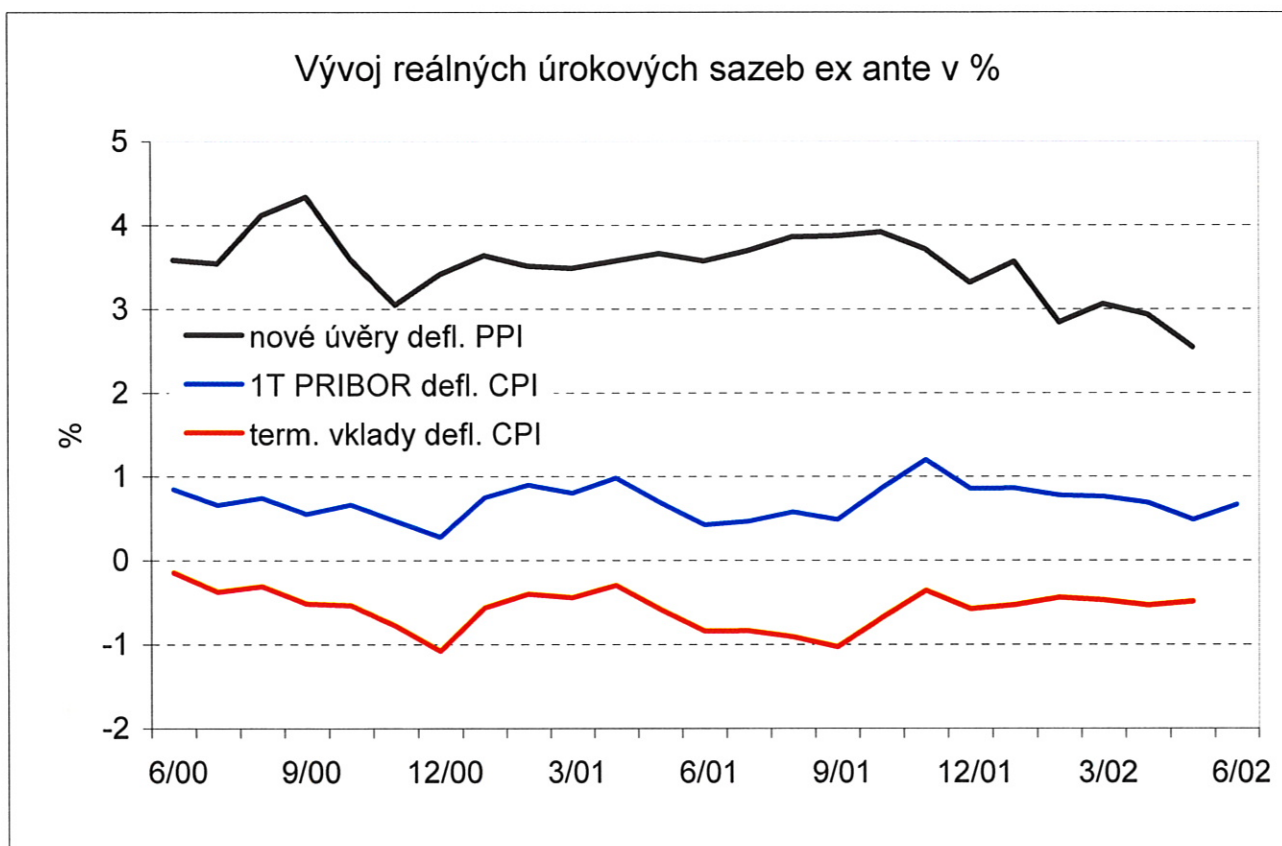
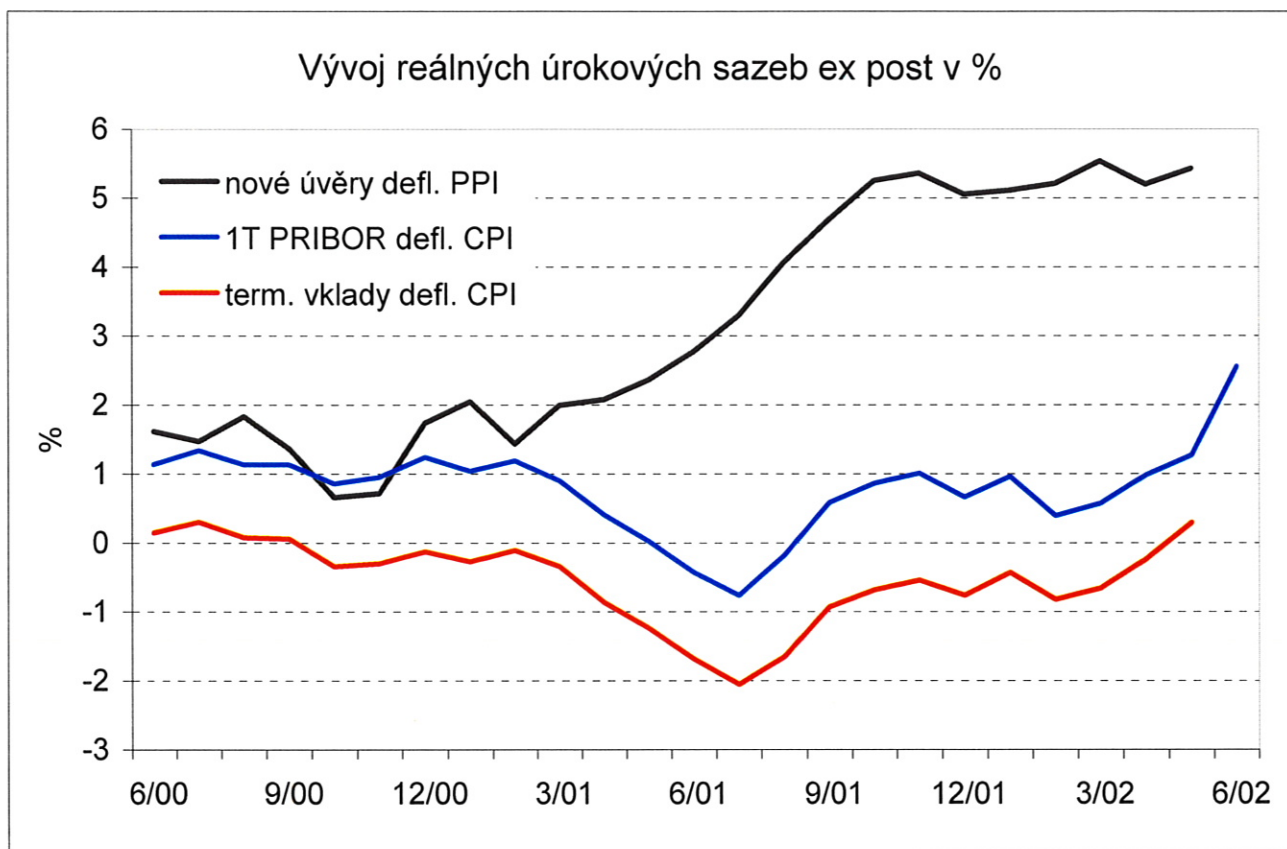


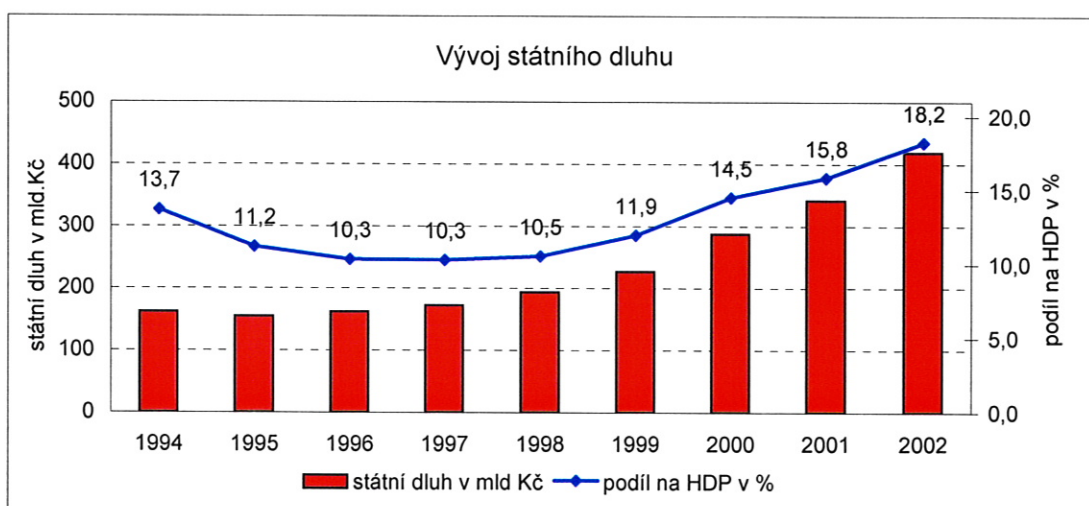
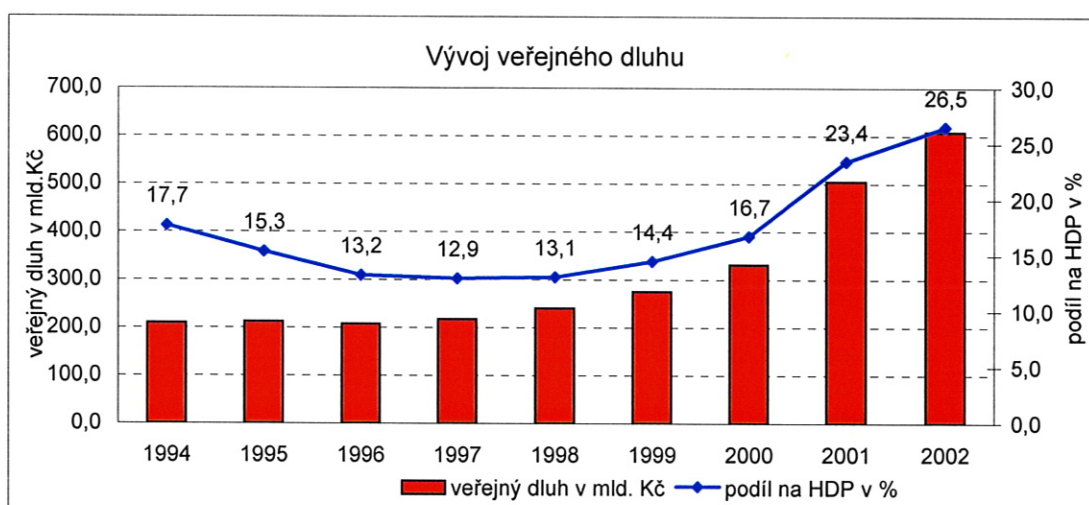
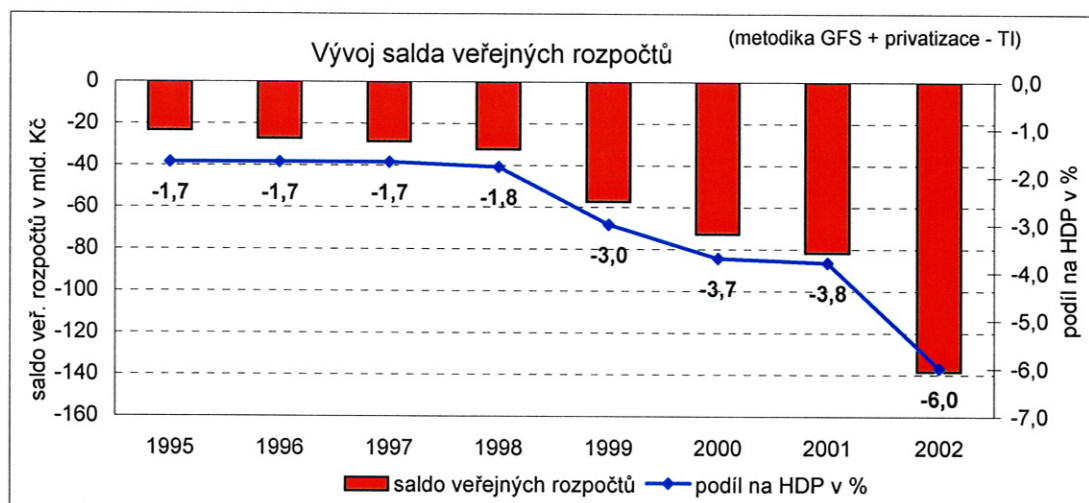
Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu



Vývoj sazeb FRA



Vývoj reálných úrokových sazeb



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

Vývoj inflace v roce 2002

- varianta střed

2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,3
Regulované ceny	17,97	20,43	3,7	0,8	0,2	-1,1	-0,1	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,75	0,16	0,04	-0,23	-0,03	0,00	0,16	0,02	0,04	0,00	0,02	0,02
Čistá inflace	82,03	79,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(podíl na růstu sp.cen)			0,74	-0,03	-0,14	0,20	-0,11	-0,24	0,10	-0,03	-0,40	0,08	0,13	0,26
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	27,37	1,5	-0,4	-0,5	0,1	-0,3	-1,2	-1,0	-0,3	-0,1	0,3	0,1	0,6
(podíl na růstu sp.cen)			0,41	-0,11	-0,14	0,01	-0,08	-0,32	-0,27	-0,08	-0,03	0,08	0,03	0,16
korigovaná inflace	54,35	52,20	0,6	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,7	0,1	-0,7	0,0	0,2	0,2
(podíl na růstu sp.cen)			0,33	0,08	0,00	0,18	-0,04	0,08	0,37	0,05	-0,37	0,01	0,11	0,11
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.
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	1,3	1,1	1,4	1,4	1,0	1,1	1,2	1,5
Regulované ceny	17,97	20,43	3,7	4,5	4,7	3,6	3,4	3,4	4,3	4,4	4,6	4,6	4,7	4,8
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,75	0,91	0,94	0,71	0,68	0,69	0,85	0,87	0,92	0,92	0,94	0,96
Čistá inflace	82,03	79,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(podíl na růstu sp.cen)			0,74	0,71	0,57	0,76	0,65	0,41	0,51	0,48	0,08	0,16	0,30	0,56
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	27,37	1,5	1,1	0,6	0,6	0,4	-0,8	-1,8	-2,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,2
(podíl na růstu sp.cen)			0,41	0,30	0,16	0,18	0,10	-0,23	-0,50	-0,58	-0,61	-0,53	-0,50	-0,34
korigovaná inflace	54,35	52,20	0,6	0,8	0,8	1,1	1,0	1,2	1,9	2,0	1,3	1,3	1,5	1,7
(podíl na růstu sp.cen)			0,33	0,41	0,41	0,59	0,55	0,63	1,01	1,06	0,69	0,69	0,80	0,90
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.
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	2,5	1,2	0,4	0,6	1,0	1,1	1,3	1,5
Regulované ceny	17,97	20,43	7,6	8,1	8,0	6,5	6,3	6,3	4,9	4,7	4,7	4,6	4,7	4,8
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	1,49	1,60	1,59	1,28	1,24	1,22	0,97	0,94	0,94	0,92	0,95	0,96
Čistá inflace	82,03	79,57	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
(podíl na růstu sp.cen)			2,20	2,15	2,01	1,89	1,20	-0,12	-0,57	-0,39	0,03	0,22	0,40	0,56
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	27,37	3,2	3,0	2,3	1,7	0,6	-2,6	-2,7	-2,0	-1,4	-1,1	-1,0	-1,2
(podíl na růstu sp.cen)			0,88	0,82	0,65	0,47	0,16	-0,72	-0,74	-0,55	-0,37	-0,30	-0,26	-0,34
korigovaná inflace	54,35	52,20	2,5	2,5	2,6	2,7	2,0	1,1	0,3	0,3	0,8	1,0	1,2	1,7
(podíl na růstu sp.cen)			1,32	1,33	1,37	1,43	1,04	0,60	0,17	0,16	0,40	0,51	0,66	0,90
Roční klouz. průměr	x	x	4,6	4,6	4,6	4,5	4,3	3,9	3,5	3,1	2,7	2,5	2,2	2,0
Průměr od počátku roku	x	x	3,7	3,8	3,7	3,6	3,4	3,0	2,6	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0

Vývoj inflace v roce 2003 - varianta střed

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	0,9	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,4
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	17,97	20,69	1,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,2	1,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,24	0,04	0,02	0,02	0,00	0,04	0,23	0,02	0,02	0,00	0,00	0,02
(podíl na růstu sp cen)														
Cistá inflace	82,03	79,31	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,5	0,2	0,3	0,4
(podíl na růstu sp cen)														
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,73	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,1	-0,8	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,7
(podíl na růstu sp cen)														
korigovaná inflace	54,35	52,59	0,34	0,0	-0,05	0,05	0,07	0,03	-0,21	-0,05	0,02	0,10	0,05	0,18
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	0,9	0,2	-0,8	0,1	0,3	0,3
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	0,32	0,16	0,01	0,05	0,11	0,16	0,47	0,11	-0,42	0,05	0,16	0,16
2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	koniec m.r. = 100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	0,9	1,1	1,1	1,2	1,4	1,6	2,1	2,2	1,8	2,0	2,2	2,5
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	17,97	20,69	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,24	0,28	0,30	0,32	0,32	0,37	0,60	0,62	0,64	0,64	0,64	0,66
(podíl na růstu sp cen)														
Cistá inflace	82,03	79,31	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(podíl na růstu sp cen)														
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,73	1,3	1,3	1,1	1,3	1,6	1,7	0,8	0,6	0,7	1,1	1,3	2,0
(podíl na růstu sp cen)														
korigovaná inflace	54,35	52,59	0,34	0,35	0,29	0,34	0,42	0,44	0,23	0,17	0,20	0,30	0,35	0,54
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	0,6	0,9	0,9	1,0	1,2	1,5	2,4	2,6	1,8	1,9	2,2	2,5
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	0,32	0,48	0,48	0,53	0,64	0,80	1,28	1,39	0,96	1,01	1,17	1,33
2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	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.	100,00	100,00	0,9	1,0	1,1	1,2	1,6	2,0	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,5
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	17,97	20,69	2,2	1,6	1,5	2,8	2,9	3,1	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,45	0,33	0,32	0,56	0,60	0,64	0,70	0,70	0,69	0,68	0,66	0,66
(podíl na růstu sp cen)														
Cistá inflace	82,03	79,31	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(podíl na růstu sp cen)														
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,73	-1,4	-1,1	-0,7	-0,6	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0
(podíl na růstu sp cen)														
korigovaná inflace	54,35	52,59	-0,40	-0,29	-0,20	-0,16	-0,01	0,34	0,38	0,41	0,46	0,49	0,51	0,54
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	1,7	1,8	1,9	1,6	1,9	2,0	2,2	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5
(podíl na růstu sp cen)														
Průměr	x	x	0,88	0,96	0,97	0,85	0,99	1,07	1,18	1,24	1,18	1,23	1,28	1,33
Roční klouz. průměr														
Průměr od počátku roku			1,8	1,5	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Průměr	x	x	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9

Zahraniční obchod ČR celkem

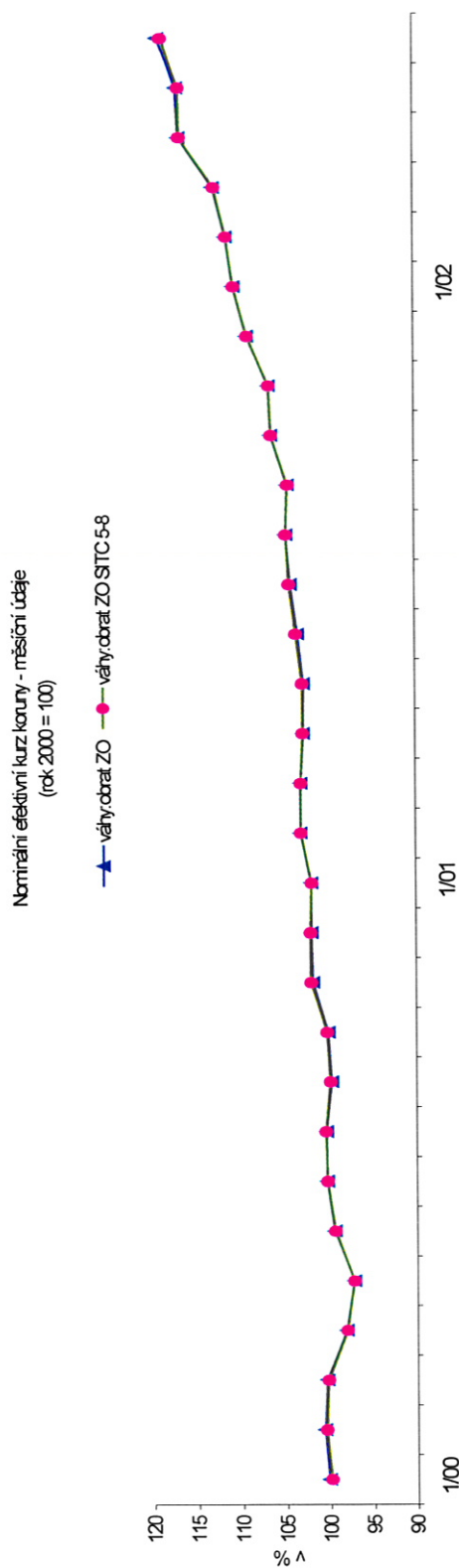
(obchod se zbožím vykazovaný ČSÚ)*/

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	100 519	108 077	-7 558	131,9	134,6		100 519	108 077	-7 558	131,9	134,6	
únor	103 041	110 444	-7 403	122,1	120,7		203 560	218 521	-14 961	126,8	127,2	
březen	115 274	126 569	-11 295	120,2	124,3		318 834	345 090	-26 256	124,3	126,1	
duben	102 549	114 036	-11 487	123,2	128,9		421 383	459 126	-37 743	124,1	126,8	
květen	112 340	121 006	-8 666	115,8	113,0		533 723	580 132	-46 409	122,2	123,6	
červen	108 752	113 434	-4 682	106,0	101,7		642 475	693 566	-51 091	119,1	119,4	
červenec	94 813	113 211	-18 398	114,1	116,5		737 288	806 777	-69 489	118,5	119,0	
srpen	97 012	110 496	-13 484	108,9	106,5		834 300	917 273	-82 973	117,3	117,4	
září	106 026	103 041	2 985	108,7	102,3		940 326	1 020 314	-79 988	116,2	115,6	
říjen	120 173	130 645	-10 472	110,7	104,8		1 060 499	1 150 959	-90 460	115,6	114,3	
listopad	119 092	124 631	-5 539	105,5	100,9		1 179 591	1 275 590	-95 999	114,5	112,9	
prosinec	90 158	111 348	-21 190	99,5	99,8		1 269 749	1 386 938	-117 189	113,3	111,7	
2002 leden	98 527	104 388	-5 861	98,0	96,6		98 527	104 388	-5 861	98,0	96,6	
únor	104 081	101 358	2 723	101,0	91,8		202 608	205 746	-3 138	99,5	94,2	
březen	110 827	116 776	-5 949	96,1	92,3		313 435	322 522	-9 087	98,3	93,5	
duben	110 996	111 536	-540	108,2	97,8		424 431	434 058	-9 627	100,7	94,5	
květen	103 624	115 466	-11 842	92,2	95,4		528 055	549 524	-21 469	98,9	94,7	
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: obrot 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: obrot 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: obrot ZO	110,54	111,39	112,83	116,70*	116,94*	119,05*						
váhy: obrot ZO SITC 5-8	110,50	111,36	112,76	116,60*	116,70*	118,64*						

apreciace > 100; depreciace < 100;

*Předběžné údaje

PLATEBNÍ BILANCE za leden až březen 2002

	leden až březen 2002 (předběžné údaje - 5.6.2002) v milionech			leden až březen 2001 (zpracované údaje - 5.6.2002) v milionech		
	Kč	EUR	USD	Kč	EUR	USD
A. Běžný účet	-16 019,7	-504,5	-442,1	-23 952,1	-688,3	-636,2
Obchodní bilance	-9 384,0	-295,5	-259,0	-26 256,0	-754,5	-697,4
vývoz	313 394,0	9 888,8	8 649,4	318 834,0	9 162,4	8 469,1
dovoz	322 778,0	10 164,3	8 908,4	345 090,0	9 916,9	9 166,5
Bilance služeb	9 416,1	296,5	259,9	9 660,0	277,6	256,6
příjmy	59 009,3	1 858,2	1 628,6	57 491,5	1 652,1	1 527,1
doprava	13 469,5	424,1	371,7	13 522,7	388,6	359,2
cestovní ruch	21 584,0	679,7	595,7	23 660,0	679,9	628,5
ostatní služby	23 955,8	754,4	661,2	20 308,8	583,6	539,4
výdaje	49 593,2	1 561,7	1 368,7	47 831,5	1 374,5	1 270,5
doprava	7 822,3	246,3	215,9	8 614,1	247,5	228,8
cestovní ruch	9 686,0	305,0	267,3	9 931,0	285,4	263,8
ostatní služby	32 084,9	1 010,4	885,5	29 286,4	841,6	777,9
Bilance výnosů	-18 377,3	-578,7	-507,2	-10 914,0	-313,6	-289,9
výnosy	16 947,2	533,7	467,7	21 087,1	606,0	560,1
náklady	35 324,5	1 112,4	974,9	32 001,1	919,6	850,0
Běžné převody	2 325,5	73,2	64,2	3 557,9	102,2	94,5
příjmy	6 746,6	212,4	186,2	7 484,0	215,0	198,8
výdaje	4 421,1	139,2	122,0	3 926,1	112,8	104,3
B. Kapitálový účet	22,0	0,7	0,6	-43,0	-1,2	-1,2
příjmy	73,3	2,3	2,0	10,0	0,3	0,2
výdaje	51,3	1,6	1,4	53,0	1,5	1,4
<i>Celkem A a B</i>	<i>-15 997,7</i>	<i>-503,8</i>	<i>-441,5</i>	<i>-23 995,1</i>	<i>-689,5</i>	<i>-637,4</i>
C. Finanční účet	44 867,9	1 412,9	1 238,3	32 871,9	944,7	873,2
Přímé investice	22 344,0	703,6	616,7	38 451,5	1 105,0	1 021,4
v zahraničí	-686,1	-21,6	-18,9	-218,1	-6,3	-5,8
základní kapitál a reinvestovaný zisk	-1 048,0	-33,0	-28,9	-410,9	-11,8	-10,9
ostatní kapitál	361,9	11,4	10,0	192,8	5,5	5,1
zahraniční v tuzemsku	23 030,1	725,2	635,6	38 669,6	1 111,3	1 027,2
základní kapitál a reinvestovaný zisk	22 660,3	713,6	625,4	36 949,3	1 061,8	981,5
ostatní kapitál	369,8	11,6	10,2	1 720,3	49,5	45,7
Portfoliové investice	7 782,4	245,0	214,8	9 476,5	272,4	251,7
aktiva	-13 729,6	-432,4	-378,9	-1 946,8	-55,9	-51,7
majetkové cenné papíry a účasti	-3 749,9	-118,1	-103,5	-1 862,1	-53,5	-49,5
dluhové cenné papíry	-9 979,7	-314,3	-275,4	-84,7	-2,4	-2,2
pasíva	21 512,0	677,4	593,7	11 423,3	328,3	303,4
majetkové cenné papíry a účasti	-160,0	-5,0	-4,4	2 984,6	85,8	79,3
dluhové cenné papíry	21 672,0	682,4	598,1	8 438,7	242,5	224,1
Finanční deriváty	-71,5	-2,2	-2,0	348,4	10,0	9,3
aktiva	659,8	20,8	18,2	-2 206,3	-63,4	-58,6
pasíva	-731,3	-23,0	-20,2	2 554,7	73,4	67,9
Ostatní investice	14 813,0	466,5	408,8	-15 404,5	-442,7	-409,2
aktiva	71 044,1	2 237,2	1 960,8	-27 768,6	-798,0	-737,6
dlouhodobá	16 600,9	522,8	458,2	-6 572,9	-188,9	-174,6
ČNB						
obchodní banky	-3 544,9	-111,6	-97,8	-9 294,5	-267,1	-246,9
vláda	20 414,3	642,9	563,4	1 940,3	55,8	51,5
ostatní sektory	-268,5	-8,5	-7,4	781,3	22,4	20,3
krátkodobá	54 443,2	1 714,4	1 502,6	-21 195,7	-609,1	-563,0
obchodní banky	70 852,2	2 231,1	1 955,5	-17 639,7	-506,9	-468,5
vláda	-986,0	-31,0	-27,2			
ostatní sektory	-15 423,0	-485,7	-425,7	-3 556,0	-102,2	-94,5
pasíva	-56 231,1	-1 770,7	-1 552,0	12 364,1	355,3	328,4
dlouhodobá	-7 973,1	-251,1	-220,1	1 716,2	49,3	45,5
ČNB	-10,2	-0,3	-0,3	-11,1	-0,3	-0,3
obchodní banky	-2 452,2	-77,2	-67,7	2 131,5	61,2	56,6
vláda	-773,8	-24,4	-21,4	-848,3	-24,3	-22,5
ostatní sektory	-4 736,9	-149,2	-130,7	442,1	12,7	11,7
krátkodobá	-48 258,0	-1 519,6	-1 331,9	10 647,9	306,0	282,9
ČNB	68,1	2,2	1,9	2,1	0,1	0,1
obchodní banky	-23 317,5	-734,3	-643,6	2 063,3	59,3	54,8
vláda						
ostatní sektory	-25 008,6	-787,5	-690,2	8 582,5	246,6	228,0
<i>Celkem A, B a C</i>	<i>28 870,2</i>	<i>909,1</i>	<i>796,8</i>	<i>8 876,8</i>	<i>255,2</i>	<i>235,8</i>
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	-14 930,2	-470,1	-412,1	-2 096,3	-60,3	-55,7
<i>Celkem A, B, C a D</i>	<i>13 940,0</i>	<i>439,0</i>	<i>384,7</i>	<i>6 780,5</i>	<i>194,9</i>	<i>180,1</i>
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	-13 940,0	-439,0	-384,7	-6 780,5	-194,9	-180,1
Kč/EUR Kč/USD		31,756	36,233	34,798	37,647	

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

Definitivní údaje budou publikovány ve vazbě na zveřejnění definitivních údajů ČSÚ o obchodní bilanci.

Česká republika: INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRAŇIČÍ

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	31.12.2001	31.3.2002 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	1 400 391,5
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	30 075,0
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	27 415,0
ostatní kapitál 3)					604,3	2 102,3	2 699,0	3 101,8	3 099,0	2 660,0
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	197 976,3
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	73 391,2
díluové 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	124 585,1
Finanční deriváty 4)								6 347,2	15 754,8	15 095,0
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	635 410,0
díluodobé	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	219 980,7
ČNB 5)	24 572,5	24 573,3	26 172,3	26 122,8	26 122,4	26 122,4	329,1	329,1	307,3	299,2
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	83 208,6
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	117 609,9
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	18 863,0
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	415 429,3
ČNB 9)	4,7	4,7	4,7	4,7	0,1	0,1	52,9	52,9	51,2	54,9
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	288 766,3
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	216 782,6
vláda	5 501,9								87,1	1 073,1
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	125 515,0
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	521 835,2
zlato 10)	2 466,4	2 309,3	2 234,5	2 290,3	1 521,9	369,1	677,0	4 640,4	4 469,9	4 776,2
zvláštní práva čerpání	247,3		4,7					7,7	31,0	46,6
rezervní pozice u MMF								116,0	5 478,3	5 309,2
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	514 168,0	511 665,5
ostatní rezervní aktiva								1 053,9	290,6	37,7
PASIVA	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	1 776 933,5
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	990 766,2
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	880 256,2
ostatní kapitál 3)					35 145,6	64 351,3	93 126,0	116 193,8	112 855,0	110 510,0
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	214 455,0
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	146 341,0
díluové 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	68 114,0
Finanční deriváty 4)								5 307,9	11 495,2	10 763,9
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	560 948,4
díluodobé	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	324 831,7
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	119,8
obchodní banky 6)	16 175,5	25 040,1	90 299,3	143 454,2	143 120,2	124 286,3	118 368,9	84 607,4	73 688,6	70 477,0
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	6 559,9
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	245 675,0
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	236 116,7
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5	136,6
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	167 170,1
vláda	5 013,4	1 014,1	314,8	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	68 810,0
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	-376 542,0

1) předběžné údaje

2) od 31.12.1997 stav základního jmění navyšován o reinvestované zisky

3) počínaje stavem k 31.12.1997 část úvěrů vyplývajících z úvěrového vztahu mezi přímým investorem a podnikem přesunuta z ostatních investic (ostatní sektory) pod přímé investice (ostatní kapitál)

4) od 31.3.2000 vykazovány finanční deriváty (z pozice bank)

5) koncem roku 1999 z aktiv ČNB vyvedena pohledávka za Národní bankou Slovenska

6) v souvislosti se zavedením směnitelnosti Kč (od 1.10.1995) v pozici bank zahrnuta i korunová aktiva a pasiva vůči nerezidentům (korunové vklady nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasívech obchodních bank již v údajích k 31.12.1994)

7) v průběhu ledna 1993 část pohledávek a závazků ve volné směnitelných měnách (CDZ) a nesměnitelných měnách převedena z pozice ČSOB na MF ČR - v tabulce k 1.1.1993 tyto částky zahrnuty v pozici vlády

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

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

9) od 31.3.2000 vykazováno zlato nezahmované do rezerv ČNB

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

11) devizy - směnitelné měny

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

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

Česká republika: ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST

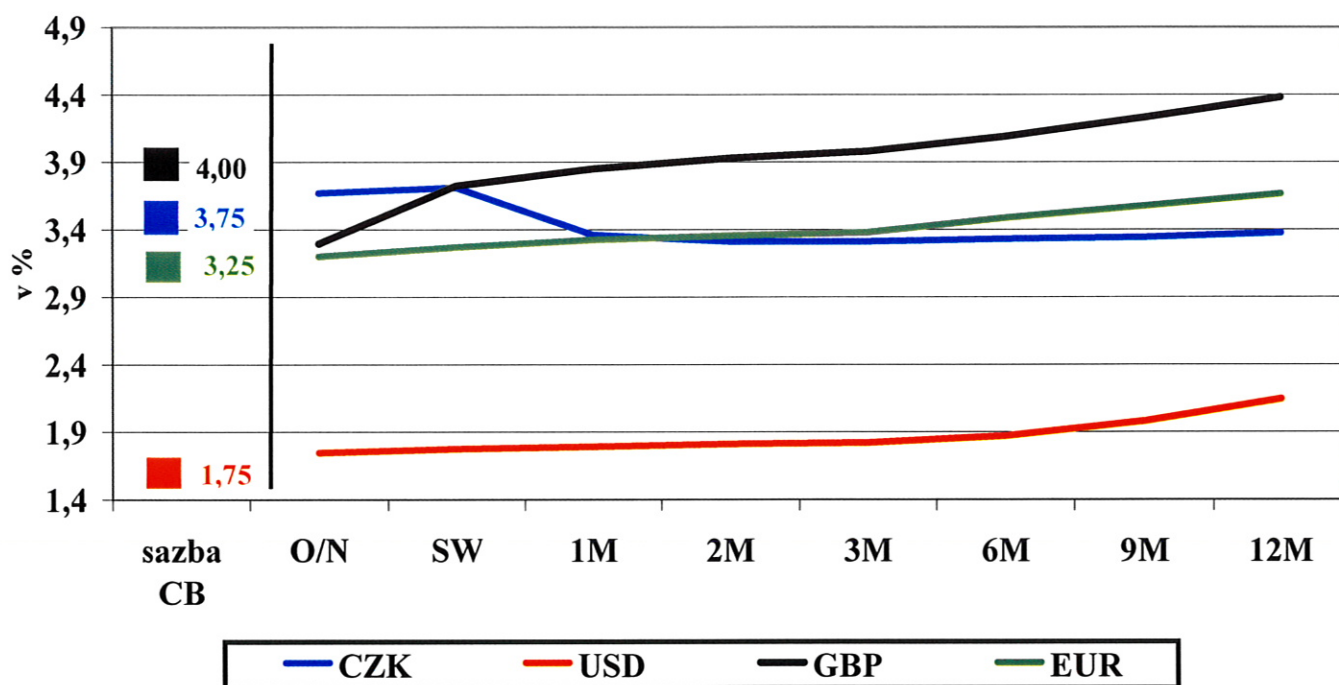
v mil. Kč	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.3.2002
										1)
ZADLUŽENOST VE SMĚNITELNÝCH MĚNÁCH	254 488,1	299 960,7	440 229,3	569 723,6	739 563,0	717 923,6	813 576,5	808 122,8	786 676,4	739 572,4
v tom:										
dílhodobá	194 525,0	218 944,5	306 034,4	405 143,6	495 058,5	446 484,3	497 872,1	464 323,8	461 217,5	462 789,7
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	119,8
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	88 528,5
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	37 349,6
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	336 791,6
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	225 488,4
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	2 061,2
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	68 076,4
dodavatelé a přímí investoři	25 838,0	32 601,0	24 567,0	27 116,0	46 465,5	72 624,6	93 831,4	99 560,2	95 664,0	92 875,0
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	74 268,7
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	276 782,7
podle dlužníků										
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5	138,6
obchodní banky 2)	21 117,0	32 610,3	71 911,8	106 652,6	170 147,0	193 373,0	230 000,5	228 246,1	192 438,4	167 977,1
vláda	9 535,0	15 114,0	2 786,0	8 164,0	22,0	7,0	2 115,0	2 115,0	455,0	849,0
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	107 820,0
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	150 538,8
dodavatelé a přímí investoři	29 664,0	34 132,0	41 986,4	45 914,0	57 831,1	67 446,7	81 794,6	106 988,6	93 127,0	87 330,0
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	38 913,9
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	0,0
v tom:										
dílhodobá	23 500,0	23 092,1	10 484,7	8 665,9	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	739 572,4
v tom:										
dílhodobá	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	462 789,7
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	276 782,7
Dílhodobá 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	462 789,7
v tom:										
- úvěry MMF	32 296,6									
- závazky vládního sektoru a garantované vládou	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	215 676,0
- závazky subjektů s majoritní účastí státu	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	247 113,7

1) předběžné údaje

2) k 31.12.1995 krátkodobá a k 31.12.1996 i dílhodobá korunová pasíva vůči nerezidentům zahrnuta pod pasíva obchodních bank ve směnitelných měnách, zatímco v údajích k 31.12.1994 prostředky na korunových účtech nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasívech 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 saida 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 (18.7.2002)



Úrokový diferenciál O/N až 12 měsíců (20.6.2002)

