

V Praze dne 25. října 2002

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

10. 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.,
Ing. Polák, Ing. Kvapil, Ing. Schmidt

Část I.

Předkládací zpráva

Část II.

Vlastní materiál včetně tabulkových příloh

Příloha č. 1: Indikátory vnější
nerovnováhy České republiky

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

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 přílohy: „Indikátory vnější nerovnováhy České republiky“, a „Výhled nefinančních korporací a firem pro nejbližší období“.

O b s a h

I. SHRUTÍ.....	1
1. Prognózy a skutečnost.....	1
2. Stručná charakteristika hospodářského a měnového vývoje od 7. SZ.....	2
3. Vnější předpoklady inflační prognózy.....	2
4. Vnitřní předpoklady inflační prognózy.....	3
5. Vyznění prognózy.....	4
6. Nejistoty prognózy a alternativní scénáře.....	7
II. STŘEDNĚDOBÁ MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA.....	8
III. DESAGREGOVANÝ MAKROEKONOMICKÝ VÝHLED.....	21
1. Vnější prostředí.....	21
1.1 Zahraniční poptávka (HDP).....	21
1.2 Cenový vývoj v zahraničí	23
1.3 Efektivní ukazatele reálného růstu a cenového vývoje v zahraničí.....	24
1.4 Zahraniční úrokové sazby.....	25
1.5 Hlavní světové měny a zlato.....	26
1.6 Ceny surovin.....	27
2. Devizový kurz.....	28
2.1 Vývoj nominálního kurzu	28
2.2 Vývoj výnosových diferenciálů.....	29
2.3 Efektivní kurzy.....	30
3. Nákladové faktory.....	32
3.1 Dovozy ceny.....	32
3.2 Ostatní ceny zahraničního obchodu.....	34
3.3 Ceny průmyslových výrobců.....	34
3.4 Ceny zemědělských výrobců.....	36
4. Vývoj veřejných rozpočtů.....	38
5. Peníze, úvěry a úrokové sazby.....	42
6. Trh práce.....	51
6.1 Vývoj na trhu práce ve čtvrtém čtvrtletí roku 2002.....	51
6.2 Vývoj na trhu práce v roce 2003.....	54
7. Ekonomický růst a jeho složky.....	56
8. Platební bilance.....	65
8.1 Běžný účet.....	65
8.2 Finanční účet.....	68
8.2.1 Přímé zahraniční investice.....	68
8.2.2 Portfoliové investice.....	70
8.2.3 Devizová pozice bank a devizové rezervy ČNB.....	71
9. Inflace.....	73
9.1 Minulý vývoj.....	73
9.2 Predikce inflace pro 4. čtvrtletí 2002.....	74
9.3 Predikce pro rok 2003.....	75
9.4 Strukturální pohled na vývoj inflace v roce 2003.....	78
9.5 Medián čisté inflace.....	79
IV. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE.....	80

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

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

Tabulkové přílohy

I. SHRNU TÍ

1 Prognózy a skutečnost

Veličina		VII/02 skuteč.	progn.	VIII/02 skuteč.	progn.	IX/02 skuteč.
Spotřebitelské ceny	r/r, %	0,6	0,6	0,6	1,1	0,8
	m/m, %	0,5	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
Čistá inflace	r/r, %	-0,6	-0,5	-0,6	0,0	-0,3
	m/m, %	0,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,7
Korigovaná inflace	r/r, %	0,9	0,3	0,9	0,8	1,1
	m/m, %	1,3	0,1	0,1	-0,7	-1,0
Ceny průmyslových výrobců	r/r, %	-1,1	-0,3	-0,9	-0,2	-0,9
	m/m, %	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,0
Průmyslová produkce	r/r, %	10,8	3,7	-2,8	5,0	
Tržby z průmyslové činnosti	r/r, %	12,2	5,0	-5,1	5,5	
Tržby v maloobchodě	r/r, %	3,5		-5,5		
Saldo obchodní bilance	za měsíc, mld. Kč	-14,0	-9,0	-11,0	3,0	-12,6
	kum., mld. Kč	-34,3		-45,3		-57,9
Změna salda obchodní bilance	r-r, mld. Kč	4,4		2,5		-15,6
	kum., r-r, mld. Kč	34,8		37,3		21,7
Nezaměstnanost	ke konci měs., %	9,2	9,3	9,4	9,2	9,4
Nominální mzdy v průmyslu	r/r, %	7,3		4,7		
Reálné mzdy v průmyslu	r/r, %	6,6		4,1		
Produktivita práce v průmyslu	r/r, %	15,7		-1,6		
Nominální mzdy ve stavebnictví	r/r, %	8,0		3,6		
Reálné mzdy ve stavebnictví	r/r, %	7,3		3,0		
Produktivita práce ve stavebnictví	r/r, %	-2,4		-6,1		
Peněžní zásoba (M2)	r/r, %	4,4	6,4	4,8	5,5	
Kurz CZK/EUR	prům. za měsíc, %	29,8		30,8		30,2
Změna kurzu CZK/EUR	r/r, %	12,1		9,5		4,0
Kurz CZK/USD	prům. za měsíc, %	30,0		31,5		30,8
Změna kurzu CZK/USD	r/r, %	23,8		16,8		14,2
Úrokové sazby z nových úvěrů	prům. za měsíc, %	4,6		4,4		
	r-r, proc. body	-1,8		-2,1		
Úrokové sazby z termín. vkladů	prům. za měsíc, %	2,8		2,3		
	r-r, proc. body	-1,0		-1,4		

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

2 Stručná charakteristika hospodářského a měnového vývoje od 7. SZ

Údaje zveřejněné v průběhu období od zpracování poslední makroekonomické prognózy mírně překonávají očekávané dezinflační působení vnějšího prostředí. Ochlazení zahraniční poptávky je výraznější, stejně tak vývoj zahraničních cen byl mírně nižší než očekávaný. Výraznější dezinflační vliv byl zaznamenán také ze strany cen potravin. Naproti tomu ceny ropy se pohybovaly nad předpokládanou úrovní. Devizový kurz byl mimo počátek září slabší ve srovnání s předpoklady červencové makroekonomické prognózy.

Přes odchylky v jednotlivých položkách jsou zveřejněné statistické údaje celkově hodnoceny jako konzistentní s červencovou makroekonomickou prognózou. Současné nastavení měnových podmínek je s touto prognózou plně v souladu. Oproti předpokladům je však kurzová složka méně přísná a úroková složka více přísná.

3 Vnější předpoklady inflační prognózy

Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí významně ovlivňují vyznění makroekonomické prognózy. Klíčová role přitom připadá cenám energetických surovin, vývoji cenových indexů zahraničních výrobců a průběhu hospodářského cyklu v zemích, které mají největší váhu v českém zahraničním obchodě. Předpoklady o vývoji těchto veličin prognóza přebírá z předpovědí zahraničních analytických týmů shrnutých v publikaci Consensus Forecast.

V případě cen energetických surovin dochází k přehodnocení prognózy na poslední čtvrtletí roku 2002 a první tři čtvrtletí roku následujícího. Předpokládaná cena uralské ropy se pro čtvrté čtvrtletí roku 2002 zvyšuje na úroveň 27 USD za barel. V průběhu roku 2003 se následně předpokládá pokles ceny až pod hladinu 23 USD za barel ve čtvrtém čtvrtletí 2003. Tato cenová úroveň se již jen nevýrazně odlišuje od předpokladů poslední makroekonomické prognózy. Předpokládaný scénář vývoje cen zemního plynu byl výrazněji změněn pouze pro čtvrté čtvrtletí roku 2002, pro které byla zvýšena očekávaná cena.

Odhady hospodářského vývoje v zahraničí, reprezentovaného vývojem HDP v Německu, byly ve srovnání s červencovou prognózou sníženy, a to jak pro konec roku 2002, pro který se odhad růstu HDP snižuje z červencových 2,2 % na současných 1,1 %, tak pro rok 2003, ve kterém se předpokládá růst HDP přibližně 1,5 %, přičemž v červenci se předpokládal růst zhruba o 1 p.b. vyšší.

V souladu s odložením předpokládaného oživení v zahraničí se upravuje také představa o zahraničním cenovém vývoji, ačkoliv úpravy cenového vývoje nejsou tak výrazné, jako je tomu v případě HDP. Pro rok 2002 se očekává mírný pokles cen průmyslových výrobců v Německu, zatímco pro rok 2003 se očekává růst téhož ukazatele ve výši 1%. Výhled vývoje spotřebitelských cen v Německu se ve srovnání s červencem příliš nemění. Prognóza předpokládá růst spotřebitelských cen v roce 2002 i 2003 ve výši 1,4 %.

4 Vnitřní předpoklady inflační prognózy

Mimo vliv vnějšího prostředí je výsledná makroekonomická prognóza ovlivněna také předpoklady o vnitřním prostředí české ekonomiky a výchozích podmínkách. Jedná se o autonomní působení fiskální politiky, trajektorie rovnovážných hodnot klíčových makroekonomických veličin a současnou pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu.

Deficit veřejných rozpočtů bez zdrojů z privatizace a dotací transformačním institucím bude ve výši přibližně 7 % HDP, jak v roce 2002, tak v roce 2003. Z hlediska vlivu fiskální sféry na růst HDP je však užitečnější sledovat meziroční změny poptávkotvorné složky tohoto salda. Dosud zveřejněné údaje ponechávají v otázce výše a časování realizace poptávkotvorné složky v roce 2002 poměrně velkou nejistotu. Nelze proto jednoznačně určit, do jaké míry je růst HDP v tomto roce tažen poptávkou ze strany veřejných rozpočtů. Prognóza je založena na kompromisním předpokladu. Z tohoto předpokladu pak vychází očekávání růstu poptávkotvorné složky deficitu veřejných rozpočtů mezi roky 2002 a 2003 o přibližně 20 mld. Kč.

Prognóza počítá s úrovní kurzu 30 CZK/EUR až do poloviny roku 2003. Mimo pohyb úrokových sazeb konzistentní s prognózou přispívá v prognóze k neměnné úrovni měnového kurzu také celkově neutrální působení očekávaných finančních toků. V druhé polovině roku 2003 je očekáváno obnovení mírné apreciační tendence v důsledku očekávání růstu úrokových sazeb v souvislosti s návratem inflace do cílového koridoru v druhé polovině roku 2004 a v roce 2005. Z výše uvedeného vývoje kurzu CZK/EUR a ze zahraniční konsensuální předpovědi kurzu EUR/USD, která předpokládá pro konec roku 2002 a rok 2003 zhruba paritu eura vůči dolaru, je následně přepočten kurz CZK/USD.

Předpokládaný růst potenciálního produktu se pohybuje mírně pod 3 % v roce 2003, v následujících letech potom na úrovni 3,5 %. Tempo rovnovážného zhodnocování reálného kurzu koruny vůči euru by mělo z úrovně předpokládané v minulých prognózách postupně klesat. Naproti tomu rovnovážné reálné úrokové sazby by měly zůstat stabilní, přičemž jednoletá rovnovážná reálná úroková sazba na mezibankovním trhu je odhadována ve výši mírně nad 1,5 %.

Výchozí podmínky makroekonomické prognózy, představované zejména mezerou výstupu a nastavením měnových podmínek, vycházejí z porovnání skutečnosti a předpokladů o vývoji rovnovážných hodnot. Odhad mezery výstupu se ve srovnání s červencovou prognózou dále mírně prohloubil na úroveň -1,6 %, přičemž toto prohlubování jde na vrub oslabování zahraniční poptávky a nastavení jednotlivých složek měnových podmínek od konce minulého roku. Měnové podmínky jako celek se vyvíjejí v souladu s předchozí prognózou a jsou v současnosti hodnoceny jako přísné. Zatímco díky stabilitě nominálního kurzu a velmi nízké inflaci došlo k uvolnění kurzové složky reálných měnových podmínek (nadhodnocení reálného kurzu se snížilo z červencových 6,2 % na nynějších přibližně 4,5 %), úroková složka měnových podmínek je v důsledku poklesu inflačních očekávání – a tím růstu reálných úrokových sazeb – přísnější.

5 Vyznění prognózy

Ve druhé polovině roku 2002 očekává makroekonomická prognóza zpomalení dynamiky HDP k tempu růstu přibližně 1,5 % oproti 2,6 % v prvním pololetí 2002, a to v důsledku souběžného působení několika faktorů. Růst reálných úrokových sazeb a nadhodnocený devizový kurz na konci roku 2001 se odrazí zejména ve velmi nízké dynamice soukromých investic. Naproti tomu spotřeba domácností si i přes růst reálných úrokových sazeb udrží tempo růstu kolem 4% do konce roku 2002, a to jednak díky vlivu nabídkového stimulu úvěrování domácností, ale také díky vyšším reálným disponibilním příjmům. Nezanedbatelný vliv na zpomalení dynamiky HDP by mělo mít ochlazování světové ekonomiky, které se projeví zhoršením čistého exportu. Zároveň dochází k přehodnocení dynamiky HDP ve druhém pololetí 2002 směrem dolů ve srovnání s červencovou prognózou o přibližně 0,7 p.b., a to v důsledku dopadu srpnových povodní na vývoj HDP v třetím čtvrtletí, silnějšího než očekávaného vlivu dopadu kurzové apreciace na hrubou tvorbu fixního kapitálu a hlubšího než předpokládaného ochlazování světové ekonomiky.

Vývoj HDP v roce 2003, kdy je ve srovnání s červencovou prognózou (2,9 %) očekáváno zpomalení dynamiky až na 1,8 %, je ovlivněn zejména takřka nulovým meziročním růstem hrubé tvorby fixního kapitálu a zpomalením dynamiky spotřeby domácností. Stagnace hrubé tvorby fixního kapitálu je na jedné straně dána vyčerpáním zdrojů vládního sektoru, na druhé straně útlumem investic soukromého sektoru z důvodu přetrvávající přísnosti měnových podmínek v průběhu roku 2002. Zpomalení růstu spotřeby domácností je odvozováno z očekávaného snížení růstu reálných disponibilních příjmů z důvodu snížení dynamiky mezd a sociálních transferů a v důsledku narůstající inflace. Ve druhé polovině roku 2003, ale zejména v jeho čtvrtém čtvrtletí, bude docházet k postupnému urychlování dynamiky HDP. Za urychlením hospodářského růstu stojí dle prognózy růst vývozu vyplývající z očekávaného oživení v zahraničí a také mírné zvýšení dynamiky hrubé tvorby fixního kapitálu v reakci na s prognózou konzistentní uvolňování měnových podmínek. V roce 2004 potom podle prognózy v důsledku souběhu stejných faktorů dojde k výraznějšímu urychlení dynamiky HDP.

Inflační výhled pro konec roku 2002 odráží ve srovnání s červencovou makroekonomickou prognózou další mírné prohloubení dezinflace vyplývající z nižšího než očekávaného růstu regulovaných cen a zesílených sezónních poklesů cen potravin v průběhu třetího čtvrtletí roku 2002. Prognóza předpokládá vzhledem k záporné mezeře výstupu absenci poptávkově inflačních tlaků. Ke konci roku 2002 tak prognóza očekává meziroční růst spotřebitelských cen kolem 1%.

Záporná mezera výstupu bude výrazným protiinflačním faktorem také v průběhu roku 2003, i když její protiinflační působení bude limitováno skutečností, že prohlubování mezery výstupu je dáno zejména výpadkem investiční aktivity s méně výrazným dopadem do okruhů spotřebitelských cen. Cenový růst v roce 2003 se ve srovnání s rokem 2002 podle prognózy urychlí, neboť zmíněný protiinflační vliv záporné mezery výstupu bude převážen postupným vyčerpáváním silného pozitivního nákladového vlivu dovozních cen a cen zemědělských výrobců. Při stabilitě kurzu je očekáván přechod dovozních cen a cen zemědělských výrobců od meziročních poklesů k nulovým resp. mírně kladným změnám. Na konci roku 2003 tak ve srovnání s rokem 2002 dojde dle prognózy ke zvýšení korigované inflace a růstu cen potravin. Oproti předchozí makroekonomické prognóze se výrazněji mění pouze představa o vývoji regulovaných cen, kdy pro konec roku 2003 se snižuje meziroční růst regulovaných cen o přibližně 1 p.b. V souhrnu se tak prognóza meziročního růstu spotřebitelských cen pro konec roku 2003 oproti červencové makroekonomické prognóze snižuje o přibližně 0,3 p.b., takže mírně převyšuje úroveň 2 %. V souvislosti s uzavíráním produkční mezery koncem

roku 2003 a hlavně v průběhu roku 2004 dochází k omezení působení dezinflačních poptávkových faktorů a k návratu inflace do cíleného koridoru.

V souhrnu makroekonomická prognóza očekává pro konec roku 2002 a první polovinu roku 2003 zpomalení ekonomického vývoje, které vyplývá z výrazného protiinflačního působení devizového kurzu a z prohlubujícího se ochlazení světové ekonomiky. Inflační vývoj bude v nejbližším období stále ovlivňován absencí poptávkových tlaků a nízkou dovezenou inflací, ta však bude postupně v průběhu roku 2003 přecházet k neutrálnímu působení. Přesto se bude inflace až do poloviny roku 2004 pohybovat pod spodním okrajem cílovaného koridoru. Na základě informací dostupných při tvorbě této prognózy je s popsáním základním scénářem a jeho předpoklady konzistentní pokles úrokových sazeb ve čtvrtém čtvrtletí roku 2002 a následná stabilita v roce 2003.

Souhrnný pohled na stávající prognózu a její srovnání s prognózou ze 7. SZ nabízí následující tabulka:

Aktuální prognóza a její změny oproti 7. SZ

I.								
	Mezera výstupu	10. SZ	-1,6					
	RIR gap	10. SZ	0,5					
	RER gap	10. SZ	4,4					
	RMCI gap	10. SZ	0,8					
II.								
			4Q2002	1Q2003	2Q2003	3Q2003	4Q2003	1Q2004
	CPI	10. SZ	0,9	0,4	1,0	1,8	2,2	2,5
		7. SZ	1,3	1,0	1,6	2,3	2,4	2,4
	Mezera výstupu	10. SZ	-2,0	-2,4	-2,5	-2,5	-2,2	-1,8
		7. SZ	-1,7	-1,2	-1,4	-1,5	-1,3	-1,0
	HDP	10. SZ	1,9	0,8	1,0	2,6	2,5	4,1
		7. SZ	2,2	2,8	3,0	2,5	3,3	3,6
	Implikované sazby	10. SZ	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6
		7. SZ	2,6	2,5	2,8	3,0	3,4	3,7
III.								
			2002	2003				
	Průměrná nom. mzda ve sled. org.	10. SZ	7,1	6,4				
		7. SZ	7,4	6,8				
	Průměrná reálná mzda ve sled. org.	10. SZ	5,2	5,0				
		7. SZ	5,1	4,8				
	Míra nezaměstnanosti*	10. SZ	10,1	10,4				
		7. SZ	9,3	9,6				
	BÚ/HDP v b.c.	10. SZ	-4,8	-4,1				
		7. SZ	-3,6	-3,8				

*/ Registrovaná míra nezaměstnanosti ke konci období

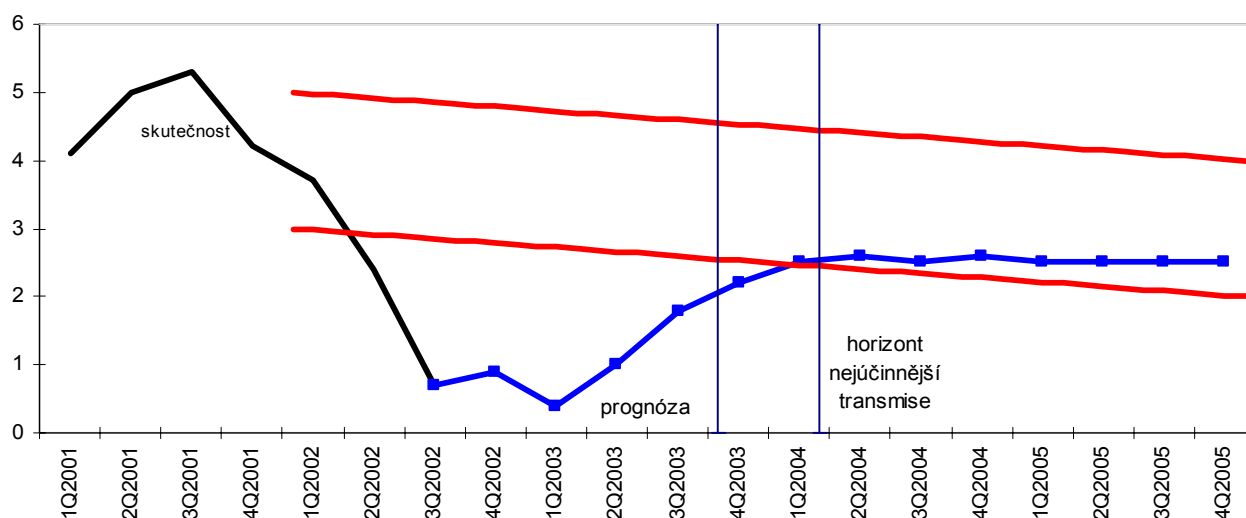
Komentář k tabulce:

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)



6 Nejistoty prognózy a alternativní scénáře

V průběhu přípravy makroekonomické prognózy jsou postupně identifikovány nejistoty o některých předpokladech prognózy, případně o fungování některého z ekonomických mechanismů. Alternativní scénáře prognózy umožňují exaktnější uchopení nejvýznamnějších z nich.

Významnou nejistotou je vývoj světové ekonomiky v roce 2003. *První alternativní scénář* tak uvažuje nižší dynamiku ekonomického růstu ve světě, což je v prognóze aproximováno o 1 p.b. nižším růstem HDP v Německu ve srovnání se základním scénářem prognózy. Pokles ekonomické aktivity v zahraničí je doprovázen konzistentním poklesem zahraničních úrokových sazeb a snížením dynamiky zahraniční inflace. Při naplnění tohoto scénáře je s prognózou konzistentní výrazné uvolnění měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb na konci roku 2002 a v průběhu roku 2003. Přes toto uvolnění dochází k dalšímu prohlubování mezery výstupu v průběhu roku 2003 a odložení návratu inflace do cílového pásma až na konec roku 2005.

Přetrvávají také nejistoty o chování měnového kurzu. *Druhý alternativní scénář* prognózy tak ve dvou variantách opouští stabilní trajektorii kurzu v následujících třech čtvrtletích. V první variantě dochází vlivem růstu rizikové prémie k oslabení kurzu o 1 Kč po dobu dvou čtvrtletí. V reakci na oslabení kurzu dochází ke zvýšení úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem a to jednak pro čtvrté čtvrtletí roku 2002 a dále pak počátkem roku 2003, kdy úrokové sazby přesahují 4 %. Druhá varianta zachycuje chování centrální banky ve snaze oslabit kurz pomocí úrokových sazeb v horizontu jednoho roku opět o 1 Kč. Z trajektorie, se scénářem konzistentních úrokových sazeb, vyplývá pokles řídicích úrokových sazeb k nule v prvním čtvrtletí 2003. Takto výrazný pokles řídicích úrokových sazeb plyne z nutnosti snížit prostřednictvím řídicí úrokové sazby dlouhodobé úrokové sazby, které jsou svázány s vývojem kurzu.

Již zmiňovanou nejistotou je příspěvek fiskální politiky k růstu HDP v roce 2002. *Třetí alternativní scénář* tak uvažuje nižší, přesněji poloviční, poptávkově relevantní deficit veřejných rozpočtů ve srovnání se základním scénářem v roce 2002 a přesun zbývajících částí deficitu do roku 2003. Z toho, při zachování pozorované dynamiky HDP v prvním pololetí 2002, vyplývá jednak zvýšení dynamiky fiskálně autonomních částí komponent HDP bez změny prognózované dynamiky HDP v roce 2002, ale také zvýšení dynamiky HDP v roce 2003 a tudíž rychlejší uzavírání mezery výstupu v tomto období. S prognózou konzistentní trajektorie úrokových sazeb se v důsledku zachování velikosti mezery výstupu v roce 2002 a mírné apreciacie uvolněného kurzu příliš neodlišuje od trajektorie úrokových sazeb základního scénáře.

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. Podobně jako v předchozí velké situační zprávě je prognóza SMS sestavena s předpokladem reaktivní měnové politiky, která zahrnuje úrokové sazby i měnový kurz.

Vývoj vnějšího prostředí

Světová ekonomika

Nejistota ohledně časování a rychlosti předpokládaného oživení světové ekonomiky, vyjadřovaná v několika minulých velkých SZ, se tentokrát promítla podstatněji revizí růstového výhledu našich obchodních partnerů, především Německa. Základní scénář predikce proto odkládá postupné oživování německé ekonomiky až na polovinu roku 2003. Zahraniční inflace se tak i v první polovině příštího roku bude pohybovat na velmi nízkých hodnotách pozorovaných v posledním období a scénář počítá i s dalším poklesem úrokových sazeb eurozóny. S opětovným růstem úrokových sazeb a inflace v Německu uvažujeme až od poloviny příštího roku. Odhad vývoje mezery HDP v Německu ukazuje na kulminaci poptávkových dopadů německého oživení do české ekonomiky koncem roku 2004, po které bude vrcholit s jistým zpožděním i přímý inflační impuls spojený s tímto oživením. V tomto období se rovněž zastaví růst ročních euro sazeb na peněžním trhu. Přes tuto korekci panují ohledně průběhu německého hospodářského cyklu i nadále značné nejistoty, které míří především k možnosti tzv. dvojí recese. Tato úvaha se proto stala základem alternativního scénáře 1 (IV. část SZ), v němž předpokládáme nižší tempa růstu HDP v západní Evropě s adekvátním pohybem sazeb, inflace a křížového kurzu.

Ačkoliv nedochází k výrazné revizi odhadu budoucího vývoje ekonomiky USA, panuje i nadále nejistota o zdrojích amerického oživení. V souladu s touto nejistotou a vzhledem k míře závislosti americké ekonomiky na vnějším přílivu investic lze v horizontu jednoho roku očekávat mírné oslabení dolaru vůči euru na světových trzích. Referenční scénář dále počítá v souvislosti s nejistým výhledem světové ekonomiky s poklesem cen ropy během roku 2003 zpátky k hodnotám 25 USD/barel z první poloviny letošního roku.

Autonomní faktory vývoje měnového kurzu

Ačkoliv průběh kurzu v posledních čtvrtletích vykazoval obecně jen malou citlivost na průběh měnového cyklu, červencová úprava sazeb nepochybně přispěla k následné stabilizaci kurzu. Autonomní vývoj kurzu od této úpravy sazeb byl především pod vlivem dalšího poklesu rizikové prémie, který byl v posledním období částečně tlumen nejistotou investorů o rychlosti integrace v souvislosti s irským referendem o smlouvě z Nice.

Po kladném výsledku referenda však bude vývoj rizikové prémie i v následujícím období významným faktorem vývoje kurzu, a to díky úvahám 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. Vzhledem k vývoji kurzu v posledním období však posuzujeme v části IV možnost alternativního vývoje rizikové prémie, která by vedla k relativnímu znehodnocení kurzu oproti základnímu scénáři.

Z hlediska ostatních autonomních faktorů nenaznačuje analýza finančních toků v horizontu jednoho roku žádný výrazně apreciační nebo depreciační stimul, s výjimkou mírně apreciačního působení portfoliových investic. Proto se lze na základě této analýzy domnívat, že vliv autonomních kurzových faktorů souvisejících s přílivem privatizačních příjmů a ostatních přímých zahraničních investic bude na rozdíl od minulých let neutrální. To otevírá prostor pro větší citlivost kurzu na průběh měnové politiky od roku 2003.

Předpoklady vnitřního prostředí

Veřejný sektor

Tato prognóza je charakterizována neobvykle vysokou mírou nejistoty ohledně působení fiskálního sektoru na agregátní poptávku v tomto a potažmo i příštím roce. Tato nejistota byla patrná i v minulých situačních zprávách, tentokrát však nabyla zásadního významu. Ten pramení ze dvou rozdílných interpretací podílu fiskálních výdajů na stimulaci agregátní poptávky v letošním roce. Podle první je pozorovaný růst agregátní poptávky téměř výlučně spjat s masivní fiskální expanzí v tomto roce. V takovém případě autonomní ekonomická aktivita vykazuje již nyní recesní tendence, které by se naplno projevíly v příštím roce, kdy dodatečný poptávkově relevantní fiskální impuls nebude již tak výrazný jako letos. Této interpretaci odpovídá doposud používaná metodologie rozkladu fiskálních dat MF do poptávkově relevantního salda, na základě kterého byla mj. sestrojena predikce HDP pro tento rok.

Naproti tomu neúplnost údajů o vývoji soustavy veřejných rozpočtů, rozpory s údaji na bázi národních účtů a absence jiných obvykle dostupných indikátorů nevylučují domněnku, že faktický poptávkový fiskální impuls je v letošním roce jen velmi malý přes velkou změnu fiskální pozice samé. Ta může kvůli své struktuře být velmi neúčinná ve stimulaci HDP ať už z důvodu nízkých poptávkových dopadů, jejich vysoké dovozní náročnosti nebo vytěsňováním soukromých výdajů. Tato interpretace je sice optimističtější vůči vývoji privátních zdrojů růstu v letošním roce, avšak vyžadovala by zásadní přehodnocení metodologie a práce s daty. Prognóza je proto založena na kompromisním východisku, že ekonomický růst v roce 2002 je převážně (ale ne zcela) důsledkem fiskálního deficitu, zatímco zdroje růstu nefiskální povahy jsou slabé. Pro rok 2003 prognóza předpokládá na základě údajů MF dodatečný poptávkový fiskální stimul v řádu 0,4 % HDP, který však bude zhruba čtvrtinový oproti poptávkovému fiskálnímu impulsu v letošním roce. V alternativním scénáři 3 (část IV SZ) přesto posuzujeme situaci, která by nastala v případě, že by fiskální stimul v roce 2002 proběhl v nižším rozsahu a jeho realizace by se částečně přenesla do roku 2003, kde by dodatečný poptávkový stimul oproti roku 2002 činil 0,9 % HDP.

Scénář deregulací pro období 2002 až polovina roku 2004 vychází z odhadů Ministerstva financí a informací jednotlivých regulátorů; pro pozdější období byla použita extrapolace na základě predikce vývoje cen neobchodovatelných zboží. Scénář deregulací předpokládá meziroční tempa růstu po roce 2002 pod 3 % (příspěvek do celkové inflace 0,4 p.b.); po roce 2004 vede extrapolace k hodnotám meziroční inflace regulovaných cen odpovídající příspěvku 0,9 do celkové inflace.

Mechanismus cenové tvorby

Ačkoliv bylo v minulé velké SZ v zásadě upuštěno od předpokladu cenových strnulostí směrem dolů v případě přímého nabídkového šoku daného zhodnocením nominálního kurzu, předpokládáme, že podobné strnulosti mohou působit v případě výrazného oslabení domácí

poptávky. Tento předpoklad odpovídá charakteru některých složek koše CPI a je založen na rozboru jejich chování v průběhu recese z let 1998 a 1999.

Předpoklady počátečních podmínek

Odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu 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. Na rozdíl od předchozí velké SZ registrujeme tentokrát zvýšenou nejistotu ohledně nastavení jak jednotlivých složek měnových podmínek, tak mezery výstupu, která souvisí především s absencí jasných signálů ohledně dopadů nadhodnoceného reálného kurzu do mikrosféry a potažmo HDP, ale taky obtížnou interpretací poptávkového působení deficitu veřejných rozpočtů zmíněnou výše.

Naše nejistota do značné míry souvisí s neúplnou sadou obvykle dostupných statistických dat, jako např. o vývoji struktury hrubé tvorby fixního kapitálu (soukromé a veřejné investice), o vývoji finančního hospodaření nefinančních podniků za 2. čtvrtletí roku 2002 a v neposlední řadě i zpoždění statistiky vývoje zaměstnanosti a nezaměstnanosti v metodice ILO za 1. pololetí roku 2002.

Výše uvedené skutečnosti vedou k nejistotě ohledně vývoje příspěvků jednotlivých faktorů poptávky a ekonomické aktivity (zdrojů krátkodobého růstu v rámci cyklu) v dosavadním průběhu roku 2002. Působení vysoké reálné meziroční apreciace devizového kurzu, zpomalení přílivu přímých zahraničních investic, pokulhávající úvěrová křeace a zpomalení tempa růstu peněžního agregátu M2, ale i dopad povodní na spotřebitelský a investiční sentiment tak mohou jen velmi nejistě indikovat, že fiskálně autonomní poptávka zřejmě nebude hlavním tahounem růstu v letošním roce. Ovšem její úplné ochabnutí se také nedá zcela předpokládat.

Měnové podmínky

Během posledního čtvrtletí se charakter reálných měnových podmínek stabilizoval, což odpovídá predikci ze 7. SZ. Výchozí hodnota odchylky indexu reálných měnových podmínek činí 0,8 (predikce: 0,8). Vývoj jednotlivých komponentů měnových podmínek však spíše odpovídá predikci pro závěr letošního roku. Na rozdíl od předchozího vývoje tentokrát došlo k uvolnění kurzové složky podmínek, a to jak díky stabilizaci nominálního kurzu, tak velmi nízké inflaci. Naopak vývoj reálných úrokových sazeb působil v důsledku nízké inflace protisměrně, a to i přes výrazné snížení úrokových sazeb v červenci. Tento vývoj úrokové složky se liší od prognózy ze 7. SZ, která předpokládala její uvolnění.

Rozbor faktorů průběhu složek reálných měnových podmínek a jejich působení na HDP tentokrát nevedl k formulaci zásadní nejistoty, která by se promítnula do alternativního scénáře. Vnímaná rizika nastavení počátečních podmínek (jako např. mírnější pokles inflačních očekávání z důvodu kredibility inflačního cíle či vyšší nadhodnocení reálného kurzu spjaté s nevyjasněným působením fiskálu na ekonomiku v letošním roce) mají spíše měnověpolitický charakter.

Reálný kurz

Odhad rovnovážné míry meziročního zhodnocení *reálného směnného kurzu* se pohybuje pod 6 %, podobně jako tomu bylo v 7. SZ. Takové tempo meziročního zhodnocení přitom

představuje horní odhad na základě fundamentálních faktorů, jakými jsou vývoj produktivit obchodovatelných a neobchodovatelných odvětví vzhledem k zahraničí (Balassa-Samuelsonův efekt), dlouhodobé změny směnných relací a dorovnávání cenové hladiny EU. Do budoucna projektujeme míru rovnovážného reálného zhodnocení s mírně klesajícím trendem (3 % v roce 2005), neboť se domníváme, že část faktorů rovnovážné reálné apreciace pozorované v minulých letech bude s postupem reálné konvergence odeznívat.

Na základě rozboru trendů reálných úrokových sazeb, reálného kurzu a rizikové premie přehodnocujeme v základním scénáři míru nadhodnocení reálného kurzu směrem dolů, a to i na historii. Současná úroveň reálného kurzu tak vykazuje nadměrné zhodnocení ve výši 4,6 % oproti své rovnovážné hodnotě, což představuje posun o téměř 2 p.b. oproti predikci ze 7. SZ. K tomuto přehodnocení nás vede i skutečnost, že se v údajích o HDP doposud neprojevily výrazné důsledky dlouhodobě nadhodnoceného reálného kurzu. Rovněž vývoj platební bilance byl lepší než očekávaný¹.

Reálné úrokové sazby

Rychlý pokles inflace ve třetím čtvrtletí způsobil nárůst *reálných úrokových sazeb*² zhruba o 0,5 p.b., a to přesto, že došlo k výraznému snížení sazeb nominálních³. Dominujícím faktorem byl rychlý pokles inflačních očekávání. Z krátkodobého inflačního výhledu ovšem vyplývá, že inflační očekávání již dosáhla svého dna, a proto další tlak na zpřísnění reálných úrokových sazeb nelze očekávat.

Odhad rovnovážné hladiny reálných sazeb se však od poslední velké SZ nezměnil; u ročních reálných mezibankovních sazeb jej ponecháváme na 1,5 %, což odpovídá průběhu rovnovážného reálného kurzu a rizikové premie. Taková hladina rovnovážných sazeb implikuje při současné úrovni inflačních očekávání nominální tříměsíční sazby na úrovni zhruba 3 %, což je z dlouhodobého pohledu velmi nízká hodnota daná současnými nízkými inflačními očekáváními. V alternativním scénáři analyzujeme situaci, při které nedochází k tak výraznému poklesu inflačních očekávání a politicky neutrální úroveň sazeb se pohybuje na úrovni 4 %.

Průběh rovnovážných reálných úrokových sazeb do budoucna úzce souvisí s průběhem autonomních faktorů vývoje měnového kurzu (rizikové premie) a představou o rovnovážné míře reálného zhodnocování. Vzhledem k tomu, že očekávaný dlouhodobý pokles rizikové premie 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 premie, což předpokládáme v roce 2007.

¹ Tento závěr ovšem do značné míry souvisí s obtížnou identifikací vlivu fiskální pozice na letošní růst HDP. V případě, že fiskální stimul skutečně táhne veškerý letošní růst poptávky, potom údaje o HDP zakrývají skutečné dopady nadhodnocení kurzu do ekonomiky, které se tak naplno projeví až po ochabnutí dynamiky fiskálního stimulu v roce 2003. Nadhodnocení kurzu by tak bylo vyšší a rovnovážné reálné úrokové sazby nižší, což byla eventualita připuštěná v rámci rozboru měnověpolitického doporučení.

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

³ Lze vyslovit domněnku, zda pokles inflačních očekávání není ve skutečnosti mnohem menší v případě krátkodobé výrazné výchylky inflace. Tomu by napovídala relativně vysoká očekávání inflace u analytiků FT i úvahy o rostoucí kredibilitě režimu samého. V takovém případě by reálné měnové podmínky a jejich úroková část byla volnější než odpovídá minulé predikci. Měnověpolitické dopady této úvahy na současnou úroveň úrokových sazeb byly vyhodnoceny jako nevýznamné.

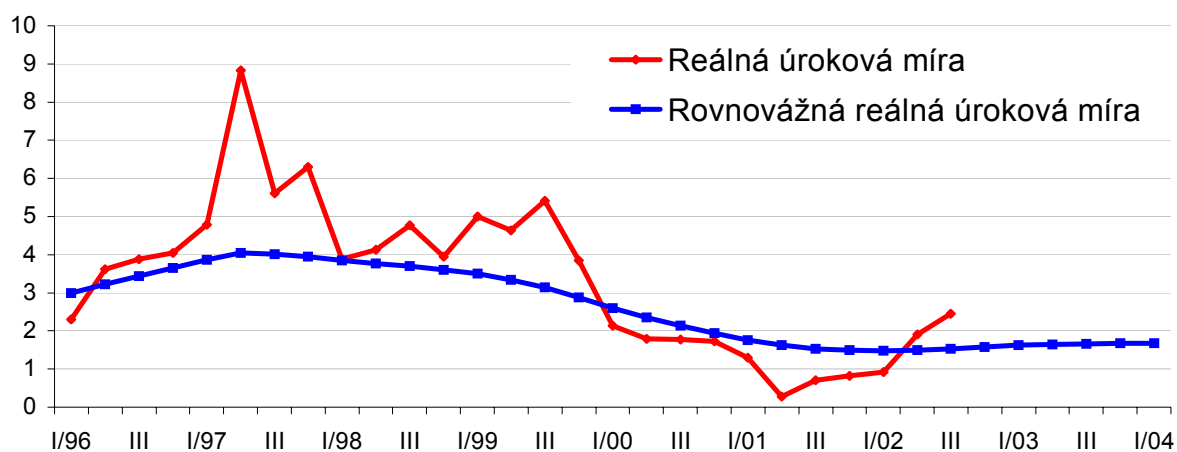
HDP

Současná úroveň *výstupové mezery* byla odhadnuta na $-1,6\%$. Pokračuje tak trend postupného prohlubování mezery HDP patrný od poloviny minulého roku a uvažovaný minulou predikcí pro závěr letošního roku. Za touto stagnací HDP vůči potenciálu lze vidět jak oslabování růstu zahraniční poptávky, tak nepříznivý vývoj v nastavení jednotlivých složek měnových podmínek, především reálného kurzu, od konce minulého roku. Nejistota odhadu výstupové mezery pramení především z neúplných dat dopadů nadhodnocení reálného kurzu do mikrosféry a souvisí i s obtížnou interpretací podílu fiskální expanze na letošním růstu HDP. Oba tyto faktory zvyšují naši nejistotu odhadu výstupní mezery.

Pro vývoj potenciálního produktu ve střednědobém horizontu uvažujeme obdobně jako v minulých prognózách s tempem růstu potenciálu HDP kolem $3,5\%$. Na počátku predikčního období je však vývoj potenciálu poznamenán dvěma odlišnými faktory: jednak dočasným výpadkem nabídkové strany ekonomiky z důvodu povodní a jednak mírným útlumem z důvodu pokračující snížené dynamiky soukromých investic v letošním a příštím roce.

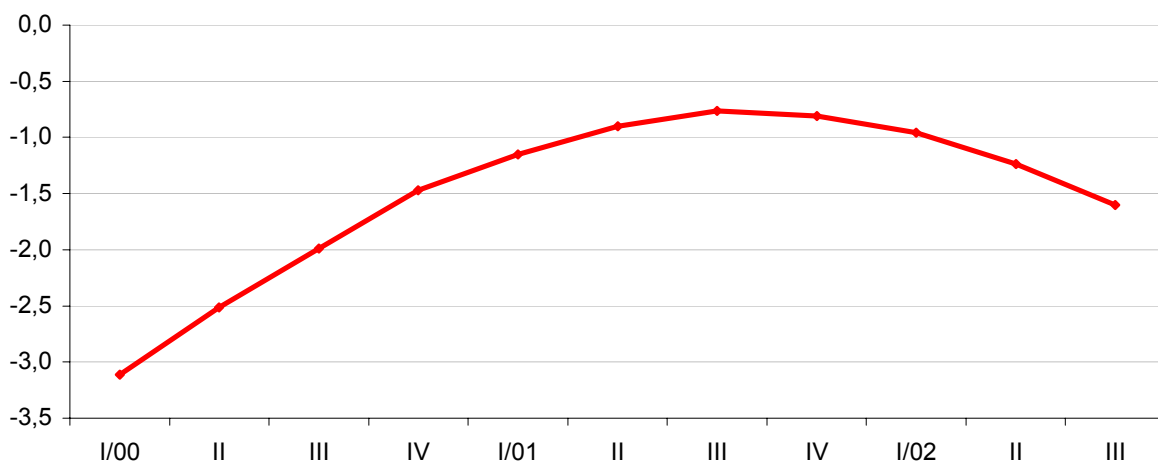
Ze souhrnu uvažovaných počátečních podmínek vyplývá, že dochází k dalšímu prohlubování záporné mezery HDP. Zvýrazňuje se tak dezinflační působení domácí poptávky. Prohloubení mezery výstupu je dáno jak nepříznivým vývojem zahraniční poptávky, tak především zhodnocováním reálného kurzu v první polovině letošního roku. Zpřísnění úrokové složky měnových podmínek pozorované v posledním čtvrtletí je důsledkem pouze dočasného poklesu inflačních očekávání, která krátkodobě převýšila efekt snížení nominálních sazeb. Během posledního čtvrtletí došlo díky působení kurzové složky poprvé v letošním roce k zastavení celkového zpřísnění měnových podmínek. Obrat ve vývoji měnových podmínek se dále prohloubí po odeznění nízkých inflačních očekávání. Nicméně přes toto uvolnění bude nastavení měnových podmínek i v nejbližším období tlumit ekonomickou aktivitu a přispívat k prohlubování záporné výstupové mezery.

Reálná sazba PRIBOR 1Y a odhad rovnovážné trajektorie



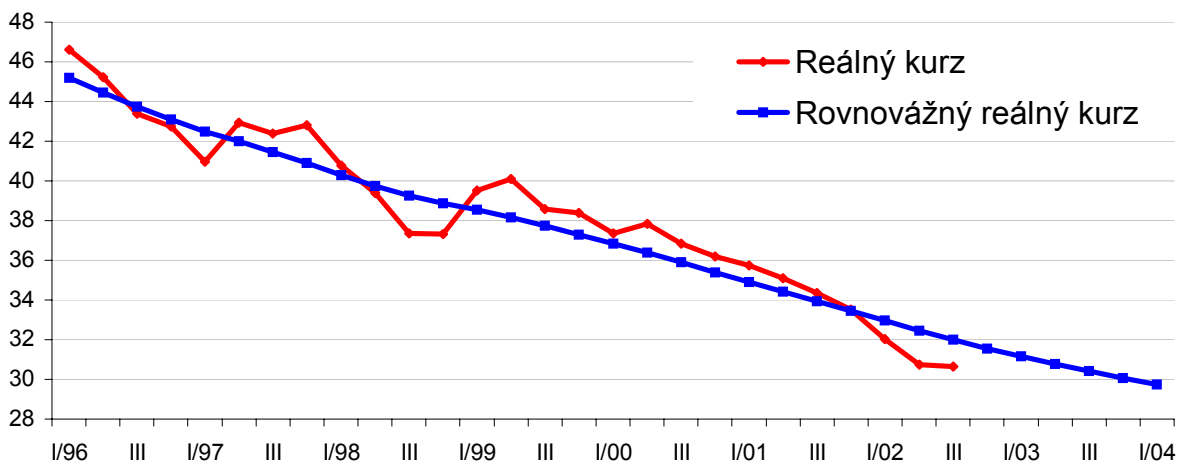
Pramen: ČNB

Odhad vývoje mezery HDP (%)



Pramen: ČNB

Reálný měnový kurz a odhad rovnovážné trajektorie



Pramen: ČNB

Základní scénář

Vývoj endogenních faktorů inflace

HDP

Ve druhém čtvrtletí roku se dále zpomalilo tempo růstu HDP (meziročně 2,5 %). Zhoršená meziroční dynamika HDP je odrazem vývoje od poloviny minulého roku, kdy celková domácí poptávka a exporty rostly jen nepatrně v porovnání s první polovinou roku 2001, zatímco potenciál nabídkové strany ekonomiky se zlepšoval. Ve třetím kvartále lze navíc očekávat relativní propad⁴ výstupu z důvodu povodňové situace, která však symetricky ovlivnila nabídkovou i poptávkovou stranu bez výrazných cenových dopadů. Meziroční dynamika HDP však zůstane nízká i na přelomu roku 2002 a 2003.

Zpomalená dynamika domácí poptávky souvisí především se zpřísněním reálných měnových podmínek koncem roku 2001 a jejich přetrváváním v první polovině roku letošního. Růst reálných úrokových sazeb spolu s nadhodnoceným kurzem se zřejmě podepsaly především na nízké dynamice investic v nefinančním sektoru, a to jak zpřísněním úvěrových podmínek tak snížením vlastních zdrojů financování. Míra růstu HTFK v prvním pololetí tak byla převážně držena růstem investic vládního sektoru. U spotřeby domácností dochází k zastavení poklesu míry úspor, především v důsledku zpřísnění úrokové složky reálných měnových podmínek. Proti zvyšování míry úspor však působí doběh nabídkového stimulu úvěrování domácností. Pokles inflačních očekávání se promítnul do vyšších reálných disponibilních příjmů, které zajistí udržení vysokého růstu spotřeby domácností během celého letošního roku. Novým jevem, charakteristickým pro celý letošní rok, je nárůst podílu vládních výdajů na HDP; přímý fiskální impuls je tak spolu se spotřebou domácností významným hybatelem letošního růstu HDP.

Ochlazení světové ekonomiky se podepsalo na snížení růstu vývozu i dovozu. Nadhodnocení reálného kurzu, které vede k substituci zahraničního zboží za domácí, se však během první poloviny roku doposud plně neprojevovalo.

V důsledku utlumení poptávkové strany ekonomiky v prvním pololetí tak došlo k prohloubení záporné mezery HDP až na -1,6 % (z -1,2 % v červenci). Pro zbytek letošního roku a první polovinu roku 2003 očekáváme, že se mezera HDP bude i nadále prohlubovat a vzroste až na hodnoty kolem -2,5 %. Tento vývoj bude dán především součinností dvou faktorů: negativního působení zahraniční poptávky a přísného nastavení reálných měnových podmínek přetrvávajícího v tomto období. Dobíhající fiskální stimul nestačí na změnu tohoto trendu.

Dynamika spotřeby domácností bude při nezměněné míře úspor tlumena růstem inflačních očekávání a poklesem temp růstu reálných disponibilních příjmů, na kterých se v průběhu roku 2003 projeví i pokles zaměstnanosti a dynamiky reálných mezd. Ačkoliv spotřeba domácností spolu s vládními výdaji zůstane hlavním faktorem růstu HDP i v nejbližších čtvrtletích, její meziroční dynamika poklesne ke 3 %.

Tvorba fixního kapitálu koncem roku bude omezena vyčerpáním zdrojů vládního sektoru z předcházejících období. Prostor pro investice nefinančního sektoru bude až do poloviny příštího roku tlumen vysokými současnými reálnými sazbami a podobně omezen zůstane i prostor pro financování investic z vlastních zdrojů v důsledku přetrvávání nadměrného reálného zhodnocení kurzu. Návratnost kapitálu ovlivní negativně i růst reálných mezd

⁴ Vyjádřeno v mezičtvrtletním srovnání sezonně očištěné řady HDP.

převyšující růst produktivity, který lze v situaci útlumu ekonomické aktivity a rostoucí nezaměstnanosti předpokládat. Očekává se i nižší tempo přílivu přímých zahraničních investic. Meziroční tempa růstu investic tak koncem roku poklesnou pod 1 % a v první polovině příštího roku lze očekávat meziroční pokles investiční aktivity.

V druhém pololetí roku budou vrcholit i substituční dopady nadhodnocení reálného kurzu, které přispějí ke zhoršení podílu čistých exportů na HDP. Předpokládáme, že tato tendence se koncem roku zastaví, ale nižší podíl exportů na HDP bude přetrvávat i v příštím roce. Meziroční růst HDP v roce 2002 tak odhadujeme na 2,1 %, zatímco v první polovině roku 2003 zpomalí až na 1 %.

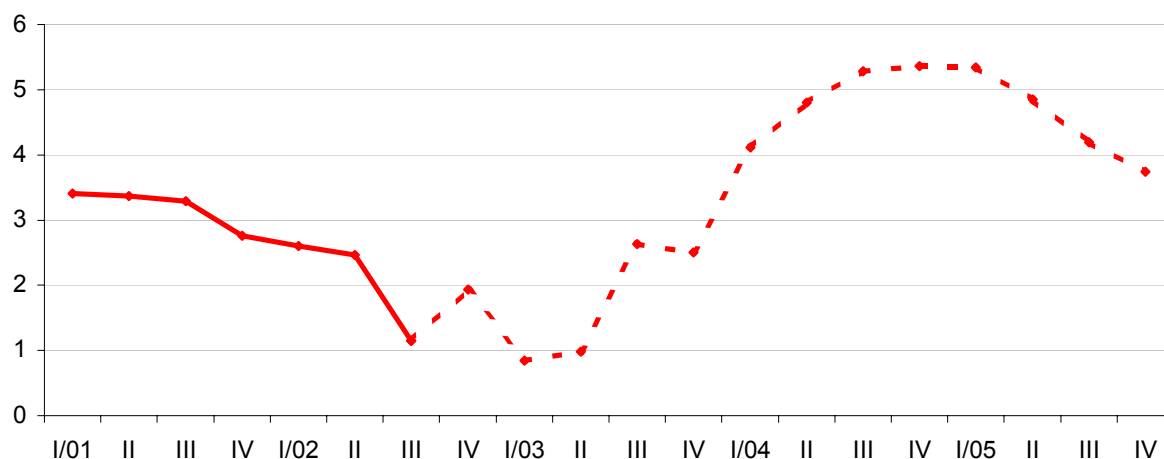
V návaznosti na uvolňování měnových podmínek, které bude probíhat od druhé poloviny roku 2002 po celý rok 2003, předpokládáme, že v průběhu roku 2003 dojde k obratu ve vývoji poptávkové strany ekonomiky. Mezera výstupu se opět počne uzavírat zhruba v polovině roku 2003 a vyvrholí koncem roku 2004, kdy dojde k překročení potenciální úrovně HDP. Tomuto oživení bude v roce 2003 napomáhat dodatečný poptávkový fiskální stimul, ovšem v podstatně menší míře než v roce 2002. Jeho úlohu převezme od konce roku 2003 zrychlující se zahraniční poptávka, která bude kulminovat koncem roku 2004.

Na zvýšení dynamiky agregátní poptávky v druhé polovině roku 2003 se bude hlavní měrou podílet zvýšení exportní aktivity, ale i mírné oživení hrubé tvorby kapitálu podpořené uvolněním obou částí měnových podmínek. Meziroční tempa růstu HTFK však zůstanou pod 1 % a podíl investic na HDP bude nižší než v roce 2002. Spotřeba domácností si udrží meziroční tempa kolem 3 % a zůstane hlavním faktorem růstu HDP. Její nižší dynamika oproti roku 2002 bude dána především pomalejším růstem reálného disponibilního důchodu z důvodu rostoucích inflačních očekávání a nárůstu nezaměstnanosti. Růst míry nezaměstnanosti bude následovat prohloubení mezery HDP na přelomu let 2002 a 2003. Kromě ekonomického útlumu se však na něm bude podílet i příliv zahraničních pracovních sil.

Díky poptávkovému stimulu zahraničního oživení, který začne nabíhat od druhé poloviny roku 2003, lze v průběhu roku 2003 počítat s udržení podílu čistých exportů na HDP. Proti tomuto stimulu bude zhruba stejnou silou působit i doznívání substitučního efektu nadhodnocení rovnovážného kurzu, který bude přetrvávat i v tomto období. Podíl čistých exportů na HDP se tak bude pohybovat na nepatrně nižší úrovni než v tomto roce. V souhrnu těchto faktorů odhadujeme tempo růstu HDP pro rok 2003 na necelá 2 %.

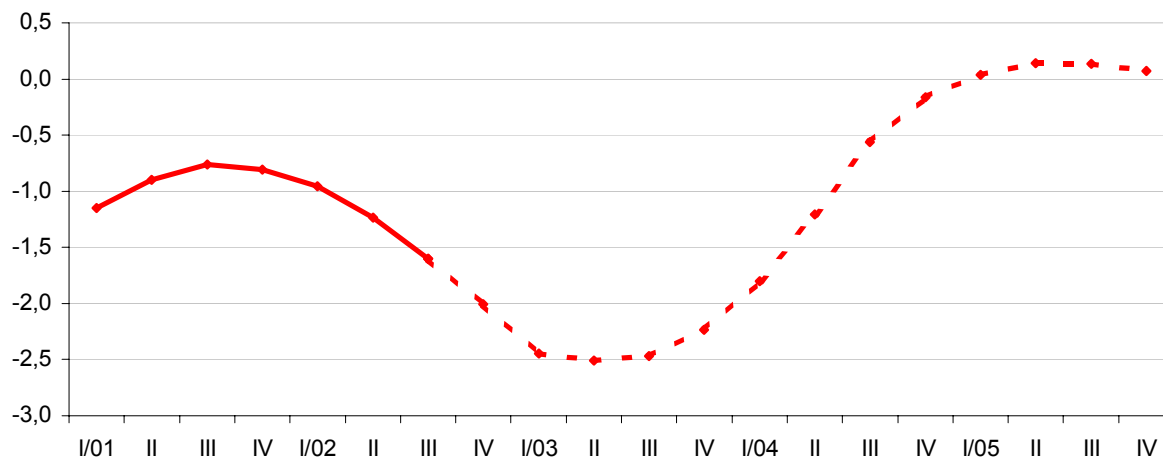
Na počátku roku 2004 dojde vlivem souběhu domácí i zahraniční poptávky ke zrychlení růstu HDP a meziroční tempa růstu se budou pohybovat mezi 4 až 5 %. V důsledku růstu očekávané inflace v roce 2005, především z titulu regulovaných cen, však bude od roku 2004 potřeba zpřísnovat měnové podmínky, které zabrání vzniku většího poptávkového převisu. Zpřísnění měnových podmínek a následné ochlazení růstu HDP bude nezbytné k udržení inflace u středu cíleného koridoru v pozdějších letech. 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 1 % HDP.

Predikce růstu HDP (mzr. v %)



Pramen: ČNB

Predikce mezery výstupu (%)



Pramen: ČNB

Měnový kurz

Predikce kurzového vývoje počítá s neměnnou úrovní nominálního kurzu až do poloviny roku 2003. Pro udržení této úrovně je však při očekávaném poklesu úrokových sazeb v eurozóně zapotřebí významného snížení úrokových sazeb koncem letošního roku a jejich setrvání na této nízké hladině po většinu roku 2003. 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.

Od počátku roku 2004 lze opět počítat s mírným zhodnocováním měnového kurzu, a to jak v důsledku poklesu rizikové prémie, tak i kvůli růstu nominálních úrokových sazeb očekávaného v tomto období v souvislosti s postupným návratem inflace k cíli v roce 2005.

Inflace

Meziroční hodnota inflace CPI poklesla během posledního čtvrtletí až na 0,7 %⁵, což je v souladu s predikcí (0,6 %). Pozorovaný pokles meziročních hodnot inflace souvisí především s vývojem nabídkových faktorů od počátku roku: dovozních cen a cen zemědělských výrobců ovlivňujících inflaci cen potravin. Protiinflačně však působily i poptávkové faktory zprostředkované prohlubováním mezery HDP.

Vývoj inflace na přelomu let 2002 a 2003 bude i nadále především pod vlivem příznivých exogenních faktorů, které však budou postupně odeznívat. Dovezená inflace zůstane nízká z důvodu promítání meziročního kurzového zhodnocení, což bude působit protiinflačně zejména ve skupině potravin. Na nízké inflaci v této skupině se bude podílet i vývoj světových cen příslušných komodit. Jiným exogenním dezinflačním impulsem je nízký růst regulovaných cen, zejména počátkem roku 2003. Naopak růst cen ropy na světových trzích od roku 2003 povede k inflačně neutrálnímu působení cen pohonných hmot. Podobně i ostatní nabídkové impulsy změní v průběhu roku 2003 svůj charakter na neutrální.

Výrazně záporná mezera HDP bude rovněž působit protiinflačně. Její vliv na průběh jádrové inflace v roce 2003 však nebude odpovídat její velikosti. Důvodem je skutečnost, že k prohloubení mezery výstupu v tomto období dojde především v důsledku výpadku investiční poptávky, která má řádově nižší přímý vliv na cenové okruhy CPI než spotřební výdaje. U určitých segmentů koše CPI lze navíc uvažovat s rezistencí vůči negativním poptávkovým tlakům. V souhrnu těchto faktorů lze na přelomu roku a v první polovině roku 2003 počítat s meziročními hodnotami inflace CPI pod 1 %.

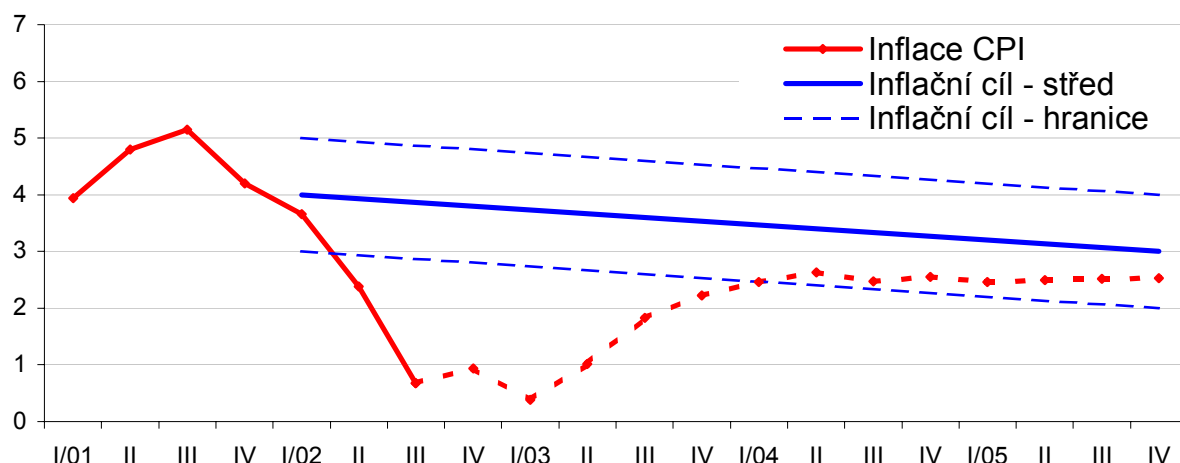
V dalším průběhu roku 2003 bude vzhledem ke stabilitě kurzu na přelomu let 2002 a 2003 postupně odeznívat deflační působení kurzového zhodnocení. Importní ceny, včetně pohonných hmot, budou víceméně stagnovat a jejich působení bude inflačně neutrální. Lze však počítat s dalším poklesem příspěvku regulovaných cen. V důsledku přetrvávající záporné výstupové mezery a zvýšení míry nezaměstnanosti počítáme se zpomalenou dynamikou nominálních mezd a jednotkových mzdových nákladů, i když vůči minulé prognóze dochází k jejich zvýšení. Proinflační vývoj lze naopak očekávat u cen potravin, jejichž meziroční hodnoty vzrostou i kvůli nízké základně z tohoto roku.

Změna charakteru vývoje výstupové mezery koncem roku 2003 omezí i dezinflační působení poptávkových faktorů inflace. V souhrnu těchto faktorů vzrostou meziroční hodnoty inflace opět na hodnoty nad 2 %, především v důsledku odeznění pozitivních nákladových impulsů, ale po celou dobu nejučinnějšího horizontu transmise se budou pohybovat pod spodní hranicí inflačního cíle.

S návratem inflace do cílovaného koridoru lze počítat až v průběhu roku 2004 v souvislosti s uzavíráním produkční mezery a dále v roce 2005 spolu s uvažovaným růstem regulovaných cen odpovídajícím příspěvku do inflace kolem 1 p.b.

⁵ Čtvrtletní průměr na sezonně očištěných datech.

Predikce inflace (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, ČNB

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, která se v horizontu několika let stabilizuje na hladině 4 %. Naopak očekávaný průběh hospodářského cyklu podmiňuje významný 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 s makroekonomickou predikcí je konzistentní významné snížení úrokových sazeb koncem tohoto roku. Základní scénář však neregistruje další tlaky na snížení sazeb v průběhu roku 2003. Naopak, s prognózou je konzistentní postupné mírné zvyšování sazeb zhruba od poloviny roku 2003.

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.

Tabulka 1 Budoucí úrokové sazby odhadnuté na základě FRA, srovnání se základním scénářem predikce

Výchozí hodnota PRIBOR 3M 2.80 (Ask, 16.10.2002)

	¹ 02q4	² 03q1	³ 03q2	⁴ 03q3	⁵ 03q4	⁵ 04q1	⁵ 04q2	⁵ 04q3
FRA – skutečnost	2,74	2,71	2,70	2,74	3,00	3,00	3,00	3,00
FRA – implikované QPM	2,46	2,44	2,47	2,46	2,49	2,50	2,53	2,58
Odhad racionální složky (skutečnost)	2,50	2,35	2,30	2,50	3,80	3,80	3,80	3,80
Racionální složka v QPM (základní scénář predikce)	2,46	2,35	2,53	2,46	2,60	2,64	2,82	3,07

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

Přenos měnové politiky do ekonomiky

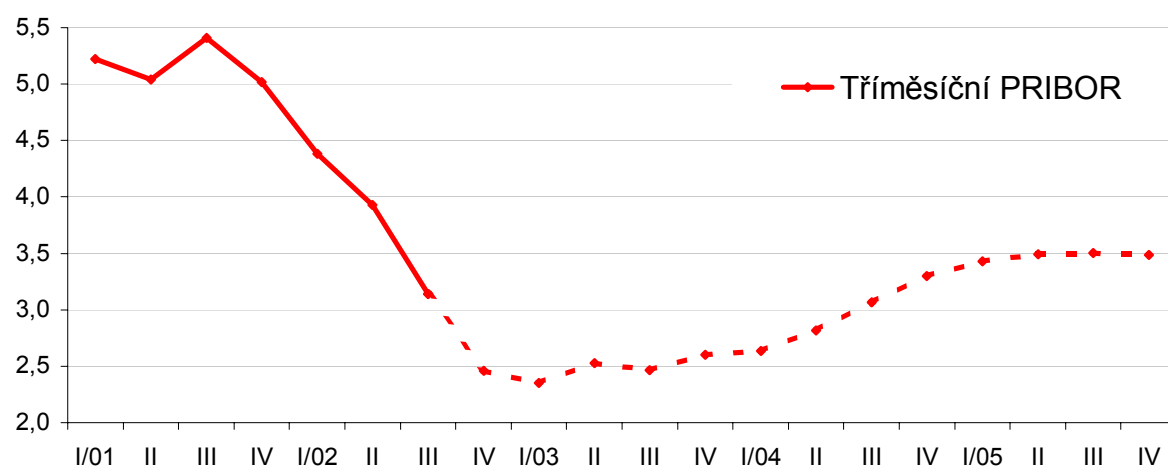
Pokles krátkých úrokových sazeb ze základního scénáře se promítne do ekonomiky jak prostřednictvím svého vlivu na reálné roční peněžní a úvěrové klientské sazby, tak prostřednictvím kurzového kanálu⁶, kde lze očekávat urychlení vývoje z posledních měsíců, během nichž docházelo k uvolnění kurzové složky reálných měnových podmínek.

Vzhledem k rostoucí inflaci přitom prognóza nepředpokládá další snižování sazeb během příštího roku, neboť nárůst inflačních očekávání sám o sobě přinese dostatečné uvolnění i dlouhých reálných sazeb. Bude tak docházet k postupnému uvolňování v poslední době stagnujících reálných měnových podmínek, které bylo předpokládáno minulou prognózou. Bude se na něm kromě úrokové složky podílet významně kurzový kanál, v němž nízká úroveň sazeb bude částečně kompenzovat vliv poklesu rizikové premie. V důsledku toho bude nominální kurz vykazovat jen minimální apreciační tendenci a reálný kurz se tak přiblíží své rovnovážné trajektorii. Předpokládáme však, že měnové podmínky změní svůj charakter na uvolňující až v polovině roku 2003, a to především podstatným uvolněním úrokové složky v důsledku růstu inflačních očekávání.

Uvolnění měnových podmínek spolu s obnovenou dynamikou zahraniční poptávky 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 uzavřením mezery HDP koncem roku 2004 a očekávaným zrychlením inflace v roce 2005 počítá prognóza v průběhu roku 2004 s návratem nominálních sazeb k hodnotám kolem 3,5 %. Adekvátní zpřísnění měnových podmínek tak ztlumí poptávkovou složku inflace na přelomu let 2004 a 2005.

⁶ 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, ostatní snížení úrokových sazeb v letošním roce (tj. druhé lednové, dubnové a červencové 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 sníženích 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.

Implikovaný průběh mezibankovních úrokových sazeb (%)



Pramen: ČNB

III. DESAGREGOVANÝ MAKROEKONOMICKÝ VÝHLED

1 Vnější prostředí

Evropská komise i přední německé ekonomické instituty přehodnocují výhled ekonomického růstu v Evropě a Německu směrem dolů. K problémům zpracovatelského průmyslu v Evropě, USA i Japonsku se v současné době přidává i zpomalení v sektoru služeb v Evropě, který tvoří zhruba dvě třetiny ekonomických aktivit. Cenový vývoj bez výrazných inflačních tlaků zvyšuje citlivost vnímání rizika zastavení ekonomického růstu, v jehož důsledku centrální banky v těchto zemích deklarují připravenost snížit úrokové sazby v případě dalšího zhoršení ekonomické situace. Středoevropské tranzitivní ekonomiky nezaznamenaly tak výrazný pokles tempa růstu HDP, ale na druhé straně neočekávají výraznější růst dříve, než dojde k výraznějšímu oživení poptávky na západoevropských trzích. U cenového vývoje v těchto zemích lze očekávat určitou korekci rekordně nízké inflace, neočekává se však vzestup k hodnotám běžným v minulosti.

1.1 Zahraniční poptávka (HDP)

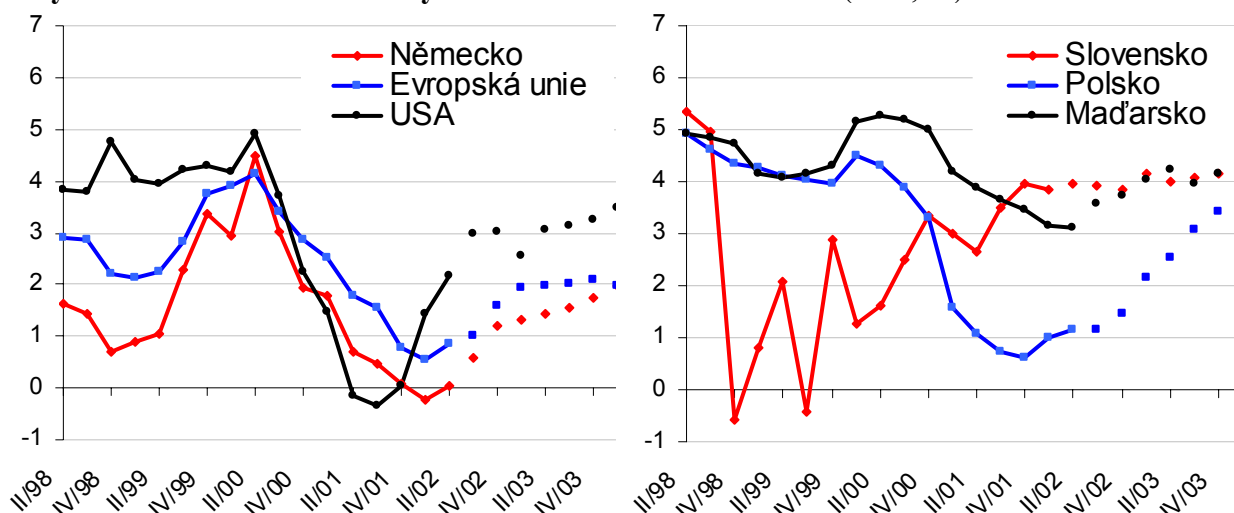
Evropská unie

V reakci na nízké spotřebitelské výdaje a pokles exportu snížila EK letos již popáté odhad růstu. Pro čtvrté čtvrtletí nyní očekává stejně jako ve třetím čtvrtletí 0,2 – 0,5 % (oproti původním 0,3 – 0,6 %). Kvůli pokračující stagnaci prodloužila EK termín na požadavek vyrovnaní vládních rozpočtů (tj. deficit max. 3 % HDP) z roku 2004 na rok 2006. Předpokládá se, že rozhodnutí umožní snížení daní a zvýšení vládních výdajů na domácí spotřebu. Celoroční růst se odhaduje na méně než 1 % (nejméně od r. 1993). ECB podle posledního prohlášení vnímá zvýšená rizika ekonomického vývoje a objevují se spekulace o dalším snížení sazeb. V srpnu se poprvé po devíti měsících propadl index služeb, které znamenají více než polovinu HDP v EU12. Po zastavení růstu průmyslu je to další signál zpožďujícího se oživení. Index podnikatelské důvěry zůstává na šestiměsíčním minimu.

V **Německu** ministerstvo financí snížilo odhad růstu v roce 2003 o 1 p.b. na 1,5 %. Podnikatelská důvěra dále klesá a pohybuje se na úrovni osmiměsíčního minima. Propad akciového trhu (index DAX) činí od počátku roku již 50 %. Maloobchodní prodeje v srpnu poklesly o 2,2 % proti srovnatelnému měsíci minulého roku. V září se objevilo i několik pozitivních zpráv, k nimž patří neočekávaný růst podnikových objednávek (větší růst zahraničních), růst průmyslové produkce, překvapivý (i když malý) pokles nezaměstnanosti a poměrně značný srpnový růst vývozu (10,6 %). CF10 dále snížil odhad růstu HDP pro rok 2003 z 1,9 % na 1,5 %. SZ7 počítala dokonce s růstem 2,7 %. Menší pokles lze zaznamenat i v prognóze 0,4 % na letošní rok (CF9 0,5 %, SZ7 0,9 %).

Ve **Francii** po růstu 0,6 % v prvním čtvrtletí byl růst za druhé čtvrtletí revidován z 0,5 na 0,4 %. Následně vláda snížila odhad růstu ve zbylých dvou čtvrtletích roku z 0,7 % na 0,4 %. Nezaměstnanost se i v srpnu pohybovala kolem dvouletého maxima 9 %. Důvěra spotřebitelů opět poklesla a je nejnižší za 4 roky. To se odrazilo i v nižších spotřebitelských výdajích, které poprvé za poslední tři měsíce poklesly. Rovněž podnikatelská důvěra je na šestiměsíčním minimu a klesá objem objednávek v průmyslu. Průmyslová produkce v srpnu rostla méně, než se očekávalo, pouze o 0,3 % (0,6 %), když v červenci poklesla o 0,8 %.

Dynamika reálného HDP a výhled dle Consensus Forecasts (mzr., %)



Velká Británie je zatím zasažena recesí méně než její velcí partneři z EU. Růst ve druhém čtvrtletí 0,6 % (mzr. 1,3 %) překonal očekávání vlády. I v srpnu nadále pokračoval růst služeb, které tvoří 2/3 ekonomiky. Růst trvá již 9 měsíců a na rozdíl od zpracovatelského průmyslu přispívá k růstu HDP. Podle zářijového průzkumu dochází k ochlazení patrně i v tomto sektoru, což může představovat pro budoucí vývoj riziko. Nezaměstnanost se zatím drží stále na nejnižší úrovni 3,1 % za 27 let. Naopak průmyslová výroba po růstu v červenci stagnovala.

USA

Mzr. růst HDP za druhé čtvrtletí byl revidován z 1,1 % na 1,3 %. V září došlo k poklesu zásob, což je považováno za znak nedůvěry v rychlé oživení ekonomiky. Odrazem masivního propadu akciových trhů je spotřebitelská důvěra, která je na devítiletém minimu. Ta se promítla do nižšího růstu spotřebních úvěrů a do maloobchodních prodejků, jejichž propad v srpnu byl největší za 10 měsíců. V srpnu rovněž poklesly předstihové indexy zpracovatelského průmyslu (poprvé po 8 měsících) a jejich hodnota pod 50 signalizuje pokles ekonomiky od ledna 2003. Naproti tomu stojí srpnový růst velkoobchodních prodejků a neočekávaný pokles nezaměstnanosti na 5,6 %. Proti uváděnému poklesu zpracovatelského průmyslu stojí rovněž růst odvětví služeb (cca 2/3 ekonomiky). Také zprávy o neochotě investovat zpochybňují údaj o rostoucích výdajích na kapitálové statky (zástupní veličina pro podnikové investice), které v srpnu již druhý měsíc po sobě rostly (mzr. 1,7 %). Tyto protichůdné údaje dokládají, že současné oživení v USA je křehké a jeho zintenzivnění lze očekávat až od poloviny roku 2003.

Japonsko

Index předstihových indikátorů poklesl z červencové hodnoty 70 na 44,4 v srpnu. To signalizuje pokles ekonomiky od listopadu a ukončení krátkého oživení. Exporty, které držely japonskou ekonomiku nad vodou, klesají již třetí měsíc, a to vede firmy k dalšímu omezení investic. V srpnu výrazně poklesly objednávky výrobců na strojní dodávky.

Středoevropské tranzitivní ekonomiky

Na **Slovensku** štedrá předvolební politika vlády a spotřeba domácností přispěly i při poklesu vnější poptávky k solidnímu růstu HDP 3,9 % v prvním pololetí 2002. Zvyšovaly se reálné příjmy domácností, ale navíc klesala jejich míra úspor. Negativním trendem byla stagnace investic. Do budoucna je nepravděpodobný další vysoký růst reálných příjmů, který

v minulosti dvojnásobně převyšoval růst produktivity práce. Přesto je v důsledku domácí poptávky očekáván letos růst HDP 3,9 % a 4,1 % v příštím roce.

Růst HDP v **Polsku** činil za druhé čtvrtletí mizr. jen 0,8 %. Měsíční indikátory reálné aktivity – průmyslová produkce a vývoz – rovněž ukazují jen na mírné tempo růstu ve třetím čtvrtletí. Poměrně značný pokles dovozu pak signalizuje snížení deficitu obchodní bilance. Celoroční růst HDP je tak odhadován na 1,2 %, což je zdaleka nejméně v regionu. To vytváří tlak na centrální banku, aby i nadále snižovala poměrně vysoké (ve vztahu k inflaci) úrokové sazby.

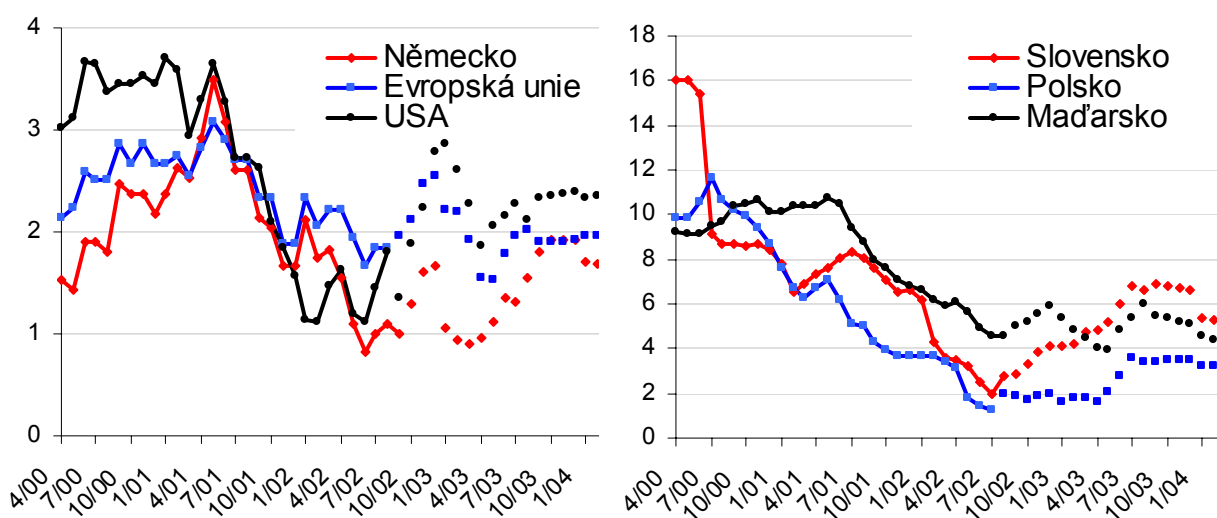
V **Maďarsku** byl vývoj ve druhém čtvrtletí oproti předpovědi lepší, když došlo ke zrychlení mizr. růstu HDP z 2,9 na 3,1 %. Předpokládá se, že na tomto růstu se podílelo hlavně stavebnictví a sektor služeb. Domácí poptávka byla tažena zejména vysokým růstem mezd a expanzivní fiskální politikou před volbami. Je otázkou, jak věrohodný je plán vlády na snížení rozpočtového deficitu z dnešních 6 % na 4,5 % HDP v příštím roce. Očekává se další urychlení růstu HDP, v budoucnu tažené zejména exportem, růstem zpracovatelského průmyslu a podnikovými investicemi.

1.2 Cenový vývoj v zahraničí

Evropská unie

V srpnu se inflace spotřebitelských cen v EU12 dostala po čtyřech měsících opět nad cíl ECB, když vzrostla z 1,9 % na 2,1 % (0,1 % mzm.), hlavně zásluhou cen ropy a nákladů na dopravu. Na této hodnotě zůstala i v září. ECB hodnotí inflační rizika jako vyrovnaná. V **Německu** vzrostly dovozní ceny v srpnu o 0,6 % (očekávalo se pouze 0,3 %) v důsledku růstu cen ropy. Vzhledem k recesi v průmyslu však tento růst nebyl promítnut do cen výrobců. Ty naopak poklesly o 0,1 % (0 %), částečně i vlivem silného eura, které snižuje náklady na ostatní suroviny. Naopak ve **Francii** ceny výrobců vzrostly po červencovém růstu 0,3 % i v srpnu o 0,2 %. (Meziročně byly nižší o 0,2 %). Mzdy ve druhém čtvrtletí rostly menším tempem než v předchozím čtvrtletí, čtvrtletní tempo růstu kleslo z 0,8 na 0,6 % (2,6 % mizr.). Přes růst cen ropy jsou inflační tlaky vnímány jako nevýrazné.

Inflace spotřebitelských cen a výhled dle Consensus Forecasts (mizr., %)



Inflace spotřebitelských cen ve **Velké Británii** vzrostla v září z 1,9 % na 2,1 % (očekávání bylo 2 %). Ceny výrobců v září vzrostly o 0,1 % po stagnaci v předchozích dvou měsících. Vzhledem ke klesajícímu objemu průmyslové produkce v posledních 18 měsících si výrobci nemohou dovolit zdražovat své výrobky a jsou nuceni hledat úsporu v nákladech. V srpnu

došlo po předchozím zvolnění k opětovnému růstu cen nemovitostí. Růst byl podpořen očekáváním, že BoE zatím neplánuje zvyšování úrokových sazeb.

USA

V srpnu vzrostly spotřebitelské ceny o 0,3 % (mzr. 1,8 %) po růstech 0,1 % v předchozích dvou měsících. V září činila jádrová inflace mzm. pouze 0,1 %. Klesaly ceny automobilů a potravin, v září i pohonných hmot, naopak rostly ceny odívání a tabáku. Index cen výrobců vzrostl po stagnaci v srpnu o 0,1 %. Riziko inflace je v současnosti považováno za minimální.

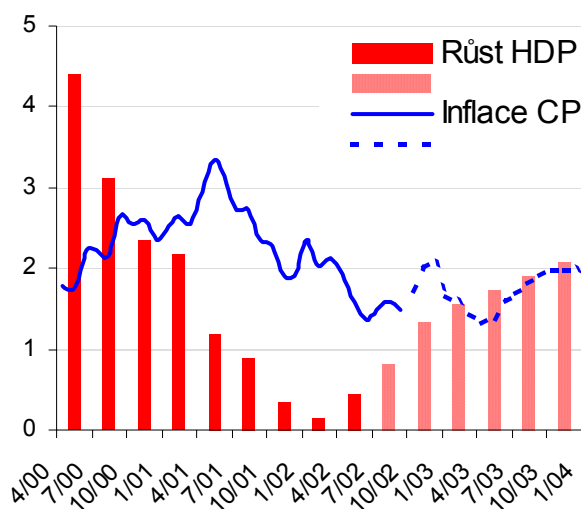
Středoevropské tranzitivní ekonomiky

Na **Slovensku** pomalý růst cen pohonných hmot, opatrná měnová politika, silící konkurence na trhu a odkládání cenové deregulace stále snižuje inflační tlaky. NBS upravila svůj inflační cíl na konec roku na 3,6 – 4,2 %. V roce 2003 se v důsledku deregulací očekává růst na 5,8 %. Ani po očištění o příznivé dopady zahraničních cen se v **polské ekonomice** neprojevují výraznější inflační tlaky a nízký růst ekonomiky nedává výrobcům a prodejcům možnost zvyšovat ceny. Centrální banka proto opět o 0,5 p.b. snížila své úrokové sazby. Růst mezd v soukromém sektoru bude pravděpodobně nízký i v roce 2003, neboť stav na trhu práce se budou spíše zhoršovat. Naopak vládní politika povede pravděpodobně k růstu platů ve veřejném sektoru. Meziroční inflace spotřebitelských cen v **Maďarsku** se v září zvýšila na 4,6 %. Centrální banka na svém posledním zasedání nezvýšila sazby a ponechala je na úrovni 9,5 %, neboť věří, že vláda splní slib snížit tempo růstu platů na 3 % a rozpočtový deficit na 4,5 % HDP v příštím roce (zatím činí 7 %). Zároveň se předpokládá, že posílení měny pomůže bance splnit inflační cíl 4,5 % na konci roku 2003. Banka však vnímá nákladové tlaky v podobě cen ropy a současnou nízkou inflaci pak přisuzuje spíše příznivým cenám potravin. Jádrová inflace, která tyto položky vyřazuje, se pohybuje kolem 6 %.

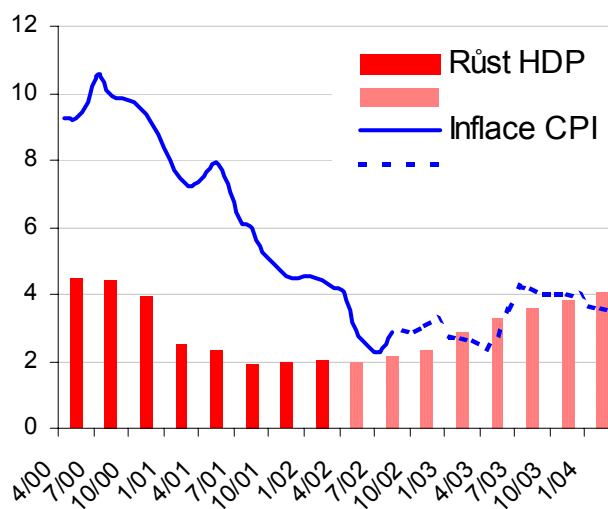
1.3 Efektivní ukazatele reálného růstu a cenového vývoje v zahraničí

Efektivní indexy poskytují souhrnný pohled na koupěschopnost a nominální vývoj cenové hladiny v důležitých regionech z pohledu české ekonomiky. HDP a inflace CPI jsou váženy objemem vývozu, resp. obchodní výměny s jednotlivými státy. Tyto indexy se mohou i značně lišit od oficiálních údajů pro daný region, neboť země nejsou váženy svou ekonomickou silou, ale relevancí pro ČR. Číselné hodnoty jsou uvedeny v tabulkové příloze.

Evropská unie EU15 (mzr., %)



Kandidátské země EU (mzr., %)



I přes fakt, že ve vyspělých zemích **Evropské unie** došlo ve druhém čtvrtletí k obratu, co se týče vývoje HDP, jsou prognózy oproti minulosti posunuty směrem dolů. CF očekává, že postupný návrat k růstu kolem 2 % by se neměl odrazit ve vyšší inflaci.

Středoevropské tranzitivní ekonomiky na rozdíl od EU nezaznamenaly tak výrazný propad růstu HDP, většina se jich pak vyvíjela ekonomicky ještě příznivěji, než ukazuje efektivní ukazatel, který je tažen směrem dolů kvůli špatnému vývoji v Polsku a jeho velkému významu pro ekonomiku ČR. Předpověď oživení růstu těchto ekonomik je pozvolnější, neboť je očekávána až s určitým zpožděním za ekonomikou EU. Po prudkém poklesu inflace se očekává mírná korekce směrem vzhůru, ale neočekává se žádná akcelerace směrem k nedávno minulým hodnotám.

1.4 Zahraniční úrokové sazby

Evropská unie

Politika centrálních bank v hlavních světových ekonomikách v září a první polovině října nezaznamenala žádnou změnu v klíčových úrokových sazbách. **ECB** nezměnila klíčovou sazbu od listopadu 2001, kdy ji snížila o 0,5 p.b. na současných 3,25 %. **Bank of England** posuzovala inflační vlivy na zasedání v září, kdy rozhodla ponechat repo sazbu beze změny na hodnotě 4 %. Bylo argumentováno, že případný pokles sazeb by mohl způsobit nadměrné zadlužování obyvatelstva v investicích do nemovitostí, a tím vytvořit inflační tlaky v oblasti cen nemovitostí. Na druhé straně se ukazuje, že poptávka po konečné spotřebě začíná klesat, což má za následek pokles inflačních tlaků.

USA

V **USA** pokračuje období nejistoty v hospodářském vývoji. Hospodářské oživení není vybalancované. Zatímco růst stavebnictví v září dosáhl rekordní hladiny od roku 1986, průmysl stagnoval. Kromě toho riziko inflace je považováno za minimální, a tak případné zvýšení sazeb ze současných 1,75 % se přesouvá spíše na rok 2003.

Středoevropské tranzitivní ekonomiky

Také klíčové sazby ve středoevropských zemích zůstaly v září a první polovině října většinou beze změny. **Maďarská centrální banka** zachovala úroveň sazeb v září beze změny na původních 9,5 %. Meziroční jádrová inflace CPI v září mírně vzrostla, dosáhla 5,6 % v porovnání se srpnovými 5,5 %. Pro konec roku není však cílová úroveň 5,3 % příliš pravděpodobná. Lze také očekávat, že k naplnění inflačního scénáře 4,5 % pro příští rok bude centrální banka zvažovat spíše zvýšení svých úrokových sazeb. Ekonomická situace v **Polsku** vyústila ve snížení sazeb na zasedání 25. září o 0,5 p.b. na současných 7,5 %. Hlavním důvodem jsou nízké ceny potravin a posilování polské měny. Očekávání trhu však předpokládají další snižování o 0,5 p.b. v listopadu tohoto roku. **Národní banka Slovenska** ani v září nepřikročila ke snížení sazeb i přes relativně nižší míru nejistoty po výsledcích parlamentních voleb. Meziroční inflace CPI byla v září v souladu s očekáváními, zaznamenala jen mírný nárůst dosahující 2,8 % oproti srpnové 2,7 %. Vzhledem k podobnému scénáři ve výhledu pro čtvrté čtvrtletí, kdy se předpokládá meziroční inflace 3,3 %, se očekává snížení sazeb o 0,5 p.b. ze současných 8,25 %.

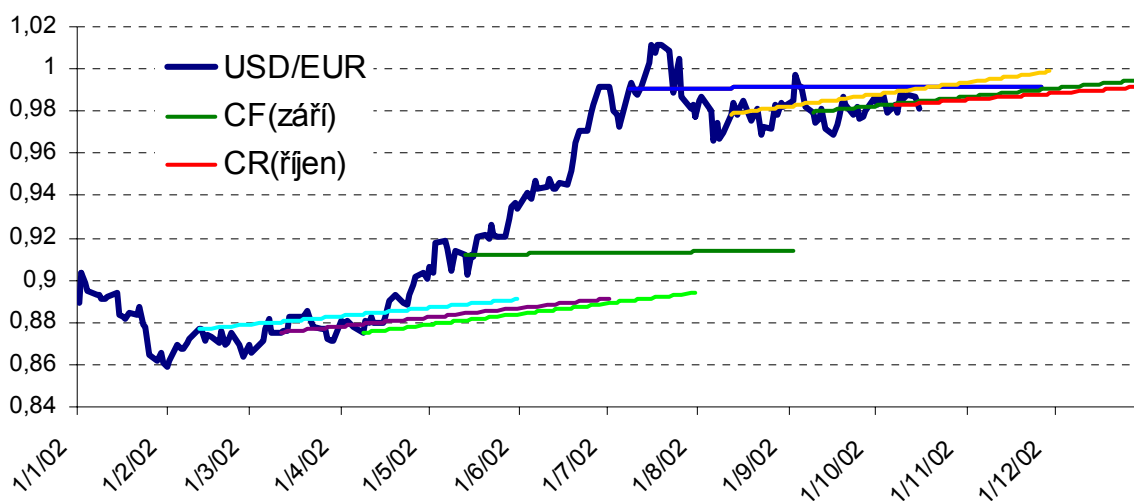
1.5 Hlavní světové měny a zlato

V září a v první polovině října pokračovalo velmi mírné trendové posilování eura, které je možné pozorovat zhruba od počátku srpna po korekci jeho předchozí rychlé apreciacie. V poslední době se kurz eura k dolaru pohybuje kolem 98 centů za euro. Díky existujícímu trendu se velmi dobře naplňují předpovědi Consensus Forecasts. Japonský jen oslaboval z přibližně 122 jenů za dolar až k 125 jenům za dolar.

Situaci v hlavních světových ekonomikách, a tím vývoj na měnových trzích, charakterizovaly spíše negativní zprávy. Pokles akciových trhů, nejistá situace na trhu práce v USA i globální politická nejistota začíná pravděpodobně ovlivňovat chování spotřebitelů. Byl zaznamenán výraznější pokles maloobchodních prodejů a spotřebitelská důvěra v USA se dostala na devítiměsíční minimum. Také v Evropě je situace nejistá. Vývoj indexu předstihových indikátorů pro celou eurozónu je konzistentní s mírným oživením, ale samotné údaje z Německa na to neukazují. V této situaci se zdá být předpověď Consensus Forecast o pokračujícím mírném oslabování dolaru intuitivní, neboť hospodářský výhled sice není dobrý v žádné z hlavních ekonomik, ale ekonomika USA je jediná, která je závislá na financování ze zahraničí. Oproti loňsku se snížil její přebytek na finančním účtu platební bilance v dlouhodobých dluhových cenných papírech (z 520 mld. USD na méně než 250 mld.), což znamená, že financování schodku běžného účtu je nyní více závislé na krátkodobých instrumentech.

Cena zlata v září rostla z přibližně 310 až k 325 dolarům za unci, v říjnu klesala zpět přibližně k 315 dolarům za unci. Její vývoj je indikátorem sentimentu trhu a převládající úrovně rizikové averze. Cena zlata se pohybovala inverzně se světovými akciovými trhy a kurzem dolaru a byla podporována globální politickou nejistotou a poklesy na akciovém trhu.

Kurz eura a jeho predikce podle Consensus Forecasts

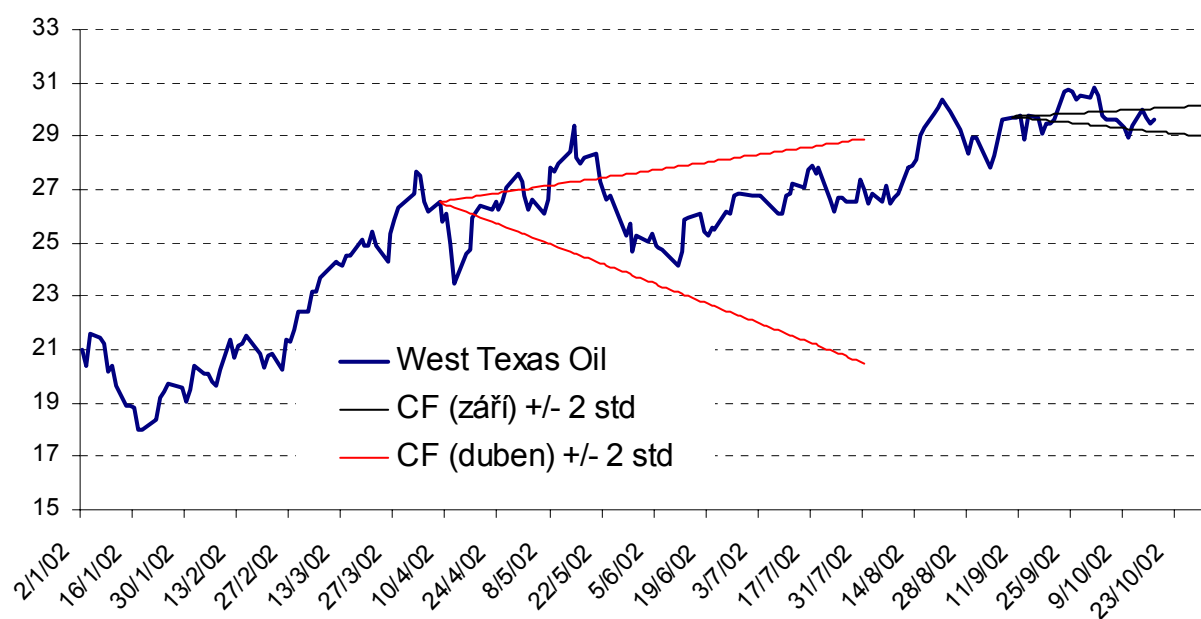


1.6 Ceny surovin

Souhrnný index světových cen průmyslových surovin a potravin⁷ vykazovaný českým statistickým úřadem po značném propadu v dubnu a květnu začal v červnu opět růst. V červnu byl růst více než 5% a v červenci 0,5%. Tento trend byl způsoben hlavně růstem cen ropy a zemního plynu. Průměrná cena zemního plynu na evropském trhu zaznamenala prudký růst o 19,5 % již v červnu (v červenci opět poklesla o 6,8 %), naproti tomu cena ropy začala růst až v červenci, a to o 8 %. Na růstu indexu světových cen se podílely i potraviny a oleje, jejichž index vzrostl od května do července o 2,8 %. Nejvíce byl index cen potravin ovlivněn červnovým růstem cen kávy (o 5 %) a kakaa (o 1,7 %). Index cen textilních surovin v červnu a červenci zaznamenal také mírný růst (v červnu o 0,6 % a v červenci o 2 %).

Cena ropy WTI v září mírně vzrostla, její cena ve třetím čtvrtletí dosáhla 30,50 USD za barel. Důvodem je stále nedostatečná nabídka i přesto, že celková těžba ropy mírně vzrostla. Země OPEC mírně zvýšily produkci, naopak těžba v ostatních zemích kromě OPEC poklesla. Na straně poptávky po ropě se předpokládá její mírný pokles způsobený růstem ceny ropy a pomalejším ekonomickým oživením. Avšak v krátkém horizontu bude přetrvávat velká míra nejistoty na trhu s ropou s ohledem na světovou geopolitickou situaci.

Cena ropy a její předpověď podle Consensus Forecasts, včetně konfidenčních intervalů



⁷ Index světových cen průmyslových surovin a potravin ČSÚ je počítán a publikován Českým statistickým úřadem měsíčně. Údaje o světových cenách jsou čerpány z denních burzovních záznamů, uváděných ČTK na Internetu, z pramenů agentury Reuters, uváděných v Hospodářských novinách, z denních zpráv v Handelsblattu a z Trangasu a.s. Cenové informace, tvořící základ pro výpočet jednoduchých indexů cen komodit (celkem 36 vybraných položek) a agregátních indexů komoditních skupin (7 hlavních agregátních skupin), jsou průměrnými cenami příslušných komodit, přičemž u světových cen tvoří tuto průměrnou cenu burzovní záznamy sledovaného zboží obchodovatelného v příslušných jakostech, množství a uzačněních podmínkách. Váhy jednotlivých komodit v souhrnném indexu jsou odvozeny na základě dovozů.

2 Devizový kurz

2.1 Vývoj nominálního kurzu

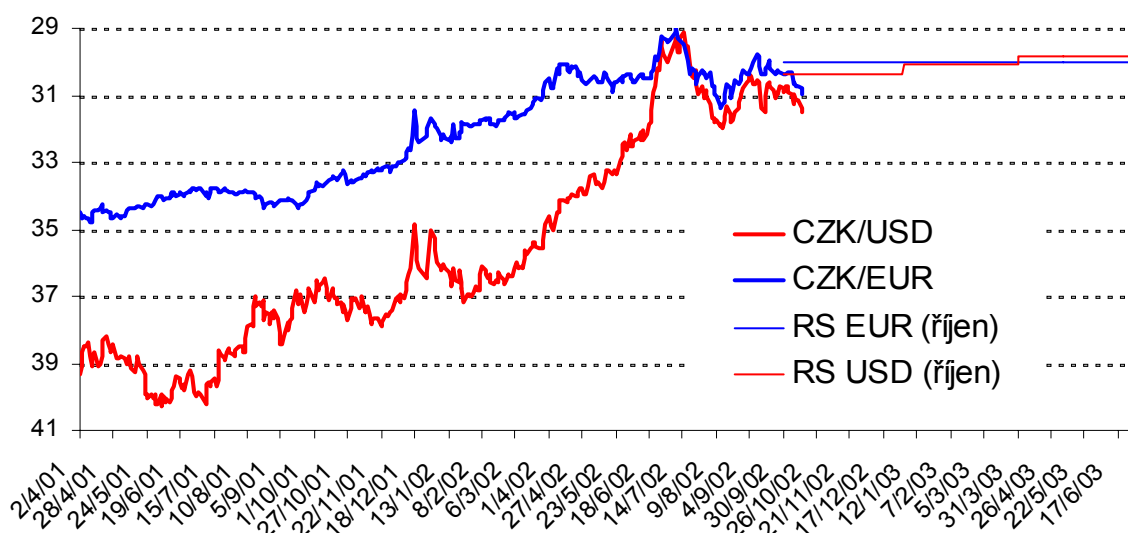
Na počátku září koruna posilovala a dne 10. 9. se kurz dostal na hodnotu 29,79 korun za euro. V polovině září došlo k oslabení a kurz se vrátil pod hranici 30 korun za euro, kde stagnoval kolem hodnoty 30,30 až do 8. října, kdy oslabil až na hodnotu 30,97 dne 15. 10. Meziročně kurz koruny vůči euru posílil cca o 12 %.

Posilování kurzu koruny na počátku září bylo způsobeno hlavně pokračujícími očekáváními o přílivu zahraničního kapitálu na obnovu povodňových škod. Hlavním důvodem následného oslabení koruny v polovině září bylo zamítnutí navrhovaných daňových změn parlamentem (16. září), a s tím spojená krize vlády. Trh zřejmě ovlivnily i obavy o možných intervencích centrální banky. Na zažehnání vládní krize koruna reagovala posílením, přičemž další vývoj až do konce první dekády října se vyznačoval velmi malým zájmem o korunu a pohyby kurzu kolem hodnot 30,20-30,40 korun za euro.

Jedním z argumentů uváděných pro vysvětlení oslabování koruny v polovině října bylo opatrnostní chování zahraničních investorů v důsledku obav z irského referenda (19. října). Další „evropskou“ událostí, která podle některých komentářů nepřímo přispěla k oslabení koruny, byla nečekaná rezignace nizozemské vlády (16. října). Zveřejnění hodnotící zprávy jednotlivých kandidátských zemí Evropskou komisí, jejíž závěry byly v rámci očekávání, nepřineslo kapitálovému trhu žádný impulz. Také reakce kurzu na zveřejněné makroekonomické údaje byly nevýrazné.

Kurz koruny vůči americkému dolaru v podstatě kopíroval vývoj kurzu CZK/EUR a držel se v pásmu od 30,38 do 31,50 korun za dolar. Meziročně v polovině října dolar v korunovém vyjádření oslabil cca o 21 %.

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD



Kurz koruny bude podle analytiků některých zahraničních bank (9 účastníků trhu s korunou) ve srovnání se současnou úrovní spíše posilovat. Rozpětí názorů pro jednoměsíční horizont je poměrně malé a pohybuje se v průměru okolo 30,60 korun za euro s maximální hodnotou

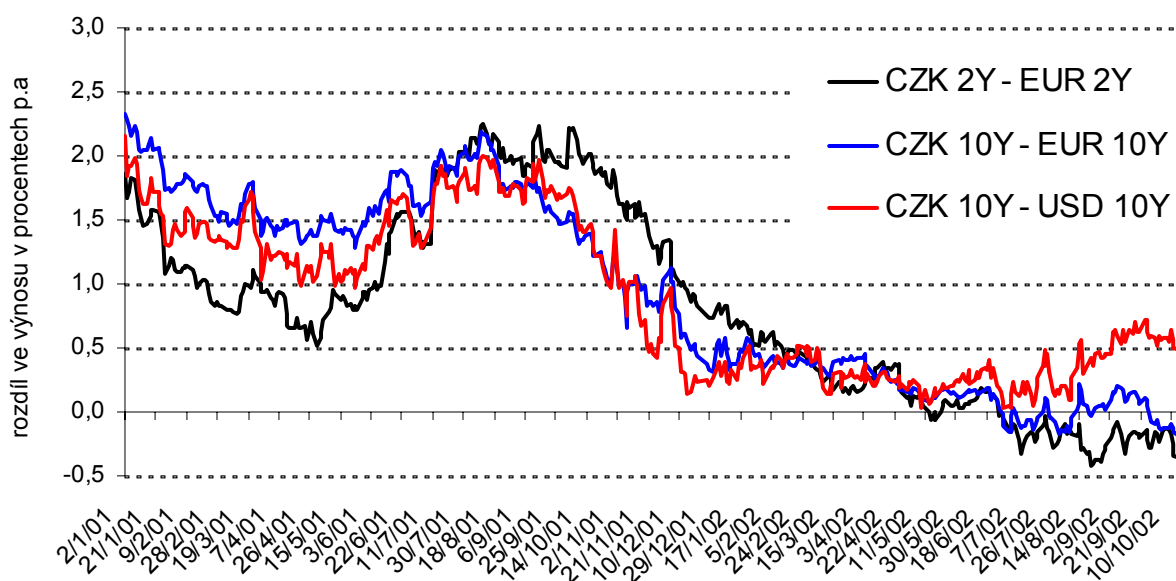
30,80 a minimální 30,40 korun za euro. Pro horizont jednoho roku je rozpětí mezi 28,50 a 30,80 korun za euro (průměr 29,60).

2.2 Vývoj výnosových diferenciálů

Krátkodobé i dlouhodobé výnosy českých dluhopisů pokračovaly ve druhé polovině září v mírně klesajícím trendu. Pokles dlouhodobých výnosů se na začátku října zastavil a do konce sledovaného období dlouhodobé výnosy mírně vzrostly, zatímco krátkodobé výnosy pokračovaly v poklesu. Od poloviny září do poloviny října poklesly dvouleté výnosy cca o 24 b.b. a desetileté výnosy cca o 20 b.b. Na trhu se neobjevily spekulace na zvyšování základních úrokových sazeb v nejbližších šesti měsících a většina investorů očekává základní sazby stabilní nebo jejich snížení po říjnovém projednání inflační prognózy ČNB bankovní radou. Svá očekávání investoři zakládají na současných nízké inflaci a na oficiálních prohlášeních ČNB, že je připravena zasáhnout všemi dostupnými nástroji proti posilování koruny, jejíž kurz považuje za silný.

Po většinu sledovaného období převažovaly na zahraničních trzích negativní ekonomické zprávy. Spekulace ohledně amerického útoku na Irák a pokles produkce v USA a ve Francii vedl v polovině září k poklesu výnosů státních dluhopisů. Evropské desetileté výnosy dosáhly desetiměsíčního minima a americké desetileté výnosy devětatřicetiletého minima. V druhé polovině září došlo k dalšímu poklesu výnosů, na který působil pokles spotřebitelské důvěry v USA, zhoršení podnikatelského klimatu v Německu a také růst cen ropy. Trhy očekávaly snižování základních úrokových sazeb hlavními centrálními bankami, ke kterému však nedošlo. Americké desetileté výnosy dosáhly jednačtyřicetiletého a evropské tříletého minima. Na konci září a na začátku října se objevily také pozitivní zprávy, především neočekávaný pokles míry nezaměstnanosti v USA a lepší situace ve velkoobchodě, které se odrazily v zastavení poklesu výnosů. Od začátku října do poloviny měsíce vzrostly desetileté americké výnosy cca o 28 b.b. a desetileté německé výnosy cca o 26 b.b. Za celé sledované období vzrostly desetileté německé výnosy cca o 21 b.b. a americké desetileté výnosy vzrostly cca o 8 b.b. Dvouleté výnosy během sledovaného období mírně vzrostly v Německu (cca o 6 b.b.), zatímco v USA dvouleté výnosy poklesly (cca o 9 b.b.).

Výnosové diferenciály

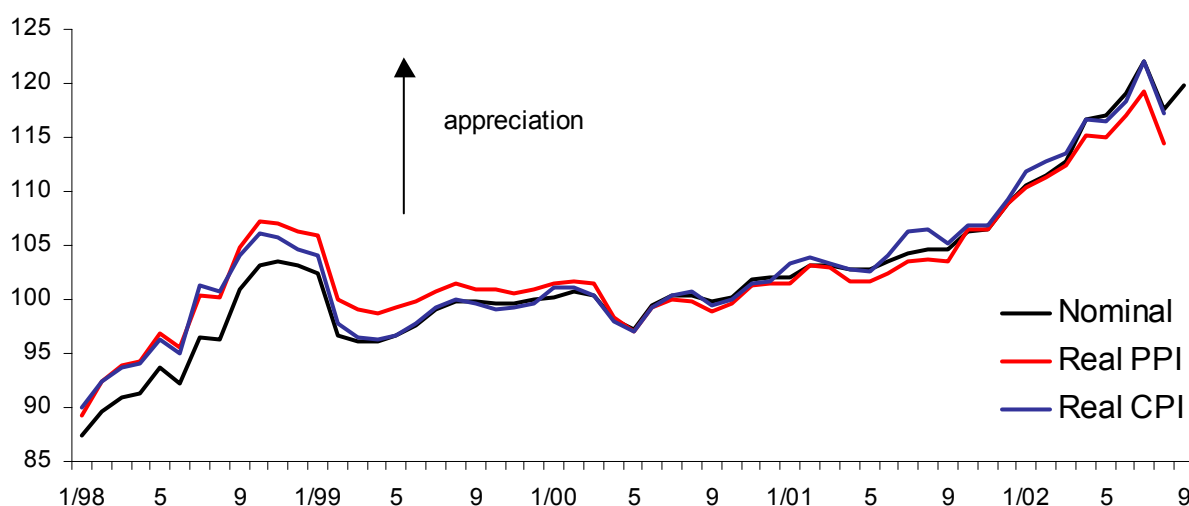


Výše popsaný vývoj vedl k poklesu krátkodobých i dlouhodobých výnosových diferenciálů mezi českými a zahraničními vládními dluhopisy. Nejvíce poklesly desetileté česko-německé diferenciály (cca o 40 b.b.) a od konce září dosahovaly záporných hodnot. Desetileté česko-americké diferenciály poklesly cca o 28 b.b. a v polovině října se dostaly pod hodnotu 40 b.b. Dvouleté česko-německé diferenciály dosahovaly již od konce června záporných hodnot a ve sledovaném období po vzájemném přiblížení s desetiletými česko-německými diferenciály dále poklesly cca o 30 b.b.

2.3 Efektivní kurzy⁸

V září index nominálního efektivního kurzu po srpnovém meziměsíčním poklesu o 3,7 % opět posílil (cca o 1,8 %). Meziročně kurz zhodnotil cca o 14,5 % (v srpnu o 12,3 %). Ve vývoji reálného efektivního kurzu dominuje vliv nominálního efektivního kurzu. Index reálného efektivního kurzu podle spotřebitelských cen v srpnu, stejně jako index nominálního kurzu, meziměsíčně oslabil o 4 %, meziročně však zhodnotil o 10 %. Reálný efektivní kurz podle cen průmyslových výrobců v srpnu také meziměsíčně oslabil cca o 4 %, přičemž meziročně posílil o 10,4 %.

Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu



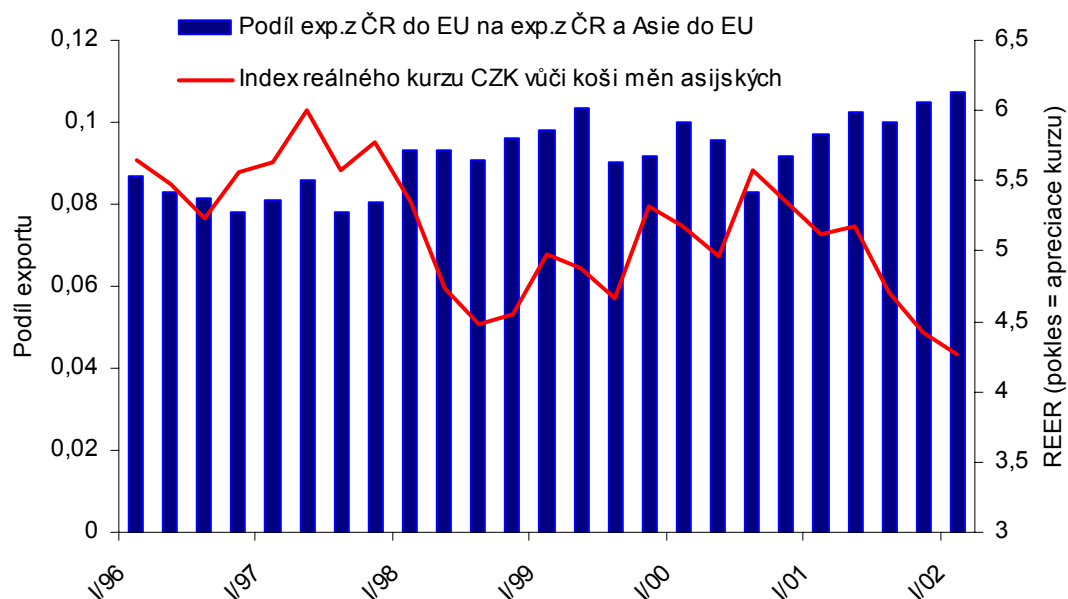
Podíl ČR na trhu EU (1. čtvrtletí 2002)

Na základě dat IMF DOT byla analyzována dynamika tržního podílu českých exportérů na trhu EU ve srovnání se dvěma skupinami zemí: ostatními střeoevropskými kandidáty (Polsko, Maďarsko, Slovensko, Slovinsko) na 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.

V prvním čtvrtletí roku 2002 se snížil podíl ČR na exportu východoevropských zemí do Evropské unie o přibližně 0,7 procentního bodu, meziročně tento podíl stagnoval. Specifický efektivní reálný kurz mizr. zhodnotil o 12 %.

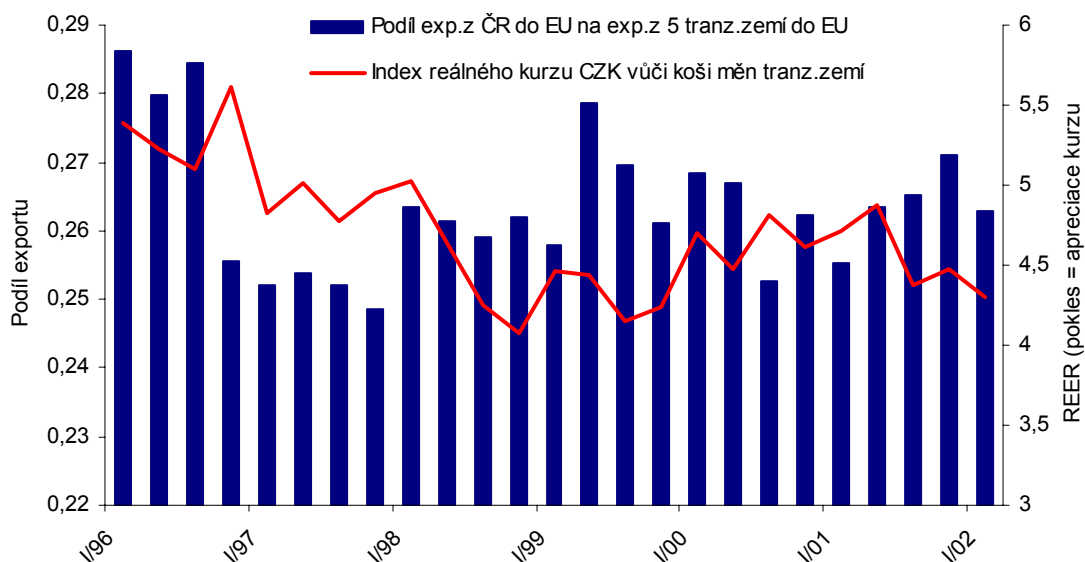
⁸ Vážené podíly na zahraničním obchodu včetně Ruska.

Podíl ČR na exportu východoevropských zemí do EU a efektivní kurz



V případě asijských zemí se v prvním čtvrtletí roku 2002 mírně zvýšil nominální podíl ČR na exportu asijských zemí a ČR do zemí Evropské unie o 0,2 p.b., meziročně se zvýšil přibližně o 1 p.b. Meziročním zhodnocení specifického efektivního kurzu dosáhlo přibližně 16 %.

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	8/2002	0,2 ²⁾	- 0,5
Uralská ropa	9/2002	-7,97	10,11
Efektivní kurz	9/2002	-14,35	-13,59
Ceny průmyslových výrobců	9/2002	-0,2 ¹⁾	-0,9
Ceny zemědělských výrobců	9/2002	-13,8 ¹⁾	-10,0 (-14,5 průměr za 3. čtvrtletí)
Směnné relace	8/2002	1,9 ¹⁾	2,1
Úrovňové hodnoty			
Kurz Kč/EUR ²⁾	9/2002	30,00 ¹⁾	30,193
Kurz Kč/USD ²⁾	9/2002	30,33 ¹⁾	30,787
Cena uralské ropy (USD/barel) ²⁾	9/2002	22,40 ¹⁾	26,80

1) Průměrná hodnota za 3. čtvrtletí 2002 (z 7. SZ)

Predikce ostatních nákladových faktorů se proti 7. SZ zásadněji nemění.

Dílčí změna predikce dovozních cen je především důsledek změny referenčního scénáře cen ropy směrem nahoru. Obdobně se mění i predikce cen průmyslových výrobců, kde se navíc v minulosti projevil intenzivněji vliv kursové apreciacie oproti našim předpokladům. Predikce vývoje cen zemědělských výrobců se nemění, nadále očekáváme postupné zmírňování jejich hlubokého meziročního poklesu cen s oživením jejich meziročního růstu až v druhé polovině roku 2003.

3.1 Dovozní ceny

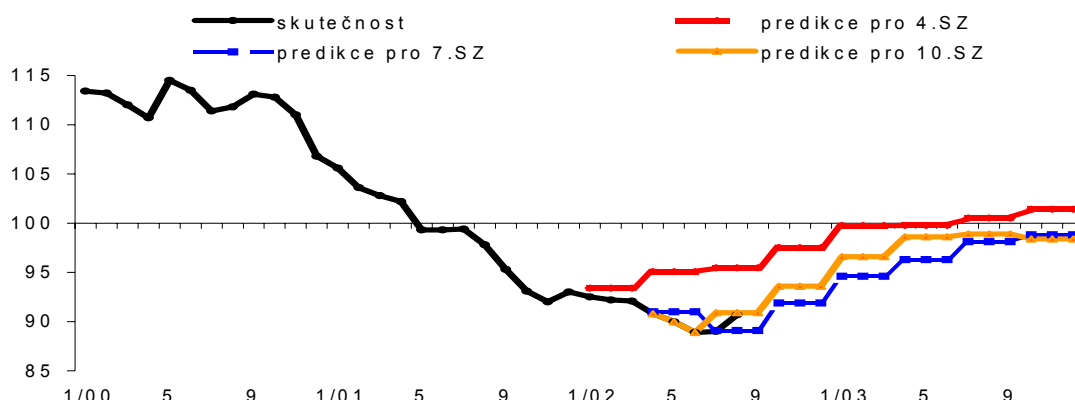
Dovozní a vývozní ceny v srpnu 2002 se v meziměsíčním srovnání po delší době poklesů zvýšily, a to shodně o 1,5%. V dovozu se zvýšily ceny všech skupin zboží, výrazněji ceny nerostných paliv o 7,4% a živočišných a rostlinných olejů o 3,6%. Ceny strojů a dopravních prostředků se zvýšily o 0,8%. Rovněž ve vývozu se zvýšily ceny téměř ve všech skupinách zboží, výrazněji pak nerostných paliv a nápojů a tabáku, shodně o 3,1%. Ceny strojů a dopravních prostředků se zvýšily o 1,5%. Růst cen byl ovlivněn i změnou kurzu koruny vůči zahraničním měnám. Směnné relace dosáhly hodnoty 100,0.

V meziročním srovnání dovozní ceny klesly v srpnu o 9,3%. Nižší byly ceny ve všech skupinách zboží kromě cen živočišných a rostlinných olejů, které se zvýšily o 5,4%. Nejvíce klesly ceny nerostných paliv o 19,6% (plynu, uhlí, ropy a ropných výrobků) a ostatních surovin o 13,8% (vlákniny, papíru, kovových rud a textilních vláken). Ceny strojů a dopravních prostředků se snížily o 8,5%. Vývozní ceny byly nižší o 7,4 %. Největší pokles zaznamenaly ceny nerostných paliv (zejména ropných výrobků) a potravin (zejména mléčných výrobků) shodně o 12,7% a ceny chemických výrobků o 9,4 % (zejména anorganických chemikálií a léčiv). Pokles cen strojů a dopravních prostředků činil 7,6 %. Meziroční směnné relace dosáhly hodnoty 102,1.

Predikce vývoje dovozních cen zachovává základní trajektorii vývoje ze 7. SZ. K dílčím odchylkám dochází zejména v důsledku mírných (a v některých obdobích v konečném důsledku protisměrně působících) změn v tzv. referenčních scénářích. 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 kurs i ceny

surovin budou i v závěru roku 2003 meziroční pokles dovozních cen dále prohlubovat. Na počátku roku 2004 predikce předpokládá zhruba nulový meziroční růst dovozních cen.

Porovnání jednotlivých predikcí dovozních cen



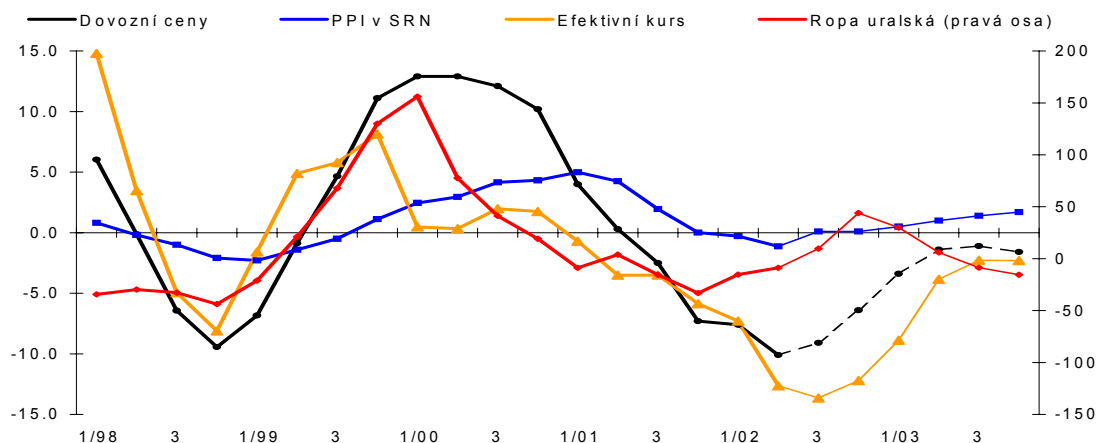
Porovnání dosavadní (7.SZ) a aktuální predikce dovozních cen (pro 10.SZ)

	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03
Dovozní ceny 7.SZ	-9.0	-10.8	-8.1	-5.4	-3.7	-1.9	-1.2
Dovozní ceny 10.SZ	-10.1	-9.1	-6.4	-3.4	-1.4	-1.1	-1.6

K dílčí změně predikce dochází z těchto důvodů:

- Aktuálně nižší inflace v zemích našich hlavních obchodních partnerů a zejména nižší výhled budoucí inflace (mzr. růst PPI v SRN o cca 0,3 p.b. nižší oproti původním předpokladům v celém predikovaném období)
- Aktuálně vyšší ceny ropy spolu s výhledem vyšších cen ropy oproti původním předpokladům v celém období predikce (ve 4.čtvrtletí 2002 o 3 USD/barel s postupným snižováním rozdílu mezi referenčními scénáři ze 7. a 10. SZ)
- Dílčí změny referenčních scénářů směnného kursu oproti 7. SZ
- Nová prognóza dovozních cen uvažuje s neměnnou elasticitou dovozních cen na změny ovlivňujících faktorů.

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



3.2 Ostatní ceny zahraničního obchodu

Predikce vývozních cen vychází z obdobného přístupu jako predikce cen dovozu. Jejich vývoj bude sledovat podobný trend meziročního růstu, nicméně bude docházet k postupnému snižování kladné směnné relace. V roce 2003 již očekáváme zhruba neutrální směnné relace. Predikci dovozních a vývozních cen odpovídají i základní trendy deflátorů zahraničního obchodu. Nejednotnost skutečnosti i predikce deflátorů zahraničního obchodu v pojetí národních účtů a cen zahraničního obchodu vyplývá z odlišnosti jejich metodického vymezení i očekávané bazické úrovně deflátorů ve druhém pololetí 2002.

Meziroční změny cen zahraničního obchodu v %

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03
Vývozní ceny	-5.2	-7.8	-7.7	-5.4	-4.2	-2	-1.1	-1.6
Deflátor vývozu	-6.7	-7.8	-8.6	-7.8	-5.9	-4.4	-2.5	-0.8
Dovozní ceny	-7.7	-10.1	-9.1	-6.4	-3.4	-1.4	-1.1	-1.6
Deflátor dovozu	-9.7	-9.5	-10.1	-8.7	-5.6	-4.1	-2.9	-1

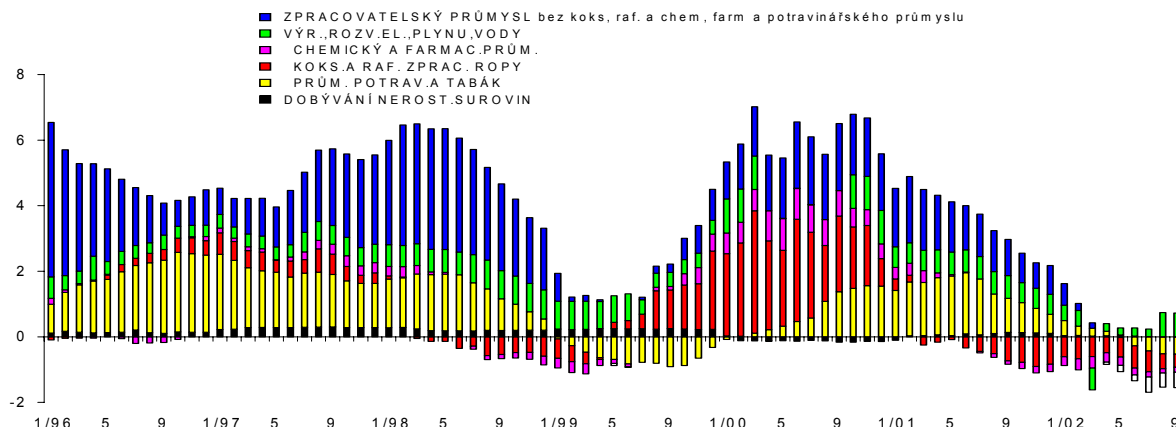
3.3 Ceny průmyslových výrobců

V meziročním srovnání ceny průmyslových výrobců v tomto roce již osmý měsíc klesají. V září poklesly o 0,9 %. Nižší než v předchozím roce byly ceny hlavně u produktů rafinérského zpracování ropy o 12,3 %, ve výrobě kovů a kovodělných výrobků o 3,9 %, v chemickém a farmaceutickém průmyslu o 3,2 % a v potravinářském a tabákovém průmyslu o 2,5 %. Naopak vzrostly především ceny výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody o 5,8% a ve výrobě strojů a zařízení o 1,5 %.

Ceny průmyslových výrobců ve třetím čtvrtletí sice v zásadě potvrdily predikovanou trajektorii ze 7.SZ, kdy se očekával obrat trendu směrem ke snižování meziročního poklesu, nicméně hloubka meziročního poklesu cen průmyslových výrobců byla výraznější oproti naší původní prognóze. Meziroční pokles cen ve 3. čtvrtletí 2002 (-1,0 %) byl nižší než predikce založená na referenčních scénářích pro minulou 7.SZ (-0,2 %). Tento rozdíl jde na vrub odlišného vývoje exogenních faktorů (jde zejména o výraznější meziroční pokles zahraniční inflace) oproti původním předpokladům ze 7.SZ. Vliv vyšších cen ropy v celém třetím čtvrtletí se oproti očekávání projevilo ve vývoji průmyslových cen až v září a nemělo tak na vývoj cen průmyslových výrobců za třetí čtvrtletí v souhrnu výrazný vliv.

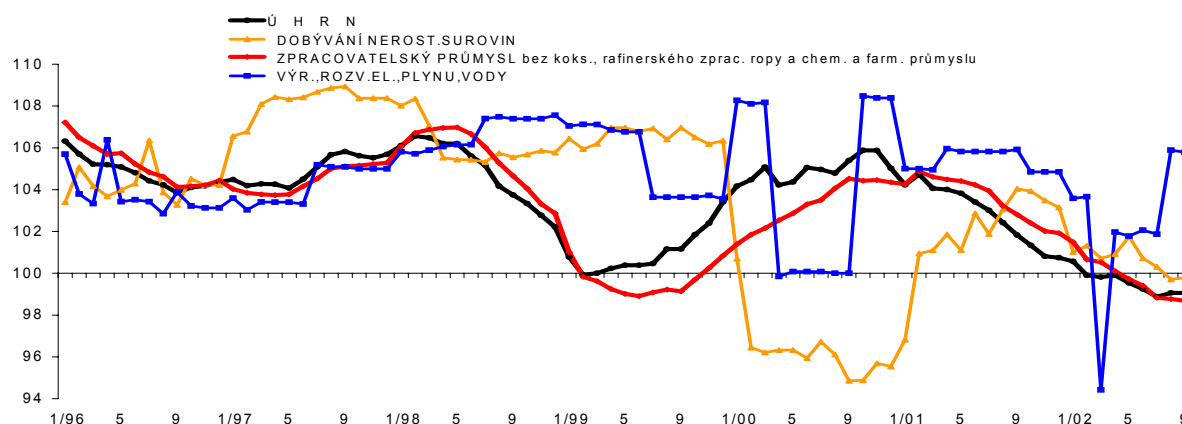
Téměř rok trvající protiinflační působení vnějších nákladových faktorů bylo pozorovatelné především ve zpracovatelském průmyslu, kde meziroční pokles v srpnu dosáhl -1,9%. Na tomto vývoji, obdobně jako již v několika předcházejících obdobích, měla nejvýznamnější podíl odvětví zabývající se bezprostředně zpracováním energetických surovin (mzr. pokles v srpnu o 13,5%) a chemický průmysl (o 2,8%). U naprosté většiny ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu pokračoval ve 3. čtvrtletí trend mírného zpomalení cenového růstu nebo ceny dále ve zvýšené míře meziročně klesaly.

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



Predikce cen průmyslových výrobců se pro 10. SZ oproti 7. SZ mírně snižuje především v důsledku odlišné skutečnosti původní predikce a skutečnosti za 2. čtvrtletí 2002, zatímco změny referenčních scénářů jsou pouze marginální a mají na změnu predikce téměř zanedbatelný vliv (mj. proto, že v některých obdobích se vliv jednotlivých změněných faktorů kompenzuje. Odhad elasticity jednotlivých exogenních faktorů působících na vývoj cen průmyslových výrobců predikce 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 postupně dosáhnout hodnoty okolo 2%, pouze v nejbližších 3 čtvrtletích je dynamika meziročního růstu cen nižší oproti původní predikci. V pozadí tohoto mírného zrychlování cen průmyslových výrobců je zejména postupný přechod dovezené inflace ze zahraničí (PPI v SRN 1,0% mžr. v roce 2003 - oproti 0,2% v roce 2002) a vyčerpání pozitivního nákladového šoku v cenách surovin při již stabilní úrovni směnného kursu.

Meziroční růst cen v jednotlivých skupinách cen průmyslových výrobců (s.o.p.r =100)

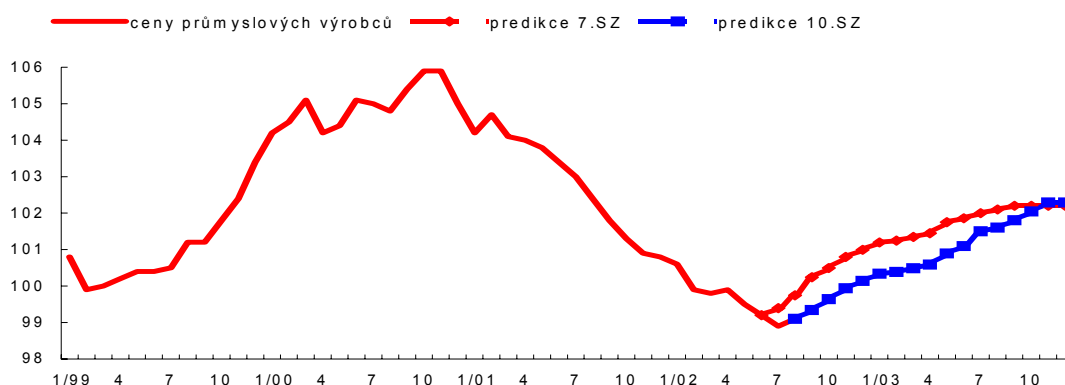


Současný cenový vývoj v průmyslové sféře a aktuální predikce signalizují další pokračování absence nákladových tlaků z průmyslové sféry na spotřebitelské ceny, zejména v sektoru obchodovatelných komodit.

Predikce cen průmyslových výrobců ze 7. SZ a pro 10. SZ (mžr v %)

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03
Ceny průmyslových výrobců 7.SZ	0.1	- 0.5	- 0.2	0.8	1.3	1.7	2.1	2.2
Ceny průmyslových výrobců 10.SZ	0.1	- 0.5	- 1.0	- 0.3	0.4	0.9	1.8	2.2

Porovnání predikcí cen průmyslových výrobců ze 7.SZ a pro 10.SZ (mzr v %)



3.4 Ceny zemědělských výrobců

Ve třetím čtvrtletí pokračovalo výrazné snížení cen zemědělských výrobců, započaté v závěru předchozího období. Zatímco v dubnu 2002 vykázaly ještě ceny zemědělských výrobců meziroční růst (2,7 %), v květnu 2002 již přešly v meziroční pokles, který se dále v závěru druhého čtvrtletí výrazně prohloubil (-16,0 % mizr. v červnu). V červenci pak ceny zemědělských výrobců meziročně poklesly o 18,9 %, což je nejhlubší meziroční pokles cen od roku 1991, kdy začal být tento index vykazován. V srpnu a září sice došlo k obratu trendu a meziroční pokles cen zemědělských výrobců se snížil na 14,7 %, resp. 10,0 %, nicméně pokles cen zemědělských výrobců byl i nadále velmi hluboký a měl, obdobně jako v předcházejících měsících výrazně plošný charakter, tj. v meziročním srovnání klesly cen prakticky všech významných komodit, jak rostlinné, tak i živočišné výroby.

Vývoj cen zemědělských výrobců za září v kontextu vývoje za červenec a srpen v zásadě odpovídá predikci ze 7. SZ (predikce na 3. čtvrtletí -13,8 % oproti skutečnosti. -14,5 % mizr). Odchylka predikce a skutečnosti za třetí čtvrtletí je vzhledem k volatilitě cen zemědělských výrobců zanedbatelná.

Výrazné zpomalení meziročního růstu cen zemědělských výrobců z poměrně vysokých hodnot a jejich přechod ve výrazný meziroční pokles ve druhém a zejména třetím čtvrtletí bylo výsledkem dlouhodoběji působících faktorů, které na jedné straně oslabily vyjednávací pozici domácích zemědělských výrobců o prodejních cenách a na druhé straně vytvářely prostor ke snížení cen. Šlo především o stupňující se převahu nabídky nad poptávkou u některých komodit na domácím trhu v důsledku značných zásob příznivé sklizně roku 2001, dosud neumístěných na trhu v podmínkách blížící se nové sklizně v letošním roce, snížení poptávky a cen zemědělských komodit v zahraničí na počátku třetího čtvrtletí, příznivý vývoj cen některých dovážených vstupů a především apreciaci kurzu koruny, která výrazným způsobem posilovala vliv obou posledně uvedených faktorů.

Cenový vývoj za poslední cca 2 měsíce a zejména výhled na příští cca 1-3 měsíce (ČSÚ, VÚZE, Plodínová burza Brno) prozatím naznačuje setrvávání na velmi nízkých úrovních cen zemědělských výrobců (více méně v souladu s naší predikcí na 4Q2000 -10,6 % meziročně). Prozatím se nepotvrdily předpoklady, že v září dojde k obratu trendu směrem k růstu cenové hladiny zemědělských komodit v důsledku růstu cen na mezinárodních komoditních burzách. (naše prognóza předpokládá mírné oživení růstu cen zemědělských výrobců). Pokud se vyskytnou úvahy o střednědobém výhledu, předpokládá se pozvolný růst cen některých komodit (obiloviny). Termínované kontrakty na mezinárodních burzách u relevantních komodit (což jsou pro ČR více méně pouze obiloviny) jsou v jednotlivých měsících první

poloviny příštího roku víceméně stabilní (nespekuluje se na případný růst cen). Český trh je nadále přesycen a cenová hladina řady zemědělských výrobků (zejména obilovin a brambor) je stále na velmi podobné (tj. nízké) úrovni cenové hladiny jako v okolních zemích (SRN).

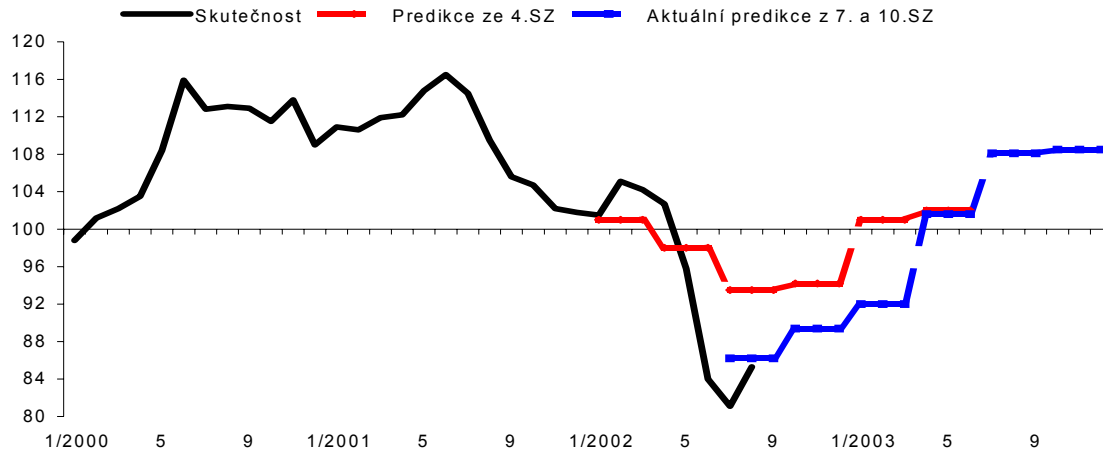
Z výše popsaných důvodů není významný důvod ke změně dosavadní predikce, kde nadále uvažujeme, za předpokladu kursové stability Kč/EUR a postupného ožívání cen zemědělských výrobců v zahraničí, s mírným postupným růstem cenové hladiny cen zemědělských výrobců v roce 2003. Tento vývoj bude znamenat v 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 úroňových hodnotách nepřekročí růst cen zemědělských výrobců v druhé polovině roku 2003 průměrnou cenovou hladinu roku 2001.

Výše popsaný vývoj by měl nadále znamenat v průběhu letošního roku velmi nízké působení nákladových tlaků na vývoj spotřebitelských cen potravin. Možná rizika případného rychlejšího růstu zemědělských výrobců oproti predikci s promítnutím do cen potravin jsou nadále pravděpodobná až v průběhu roku 2003.

Predikce cen zemědělských výrobců v 7. a 10. SZ (v % mizr.)

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03
Ceny zemědělských výrobců	3.6	- 5.8	- 14.5	- 10.6	- 8.0	1.6	8.1	8.5

Predikce cen zemědělských výrobců (v % mizr.)



4 Vývoj veřejných rozpočtů

Hospodaření státního rozpočtu v širším pojetí vykázalo za devět měsíců letošního roku deficit 21,4 mld. Kč a jeho výše je zatím obdobná jako v minulém roce. Výsledný celoroční schodek státního rozpočtu by měl dosáhnout 67 mld. Kč, což je téměř o 22 mld. Kč více než schodek schválený příslušným zákonem⁹. Celkový deficit veřejných rozpočtů¹⁰ za rok 2002 a 2003 by měl činit cca 7 % HDP oproti skutečnosti 3,8 % v roce 2001. Z tohoto pohledu se zásadně nemění základní charakteristiky vývoje veřejných financí vstupující do makroekonomické prognózy¹¹. K aktuálním otázkám, které by mohly ovlivnit působení fiskální politiky státu na makroekonomický vývoj, patří následující oblasti: návrh státního rozpočtu na rok 2003, realizace fiskálního impulsu v roce 2002 a narůstající riziko veřejných financí v oblasti mimorozpočtových fondů.

Vývoj státního rozpočtu a veřejných financí v roce 2002

Hospodaření státního rozpočtu v širší agregaci ústřední vlády vykázalo ke konci září t.r. deficit ve výši 21,4 mld. Kč (loni ve stejném období deficit 19,5 mld. Kč). Proti schodku vykázanému v červenci letošního roku ve výši 33,0 mld. Kč se v září schodek snížil o 11,6 mld. Kč, což bylo zejména ovlivněno daňovými příjmy, a to u daně z příjmů právnických osob (106,3 % celoročního rozpočtu). Nepříznivě se vyvíjí zejména DPH. Povodně se zatím na inkasu daní neprojeví, očekává se však propad ve výběru cca 1 - 2 mld. Kč. Zhoršuje se inkaso pojistného a schodek na důchodovém účtu tak dosahuje již cca 19,0 mld. Kč. Přebytek vykázaný na běžném hospodaření státního rozpočtu v užším pojetí je však pouze optický, protože je výsledkem masivních jednorázových nedaňových příjmů z deblokace ruského dluhu a dotací z FNM z privatizačních příjmů. Po odpočtení těchto příjmů je běžné hospodaření v deficitu cca 18 mld. Kč.

Saldo hospodaření základních složek ústřední vlády za leden až srpen 2002

	SR 2002 zákon	Očekávaná skutečnost	Skut. 1 - 9/2001	Skut. 1 - 9/2002	Rozdíl	
	1	2	3	4	4 - 3	4 - 1
SR běžné hospodaření	-58,3	-66,9	-19,2	-21,4	-2,2	36,9
v tom: úhrada ČKA	-46,1	-45,3	-3,7	-45,3	-41,6	0,8
operace státních aktiv	-2,2	-1,0	0,2	4,4	4,2	6,6
vlastní běžné hospodaření SR	-10,0	-20,6	-15,7	19,5	35,2	29,5

Pramen: účty vedené u ČNB

Celkové výdaje státního rozpočtu za devět měsíců představují cca 72 % a zaostávají za alikvotou o cca 11,0 mld. Kč. Největší objem prostředků v rámci neinvestičních výdajů je vynakládán na sociální oblast. Jejich meziroční růst dosahuje 8,7 %, v tom důchodů 8,1 %. Vysoké čerpání neinvestičních transferů veřejným rozpočtům územní úrovně a jejich značný meziroční růst 24,2 % souvisí s probíhající reformou veřejné správy a také s čerpáním prostředků na krytí povodňových škod (zatím uvolněno 2,2 mld. Kč).

⁹Podle aktualizované prognózy lze očekávat nenaplnění rozpočtových příjmů cca o 3 mld. Kč. Na výdajové straně se předpokládá překročení rozpočtovaných celkových výdajů cca o 3 mld. Kč, a to především v důsledku vyšších výdajů na sociální dávky. Kromě toho, v návaznosti na dluhopisové programy schválené Poslaneckou sněmovnou, vynaloží státní rozpočet nad rámec zákonem schválených výdajů dalších téměř 16 mld. Kč (neuhrazené ztráty KOB za rok 1999, finanční výpomoc fondů družstevních záložen a výdaje spojené s vysláním nemocnice do Afganistanu).

¹⁰ Simulace maastrichtského kritéria dle propočtu ČNB

¹¹ Aktuálně byly přepočteny poptávkové implikace hospodaření veřejných financí v příštím roce. Výsledkem je jejich mírné navýšení. I nadále však nedosahují intenzity předpokládané v letošním roce.

Bilance příjmů a výdajů obcí a krajů k 31. 8. 2002 je příznivá a dosahuje přebytku 7,1 mld. Kč. Příznivé plnění je ovlivněno, podobně jako u SR, plněním zejména daně z příjmů právnických osob (sdílená daň se státním rozpočtem). V závěru roku se očekává rozpočtem uvažovaný schodek cca 6 mld. Kč.

Fond národního majetku si přechodně vylepšil finanční situaci příjmem za privatizaci státní účasti v Transgasu (květen t.r.). Z této operace FNM obdržel v korunové protihodnotě 124,5 mld. Kč (v důsledku apreciacie devizového kurzu Kč snížení příjmu o cca 9 mld. Kč). Z tohoto objemu již fond převedl do SFDI 18,5 mld. Kč, do SFRB 6,5 mld. Kč, realizoval dotaci do státního rozpočtu ve výši 20,6 mld. Kč, splatil úvěr České konsolidační agentuře ve výši 22,2 mld. Kč a uhradil ztrátu KoB ve výši 5,4 mld. Kč. Na doplnění zdrojů České inkasní bylo použito cca 2 mld. Kč, na ostatní výdaje cca 10 mld. Kč.

Deficit veřejných rozpočtů za rok 2002 by měl dosáhnout výše cca 7,0 % HDP oproti skutečnosti 3,8 % HDP dosažené v roce 2001. Tento enormní nárůst je způsoben realizací vládních výdajů s využitím mimořádných privatizačních příjmů. Zvýšení schodku proti poslední prognóze o 0,5 % souvisí s úpravou propočtu salda veřejných financí o realizaci dodatečných výdajů v důsledku mimořádného příjmu státu za prodej IPB ČSOB. Nárůst deficitu veřejných rozpočtů v roce 2002 se odrazí do dalšího zvýšení veřejného a státního dluhu, který by měl vzrůst z 23,4 % v roce 2001 na 26,8 % v roce 2002, resp. z 15,8 % na 18,4 %.

Vývoj státního rozpočtu a veřejných financí v roce 2003

Státní rozpočet byl při zpracování textu SZ ve stádiu před odevzdáním do PS Parlamentu ČR. V této fázi lze jeho podobu charakterizovat následovně:

- deklarovanými výdajovými prioritami vlády jsou: příprava ČR na vstup do EU, podpora vzdělání, výzkumu a vývoje, podpora investičních pobídek pro zahraniční a domácí investory a pokračování reformy veřejné správy,
- navrhovaná výše deficitu je 111,3 mld. Kč, pravděpodobně však dojde k jeho snížení vlivem odkladu úhrady ztráty ČKA (tato operace však přímo neovlivňuje výši schodku dle simulace Maastrichtských kritérií); ztráta Konsolidační agentury by měla být hrazena pouze ve výši 18,6 mld. Kč,
- příjmy v porovnání s rokem 2002 klesají o 1 % v důsledku výpadku mimořádných příjmů, výdaje rostou o 14 %, jejich „tahounem“ jsou mandatorní výdaje,
- deficit je opticky nižší o připravovanou půjčku EIB ve výši 7,5 mld. Kč.

Deficit veřejných financí v roce 2003 by měl dosáhnout cca 7 % HDP. Poptávkově relevantní saldo by mělo vzrůst přibližně o 20 mld. Kč ze 120 mld. Kč na 140 mld. Kč. Kvantifikace fiskálního impulsu (vazba salda veřejných financí na vývoj HDP) je však značně nejistá a jeho intenzita bude závislá rovněž na vývoji v letošním roce. Deficit veřejných financí v roce 2003 povede k poměrně značnému nárůstu veřejného a státního dluhu, který by se měl zvýšit na 31 %, resp. 24 % HDP. Tyto údaje však zahrnují profinancování ztráty ČKA ve výši cca 60 mld. Kč.

Fiskální impuls v roce 2002

Aktuální vývoj státního rozpočtu, který se zatím vyvíjí obdobně jako v roce 2001, vede k úvaze, zda v krátkém období zbývajícím do konce roku je možné realizovat poměrně výrazné zhoršení fiskální pozice, tj. změny strukturálního deficitu (o 3,2 % HDP), a tím i výrazný fiskální impuls (dopad deficitu veřejných financí na HDP).

V prvé řadě je třeba zdůraznit, že na rozdíl od fiskální pozice, kde znalost strukturální a cyklické části deficitu umožňuje její posouzení, u fiskálního impulsu stále pracujeme se značnými nejistotami z hlediska vlivu deficitu veřejných financí na vývoj HDP. Tuto nejistotu posiluje rovněž nedostatek informací o chování jiných složek veřejných rozpočtů, především mimorozpočtových fondů.

Následující úvaha o realizaci fiskálního impulsu ve zbytku letošního roku tak primárně vychází z posouzení, zda státní rozpočet a rozhodující mimorozpočtové fondy uskuteční veškeré plánované výdaje. Vyjdeme-li striktně z příslušných rozpočtových dokumentů (návrhy státního rozpočtu a návrhy rozpočtů mimorozpočtových fondů na rok 2003), tak i nadále je opakovaně potvrzován záměr realizovat vyšší výdaje v důsledku mimořádných privatizačních příjmů. Z tohoto důvodu neměníme výhled hospodaření veřejných rozpočtů pro zbytek roku 2002.

Jakkoliv se standardně řada výdajů státu fakturuje až v závěru roku (a po mnoho let tento faktor vedl ke zřetelnému sezónnímu vývoji v hospodaření státního rozpočtu), objem zamýšlených výdajů v letošním roce je v důsledku historicky nejvyšších privatizačních příjmů mimořádně vysoký a lze se oprávněně domnívat, že ne všechny výdaje budou realizovány v tomto roce. K této úvaze nás vedou následující skutečnosti: FNM dosud použil z privatizačního příjmu 124,5 mld. Kč cca 85 mld. Kč. Toto užití ještě neznamena, že prostředky byly např. prostavěny. Rovněž předpokládané výdaje dvou rozhodujících státních fondů jsou v letošním roce výrazně vyšší a vzhledem k původním nejistotám ohledně dotací z FNM je otázkou, zda fondy jsou schopny tyto prostředky utratit ještě v letošním roce. V neposlední řadě MF v poslední verzi návrhu státního rozpočtu uvažuje se snížením očekávaného deficitu státního rozpočtu v letošním roce o cca 5 mld. Kč (důvody nejsou známe, může se však jednat o vliv dosavadního poměrně příznivého vývoje příjmové strany rozpočtu).

Nelze tak vyloučit, že deficit veřejných financí se v konečném výsledku neprohloubí na očekávaných 7 % HDP. V tomto případě by se jednalo o přesun působení volnější fiskální pozice do příštího roku. Vzhledem k nedostatku relevantních informací však doporučujeme s touto variantou pracovat jako pouze s alternativním scénářem vývoje veřejných financí.

Rostoucí riziko veřejných financí v oblasti mimorozpočtových fondů

V letošním roce budou výdaje veřejného sektoru realizovány přibližně v tomto poměru: státní rozpočet 55,9 %, mimorozpočtové fondy 10,7 %, zdravotní pojišťovny 12,1% a územně samosprávné celky 21,3 %. Vývoj hospodaření mimorozpočtových fondů představuje jedno z nejvýznamnějších střednědobých fiskálních rizik. V současné době existuje 7 státních mimorozpočtových fondů (Státní fond /SF/ životního prostředí, SF dopravní infrastruktury, SF rozvoje bydlení, SF zúrodnění půdy, Státní zemědělský intervenční fond, SF kultury a SF ČR pro podporu a rozvoj české kinematografie) a 2 privatizační fondy (FNM a Pozemkový fond). Hospodaření těchto fondů se spolu se státním rozpočtem, místními rozpočty a sociálními fondy podílí na utváření výsledného salda veřejných rozpočtů, jehož podíl na HDP je jedním z maastrichtských kritérií. Přehled základních ukazatelů dvou objemově nejvýznamnějších fondů a všech 7 fondů celkem obsahuje následující tabulka:

	v mld. Kč	2001	30.6.2002	2002*	2003*
SF dopravní infrastruktury	Běžné příjmy	18,3	10,0	19,3	18,3
	Dotace	16,0	15,4	23,8	27,2
	Výdaje vč. půjček	30,6	16,9	47,4	45,5
SF rozvoje bydlení	Běžné příjmy	0,1	0,2	0,5	0,4
	Dotace	8,7	4,0	17,4	0,0
	Výdaje vč. půjček	1,6	1,2	12,9	5,0
Všechny fondy celkem	Běžné příjmy	21,1	12,6	22,9	23,7
	Dotace	28,9	21,2	44,1	31,9
	Výdaje vč. půjček	40,2	21,9	75,6	62,3

Pramen: MF ČR, *) dle návrhu SR z 18.10.2002

Skutečné výdaje u státních fondů zaostávají za předpoklady. V prvním pololetí byly uskutečněny výdaje fondů v celkovém objemu cca 22 mld. Kč, avšak v rozpočtu je na celý rok předpokládáno s cca 76 mld. Kč. Ve 2. pololetí 2002 lze očekávat určité zvýšení, které však pravděpodobně nedosáhne daného předpokladu. Dlouhodoběji spočívá problém státních mimorozpočtových fondů v tom, že až na výjimky nedisponují stálými příjmy a jsou ve značné míře závislé na dotacích z FNM. Objem majetku k privatizaci se ve FNM každoročně snižuje a vyvstává otázka, jak budou mimorozpočtové fondy financovány v okamžiku, kdy FNM nebude disponovat privatizačními příjmy (navíc velká část budoucích příjmů FNM je již dnes vázána na jiné účely). Pokud se mimorozpočtové fondy nemají stát střednědobou hrozbou veřejných financí, měla by již dnes vláda připravovat buď jejich zrušení, nebo jim zabezpečit pravidelné (daňové) příjmy, jež by byly schopny pokrýt jejich potřeby. Z předloženého návrhu státního rozpočtu na příští rok však nic takového nevyplývá, třebaže MF na riziko fondů upozorňuje.

5 Peníze, úvěry a úrokové sazby

Aktuální vývoj peněžních agregátů M2 a L

Pokles meziročních přírůstků širších peněžních agregátů příznačný pro 1. pololetí 2002 kulminoval v červnu a v následujících dvou měsících zůstal i nadále na nízké úrovni. U peněžního agregátu M2 činil meziroční přírůstek v srpnu 2002 4,8 %, u peněžního agregátu L 5,7 % (viz tab. 1). Nízká úroveň meziročních přírůstků širších peněžních agregátů je spojena s poklesem objemu peněžní zásoby v absolutním vyjádření. Objem peněžní zásoby se po výrazném červnovém poklesu téměř o 45 mld. Kč v dalších měsících zvyšoval pouze pozvolna a ještě v srpnu 2002 zůstával pod úrovní května.

I když se do nízkých meziročních přírůstků peněžní zásoby promítají některé mimořádné vlivy, jako např. apreceiace Kč (snižující meziroční přírůstky peněžní zásoby cca o 1,5 procentního bodu) a vysoká výchozí základna z r. 2001, zřejmý je i skutečně nízký příliv peněz do ekonomiky. Ten je na straně poptávky po penězích v souladu s tendencí ke zpomalování ekonomického růstu a neinflačním vývojem ekonomiky. Na straně peněžní nabídky tomuto vývoji odpovídá nižší vliv přílivu kapitálu ze zahraničí na peněžní tvorbu.

Aktuální vývoj peněžního agregátu M1

Dlouhodobá vzestupná tendence u meziročních přírůstků peněžního agregátu M1 kulminovala v srpnu 2002, kdy tento přírůstek dosáhl 15,8 %. Růst meziročních přírůstků peněžního agregátu M1 je doprovázen poměrně prudkým a stále se zrychlujícím růstem jeho objemu v absolutní hodnotě. Tento vývoj peněžního agregátu M1 souvisí s nízkou hladinou úrokových sazeb na termínované vklady, která podporuje růst objemu transakčních peněz jak u domácností, tak u podniků¹². Na rozdíl od předchozích měsíců se na růstu peněžního agregátu M1 podílí, kromě netermínovaných vkladů, významně i oběživo. Jeho podíl na peněžní zásobě vzrostl od května 2002 o 0,3 procentního bodu na 11,7 %, což je o 0,5 procentního bodu nad úrovní srpna 2001.

Sektorová struktura peněžní zásoby

Nízké meziroční přírůstky peněžní zásoby příznačné pro červen až srpen 2002 jsou odrazem pokračujícího dlouhodobého poklesu meziročních přírůstků peněžní zásoby u domácností a s výjimkou srpna 2002 i v podnikové sféře. V srpnu 2002 se sice objem vkladů v podnikové sféře zvýšil, zvýšení však nemělo plošný charakter.

Nízké úrokové sazby na termínované vklady dlouhodobě podporují u domácností i podniků tendence k restrukturalizaci portfolia. Na jedné straně se to projevuje zvyšováním objemu netermínovaných vkladů, na druhé straně snahou využít výnosnějších možností pro dlouhodobější úložky.

V sektoru domácností vzrostly meziročně (srpen 2002/srpen2001) netermínované vklady o 19 % a v sektoru podniků o 17 %, zatímco termínované korunové vklady v obou sektorech (s výjimkou vkladů domácností u stavebních spořitelén) ve stejném období naopak poklesly, a to u domácností o 9 % (s vyloučením vkladů domácností u stavebních spořitelén), u podniků

¹² Vliv úrokových sazeb na strukturu peněžní zásoby se neprojevuje pouze v posledních měsících, ale uplatňuje se po celé období let 1993 – 2002. Relevantnost tohoto vztahu potvrdila i ekonometrická analýza, která prokázala, že časové řady M1 a úrokových sazeb na termínované vklady (i na 1R PRIBOR) jsou kointegrované, přičemž vztah mezi těmito veličinami je nepřímý.

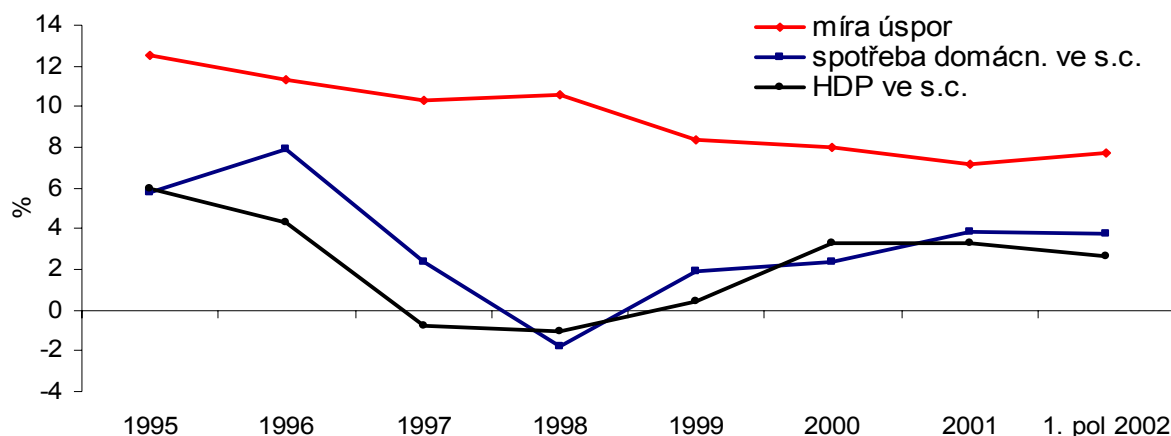
o 16 %. Snaha o vyšší zhodnocení dlouhodobých úložek se u domácností projevuje především růstem vkladů u stavebních spořitelen. Jejich meziroční přírůstek činil v srpnu 2002 30 %, což v předchozím vývoji této formy vkladů nemá obdoby. Současný prudký nárůst vkladů u stavebních spořitelen dokládá vývoj objemu vkladů u stavebních spořitelen za první měsíce let 2001 a 2002. Zatímco v r. 2001 vzrostly vklady u stavebních spořitelen o 8,5 mld. Kč, v r. 2002 činil tento nárůst 22 mld. Kč.

U podnikové sféry se tendence k vyššímu zhodnocování vyšších, popřípadě dlouhodobějších úložek projevila zvýšenými investicemi do státních pokladničních poukázek, jejichž objem se v srpnu 2002 meziročně zvýšil o 35 %, zvýšenými investicemi do státních dluhopisů a depozitních směnek, jejichž objem se v srpnu 2002 meziročně zvýšil 2,6x. Vklady podniků i domácností v cizích měnách v období červen až srpen 2002 (po očištění o kursové vlivy) po červnovém snížení stagnovaly.

Vztah hrubé míry úspor domácností k peněžní zásobě, ekonomickému vývoji a úrokovým sazbám

Vývoj hrubé míry úspor domácností¹³ v posledních sedmi letech vykazuje trend k poklesu (z 12,5 % v r. 1995 na 7,2 % v r. 2001). Tento trend je v souladu s demografickým vývojem v ČR, v němž se projevuje tendence ke stárnutí obyvatelstva. Významným faktorem, dlouhodobě nepřímo úměrně působícím na vývoj hrubé míry úspor domácností, je i vývoj reálného HDP (s nímž se v tendenci vyvíjí i spotřeba domácností), který naznačuje velký vliv opatrnostního motivu na hrubou míru úspor domácností, se kterým souvisí její anticyklický vývoj.

Vývoj hrubé míry úspor domácností, spotřeby domácností ve s.c. a HDP ve s.c. (v %, popř. mzd. v %)

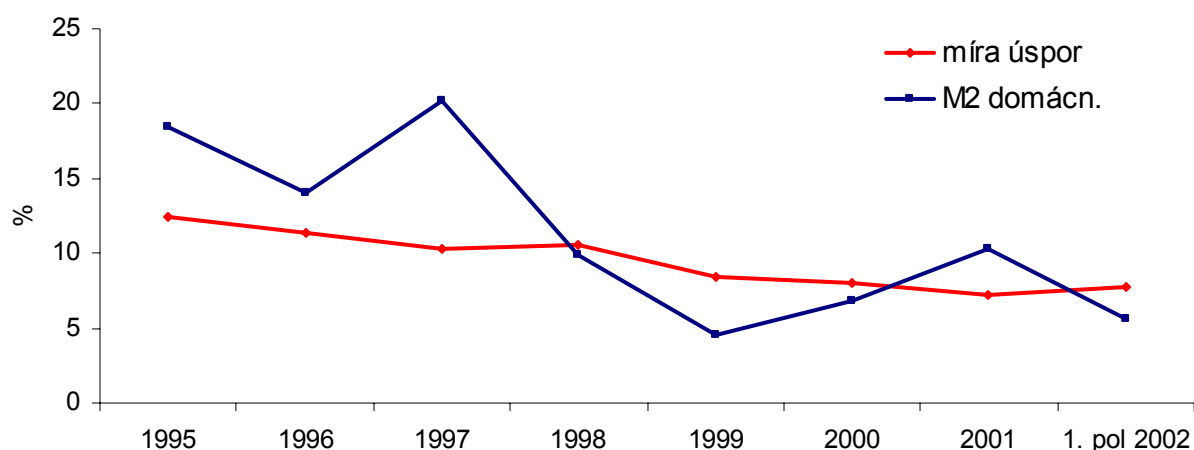


¹³ Ukazatel hrubé míry úspor domácností je definován jako procentní podíl úspor k disponibilnímu důchodu. V současné době máme k dispozici konečné údaje o roční míře úspor za období 1995 - 2000 a předběžné čtvrtletní údaje za rok 2001 - 1. pololetí 2002. Ze zkušenosti víme, že následně revize mění často čtvrtletní údaje zásadním způsobem, navíc jsou tyto údaje zatíženy sezónností. Proto čtvrtletní a roční údaje o míře úspor nepovažujeme za zcela kompatibilní a při analýzách dáváme, pokud možno, přednost spolehlivějším ročním údajům, což se týká i této analýzy. Pouze za 1. pololetí 2002 byly využity čtvrtletní údaje s vědomím, že při následujících revizích mohou být změněny. Vzhledem ke krátkosti spolehlivých časových řad nelze provést hlubší ekonometrickou analýzu. Další závěry proto vyplývají z porovnání vývoje míry úspor a vývoje dalších veličin, u nichž lze souvislost s mírou úspor předpokládat (reálný HDP, peněžní zásoba, úrokové sazby).

Vzhledem k letošnímu poměrně významnému poklesu meziročních přírůstků peněžní zásoby, odrážejícímu nízký příliv peněz do ekonomiky i v absolutním objemu, se naskytá otázka, jak vývoj peněžní zásoby dlouhodobě souvisí s vývojem hrubé míry úspor domácností, jejíž statistická struktura zahrnuje významné komponenty M2, přičemž na peněžní zásobu domácností připadá 72 % z celkového objemu peněžní zásoby.

Protože rozhodující část finančních aktiv domácností je akumulovaná ve formě bankovních vkladů a oběživa, které jsou součástí peněžní zásoby, zvyšování sklonu k úsporám vytváří potenciál pro růst peněžní zásoby. Souvislost mezi hrubou mírou úspor domácností a peněžní zásobou sice dlouhodobě existuje, nemusí být však vždy přímočará. Domácnosti totiž mohou v různých obdobích preferovat úločky do vkladů před úločkami do alternativních finančních, popř. nefinančních aktiv, přičemž tyto preference se během vývoje mění. Investice do vkladů (především v cizí měně) výrazně převažovaly, např. v období měnových výkyvů v r. 1997. V následujících letech došlo ke korekci tohoto vývoje a úspory se částečně přesunuly do alternativních finančních (rozvoj trhu s cennými papíry), popřípadě nefinančních aktiv (např. investice do vlastnického bydlení).

Vývoj míry úspor a M2 domácností (mzr. v %)



Ve vývoji hrubé míry úspor domácností a úrokových sazeb se dlouhodobě projevuje spíše vztah mezi vývojem úspor a nominálními úrokovými sazbami, zatímco větší volatilita reálných úrokových sazeb se, především do r. 2000, do vývoje hrubé míry úspor domácností příliš neodráží. Shodnou tendenci k poklesu hrubé míry úspor domácností a nominálních úrokových sazeb ovšem nelze přeceňovat. Podíl úrokových příjmů na disponibilních příjmech obyvatelstva je prakticky zanedbatelný a nemůže být zásadním motivem pro jejich rozhodování v oblasti úspor. Ani ekonometrická analýza vztahu mezi vývojem úrokových sazeb a vkladů, které tvoří značnou část úspor, neprokázala významnější vliv úrokových sazeb na vývoj objemu vkladů. Prokázala však vztah vývoje peněžní zásoby a ekonomického růstu, který je také patrný ve vztahu ekonomického růstu a hrubé míry úspor domácností.

Predikce vývoje peněžní zásoby v letech 2002 a 2003

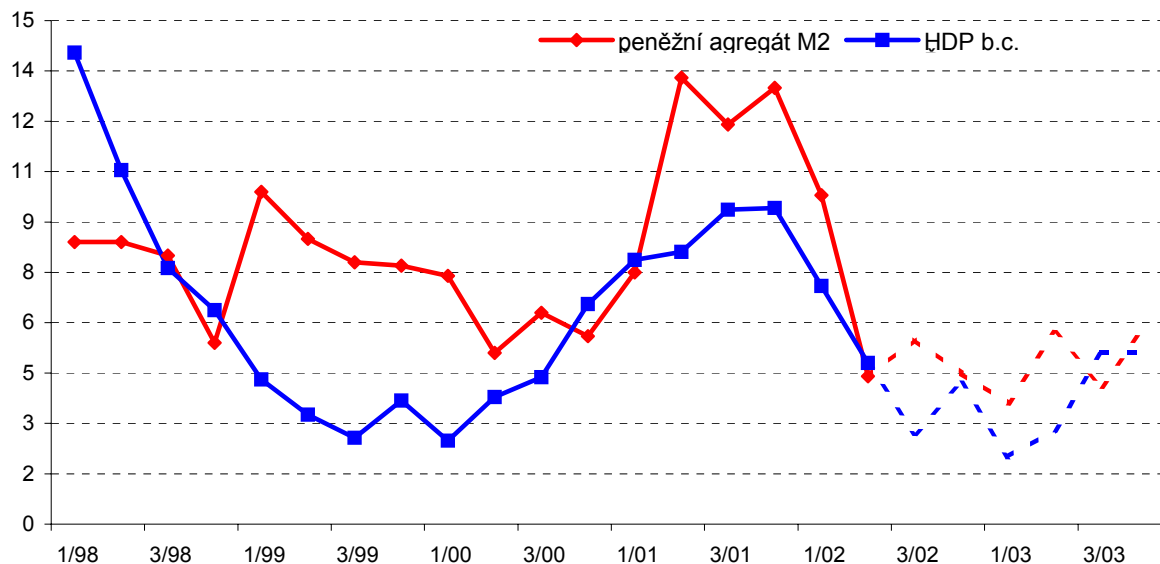
Poptávka po penězích bude koncem roku 2002 a v roce 2003 ovlivňována zpomalováním ekonomického růstu. Z uvedených důvodů se oproti červencové situační zprávě snižuje rozmezí pohybu meziročního přírůstku peněžní zásoby na 4 - 5 % (včetně kurzových vlivů ve výši cca 1,5 - 2 p.b.) v roce 2002 a na 6 - 9 % v roce 2003. Přírůstek M2 v roce 2003 by se

měl s ohledem na zpomalení ekonomického růstu pohybovat spíše na spodní hranici predikovaného rozmezí. Mezera mezi očekávanou výší nominální peněžní zásoby a její rovnovážnou úrovní by měla být v letech 2002 a 2003 záporná, což naznačuje v krátkodobém časovém horizontu nižší nabídku peněz.

Predikce peněžní zásoby vychází standardně z odhadu poptávky po penězích propočtené dle kvantitativní rovnice směny, predikce dlouhodobého trendu peněžní zásoby a z expertního odhadu vývoje hlavních protipoložek. K posouzení inflačních dopadů byla využita analýza mezery mezi očekávanou a rovnovážnou úrovní peněžní zásoby.

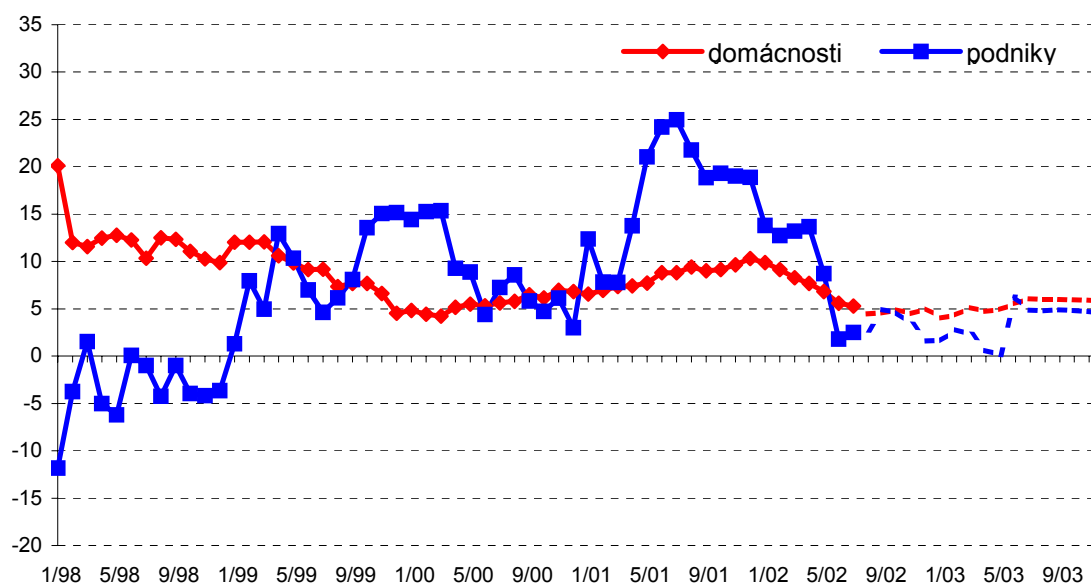
Podle propočtu kvantitativní rovnice směny bude poptávka po penězích koncem roku 2002 ovlivňována zpomalováním ekonomického růstu. Její meziroční přírůstek by měl dosáhnout 4,4 % při zpomalení rychlosti obratu peněz na úrovni 1,2 %. Toto zpomalení by mělo být o 4,2 p.b. nižší oproti stejnému období roku 2001. V roce 2003 by poptávka po penězích měla činit 5,7 % při zpomalení rychlosti obratu peněz ve výši 1,5 %.

Očekávaný vývoj peněžní zásoby a nominálního HDP (mzr., %)



Z hlediska sektorové struktury peněžní zásoby se uvedený vývoj projeví u podniků i u domácností. Držba peněz u podniků bude v krátkodobém horizontu odrazem jejich zhoršené finanční situace v souvislosti se zpomalováním ekonomického růstu. U domácností se v roce 2002 projevuje nižší úsporný motiv držby peněz vlivem klesající hladiny úrokových sazeb a růstu spotřebních výdajů. Tento vývoj se odráží ve zvýšení úzkých transakčních peněz domácností v rámci peněžního agregátu M1. Meziroční přírůstek držby širších peněz domácností se však v roce 2002 sníží na 5 % a v roce 2003 bude vlivem zpomalení růstu nominálních důchodů domácností a nižších spotřebních výdajů stagnovat na úrovni 5,8 %. Obdobný meziroční přírůstek u podniků by měl dosáhnout 4,5 % v roce 2003.

Sektorová struktura peněžní zásoby (mzr., %)



Uvedený vývoj se odráží i ve změně dlouhodobého trendu peněžní zásoby. Podle tohoto odhadu by její meziroční přírůstek měl dosáhnout 4,5 % ke konci roku 2002 a 6 % v roce 2003.

Z hlediska expertního odhadu vývoje hlavních protipoložek peněžní zásoby bude její vývoj nadále závislý na měnových implikacích přílivu zahraničního nedluhového kapitálu. Vliv čistých zahraničních aktiv na vývoj peněz by mohl dosáhnout 6 p.b. Úvěrová emise bude s ohledem na očekávaný nepříznivý vývoj finanční situace podniků v roce 2003 stagnovat na úrovni 2 p.b. Rizikovým faktorem nadále zůstává vliv deficitu veřejných rozpočtů. Na základě uvedené metody vychází horní pásmo v rozmezí pohybu meziročního přírůstku peněžní zásoby na úrovni 9 % v roce 2003.

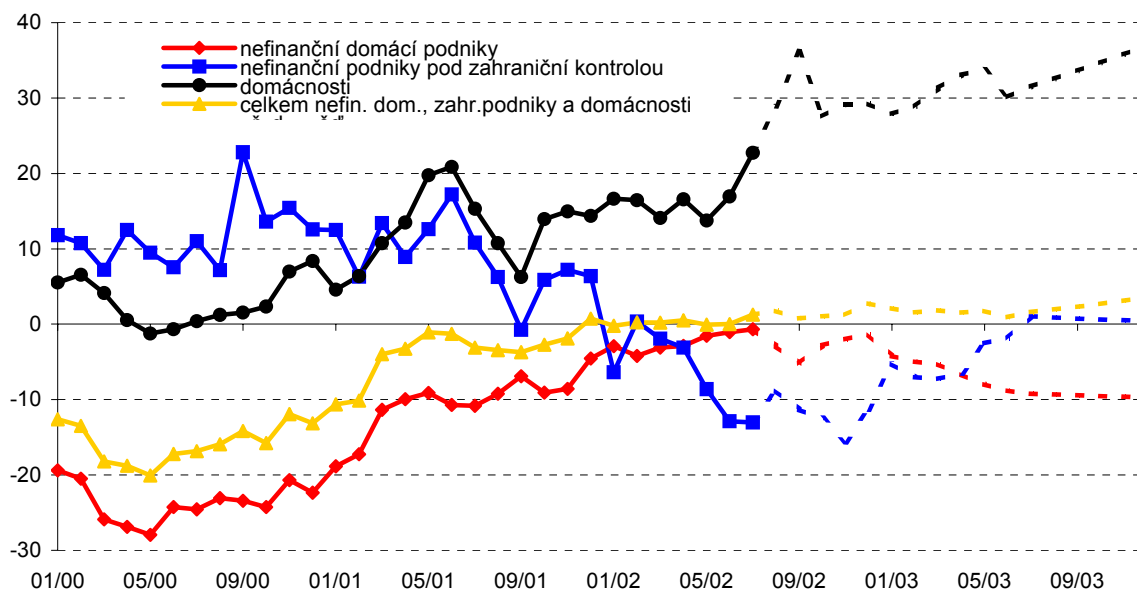
Očekávaná nižší dynamika peněžní zásoby v letech 2002 a 2003 v porovnání s její rovnovážnou nominální úrovní, vycházející z potenciálního produktu, inflačního cíle a dlouhodobého trendu rychlosti obratu peněz, se projeví v dalším prohloubení záporné nominální mezery peněz. Její výše by měla dosáhnout -3,4 % ke konci roku 2002 a -1,9 % v roce 2003. Negativní mezera odráží zejména nedostatek peněz v krátkodobém horizontu. Její prohloubení oproti původním předpokladům je v souladu se zpomalením ekonomického růstu.

Úvěry

Úvěrová emise se po stagnaci zaznamenané v první polovině roku 2002 zvýšila. Její meziroční přírůstek dosáhl v srpnu 2002 3,7 %. Vzhledem k metodické změně v klasifikaci úvěrů u ČNB byl meziroční přírůstek ve skutečnosti nižší a činil 2,9 %. Absolutní objem úvěrů se v srpnu 2002 zvýšil o 12,9 mld. Kč (vliv reklasifikace u ČNB 7,7 mld. Kč) a od počátku roku 2002 o 20,7 mld. Kč. Vývoj úvěrů byl nadále ovlivňován zhoršenou finanční situací podniků související se zpomalováním ekonomického růstu. Vzhledem k očekávanému pokračování uvedených tendencí se snižuje predikce úvěrů v letech 2002 a 2003 oproti červencové situační zprávě o 1 p.b. na 3 - 5 %.

Z hlediska sektorové struktury úvěrů nadále pokračoval růst úvěrů poskytnutých domácnostem, zatímco úvěry nefinančním podnikům pod zahraniční kontrolou a domácím podnikům klesaly. Meziroční přírůstek úvěrů domácnostem činil v srpnu 2002 28,6 %. Úvěry poskytnuté podnikům pod zahraniční kontrolou a domácím podnikům dosáhly 6,3 %, resp. 2 %.

Sektorová struktura úvěrů (mzr., %)



Vývoj úvěrové emise byl nadále ovlivňován zhoršováním finanční situace podniků, do níž se nepříznivě promítá klesající zahraniční poptávka a zhodnocování devizového kurzu koruny. Uvedené vlivy se projeví v meziročním poklesu tržeb za vlastní výrobky a služby, výkonů, výkonové spotřeby a přidané hodnoty. Náklady rostly rychleji než výnosy, přičemž nižší tvorba zisku působila na meziroční zhoršení rentability aktiv a vlastního kapitálu. V nákladových položkách výrazně zpomalil růst výkonové spotřeby, ale zrychlil růst ostatních a osobních nákladů (zejména u domácích soukromých podniků), a to při klesající zaměstnanosti.

Zhoršení produkčních ukazatelů bylo zaznamenáno zejména u domácích soukromých podniků a u podniků pod zahraniční kontrolou, zatímco u domácích veřejných podniků bylo jejich hodnocení pozitivnější. Čistý zisk v průmyslu v 1. čtvrtletí 2002 meziročně poklesl o 0,4 %, z toho o 3,9 % u domácích soukromých podniků a o 1,3 % u podniků pod zahraniční kontrolou. Tento ukazatel se naopak zvýšil o 9,6 % u domácích veřejných podniků.

V průmyslu bylo v 1. čtvrtletí 2002 zaznamenáno zpomalení růstu investiční aktivity a oběžných aktiv, což se odráželo v nižší tvorbě cizích finančních zdrojů. Uvedené tendence se projeví v poklesu bankovních úvěrů a ostatních forem cizích finančních zdrojů (krátkodobých a dlouhodobých závazků a emitovaných dluhopisů). Zvýšily se pouze rezervy. Z hlediska výkonů a přidané hodnoty podniků byl jejich růst zaznamenán pouze u podniků pod zahraniční kontrolou, i když při zpomalení jejich růstu. Podíl výkonů a přidané hodnoty těchto podniků na celkových výnosech dosáhl přes 40 % a s ohledem na vyšší úroveň rentability aktiv a vlastního jmění lze konstatovat, že podniky pod zahraniční kontrolou hospodařily efektivněji a dosahovaly vyšší produktivity práce. Zpomalování ekonomického růstu se u těchto podniků projevilo poklesem zaměstnanosti, zpomalením růstu aktiv, snížením cizích finančních zdrojů a poklesem nákladových úroků.

Rozhodující podíl na přírůstcích úvěrové emise měly i nadále úvěry poskytnuté domácnostem, které se v srpnu 2002 zvýšily o 2,5 mld. Kč. V uvedeném období vzrostly hypoteční úvěry o 1,5 mld. Kč, spotřebitelské úvěry o 0,5 mld. Kč a úvěry ze stavebního spoření o 0,5 mld. Kč. Od počátku letošního roku se zvýšily celkové úvěry poskytnuté domácnostem o 20,2 mld. Kč, z toho hypoteční úvěry o 12,3 mld. Kč, spotřebitelské úvěry o 4,6 mld. Kč a úvěry ze stavebního spoření o 4,4 mld. Kč, a to při současném mírném poklesu ostatních skupin úvěrů. Uvedený vývoj hypotečních úvěrů je ovlivňován vedle klesající hladiny úrokových sazeb též značným optimismem žadatelů o hypotéky a jejich nabídkou ze strany bank stimulovanou státní podporou.

Pokračující zvyšování objemu hypotečních úvěrů je možné očekávat zejména v souvislosti s rozšířením jejich nabídky o hypoteční úvěry se státní podporou na „starší bydlení“ pro osoby mladší 35 let. Vzhledem k tomu, že se bude jednat o cenově dostupné byty, lze očekávat rovněž růst jejich cen.

Podíl úvěrů domácností na celkových úvěrech dosáhl v srpnu 2002 22,6 % a od počátku roku se zvýšil o 4,6 p.b. Stejný podíl u hypotečních úvěrů činil 6,7 % a od počátku roku vzrostl o 1,9 p.b. I přes rostoucí význam hypotečních úvěrů je jejich podíl na celkovém dluhu domácností ve srovnání s vyspělými tržními ekonomikami (s výjimkou Itálie) stále na nižší úrovni, ale postupně se zvyšuje.

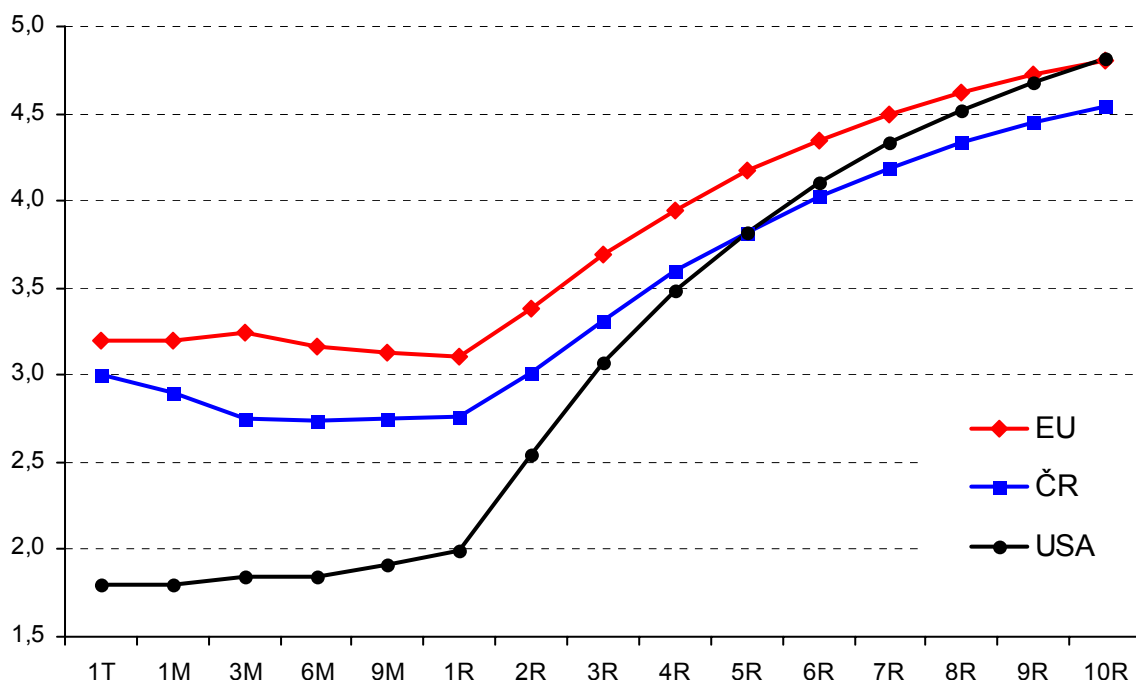
Predikce vývoje úvěrové emise v letech 2002 a 2003 se s ohledem na zpomalování ekonomického růstu snižuje o 1 p.b. Meziroční přírůstek by se měl koncem roku 2002 a v roce 2003 pohybovat v rozmezí 3 - 5 %. Odhad úvěrové emise vychází z analýzy jejího dosavadního trendu a expertního odhadu zohledňujícího zejména finanční situaci podniků. Analýza trendu úvěrů poskytnutých domácnostem naznačuje pokračování meziročních přírůstků na úrovni cca 30 %. Meziroční přírůstek celkových úvěrů by měl dosáhnout 3,5 % v roce 2002 a 4,1 % v roce 2003.

Úrokové sazby

Úrokové sazby na všech segmentech finančního trhu pokračovaly v sestupném trendu, který trvá s malými korekcemi již od srpna 2001. Vliv povodní se ukázal také jen jako krátkodobý. Faktory uvedeného vývoje zůstávají stejné: nízká inflace včetně jejího výhledu, silná koruna, indikátory naznačující předpokládané zpomalení ekonomické aktivity, riziko nižšího růstu v zahraničí. K tomu se přidaly komentáře členů Bankovní rady ČNB a zápis z jednání Bankovní rady ČNB ohledně možného snížení základních sazeb („malé snížení sazeb v současnosti nemůže nijak pomoci hospodářství překonat potíže se zpomalováním růstu HDP“). Tento názor je interpretován tak, že v úvahu spíše připadají razantnější kroky.

Výnosová křivka na peněžním trhu má mírně negativní tvar (spread 1R PRIBOR – 1T PRIBOR činí -0,23 procentního bodu k 23. 10.), což naznačuje očekávání poklesu úrokových sazeb. Svědčí o tom i současná hladina sazeb FRA, které se ve všech splatnostech pohybují pod úrovní repo sazby ČNB. Rozsah očekávaného snížení se pohybuje mezi 0,25 až 0,50 procentního bodu. Razantnější snížení je dáváno do souvislosti s případným stejným krokem ECB. U dlouhodobých sazeb se pozitivní spread mírně zvýšil, mezi sazbami 5R a 1R aktuálně dosahuje 1,1 procentního bodu. Tento vývoj souvisí s probíhajícím oživením na akciových trzích v zahraničí, především v USA. Porovnání tuzemských sazeb s úrokovými sazbami v zahraničí ukazuje následující graf.

Výnosová křivka v různých zemích: sazby IRS v % (24. 10. 2002)



Pramen: Bloomberg

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se poměrně výrazně snížila. Důvodem bylo neschválení vládního návrhu daňových úprav, překvapivě nízká zářijová inflace, snižující se dynamika růstu domácí ekonomiky i přetrvávající pesimismus ohledně oživení globální ekonomiky. V současné době nejsou očekávány žádné vážnější inflační impulsy. Ceny potravin by sice v dalších měsících měly začít růst, celkovou míru inflace však výrazně neovlivní. Dezinflačně by měla nadále působit silná koruna a slabá poptávka. Rizikovým faktorem pro budoucí vývoj inflace je pouze růst cen ropy na světových trzích, za důležité jsou považovány i výsledky mzdových vyjednávání. Slábnoucí růst domácí ekonomiky a absence inflačních tlaků vyústily v očekávání dalšího uvolnění měnové politiky ČNB na konci října, a tím i k poklesu hladiny očekávaných sazeb. Poté by sazby mohly zůstat delší dobu stabilní. Postupný návrat inflace do cílového pásma ČNB v příštím roce, oživení zahraniční poptávky a vyšší dynamika růstu HDP vyvolá, podle názoru většiny respondentů, potřebu zvyšování sazeb v rozsahu 0,25 až 0,50 procentního bodu v druhé polovině příštího roku. Úroveň dlouhodobých sazeb a výnosů dluhopisů by měla být ovlivňována především vývojem na finančním trhu v Eurozóně.

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
3/02	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	2.7	1.6	4.2	4.6
7/02	2.3	2.8			3.9	4.1
8/02	2.4	2.7			3.7	4.0
9/02	2.3	3.1	x	x	3.5	3.7
10/02	2.2	2.5			3.1	3.5

Pramen: ČNB, Statistická šetření

Klientské úrokové sazby každým dalším měsícem dosahují nová historická minima. Navíc vzhledem k pokračujícímu poklesu sazeb na finančním trhu a adekvátním reakcím bank je možné očekávat ještě další mírné snížení. Sazby z nových úvěrů činí 4,4 %, termínované depozitní sazby dosahují 2,3 %. Reálné úrokové sazby se vyvíjejí rozdílně v závislosti na zvoleném cenovém indexu. Při deflování ex post indexy se zřejmě již definitivně zastavila vzestupná tendence tím, že cenové indexy pravděpodobně dosáhly svého minima. Ex ante reálné sazby naopak stagnují nebo mírně klesají již několik měsíců. Reálné úrokové sazby z nových úvěrů deflované PPI aktuálně dosahují 5,4 % při pohledu ex post, 2,3 % při pohledu ex ante (viz příloha č. 5).

6 Trh práce

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	9/02	9.2	9.4
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/02	0.2	1.1
Průměrná nominální mzda ve sled. org. (mzr. změna v %)	II/02	7.3	7.4
- v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/02	7.2	6.4
- v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/02	8.4	11.7
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	8/02		4.7

Pramen: MPSV, ČSÚ

6.1 Vývoj na trhu práce ve 4. čtvrtletí roku 2002

Predikce ze 7. SZ předpokládala pro 2. pololetí roku 2002 postupný, sezónně podmíněný vzestup **míry nezaměstnanosti** až na koncových 9,1 - 9,6 % v prosinci 2002. Skutečný nárůst míry nezaměstnanosti v červenci až září byl oproti sezónně odvozeným očekáváním o 0,2 procentního bodu vyšší než předpověď. Vzhledem ke skutečnosti, že ekonomický růst v 1. pololetí (který by měl podle předpokladů ovlivňovat se zpožděním vývoj počtu zaměstnaných ve 2. pololetí) zpomalil podle očekávání, vývoj na trhu práce buď citlivěji reagoval na zpomalení růstu nebo byl vývoj nezaměstnanosti důsledkem jiných faktorů na trhu práce.

Změny v míře nezaměstnanosti v červenci - září nicméně signalizovaly, že míra nezaměstnanosti ke konci roku 2002 zřejmě překročí horní mez uvedeného intervalu. Zpožděným vlivem zpomalování ekonomického růstu v 1. pololetí t.r. a sezónními faktory ovlivněný očekávaný další vzestup míry nezaměstnanosti v průběhu 4. čtvrtletí oproti konci 3. čtvrtletí nebude přitom tlumen žádnými významnějšími faktory. Naopak, vliv popovodňových opatření v řadě malých a středních podniků (omezení, ev. přerušení výroby bude působit v rámci úspory nákladů na další propouštění zaměstnanců a zvyšování nezaměstnanosti) spíše zesílí růst nezaměstnanosti.

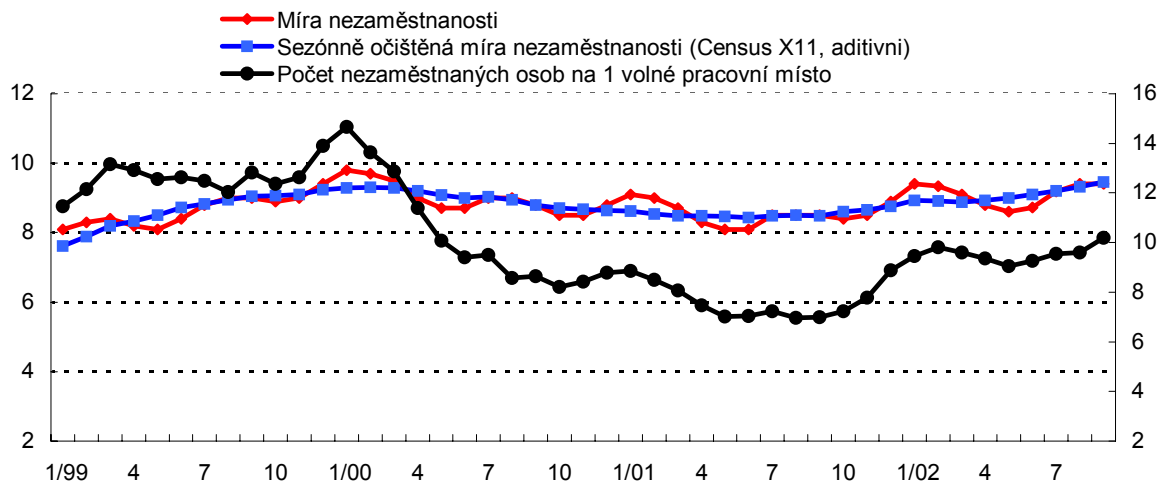
Po zhodnocení uvedených skutečností očekáváme registrovanou míru nezaměstnanosti ke konci roku 2002 v rozmezí 10,0 až 10,2 %. Posun střední hodnoty intervalu predikce z 9,4 % na 10,1 % (při současném zúžení intervalu) je dán:

- rozdílem skutečnosti proti predikci za červenec - září v rozsahu 0,2 proc. bodu,
- očekáváním pokračování tohoto trendu ve 4. čtvrtletí v rozsahu 0,3 proc. bodu,
- očekávaným dílčím vlivem povodní v rozsahu 0,2 proc. bodu.

Celková zaměstnanost v NH ve 2. čtvrtletí 2002 meziročně vzrostla podle údajů VŠPS o 1,1 % (predikce ze 7.SZ 0,2 %). Odhad vývoje zaměstnanosti je zatížen řadou faktorů, které objektivně zhoršují možnosti seriózní predikce. V prvním pololetí letošního roku se významně zvýšil rozdíl v nezaměstnanosti vykazované MPSV a ČSÚ (údaje VŠPS). Podle údajů VŠPS se nezaměstnanost snižuje, zatímco zaměstnanost roste. Jednou z příčin mohou být metodické změny v dotazníku VŠPS, které vedou k podhodnocení nezaměstnanosti. Rozklad počtu zaměstnaných do kategorií **zaměstnanci a ostatní zaměstnaní** (zaměstnavatelé, pracující na vlastní účet, členové produkčních družstev, pomáhající rodinní příslušníci) ukazuje, že růst zaměstnanosti je v letošním roce způsoben především vývojem počtu ostatních zaměstnaných. Sezónně očištěný počet zaměstnanců se zvyšuje jen mírně. Osoby, které mají problémy s uplatněním na trhu práce, mohou hledat krátkodobé příležitosti k výdělku. Tento jev se projevuje spíše v kategorii ostatní zaměstnaní a může být výraznější v době ekonomického útlumu. Ve zpracovatelském průmyslu není rozdíl mezi zaměstnanci a ostatními zaměstnanými výrazný. Nárůst počtu zaměstnaných ve zpracovatelském průmyslu je v letošním roce meziročně výrazně nižší než v roce 2001. Vývoj zaměstnanosti v NH je dále ovlivněn pohybem zahraničních pracovních zdrojů. Ke zhruba konstantní úrovni domácí

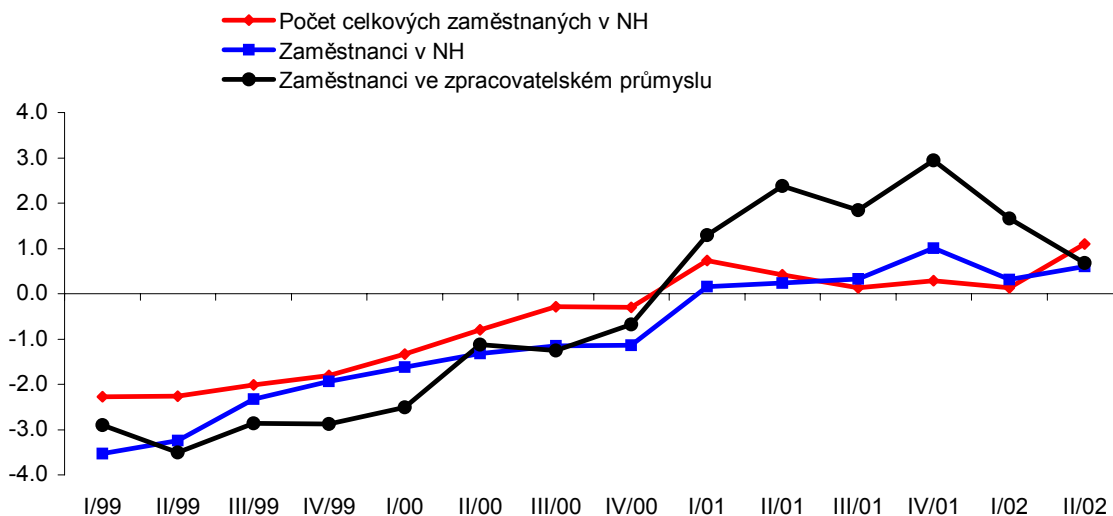
pracovní síly (demografická struktura české populace) přispívají zahraniční pracovníci zhruba 0,2 % růstem, což při očekávaném růstu míry nezaměstnanosti znamená stagnaci, příp. mírný růst zaměstnanosti.

Vývoj míry nezaměstnanosti (v %) a počtu uchazečů na 1 volné pracovní místo (vedlejší osa, počet osob)



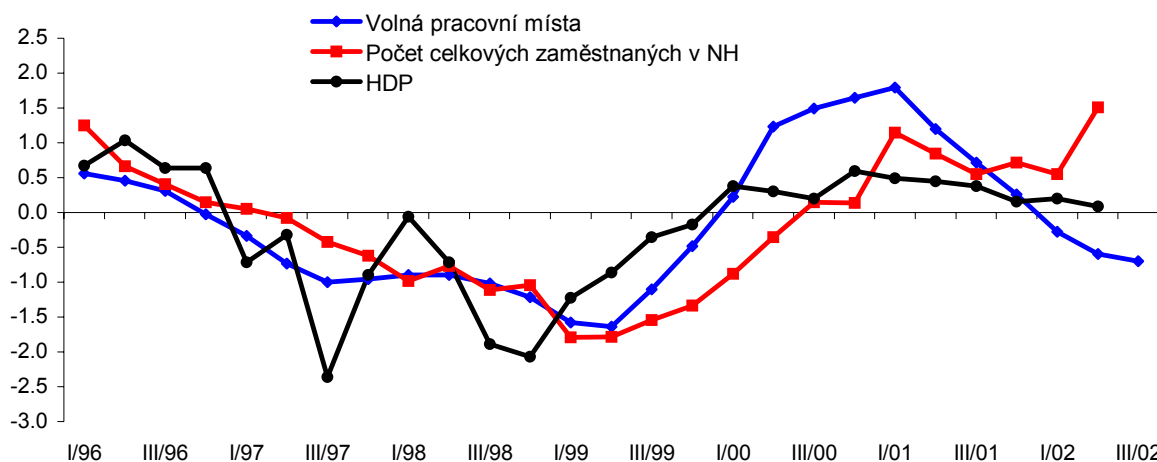
Pramen: MPSV, propočten ČNB

Vývoj zaměstnanosti (mzr. změna v %)



Pramen: ČSÚ

Volná pracovní místa, zaměstnanost a HDP (mzr. změna v %, časové řady jsou normalizované na nulovou střední hodnotu a jednotkový rozptyl)



Pramen: MPSV, ČSÚ, propočet ČNB

Vývoj průměrné mzdy v podnikatelské sféře. Dle ČSÚ průměrná mzda dosáhla ve 2. čtvrtletí 2002 6,4 % (predikce ze 7. SZ + 7,2 %). Vývoj ve druhém čtvrtletí podporuje naše úvahy o tom, že podniky plně využívají prostor ke snížení mzdové náročnosti, který jim umožňuje nadtarifní část mzdy. Na základě vyhodnocení nepřímých ukazatelů (vývoj nezaměstnanosti, růst průměrné mzdy v odvětvích průmyslu a stavebnictví, zpomalení ekonomického růstu) lze očekávat za 3. a 4. čtvrtletí i pro celý rok 2002 skutečný růst průměrné mzdy kolem 6,7 %. Důvody úpravy predikce oproti 7. SZ:

- nižší skutečný než očekávaný vývoj průměrné mzdy ve vybraných odvětvích NH (průmysl, stavebnictví) v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí,
- reakce zaměstnavatelů na nižší výkonnost ekonomiky a příznivější inflační vývoj než byly předpoklady z konce minulého roku v kolektivních smlouvách. Dochází tak k omezování vyplácení nadtarifní složky mzdy (pokles počtu přesčasových hodin a změna režimu směn) v případě sjednání mzdového vývoje pouze na nepodmíněnou složku mzdy (tarif),
- aktualizované modelové projekce (zejména v důsledku změn v očekávané míře nezaměstnanosti) snížily odhad ze 7,29 v 7. SZ na 7,05 %.

V nepodnikatelské sféře se predikce proti 7. SZ změnila. Skutečnost ve 2. čtvrtletí činila dle ČSÚ 11,7 %, což bylo výše než naše predikce mzd. růstu ze 7. SZ (+ 8,4 %). Na zvýšení dynamiky růstu proti minulému čtvrtletí se promítla vládou schválená úprava tarifních platů zaměstnanců veřejných služeb a správ pro rok 2002, která vešla v platnost v březnu letošního roku. Celkové zvýšení predikce průměrného růstu platů v této sféře činí proti 7. SZ 1,1 p.b. (ze 7,9 % na 9,0 %). Po shrnutí uvedených faktorů **očekáváme meziroční růst průměrné nominální mzdy ve sledovaných organizacích** (aproximace mzdy v NH) za rok 2002 v intervalu 6,6 až 7,6 %.

6.2 Vývoj na trhu práce v roce 2003

Vývoj v roce 2003 bude rozhodující měrou ovlivněn adaptivní reakcí podnikové sféry na vývoj v roce 2002, kde dominujícími rysy bylo zpomalení ekonomického růstu, a zvláště exportu na straně jedné a zhoršování ekonomických výsledků firem (zejména v důsledku extrémně silné meziroční kursové apreciace) na straně druhé. Rovněž všeobecná očekávání, pokud jde o rychlost a intenzitu návratu konjunktury jsou spíše pesimistická, jak dokládají i konjunkturální šetření mezi podniky.

Pokles produktivity, zhoršené finanční výsledky v roce 2002 a nevalná očekávání, pokud jde o oživení v roce 2003, vyústí v předpoklad o meziročním, **cyklickým faktorem vyvolaném poklesu zaměstnanosti v roce 2003 na úrovni kolem -0,2 %**.

V ekonomice ovšem nadále pokračují významné strukturální změny, směřované k podstatnému růstu produktivity (mj. privatizace zbývajících velkých podniků, zejména ČEZ, Transgas, OKD může vést k významnější redukci zaměstnanosti). Tento strukturální tlak na další pokles zaměstnanosti bude do značné míry kompenzován realizací průmyslových zón (Hranice, Kolín, Liberec, Žatec atd.), která přinese nová pracovní místa. Souhrnný **dopad** výše uvedených **strukturálních změn** na dynamiku zaměstnanosti tak bude **zanedbatelný**.

Zaměstnanost může být dále ovlivněna **diskrečními faktory**, zejména:

- realizací navrhovaného opatření vlády o zrušení podpory v nezaměstnanosti pro absolventy škol, s odhadovaným dopadem na zaměstnanost v rozsahu 0,03 proc. bodu.
- současný návrh státního rozpočtu na rok 2003 uvažuje o navýšení prostředků na APZ o cca 0,6 mld. Kč (návrh 4,4 mld. Kč), - dopad cca 0,03 p.b. do zaměstnanosti. (Může dojít v konečné fázi schvalování SR na rok 2003 v důsledku povodní ke krácení výše uvedených finančních prostředků).

Uvedená predikce zaměstnanosti se spolu s předpokladem **o konstantním rozsahu tuzemské disponibilní pracovní síly a mírném meziročním růstu počtu zahraničních pracovníků** odráží i v očekávaném dalším nárůstu **míry nezaměstnanosti**. V důsledku zpomalení růstu ekonomiky, zpomalení růstu produktivity a zhoršování hospodářských výsledků podniků lze očekávat cyklický nárůst míry nezaměstnanosti, který by vedl podle odhadu až k 11 % v závěru roku 2003. Očekávané diskreční zásahy vlády by měly tuto hodnotu srazit o cca 0,5 procentního bodu, predikce tedy předpokládá míru nezaměstnanosti ke konci roku 2003 na úrovni kolem 10,5 %.

Vývoj **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** bude v roce 2003 významně ovlivněn jak zpomalováním ekonomického růstu a jeho dopady na bilance podniků, tak i velmi nízkou inflací v roce 2002, která současně zčásti ovlivní i inflační očekávání zaměstnavatelů i odborů pro rok 2003. Růst míry nezaměstnanosti bude spolu s vývojem inflace stlačovat meziroční růst průměrné mzdy poměrně výrazně pod úroveň roku 2002. Při mzdových vyjednáváních vzroste vyjednávací síla zaměstnavatelů, zatímco pozice odborů budou v aktuální situaci oslabeny. Inflační složku vyjednané mzdy predikce odhaduje pro rok 2003 nejvýše na 2,5 - 3,0 %, zatímco podíl na produktu na další cca 2 procentní body. Tyto skutečnosti směřují odhad pro zaměstnavatele ekonomicky přípustného růstu mzdy na úroveň kolem 4 - 5 %. Predikce zároveň předpokládá, že odbory se budou snažit vyjednat vyšší růst mzdy (doporučení sněmu ČMKOS jednotlivým odborovým svazům hovoří o 7 %) a v části podniků se jim to zřejmě podaří. Tato skutečnost spolu se známým jevem vysoké resistance mzdových trendů vedou k odhadu růstu průměrné mzdy v roce 2003 mezi 5,5 - 6,5 %.

Meziroční růst v nepodnikatelské sféře je odvozen od návrhu státního rozpočtu pro rok 2003, který odsunul reformu mzdového systému do roku 2004, a odhadnut na cca 8,0 %. Meziroční **růst průměrné mzdy v národním hospodářství** lze tedy očekávat kolem 6,5%, meziroční **růst mezd a platů** kolem 6,0 %.

Uvedený vývoj mezd implikuje růst NJMN kolem 4,0 %, což při předpokladu inflačního vývoje (deflátor HDP) kolem 2 % v roce 2003 znamená autonomní mzdově nákladovou inflaci, potenciál přenosu do zrychlení růstu CPI je však velmi omezený (lze srovnat s vývojem v roce 1999, kdy se téměř dvou bodový rozdíl mezi NJMN a deflátozem HDP do inflace nepromítl).

Vývoj základních ukazatelů trhu práce (mzr. změny v %)

UKAZATEL	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001	I/02	II/02	III/02	IV/02	2002	I/03	II/03	III/03	IV/03	2003
Zaměstnanost celkem	0.7	0.4	0.1	0.3	0.4	0.1	1.1	0.0	-0.3	0.2	-0.6	-0.4	0.1	0.2	-0.2
z toho : zaměstnanci a)	0.1	0.0	0.1	0.7	0.3	0.0	0.4	-0.2	-0.3	0.0	-0.6	-0.4	0.0	0.0	-0.3
Míra nezaměstnanosti v % - ke konci období	8.7	8.1	8.5	8.9	8.9	9.1	8.7	9.4	10.1	10.1	10.2	9.8	10.2	10.4	10.4
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) b)	9.1	8.9	8.7	7.5	8.5	7.0	7.4	7.3	6.9	7.1	6.9	6.3	6.6	5.8	6.4
(reálné)	4.8	3.7	3.1	3.1	3.6	3.2	5.0	6.6	6.0	5.2	6.6	5.3	4.7	3.5	5.0
v tom: podnikatelská sféra (nominální)	9.1	8.7	8.3	7.0	8.2	7.2	6.4	7.0	6.4	6.7	6.8	5.9	6.1	5.4	6.0
nepodnikatelská sféra (nominální)	9.6	10.0	10.9	9.5	10.0	6.5	11.7	8.4	9.0	9.0	7.9	8.3	8.6	7.8	8.1
Mzdy a platy v NH (nominální) c)	9.3	9.0	8.8	8.2	8.8	7.0	7.8	7.1	6.5	7.1	6.2	5.9	6.6	5.8	6.1
NJMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)	5.5	5.3	5.3	5.4	5.4	4.2	5.1	5.6	4.9	4.9	5.2	4.9	4.0	2.8	4.2

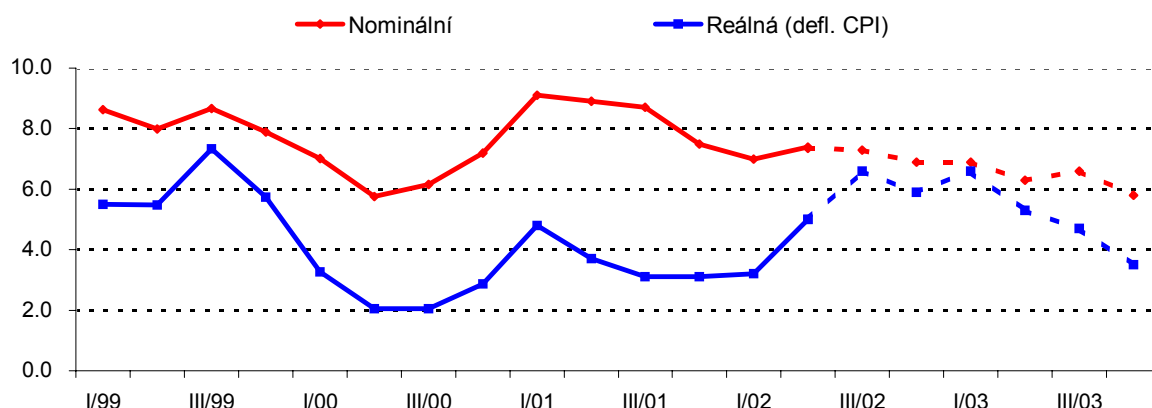
Pramen: ČSÚ, propočty ČNB

a) Zaměstnanci dle VŠPS s jediným nebo hlavním zaměstnáním včetně členů produkčních družstev

b) Jedná se o mzdy zúčtované k výplatě, nikoli skutečně vyplacené

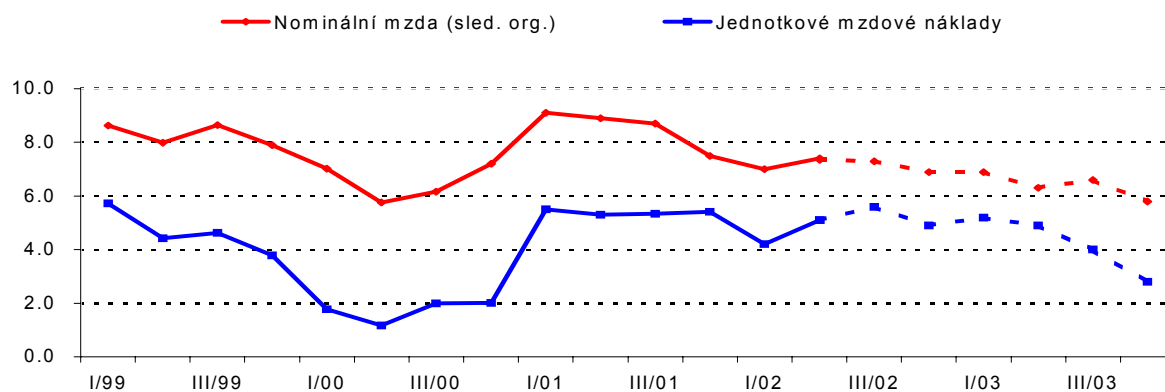
c) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnanci v NH

Vývoj nominální a reálné průměrné mzdy ve sledovaných organizacích (mzr. změny v %)



Pramen: ČSÚ

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



Pramen: ČSÚ, propočty ČNB

7 Ekonomický růst a jeho složky

Meziroční reálný růst v %	Období 2002	Skutečnost
průmyslová produkce	srpen	-2,8
Stavební výroba	srpen	-4,9
Tržby v maloobchodě	srpen	-5,5

Shrnutí makroekonomického rámce

Výrazné zbrzdění růstu hrubé tvorby kapitálu ve 2. polovině roku 2002 se promítne do zpomalení celkové domácí poptávky a její růst tak bude ve zmíněném období tažen pouze výdaji na konečnou spotřebu, a to jak soukromou, tak veřejnou. Přetrvávající silná meziroční apreciacie devizového kurzu a zpomalení růstu vnější poptávky se nepříznivě promítnou do netto vývozu a povedou k meziročnímu prohloubení jeho deficitu. Působení zmíněných faktorů se společně s předpokládaným negativním exogenním šokem z titulu povodní ve 3. čtvrtletí projeví zpomalením růstu HDP v celém 2. pololetí letošního roku přibližně na 1,5 % (oproti 2,6 % v 1. pololetí).

V hodnocení vývoje ekonomického růstu v roce 2003 převládají spíše faktory působící na jeho další deceleraci. Zpomalení růstu disponibilního důchodu při předpokládané stagnaci míry úspor povede k zpomalení růstu konečné spotřeby domácností. Nižší tempo růstu než letošním roce očekáváme též u výdajů na konečnou spotřebu vlády. Předchozí decelerace vývozu, pesimismus ohledně možného oživení růstu v zemích EU a USA, předpokládané zhoršení hospodářských výsledků podniků v letošním roce a zbrzdění přílivu PZI nás vede k očekávání spíše stagnace či jen slabého růstu hrubé tvorby kapitálu. Důsledkem vývoje jednotlivých komponent domácí poptávky v roce 2003 tak bude její meziroční zpomalení přibližně o 0,5 procentního bodu na cca 2 %. Předpokládaná akcelerace růstu poptávky v zemích s významným podílem na českém vývozu, především SRN, v průběhu roku 2003 povede společně s postupně vyprchávajícím vlivem kurzové apreciacie k oživení růstu českých vývozu, jejichž tempo však pravděpodobně nedosáhne úrovně roku 2001. Oživení vnější poptávky vzhledem k přetrvávající vysoké závislosti českých vývozu na zahraničních subdodávkách nevyváží nepříznivé dopady na ekonomický růst dané očekávaným zpomalením domácí poptávky. Dalším faktorem působícím proti zlepšení netto vývozu v roce 2003 bude změna struktury růstu agregované poptávky oproti roku 2002 ve prospěch spotřeby domácností, tj. komponenty s vyšším podílem dovozu, na úkor hrubé tvorby fixního kapitálu. Na základě očekávaného vývoje domácí poptávky a netto vývozu předpokládáme v roce 2003 další zpomalení růstu HDP na 1,8 %.

Vývoj složek HDP v roce 2002 a 2003

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 považována za poměrně spolehlivou.

Mzdy a platy, sociální transfery, disponibilní důchody. Předpokládaný růst mezd a platů v 2. pololetí 2002 odvozený na základě analýzy trhu práce činí přibližně 7,0 %. Po připočtení růstu transferů z veřejných rozpočtů (oproti stejnému období m.r. vyšších přibližně o 9 %¹⁴),

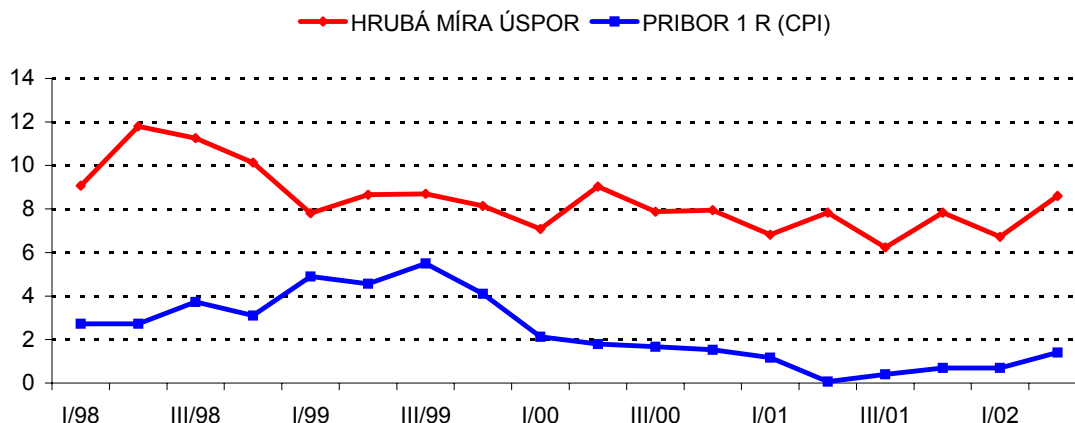
¹⁴ Východiskem je návrh státního rozpočtu pro rok 2003 včetně jeho aktualizace pro rok 2002.

do příjmů domácností odhadujeme nárůst disponibilních důchodů domácností ve 2. pololetí 2002 na cca 5,7 %.¹⁵ Významným faktorem, spoluurčujícím vývoj spotřeby domácností, zůstává nárůst objemu **půjček domácností** (splátkových prodejů, leasingů domácnostem a bankovních úvěrů). V roce 2001 se zvýšily půjčky domácností o cca 35 mld. Kč, což pokrývá přibližně 3 % celkové spotřeby domácností. Meziroční změna přírůstku půjček v 1. pololetí 2002 dosáhla téměř 50 %, predikce předpokládá meziroční růst tohoto ukazatele za celý rok 2002 přibližně o 25%.

Hrubá míra úspor zaznamenává od roku 1998 (od tohoto roku jsou k dispozici v časové řadě konzistentní údaje) setrvalý pokles. Příčinu tohoto pozvolného poklesu přisuzujeme především strukturálním, systémovým a demografickým vlivům. Na poklesu hrubé míry úspor se pravděpodobně významně podílela změna spotřebitelského chování domácností, spojená jak s rostoucí nabídkou leasingových, splátkových a úvěrových produktů pro domácnosti (kde lze v posledních dvou – třech letech konstatovat v podstatě zásadní systémové změny), tak i postupné přebírání tendence z vyspělých západoevropských zemí směrem k systematickému zadlužování ve snaze zvýšit životní standard.

Vzhledem k silnému působení těchto faktorů a krátkosti použitelných časových řad lze jen velmi těžko identifikovat vliv ostatních makroekonomických veličin, jako například změn v nezaměstnanosti, inflace, reálné úrokové sazby apod. Z toho důvodu predikce vychází z expertního předpokladu, že míra úspor již narazila na určitou spodní hranici, kde začíná dominovat opatrnostní a pojistný motiv. Proto v roce 2002 a 2003 bude podle našich odhadů hrubá míra úspor stagnovat zhruba na úrovni dosažené v minulém roce, tj. kolem 7,5%.

Hrubá míra úspor a 1R PRIBOR deflovaný CPI



Odhad růstu **spotřeby domácností** vychází z výše uvedené predikce nominálního růstu disponibilních důchodů domácností, předpokladu o stabilitě míry úspor a odhadu deflátoru (na základě krátkodobé predikce inflace). Reálná spotřeba by měla růst ve 2. pololetí kolem 4 %. (ve 3. čtvrtletí o 4,1 % a ve 4. čtvrtletí o 4,2 %). Tento odhad je potvrzován jak dílčími ekonometrickými modely spotřeby domácností, tak i indexem spotřebitelského klimatu pro 3. čtvrtletí. Reálné tržby v maloobchodě vzrostly v červenci 2002 o 5,6 %, což rovněž

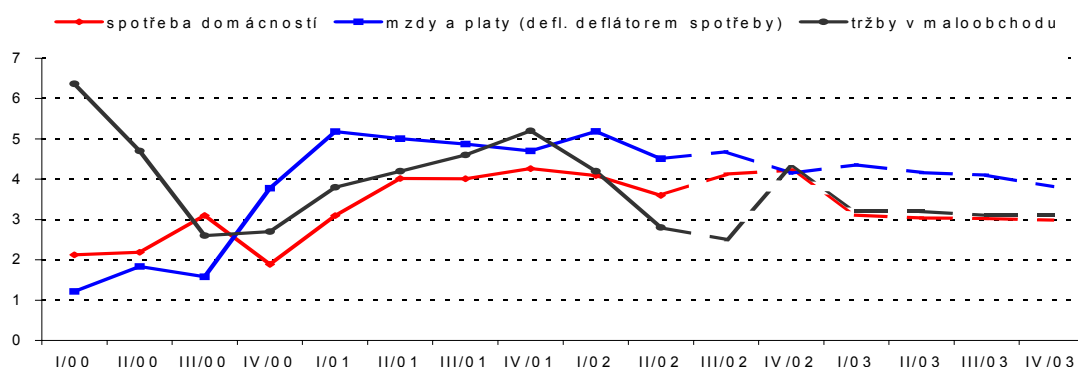
¹⁵ Ostatní položky tzv. běžných příjmů a běžné výdaje jako další faktory ovlivňující disponibilní důchody domácností jsou v souvislosti s aktuální délkou časových řad národních účtů domácností odhadovány na základě trendu z nejbližších posledních období. Ostatní položky běžných příjmů (tj. vše kromě mezd a platů a sociálních dávek jiných než naturálních sociálních transferů) tvoří cca 40% běžných příjmů. Pro chybu 1. p.b. v odhadu disponibilních důchodů by se musely dynamice odchýlit o cca 1,5 proc. bodu od odhadu (trendu). Běžné výdaje dosahují cca 1/3 běžných příjmů. Rozdíl v dynamice běžných výdajů o cca 2,2 p.b. by tedy znamenal rozdíl o 1 p.b. v odhadu disponibilních důchodů.

signalizuje pokračující růst spotřeby domácností. V srpnu však tržby v maloobchodě mimořádně poklesly o 5,5 %, po očištění o sezónní vlivy o 2,0 % (letošní srpen měl o 1 pracovní den méně než loňský). Tento výsledek byl ovlivněn povodněmi a jimi vyvolanými následky. Z dlouhodobých trendů lze podle ČSÚ orientačně odhadnout, že povodně se podílely na srpnovém poklesu tržeb zhruba v rozsahu 2,5 procentního bodu. Je však obtížné odhadnout vliv takových faktorů, jako jsou odložené nákupy, omezení cestovního ruchu, dopravní dostupnost apod. Očekáváme, že významná část odložených nákupů bude realizována v září. K výdajům za odložené nákupy se pravděpodobně připojí i další výdaje na náhradu povodňových škod, což by mohlo kompenzovat srpnový propad tržeb.

Povodně významněji snížily jistotu odhadu spotřebitelského chování a tedy i výdajů na konečnou spotřebu domácností. Přes tento mimořádný výkyv očekáváme, že se spotřeba domácností bude ve 3. čtvrtletí 2002 pohybovat v rámci predikčního intervalu se středem 4,1%.

V roce 2003 očekáváme zpomalení tempa růstu výdajů domácností na konečnou spotřebu o 1 procentní bod, tj. na 3 %. Důvodem tohoto poklesu je nižší tempo růstu mezd a platů v národním hospodářství (6,1 % což je o 1 procentní bod méně než predikce na rok 2002). Příčinou nižšího tempa růstu mezd a platů v NH je jak nižší tempo růstu průměrné mzdy (6,4%), tak i očekávaný mírný pokles počtu zaměstnanců (-0,3 %). Dále se podle našich propočtů na základě údajů MF ČR výrazně sníží tempo růstu transferů domácnostem - z 9,3 % v roce 2002 na 4,0 % v roce 2003. Míra úspor zůstane podle našich odhadů na přibližně stejné úrovni jako v roce 2002 (dosažení spodní hranice poklesu), což znamená, že růst spotřeby domácností nebude financován dalším poklesem hrubých úspor. Na nižším tempu růstu spotřeby domácností v roce 2003 se bude podílet i vyšší tempo růstu jejího deflátoru, zejména z důvodu vyššího tempa růstu inflace ve druhé polovině roku.

Spotřeba domácností, mzdy a platy, tržby v maloobchodu (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

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	1056.3	1091.5	1143.5	1217.5	1285.8	1348.9
Čisté zvýšení finančních pasiv	38.6	45.2	69.6	114.2	95.9	96.4
z toho: půjčky (včetně leasingu a spl. prodeje)	0.3	12.0	14.1	35.4	43.4	43.4
ostatní závazky a cenné papíry jiné než uče	38.3	33.3	55.5	78.8	52.5	53.0
Zm. podílu dom. na rezer. penz.fondů	7.6	6.1	7.6	11.1	13.0	15.8
Saldo transferů	9.2	10.1	11.2	12.5	13.4	15.0
Zdroje domácností	1111.7	1152.9	1231.9	1355.3	1408.0	1476.2
Výdaje na individuální spotřebu	952.0	1006.6	1059.6	1141.2	1202.4	1263.3
Změna finančních aktiv	108.1	76.4	100.2	136.7	121.6	123.5
z toho: oběživo	6.1	23.6	11.6	4.1	8.0	7.5
vklady	71.6	13.0	47.5	89.8	68.6	70.0
ostatní	30.4	39.7	41.1	42.8	45.0	46.0
Tvorba fixního kapitálu + ostatní	51.7	70.0	72.1	77.5	84.0	89.8
Užití zdrojů domácností	1111.7	1152.9	1231.9	1355.3	1408.0	1476.6
Hrubá míra úspor	10.6	8.3	8.0	7.2	7.5	7.5

Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

Spotřeba vlády. V návaznosti na očekávané čerpání výdajů veřejných rozpočtů lze předpokládat růst reálné spotřeby vlády ve 2. pololetí kolem 5 %. Změna proti očekávání ze 7. SZ je dána jednoznačně zvýšením očekávaného čerpání vládních výdajů v celkovém rozsahu kolem 20 mld Kč. V roce 2003 očekáváme zpomalení růstu reálné spotřeby vlády přibližně na 3 %.

Meziroční růst **tvorby hrubého fixního kapitálu** dosáhl ve 2. čtvrtletí 2002 3,5 % a oproti 1. čtvrtletí (na základě revidovaného údaje) se jen nevýrazně zrychlil (o 0,1 procentního bodu). Ve srovnání s vývojem v předchozím roce se však tempo růstu investic zpomalilo zhruba na polovinu. Zatímco veřejné investice dále rostly, investice soukromého sektoru a domácností již pravděpodobně - podle dostupných údajů - v 1. pololetí roku 2002 meziročně stagnovaly. Tento vývoj odpovídá situaci domácí strany nabídky dané zhoršujícími se podmínkami ve vývozu a klesajícím optimismem firem, pokud jde o budoucí prodeje a vývoz. Tyto tendence pokračují i v průběhu 2. pololetí, kde se k nim bude podle odhadu přidávat vliv zhoršujících se finančních výsledků firem ze zahraničního obchodu. V průběhu roku 2002 rovněž meziročně poklesne příliv přímých zahraničních investic, spojených s reálnou investiční aktivitou. Ani úvěrová emise - s výjimkou stále ještě málo významného segmentu hypotečních úvěrů - nevykazuje známky obratu k rychlejšímu růstu.

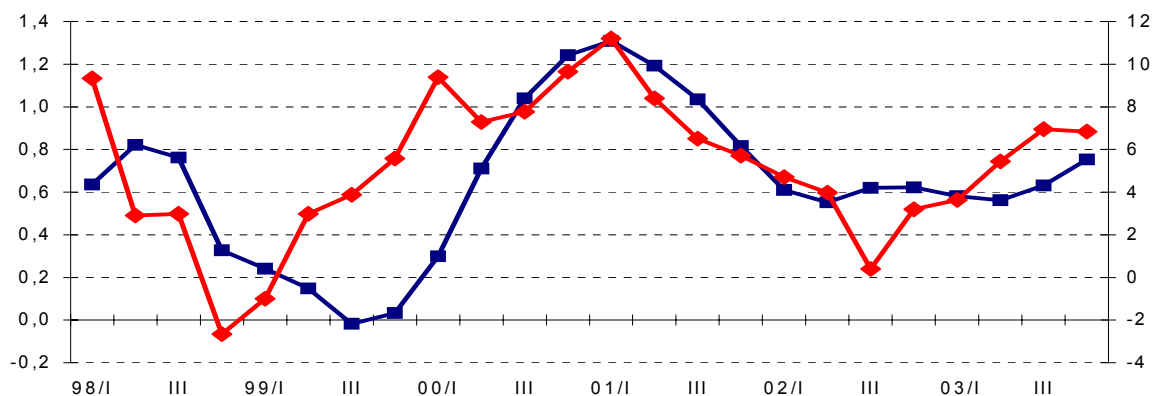
Pro 2. pololetí letošního roku proto predikce předpokládá, že zatímco veřejné investice vykáží výrazný růst (podle aktualizované projekce veřejných rozpočtů se v letošním roce zvýší nominální kapitálové výdaje veřejných rozpočtů přibližně o 30 mld. Kč), soukromé investice budou meziročně stagnovat, případně slabě poklesnou. Celkově lze očekávat slabý meziroční růst hrubé tvorby fixního kapitálu kolem 0,8 %.

Nepříznivý vývoj faktorů rozhodujících pro vývoj soukromých investic (tj. pokles přímých zahraničních investic, nízký růst vývozu, zhoršení hospodářského výsledku podniků atd.) bude pravděpodobně působit na investiční rozhodování podniků i v roce 2003 a promítne se do pokračování jejich stagnace. Případné oživení investiční poptávky v 2. polovině příštího roku může být vyvoláno robustnějším než očekávaným růstem zahraniční konjunktury a z něho plynoucím obnovením optimistického očekávání podniků. Na rozdíl od letošního roku nelze v příštím roce očekávat významný příspěvek veřejného sektoru vzhledem k tomu, že jeho předpokládané kapitálové výdaje vzrostou reálně jen asi o 1,5 mld. Kč. V případě naplnění tohoto vývoje předpokládáme, že v roce 2003 bude hrubá tvorba fixního kapitálu stagnovat, případně jen velmi slabě růst.

Zásoby. Predikce předpokládá vývoj zásob v souvislosti s dynamikou agregované poptávky (ve smyslu konečné domácí poptávky plus vývoz). Vzhledem k uvažovanému zpomalení růstu agregované poptávky lze předpokládat v roce 2002 nižší přírůstek zásob než v roce

minulém. Částečné zrychlení růstu agregované poptávky v roce 2003 se projeví mírným zvýšením jejich přírůstků oproti letošnímu roku.

Agregovaná poptávka bez změny stavu zásob (mzr. v %, pravá osa), podíl změny stavu zásob na agregované poptávce (v %, levá osa)

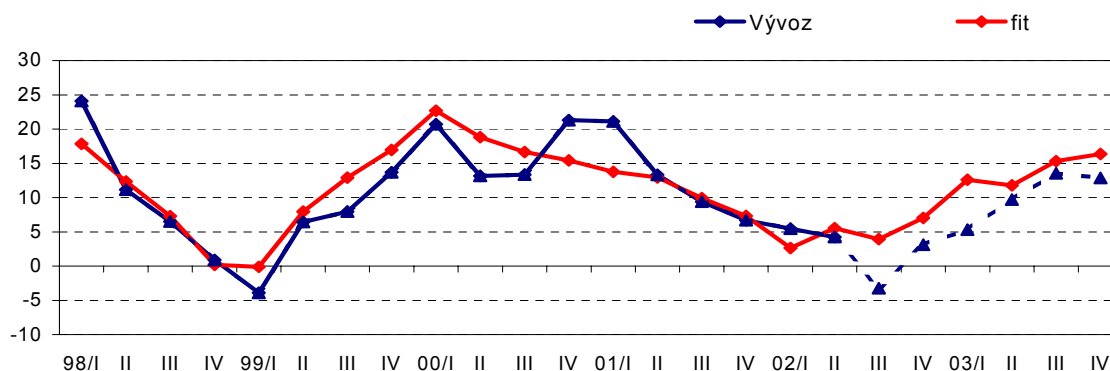


Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

Vzhledem k předpokládanému vývoji jednotlivých komponent vzroste celková domácí poptávka v 2. pololetí 2002 o 3 %. V roce 2003 její růst částečně zpomalí na 2,1 %.

Vývoz zboží a služeb. Vývoj vývozu je v roce 2002 pod silným vlivem apreciacie kursu CZK vůči EUR a zejména USD a slabé zahraniční poptávky. Největší očekávaný dopad na dynamiku vývozu ve 3. čtvrtletí 2002 (mzr. apreciacie váženého nominálního kursu v tomto čtvrtletí dosáhne cca 14 %) bude ještě zvýrazněna dopadem povodní. Vývoz ve 4. čtvrtletí bude ovlivněn očekávaným vývojem ekonomické aktivity v SRN a určitým zmírněním meziroční apreciacie kursu¹⁶. Za celé 2. pololetí očekáváme na straně vývozu mírný meziroční pokles, případně stagnaci. V roce 2003 předpokládáme opětovné oživení růstu vývozu na 10,1 %. Akcelerace zahraniční poptávky bude především důsledkem rychlejšího ekonomického růstu v zemích s největším podílem na českých exportech (především SRN). Zároveň s oživením ekonomického růstu v okolních zemích se projeví stagnace nominálního kursu a z ní plynoucí postupné snižování negativního efektu kursové apreciacie.

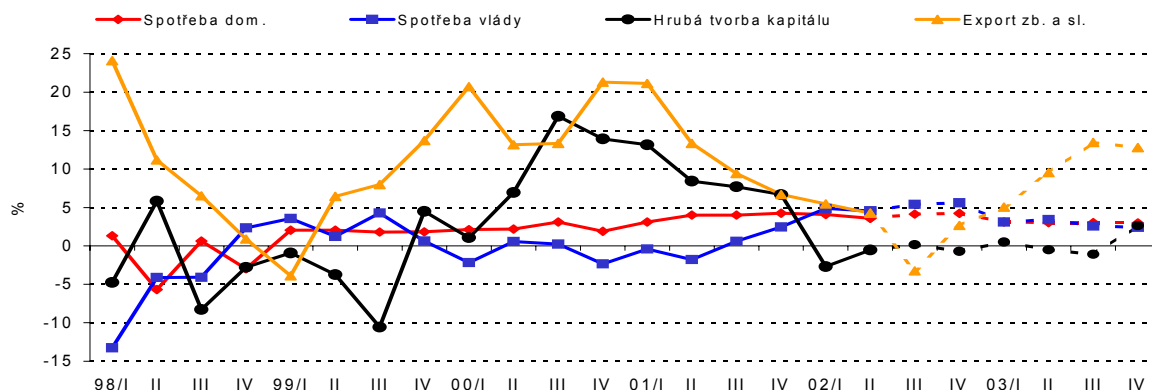
Predikce reálného exportu: skutečnost, predikce a regresní funkce vývozu (mzr. v %)



Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

¹⁶ Funkce reálného exportu na klíčové ovlivňující makroekonomické veličiny, kurs a zahraniční poptávku (proxy proměnná HDP SRN) se z pohledu výsledků zahraničního obchodu za 1. – 3. čtvrtletí 2002 výrazněji nezměnila proti předchozímu období.

Vývoj jednotlivých komponent poptávky



Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

Dovoz zboží a služeb, netto vývoz. Predikce dovozu vychází z dlouhodobě stabilního vztahu odvozeného z elasticity dovozu na agregovanou poptávku s ohledem na její strukturu, resp. příspěvku jednotlivých komponent k jejímu růstu. Tento vztah vykazuje v posledních 3 - 4 čtvrtletích nepatrné snižování podílu dovozů na agregované poptávce, projevující se slabou zápornou odchylkou skutečných hodnot od modelového fitu. Predikce odvozená z regresní funkce dovozů předpokládá v 2. polovině 2002 jejich zpomalení na 1,7 %. V roce 2003 očekáváme v důsledku oživení agregované poptávky celkový růst dovozů o 9,7 %.

Deficit netto vývozu v roce 2002 dosáhne 143 mld. Kč, což představuje -9,3 % na HDP. Modelové predikce na 3. čtvrtletí byly korigovány expertním propočtem na základě skutečného vývoje obchodní bilance za červenec až srpen, korekce dopadu vlivu povodní do bilance služeb (zejména příjmů z cestovního ruchu na základě výkazů bankovní statistiky za červenec až srpen) a vývoje cenových indexů zahraničního obchodu za červenec. V roce 2003 činí odhadované záporné saldo netto vývozu přibližně 151 mld. Kč a jeho podíl na HDP -9,6 %. Mírné zhoršení podílu na HDP bude důsledkem dominantního příspěvku spotřeby domácností na růstu domácí poptávky, tzn. komponenty s vyšším podílem dovozu než hrubá tvorba fixního kapitálu, jejíž příspěvek k růstu domácí poptávky bude nulový.

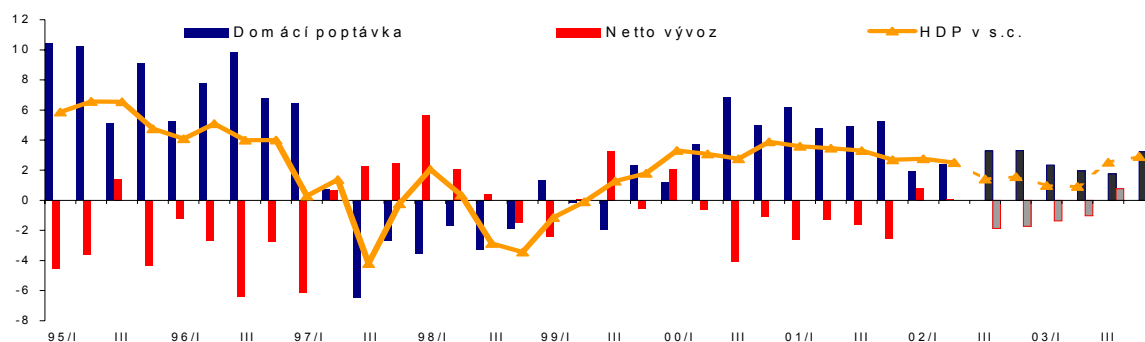
Hrubý domácí produkt. Na základě predikce vývoje domácí poptávky a netto vývozu předpokládáme v 2. pololetí 2002 zpomalení růstu HDP na 1,5 %. Růst HDP za 3. čtvrtletí lze odhadnout na 1,2 % (se zahrnutím vlivu krátkodobého negativního dopadu povodní, kvantifikovaného v 8. SZ na 0,3 procentního bodu). V roce 2003 očekáváme - i přes oživení vnější poptávky - mírné zpomalení růstu HDP na 1,8 %, případně stagnaci růstu na úrovni letošního roku. Důvodem je předpokládané zpomalení růstu domácí poptávky, tažené navíc soukromou spotřebou (s relativně vysokým podílem dovozu na jejím uspokojování) a stagnace hrubé tvorby fixního kapitálu. Predikce nicméně neočekává zásadní zhoršení schopnosti strany nabídky uspokojovat agregovanou poptávku. Lze sice předpokládat ztrátu části domácí nabídky v důsledku její nekonkurenceschopnosti následkem nepříznivého vývoje v roce 2002. Predikce však též zahrnuje očekávání, že tyto ztráty budou kontinuálně vyrovnávány růstem schopnosti domácí nabídky uspokojovat agregovanou poptávku v důsledku dosavadního přílivu zahraničních investic a restrukturalizace další části podnikové sféry.

Souhrnná predikce poptávky a nabídky (mzr. změna v % ze s.c. 1995)

UKAZATEL										PREDIKCE							
	1999	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001	I/02	II/02	III/02	IV/02	2002	I/03	II/03	III/03	IV/03	2003
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	0.5	3.3	3.6	3.5	3.3	2.7	3.3	2.8	2.5	1.4	1.6	2.1	1.0	0.9	2.5	2.9	1.8
HDP sezónně očištěný, mezivětrletní změny			0.9	0.7	0.4	0.7		0.8	0.7	-0.7	0.8		0.1	0.7	0.9	1.2	
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	2.6	9.3	12.4	8.3	6.7	5.6	8.1	3.5	3.2	0.3	2.8	2.4	3.5	5.3	6.6	7.3	5.7
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	0.3	4.0	5.9	4.6	4.6	4.7	4.9	1.8	2.3	3.0	2.9	2.5	2.2	1.8	1.6	2.8	2.1
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2)	1.0	2.7	3.4	4.6	4.3	5.0	4.3	4.0	3.8	3.3	3.3	3.5	2.0	1.8	2.1	2.1	2.0
v tom:																	
Spotřeba domácností	1.9	2.3	3.1	4.0	4.0	4.3	3.9	4.1	3.6	4.1	4.2	4.0	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
Spotřeba vlády	2.3	-1.0	-0.4	-1.8	0.6	2.5	0.3	4.9	4.6	5.4	5.6	5.1	3.1	3.4	2.6	2.4	2.4
Spotřeba neziskových institucí	-11.4	13.0	1.5	4.4	6.3	10.6	5.9	5.3	5.7	5.2	2.5	4.6	1.0	-2.4	-1.9	6.6	1.0
Hrubá tvorba kapitálu	-2.9	9.4	13.2	8.4	7.7	6.7	8.9	-2.7	-0.5	0.2	-0.7	-0.9	0.5	-0.5	-1.1	2.6	0.4
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	5.4	17.0	23.0	14.1	10.6	8.5	13.6	4.2	3.9	-0.9	4.0	2.8	6.1	10.0	11.1	11.3	9.7
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	6.1	17.0	21.1	13.3	9.4	6.7	12.3	5.5	4.2	-3.2	2.7	2.3	5.0	9.5	13.4	12.8	10.1
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	-88.7	-102.9	-26.0	-24.3	-31.2	-51.2	-132.7	-23.0	-24.1	-38.3	-57.8	-143.1	-28.0	-28.2	-35.3	-59.0	-150.5
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	-6.2	-7.0	-7.2	-6.2	-8.1	-13.4	-8.8	-6.2	-6.0	-9.9	-14.9	-9.3	-7.5	-7.0	-8.9	-14.8	-9.6

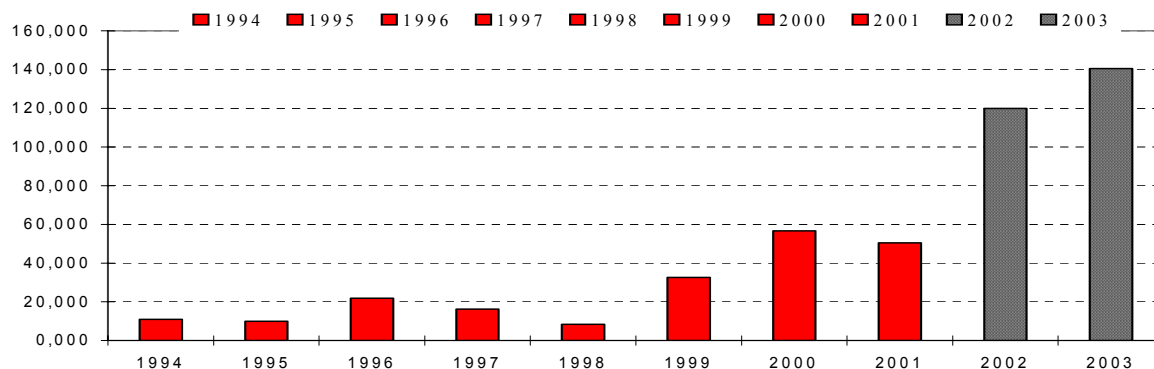
Pramen: ČSÚ, odhady ČNB

Příspěvky celkové domácí poptávky a netto vývozu k růstu HDP (v procentních bodech, růst HDP v %)



Fiskální deficit a domácí poptávka. Role fiskálního deficitu při stimulaci celkové domácí poptávky s největší pravděpodobností v posledních letech vytrvale roste. To lze přehledně ilustrovat na vývoji poptávkově určeného salda veřejných rozpočtů, tj. salda veřejných rozpočtů, očištěného o výdaje, které nemají přímou souvislost s výdaji jednotlivých sektorů ekonomiky. Tyto výdaje výrazně narostly v roce 2002 a obdobný stav lze očekávat podle návrhu státního rozpočtu i v roce 2003.

Poptávkově určený deficit veřejných rozpočtů (mld. Kč)

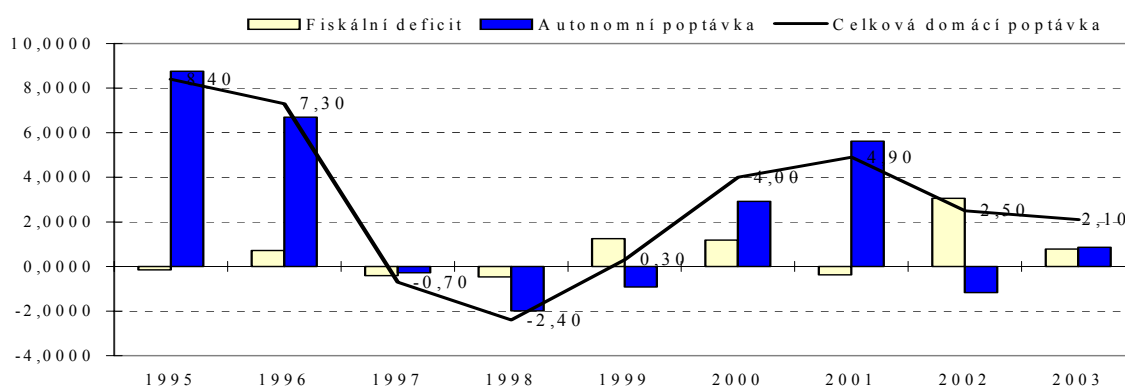


Kromě toho se mění poměrně výrazně – a to i proti rétorice vlády z předchozích let - struktura tohoto deficitu. Zatímco v předchozích letech MF ČR pracovalo s představou o stabilitě reálných výdajů vlády, v roce 2002 lze reálný růst spotřeby vlády odhadnout až na cca 5 %. Obdobně i v roce 2003 lze z návrhu státního rozpočtu implikovat růst reálné spotřeby vlády kolem 3 %. Spotřeba vlády se tak opětovně stává výraznou komponentou ekonomického růstu a její podíl na růstu – a to v situaci zpomalování míry růstu - se výrazně zvyšuje.

Ekonomický růst tak bude v roce 2002 do značné míry důsledkem fiskálního deficitu, zatímco nefiskální (nedeficitní) poptávkové impulsy jsou velmi slabé.

Přes další růst deficitu v roce 2003 bude jeho přínos pro růst nižší než v tomto roce (meziroční nárůst deficitu bude mírnější než v roce 2002). Oživení na straně nedeficitní poptávky v roce 2003 je však oslabováno zpomalováním růstu příjmů domácností, meziročním poklesem fyzických zahraničních investic v roce 2002 (účinek tohoto poklesu se projeví se zpožděním), zhoršováním finanční situace podnikové sféry a pokračujícími nejistotami, pokud jde o exportní vyhlídky. Tyto skutečnosti vedou opět k představě o celkovém zpomalení ekonomického růstu v roce 2003 proti roku 2002.

Odhad vlivu fiskálního deficitu na dynamiku domácí poptávky



Naše predikce ve 4. a 7. SZ v roce 2002 implicitně obsahovaly působení fiskální politiky státu skrze poptávkově relevantní saldo soustavy veřejných rozpočtů a tento příspěvek byl expertně ohodnocen na 0,8 p. b. k dynamice reálného HDP (nebylo tehdy ještě použito všech dnes dostupných metod). Tento propočít vycházel z podkladu zpracovaného během roku 2001 na základě tehdy platného výhledu MF o vývoji soustavy VR. Ten předpokládal navýšení schodku soustavy VR s poptávkovými dopady mezi roky 2001 a 2002 z 80,2 mld. na 102,7 mld., tedy o 22,5 mld. Kč.

Oproti výše uvedeným předpokladům došlo v aktuálním výhledu MF o vývoji soustavy veřejných rozpočtů ke zvýšení deficitu pro rok 2002 na 120 mld. Kč. Současně s tím byla ze strany MF snížena očekávaná skutečnost, pokud jde o deficit pro rok 2001 (z výše uvedených 80,2 mld. na aktuálních 50,5 mld.). V součtu to tedy znamená, že predikce celkové změny pro nás relevantního deficitu veřejných rozpočtů pro rok 2002 se změnila z 22,5 mld. na aktuálních 69,5 mld. Z toho vyplývá, že aktuální změna fiskální pozice mezi roky 2001 a 2002 je mnohem masivnější, než ta, na jejímž základě byl spočítán fiskální impuls ve výši 0,8 p. b. pro rok 2002 ve 4. a 7. SZ.

Pokud by elasticita fiskálního impulsu na změnu fiskální pozice zůstala zhruba zachována na úrovni odhadu ze 4. a 7. SZ, potom by skutečný příspěvek fiskální politiky k dynamice HDP činil dle našich hrubých odhadů v roce 2002 0,6 – 2,0 p. b. (v závislosti na použité metodě). To ale znamená, že při celkovém růstu HDP v letošním roce na úrovni cca 2 % je autonomní

(nefiskální) vývoj poptávky a HDP poměrně slabý (vlivem devizového kursu, PZI, úvěrů) a relativně významný fiskální impuls není schopen zastavit rizika recesních tendencí (pokles mizr. dynamiky HDP a rozevírání záporné produkční mezery).

Tato interpretace rovněž znamená, že vzhledem k aktuálně očekávanému nárůstu poptávkově relevantního salda mezi roky 2002 a 2003 (z 120 na 140,6 mld., tj o 20,6 mld.) bude očekávaný fiskální impuls pro rok 2003 poměrně slabý s dopady do vývoje celkové poptávky a HDP. Protože na straně autonomních komponent se vzhledem k vývoji v roce 2002 nedá očekávat výraznější oživení, vyúsťují výše uvedené předpoklady do predikce dalšího zpomalování růstu ekonomiky v roce 2003.

Vyhodnocení změn příspěvku fiskální politiky k mizr. růstu HDP

Predikce na rok	4. a 7. SZ	meziroční		10.SZ	meziroční	
	Deficit	změna deficitu	příspěvek FP	Deficit	změna deficitu	příspěvek FP
2001	80,2			50,5		
2002	102,7	22,5	0,8	120	69,5	0.6 - 2.0
2003	-	-	-	140,6	20,6	0.2 - 0.4

8 Platební bilance

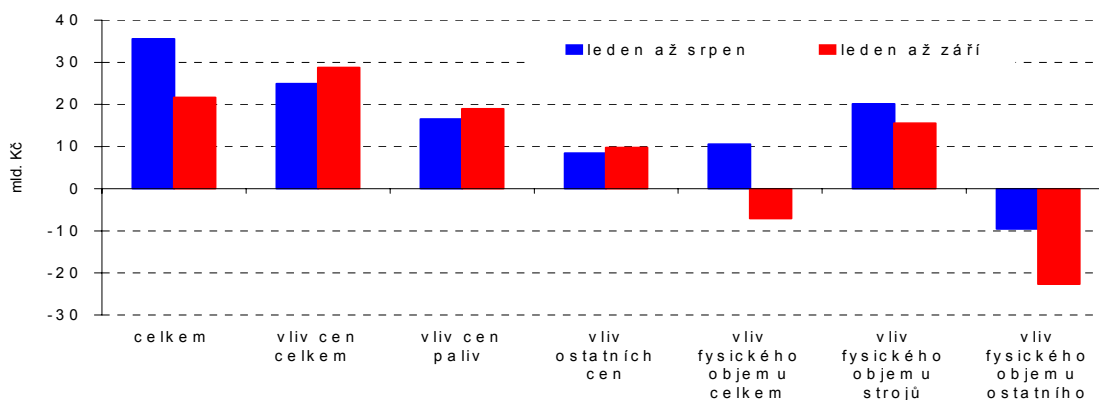
8.1 Běžný účet

Vývoj a predikce běžného účtu a jeho komponent

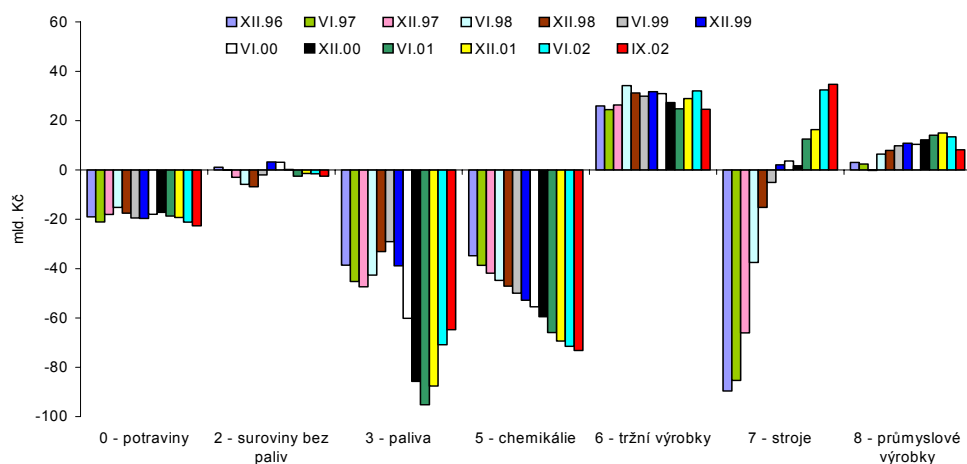
v mld. Kč	1998	1999	2000	2001	2002	2003
běžný účet	-40,5	-50,6	-104,9	-99,8	-108	-96
obchodní bilance	-84,0	-65,8	-120,8	-116,7	-93	-82
bilance služeb	61,9	41,5	54,6	58,0	46	58
bilance výnosů	-35,1	-46,7	-53,0	-58,9	-77	-87
běžné převody	16,7	20,4	14,4	17,8	16	15

Za leden až září 2002 činil schodek **obchodní bilance** 57,9 mld. Kč, ve srovnání se stejným obdobím m.r. byl tedy nižší o 21,7 mld. Kč. Tento vývoj byl důsledkem příznivého cenového vývoje (s celkovým dopadem cca 29 mld. Kč, z toho ve skupině minerálních paliv cca 19 mld. Kč). Proti snižování salda naopak působily změny ve fyzických objemech zbožíové výměny (celkově o cca 7 mld. Kč). Vývoj v jednotlivých skupinách SITC byl přitom rozdílný. Ve skupině strojů a dopravních prostředků došlo v důsledku pozitivních strukturálních změn k růstu přebytku o cca 16 mld. Kč. Naopak vývoj schodku zbývajících skupin jako celku byl značně nepříznivý (zvýšení schodku o cca 23 mld. Kč), rozhodující vliv na tento vývoj měly tradičně skupiny potravin, chemikálií, polotovarů a různých průmyslových výrobků. Uvedený vývoj byl ovšem do značné míry výsledkem jednorázového meziročního zvýšení deficitu obchodní bilance v září 2002 o 15,6 mld. Kč (souběžný jednorázový dopad náběhu nových výrobních kapacit, otevření nových nákupních center a odstraňování následků povodní).

Rozklad faktorů meziroční změny salda obchodní bilance za leden až září 2002 (v mld. Kč)



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



Citlivost objemu zahraničního obchodu na hlavní determinující faktory. Za nejcitlivější skupiny, které určují vývoj salda obchodní bilance, lze nadále považovat skupiny paliv, chemikálií a strojů. Oproti 7. SZ nejzávažnější **věcnou korekci** obchodní bilance z pohledu strukturální analýzy představuje snížení přebytku ve skupinách tržních výrobků tříděných podle materiálu (polotovary) a různých průmyslových výrobků (v obou letech souhrnně o cca 15 mld. Kč), kde se objevují signály o zhoršující se elasticitě salda na vývoj kursu. Naproti tomu se částečně mění názor na **pozitivní vliv náběhu nových, zejména strojírenských kapacit** na objem reálného exportu. V důsledku toho se proti 7. SZ zvýšila predikce přebytku ve skupině strojů v obou letech o cca 7 mld. Kč.

V důsledku **změny referenčního scénáře** došlo ke zvýšení schodku ve skupině minerálních paliv v roce 2003 o 5 mld. Kč. Ostatní změny predikce jsou již málo významné.

V souhrnu lze konstatovat, že ačkoli na agregátní úrovni nedochází prozatím ke zhoršení relací mezi hlavními proměnnými (kurs, HDP v SRN) a úrovni reálného exportu, dílčí signály v některých kursově citlivých skupinách naznačují možnost zhoršování těchto relací proti doposud platícím kvantifikacím. Na agregátní úrovni je doposud tento vliv vyrovnáván poněkud vyšším efektem vlivu nových kapacit, než předpokládala 7. SZ, především ve skupině strojů a zařízení.

Odhad obchodní bilance za roky 2002 - 2003 na základě strukturální analýzy (v mld. Kč, b. c.)

skupina SITC	název	2000	2001	2002	2003	mzr. změny mld. Kč	mzr. změny mld. Kč	mzr. změny mld. Kč
						2001	2002	2003
0 - 9	celkem	-120,8	-116,7	-94,0	-82,0	4,1	22,7	12,0
0	potraviny a živá zvířata	-17,2	-19,2	-23,0	-24,0	-2,0	-3,8	-1,0
1	nápoje a tabák	1,0	1,5	1,0	1,0	0,5	-0,5	0,0
2	surové materiály (bez paliv)	0,2	-1,4	-3,0	-3,0	-1,6	-1,6	0,0
3	nerostná paliva, maziva	-85,7	-87,6	-68,0	-68,0	-1,9	19,6	0,0
4	živočišné a rostlinné oleje, tuky	-1,4	-1,7	-2,0	-2,0	-0,3	-0,3	0,0
5	chemikálie a příbuzné výrobky	-59,5	-69,4	-73,0	-76,0	-9,9	-3,6	-3,0
6	tržní výrobky podle materiálu	27,3	28,9	23,0	27,0	1,7	-5,9	4,0
7	stroje a dopravní prostředky	1,7	16,4	40,0	48,0	14,7	23,6	8,0
8	různé průmyslové výrobky	12,2	15,0	10,0	14,0	2,8	-5,0	4,0
9	komodity jinde nezatříděné	0,6	0,9	1,0	1,0	0,3	0,1	0,0
celkem - 3		-35,1	-29,1	-26,0	-14,0			

Výsledky predikcí obchodní bilance (v mld. Kč)

Postup	2002	2003
odvozením od netto vývozu	-82,4	-87,7
na základě jednorovnicového modelu	-107,8	-95,8
na základě modelu "skupina paliv + ostatní"	-106,1	-119,6
na základě modelu mzr. temp vývozu a dovozu	-91,2	-20,8
na základě modelu vývozu a dovozu	-103,3	-121,5
na základě modelu SARIMA (přímo saldo)	-109,4	
na základě modelu SARIMA (vývoz a dovoz)	-104,6	
na základě strukturální analýzy	-94,0	-82,0

Predikce obchodní bilance. Po zahrnutí pozorování za třetí čtvrtletí 2002 vedou dílčí modelové propočty celkově k méně příznivým výsledkům ročního schodku obchodní bilance. Na základě skutečnosti za 3. čtvrtletí 2002 a aktuálního referenčního scénáře lze předpokládat, že v roce 2002 obchodní bilance skončí na úrovni 90 - 95 mld. Kč. Příznivé restrukturalizační trendy na nabídkové straně budou v závěru roku pravděpodobně méně zřetelné a budou oslabovány další mzr. apreciací CZK vůči EUR. V závěru roku by však měl ještě pokračovat příznivý vývoj směnných relací.

V roce 2003 predikujeme schodek obchodní bilance na úrovni 80 - 85 mld. Kč. Výrazným faktorem působícím ke snížení schodku bude očekávaný růst vnější poptávky, pokračující

změny na nabídkové straně ve zpracovatelském průmyslu a faktická stabilita, resp. jen mírný růst cen energetických surovin. Protisměrně bude působit další mizr. apreciace CZK vůči EUR a prohlubující se problémy tuzemských drobných a středních vývozců produkujících z tuzemských hmotných vstupů.

Bilance služeb

V případě bilance služeb předpokládáme - zejména v důsledku dopadu povodní na příjmy z cestovního ruchu - oproti predikci ze 7. SZ snížení jejího přebytku v závěru roku 2002 na úroveň cca 46 mld. Kč, tj. o 8 mld. Kč. V roce 2003 se naopak s ohledem na dodatečné příjmy ostatních služeb (výnosy pojišťoven ze zajištění), avšak jen při mírném růstu příjmů z turistického ruchu, očekává zvýšení jejího přebytku na cca 58 mld. Kč.

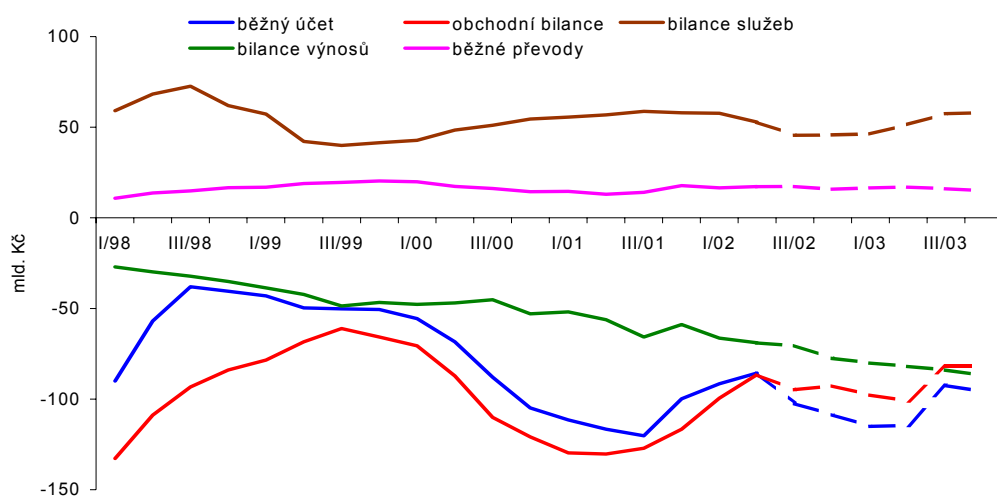
Bilance výnosů

Negativní vývoj bilance výnosů, který trvá již od roku 1996 se očekává i v následujícím období. Predikce počítá se zhoršováním meziročního schodku ke konci r. 2002 na -77 mld. Kč a ke konci roku 2003 na 87 mld. Kč. 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

V případě přebytku běžných převodů se v obou letech předpokládá jeho stabilní úroveň cca 16 mld. Kč.

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



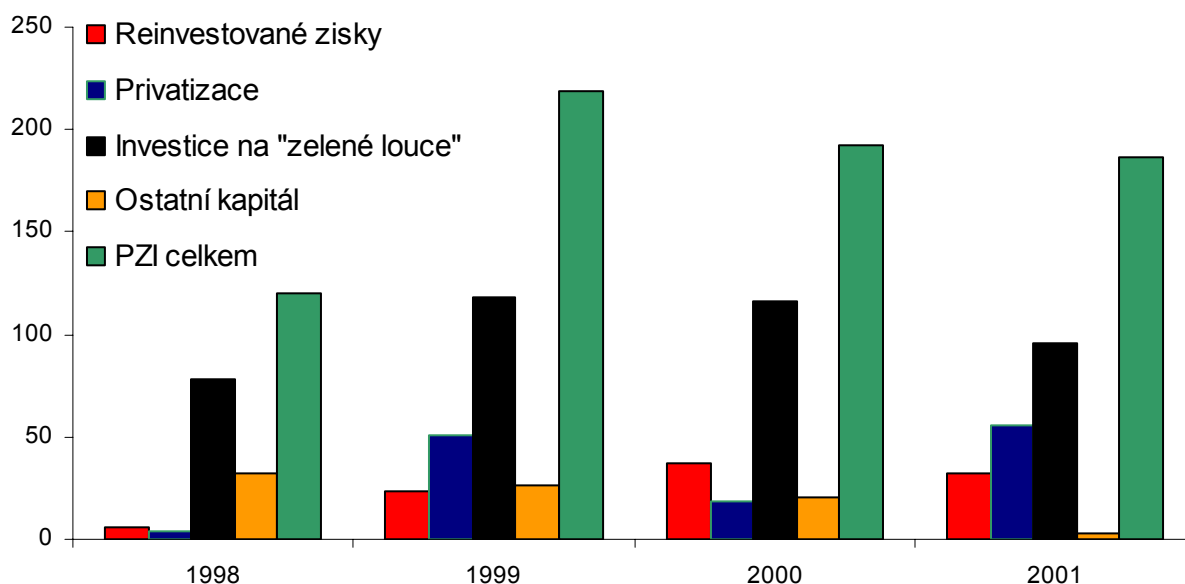
Schodek běžného účtu platební bilance predikujeme za rok 2002 na úrovni cca 108 mld. Kč, což představuje -4,8 % HDP. Zvýšení schodku oproti 7. SZ o cca 30 mld. Kč souvisí především s jeho korekcí ve třetím čtvrtletí 2002 - očekávání vyššího schodku obchodní bilance (o cca 20 mld. Kč) v důsledku zhoršeného věcného vývoje obchodní bilance bez strojů a dopadu povodní, nižšího přebytku bilance služeb (o cca 5 mld. Kč) vlivem povodní a vyššího schodku bilance výnosů (o cca 3 mld. Kč) v důsledku vyššího předpokládaného odlivu reinvestovaného zisku. V roce 2003 predikujeme snížení schodku běžného účtu na cca 96 mld. Kč, což představuje -4,1 % HDP.

8.2 Finanční účet

8.2.1 Přímé zahraniční investice

V rámci finančního účtu platební bilance dominantní roli sehrávají PZI. V období 1998 až 2001 představoval příliv očištěný o příjmy z prodeje státního majetku, reinvestovaný zisk a ostatní kapitál (tzv. green-field and brown-field investice, GBI) významnou část PZI. Jeho průměrný podíl byl ve sledovaném období 57 %. Průměrný podíl reinvestovaného zisku na PZI představoval 14 %. Zbytek připadal na privatizační příjmy z prodeje státního majetku a ostatní kapitál. Pokud jde o variabilitu jednotlivých součástí PZI, relativně nejnížší variabilita byla empiricky potvrzena u GBI.

Přímé zahraniční investice do ČR a jeho složky (v mld. Kč)



V r. 2002 nejvýznamnější roli v položce „Příjmy z prodeje státního majetku“ (pro rok 2002 137 mld. Kč) hraje prodej Transgasu za 124 mld. Kč. V r. 2003 se očekává menší rozsah privatizací. Prognózovaná hodnota prodeje státního majetku je 75 mld. Kč, z toho 55 mld. Kč – výnos z privatizace Telecomu.

Při predikci přímých investic do soukromého sektoru (přímé investice očištěné od příjmů z prodeje státního majetku, tzv. neprivatizační příliv, NPP) lze vycházet z empiricky ověřeného vztahu mezi růstem HDP v zemích, ze kterých přichází do regionu střední Evropy (ČR, Maďarsko, Polsko a Slovensko) nejvíce těchto investic (jedná se o Německo, Francii, Nizozemsko, Rakousko) a ukazateli hospodářského růstu v regionu jako indikátorem schopnosti tyto investice absorbovat (podrobněji viz Box). Provedené odhady ukazují, že nízký hospodářský růst v západní Evropě je hlavním faktorem tlumícím příliv těchto investic v regionu v r. 2002. S očekávaným výraznějším oživením v roce 2003 v zemích-původcích kapitálu se očekává jejich nárůst.

Z předpokládaného čistého přílivu PZI na rok 2002 ve výši 235 mld. Kč činí NPP 103 mld. Kč, z toho 40 mld. Kč reinvestovaný zisk. Podle současných informací budou příjmy z prodeje státního majetku představovat příliv ve výši 137 mld. Kč. Odliv kapitálu v důsledku přímých investic rezidentů v zahraničí je odhadován na 5 mld. Kč. Prognóza na rok 2003 předpokládá příjmy z privatizace ve výši 75 mld. Kč, NPP na úrovni 122 mld. Kč, z toho reinvestovaný zisk 40 mld. Kč. U odlivu PZI pro r. 2003 se očekává výše 7 mld. Kč.

BOX

Odhad modelu přílivu zahraničních investic do České republiky je založen na vazbě mezi přímými investicemi očištěnými o příjmy z prodeje státního majetku (investice na zelené, hnědé louce, reinvestované zisky, ostatní kapitál [PZI]) a makroekonomickým vývojem v regionu střední Evropy (Maďarsko, Polsko, Slovensko a Česká republika) a dále vývojem HDP v zemích, které se nejvíce podílely na dosavadním přílivu investic a představují zhruba 75 % z celkových investic. Jsou to Německo, Nizozemí, Rakousko a Francie (HDP_{ZE}).

Modelovanou závislost PZI na PZI ostatních analyzovaných zemí, HDP dané země a HDP_{ZE} lze vyjádřit následujícím vztahem.

$$\log(PZI_{i,t}) = \sum_j \beta_j \log(PZI_{j,t}) + \gamma_i \log(HDP_{i,t}) + \delta_i \log(HDP_{ZE,t}) + \varepsilon_i$$

Analyzované země mohou být vzájemnými konkurenty nebo partnery v přílivu PZI. Model verifikuje, které země jsou konkurenty a které partnery v přílivu PZI v regionu a dále ověřuje symetrický charakter tohoto procesu, a to za předpokladu, že investor má určité omezené prostředky v daném okamžiku a rozhoduje o jejich umístění. Model předpokládá pozitivní vazbu mezi růstem HDP v západních zemích a přílivem zahraničních investic do regionu. Data byla čerpána z databáze EIU, a to v roční periodicitě 1993-2001, včetně predikovaných hodnot HDP pro období 2002-2004. Model predikuje PZI jednotlivých zemí na základě predikcí HDP pro roky 2002-2004 z EIU a alternativního scénáře o pomalejším růstu HDP, tedy zpožděné hospodářské oživení, než předpovídá EIU.

Z pohledu takto definovaného simultánního modelu je nutno definovat identifikační omezení nutná pro provedení odhadu parametrů, tzv. exclusion restrictions, neboť ne všechny parametry jsou identifikovatelné. Odhady simultánního modelu byly provedeny pomocí software TSP metodou Three Stage Least Squares (3SLS). Odhady jsou konzistentní, prosty heteroscedasticity a efektivní ve smyslu simultánního modelu. R^2 a DW pro ČR, MAĎ, SVK, a POL jsou 0,87, 0,53, 0,91, 0,86, a 2,9, 2,8, 2,3, 2,9. Ve spodním indexu jsou uvedeny standardní odchylky odhadu.

$$\begin{aligned}\log(PZI_{CR}) &= 1.52_{0.59} \log(PZI_{POL}) - 2.16_{0.54} \log(PZI_{MAĎ}) + 4.76_{2.2} \log(HDP_{ZE}) \\ \log(PZI_{MAĎ}) &= -0.72_{0.16} \log(PZI_{CR}) + 1.26_{0.137} \log(PZI_{POL}) + 1.94_{0.81} \log(HDP_{MAĎ}) \\ \log(PZI_{SVK}) &= -0.4_{0.31} \log(PZI_{POL}) + 2.6_{0.67} \log(HDP_{SVK}) + 2.7_{1.05} \log(HDP_{ZE}) \\ \log(PZI_{POL}) &= 0.59_{0.15} \log(PZI_{CR}) + 0.82_{0.12} \log(PZI_{MAĎ}) - 0.4_{0.23} \log(PZI_{SVK})\end{aligned}$$

Výsledky intervalových predikcí na rok 2002-2004 jsou shrnuty v následující tabulce a jsou spočítány na základě předpovědi vývoje HDP v regionu (horní hranice intervalu) a alternativního, pomalejšího růstu HDP (dolní hranice intervalu).

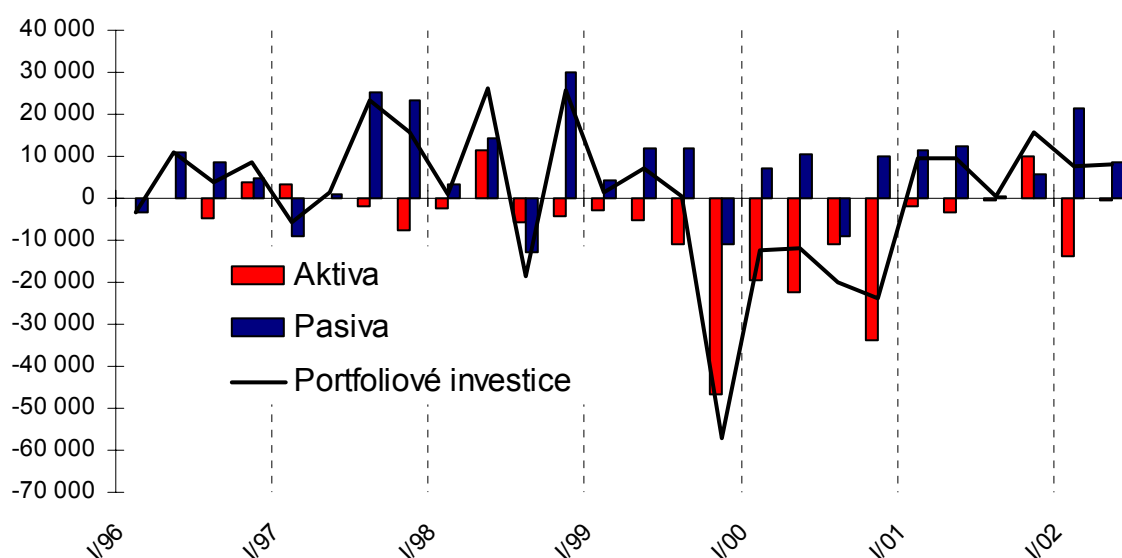
FDI do země (mil. USD):	Česká republika	Maďarsko	Slovensko	Polsko
2002	3807-3993	1670-1702	1157-1208	4347-4477
2003	4514-4969	1661-1724	1400-1527	4447-4688
2004	5852-6504	1707-1779	1818-1982	4794-5081

Samotná predikce $PZI=NPP$ na rok 2002 a 2003 vychází ze střední hodnoty intervalu a referenčního scénáře o vývoji kurzu s tím, že tato predikce byla následně expertně snižena a sice pro rok 2002 o 13 mld. Kč (na 103 mld. Kč) a pro rok 2003 o cca 20 mld. Kč (na 122 mld. Kč). Základním argumentem pro úpravu je fakt, že proměnné odhadnuté v modelovém rámci nevysvětlují příliv dokonale (expertní názor zahrnuje více informací a je v krátkém časovém horizontu přesnější). Kromě toho převládá očekávání nižšího růstu v zemích původu investic, než byly hodnoty převzaté z EIU.

8.2.2 Portfoliové investice

Portfoliové investice představují relativně méně významnou složku finančních toků platební bilance. Kromě toho toky portfoliových investic jsou také ve srovnání s přímými a ostatními investicemi nejvíce vyrovnané. Ve čtvrtletních tocích od roku 1996 mírně převažuje příliv portfoliových investic nad jejich odlivem (průměrně 874 mil. Kč). V letech 1999 a 2000 došlo ke zvýšené investiční aktivitě českých investorů v zahraničí vlivem zrušení investičních omezení a z části také rychlého růstu na zahraničních akciových trzích. Po opadnutí této investiční vlny došlo i k ochabnutí odlivu těchto investic z ČR. Přebytek portfoliových investic za první pololetí roku 2002 dosáhl cca 15,7 mld. Kč (za celý rok 2001 to bylo cca 35 mld. Kč).

Portfoliové investice (v mld. Kč)



Pro **tuzemské investice v zahraničí** prognóza pro zbytek roku 2002 počítá s relativně malým tokem tuzemských portfoliových investic do zahraničí (přibližně na úrovni prvního pololetí t.r.), což je vysvětlováno zdržením ekonomického oživení ve světě a déletrvajícím pesimismem na světových kapitálových trzích. Vzhledem k tomu, že se očekává opětovné nastartování hospodářského růstu v hlavních průmyslových zemích v příštím roce, lze počítat s odpovídajícím nárůstem tuzemských investic v těchto zemích.

Pro položku **zahraniční investice do tuzemských akcií** se předpokládá neutrální vyznění pro celý rok 2002 a mírný příliv v následujícím roce, ve výši nepřesahující polovinu úrovně z r. 2001. Důvodem je malý očekávaný rozsah nových tuzemských akciových emisí jako takových, při jen mírném zájmu nerezidentů o stávající tituly.

U položky **zahraniční investice do dluhových cenných papírů** lze očekávat následující vývoj. Dosavadní údaje o držení tuzemských vládních obligací nerezidenty ukazují, že jejich podíl v průměru činí méně než 9 % všech emisí. V první polovině r. 2002 došlo ke zvýšení tohoto držení (v absolutním vyjádření na téměř 25 mld. Kč). Z tohoto důvodu lze předpokládat, že v r. 2003 může podíl nerezidentů činit minimálně 10 % nových emisí, což odpovídá přílivu v příslušné položce FÚ PB ve výši kolem 15 mld. Kč. Stejný podíl a absolutní výše pro r. 2003 se také očekává pro nákupy nerezidenty soukromých a municipálních emisí.

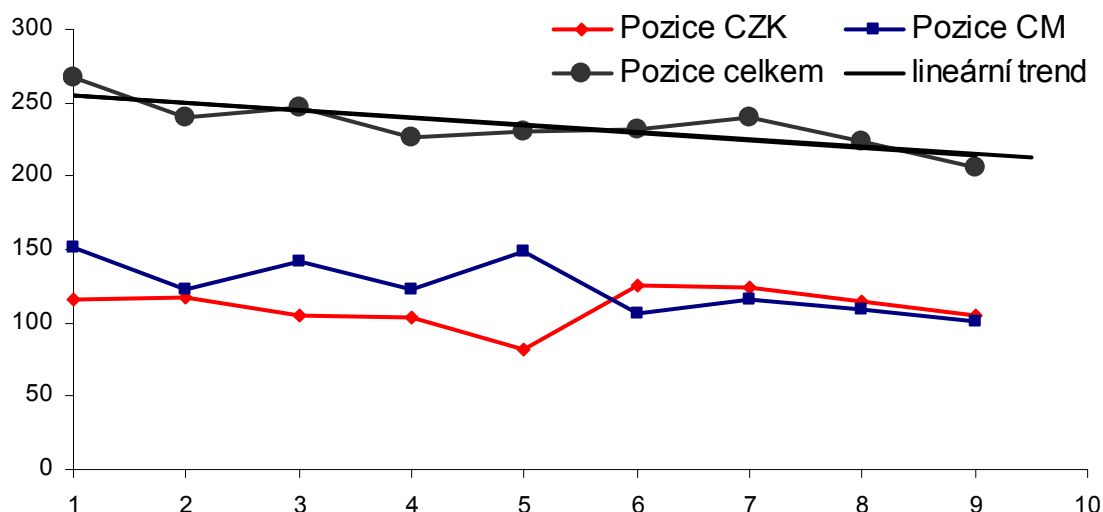
Predikce vývoje vybraných položek finančního účtu PB pro léta 2002 a 2003, v mld. Kč

	I.-II.Q.02 (skutečnost)	2002	2003
Přímé investice	187,8	235	190
Příjmy z prodeje státního majetku	125	137	75
Neprivatizační příliv (NPP)	44,9	103	122
z toho reinvestovaný zisk	20,0	40	40
Tuzemské PI v zahraničí	-2,8	-5	-7
Portfoliové investice			
Tuzemské v zahraničí	-14,3	-25	-50
Zahraniční v tuzemsku, majetkové CP	-12,4	0	10
Zahraniční v tuzemsku, dluhové CP	42,4	50	30

8.2.3 Devizová pozice bank a devizové rezervy ČNB

Podle předběžných údajů za měsíc září a definitivních údajů za srpen lze očekávat i v následujícím období pokračování trendu mírného poklesu věřitelské pozice komerčních bank vůči nerezidentům. Ve srovnání s počátkem t.r. celkově došlo ke konci srpna k poklesu věřitelské pozice bank vůči zahraničí cca o 55 mld. Kč (z toho pozice v cizích měnách poklesla o 40,5 mld. Kč a korunová pozice o 14,5 Kč).

Pozice bank vůči nerezidentům (v mld. Kč)

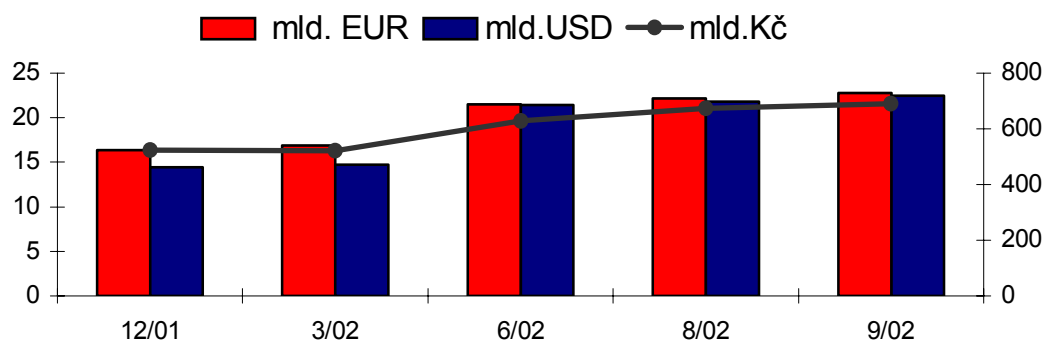


Stav **devizových rezerv ČNB** ke konci srpna dosáhl 689,9 mld. Kč (22,8 mld. EUR), což by podle předběžných výsledků postačovalo ke krytí cca 5,5měsíčního dovozu zboží a služeb. Ve srovnání s předchozím měsícem devizové rezervy ČNB v korunovém vyjádření vzrostly o 15,8 mld. Kč (cca 0,6 mld. EUR). Tento nárůst byl ovlivněn zejména operacemi ČNB na devizovém trhu.

V říjnu došlo opět k oživení trhu s korunovými eurobondy. Doposud byly na říjen avizovány tři emise v celkové hodnotě 2,75 mld. Kč a na listopad jedna ve výši 0,5 mld. Kč. Na konec tohoto roku nepřipadá splatnost u žádné z dosavadních emisí. Stav dosud

nesplacených emisí (včetně avizovaných) narostl od počátku tohoto roku o 19,5 mld. Kč a počátkem listopadu by měl vykázat hodnotu cca 94,3 mld. Kč.

Vývoj devizových rezerv ČNB (v mld. EUR/USD)
(vedlejší osa – devizové rezervy v mld. Kč)



9 Inflace

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 7.SZ	skutečnost	predikce 7.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	září 2002	-0,4	-0,5	1,0	0,8
Čistá inflace	září 2002	-0,5	-0,7	0,0	-0,3
Ceny potravin, nápoje, tabák	září 2002	-0,1	-0,1	-1,4	-2,9
Korigovaná inflace	září 2002	-0,7	-1,0	0,8	1,1

9.1 Minulý vývoj

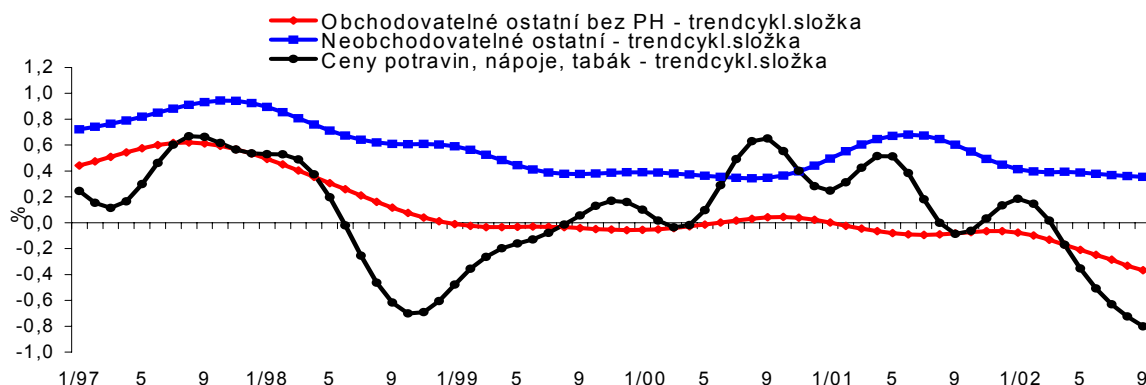
V září 2002 došlo k dalšímu poklesu spotřebitelských cen. Tento meziměsíční pokles byl způsoben především vývojem korigované inflace. Ceny potravin poklesly jen mírně, regulované ceny naopak slabě vzrostly. Uvedený vývoj odpovídal sezónnímu vývoji v tomto měsíci a nezaznamenal žádné zásadnější změny, pokud jde o hodnocení příčin, charakteru a intenzity cenového pohybu oproti minulým situačním zprávám - regulované ceny a ceny potravin zaznamenaly jen mírné pohyby a korigovaná inflace dosáhla vyšší záporné hodnoty v důsledku sezónního poklesu cen rekreací.

Meziměsíční růst regulovaných cen byl nízký (0,1 %), přestože byly od 1. září zvýšeny poplatky za poštovní služby v průměru o cca 17 %. Poštovní služby mají totiž ve spotřebním koši jen nízkou váhu a tak uvedené zvýšení způsobilo jen zhruba polovinu meziměsíčního růstu regulovaných cen (cca 0,05 p.b. z 0,1 %) a dopady do celkové inflace byly jen v řádu setin. Pokles cen potravin opět ovlivnil pokles cen brambor, zeleniny a ovoce. Mírný pokles pokračoval i u většiny ostatních položek cen potravin, ale vzrostly ceny vepřového masa o 5,5 %. Korigovaná inflace bez pohonných hmot poklesla -1,3 %. Její vývoj v září ovlivnil hlavně tradiční sezónní pokles cen rekreací (zahraničních o 22,9 %, tuzemských o 7,6 %). Korigovaná inflace bez pohonných hmot a bez cen rekreací vzrostla o 0,1 %. V jejím rámci ceny obchodovatelných ostatních položek poklesly o 0,1 % a ceny neobchodovatelných ostatních položek poklesly o 2,2 % (ceny rekreací jsou ve skupině neobchodovatelných položek). Ceny pohonných hmot v souladu s předešlým vývojem cen ropy a kurzu Kč vzrostly o 4,9 % (v srpnu stagnovaly a předtím 4 měsíce meziměsíčně klesaly).

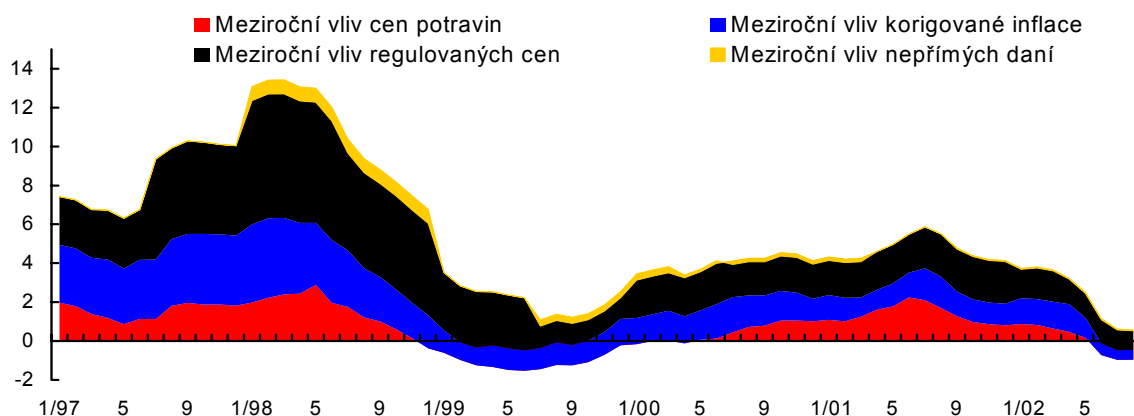
Vzhledem k tomu, že změny ve vývoji cen v jednotlivých skupinách spotřebního koše odpovídaly směrem zhruba běžným sezónním výkyvům, nedošlo k významnější změně v průběhu jejich trendových složek. Došlo pouze k zastavení předešlého mírného růstu trendové složky růstu cen neobchodovatelných ostatních položek.

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

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

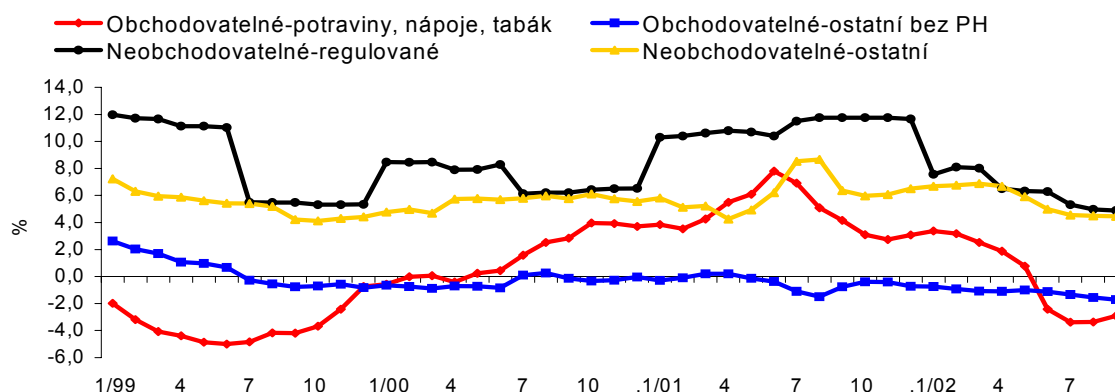


Graf: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen



Meziroční růst jednotlivých skupin cen (v %)

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



9.2 Predikce inflace pro 4. čtvrtletí 2002

V období od 7. SZ se inflační faktory vyvíjely v zásadě ve shodě s očekáváními ze 7. situační zprávy. Obdobně vývoj inflace v červenci – září nepřinesl podstatnější signály o změně charakteru inflace v české ekonomice. V návaznosti na tuto skutečnost se predikce cenového vývoje na poslední čtvrtletí mění pouze o úpravu regulovaných cen a dopady změn scénářů (kurs, cena ropy), v meziročních údajích rovněž o promítnutí rozdílů mezi predikcí a skutečností za 3. čtvrtletí. Ke konci roku 2002 predikce předpokládá meziroční růst spotřebitelských cen (varianta střed) 1,0 % (v 7. SZ 1,5 %). Predikce nadále neuvažuje žádné další administrativní zásahy nad rámec regulovaných cen. Původně předložené návrhy změn daňových zákonů Parlament zamítl a jiné konkrétní návrhy nebyly předloženy.

Změněna byla predikce meziročních růstů všech tří hlavních částí inflace - regulovaných cen, cen potravin a korigované inflace. **Predikce regulovaných cen** se změnila v důsledku zahrnutí předpokladu o snížení cen plynu v říjnu 2002 v průměru o 7,4 %. V návaznosti na tuto změnu se predikce mizr. růstu regulovaných cen ke konci roku 2002 snížila z 5,0 % na nyníjších 3,8 %, dopad této změny do celkové inflace je cca -0,2 p.b.

Změna **predikce mizr. růstu cen potravin** ke konci roku 2002 (z -1,2 % v SZ na -2,8 %) je důsledkem pouze promítnutí rozdílů predikce ze 7.SZ a skutečného vývoje v červenci až září

2002. Nečekaně vysoké poklesy cen potravin v letních měsících byly vyhodnoceny jako zesílené sezónní poklesy cen potravin bez dopadu na další trend vývoje cen potravin do budoucna. Rovněž vývoj indikátorů inflace ovlivňujících vývoj cen potravin nesignalizuje potřebu změny predikce ze 7.SZ, pokud jde o meziměsíční změny cen. Predikce nejvýznamnějšího indikátoru - cen zemědělských výrobců se nezměnila a změny ostatních indikátorů nebyly z pohledu cen potravin významné. V tomto smyslu aktuální predikce nemění trajektorii trendové složky na další měsíce a tedy ani predikci změn cen potravin (meziměsíčních) na zbývajících měsíce roku 2002.

Změny **korigované inflace bez pohonných hmot** ve 3. čtvrtletí byly v souhrnu v souladu s predikcí ze 7. SZ. Nebyla ovšem přesně odhadnuta intenzita sezónních výkyvů během léta. Tyto problémy (sezónní změny cen rekreací, dopady zvýšení nájemného do neregulovaných položek) se již netýkají měsíců do konce roku 2002. V predikci indikátorů inflace došlo pouze ke dvěma změnám, které nemají zásadnější dopad do inflace (velmi slabě proinflační změna predikce mizr. změn dovozních cen na 3. čtvrtletí 2002 z -10,8 % na -9,1 %, protisměrně snížení predikce domácí poptávky a spotřeby pro 2. pololetí 2002 s velmi slabým protiinflačním dopadem). Aktuální cenový vývoj, ani aktuální vývoj a predikce inflačních faktorů tedy nedávají důvod ke změně predikce mzm. korigované inflace do konce roku 2002. Predikce mizr. korigované inflace bez pohonných hmot se tak mění (z 1,7 % v 7. SZ na 1,9 %) pouze z důvodu odchylek predikce a skutečnosti v minulých měsících.

Predikce cen pohonných hmot vycházející ze scénářů vývoje světových cen a kurzů se proti 7. SZ změnila (predikce mizr. změny ke konci roku 2002 byla v 7. SZ 0,2 % a nyní je 4,7 %). Nicméně dopady této změny do celkové inflace jsou minimální (cca 0,1 p.b.).

9.3 Predikce inflace pro rok 2003

Predikce klíčových faktorů inflace v období, podstatném pro vývoj inflace v roce 2003, tj. od 3. čtvrtletí 2002 do konce roku 2003, se proti 7. SZ zásadněji nemění. Vliv dílčích změn v predikci hlavních nákladových faktorů slabě proinflačním směrem (dovozní ceny, nominální jednotkové mzdové náklady) je přitom konfrontován s vlivem změn v úrovni poptávky (včetně změny odhadovaného gapu), které mají protiinflační charakter. Vcelku chybí zásadnější impuls pro významnější změny predikce proti 7. SZ. Pokud jde o příčiny změn v úrovni cenového růstu v roce 2003 proti roku 2002, za nejpodstatnější lze označit postupné vyčerpávání extrémně silného pozitivního nákladového vlivu dovozních cen a cen zemědělských výrobců. V souhrnu lze předpokládat v průběhu roku 2003 postupný vzestup meziročních indexů spotřebitelských cen až na konečných cca 2,3 % v prosinci 2003.

Predikce klíčových faktorů inflace v období, podstatném pro vývoj inflace v roce 2003, tj. od 3. čtvrtletí 2002 do konce roku 2003, **se proti 7. SZ zásadněji nemění**. Dílčí rozdíly jsou nejpatrnější u cen ropy (2. pololetí 2002), částečně u dovozních cen a jednotkových mzdových nákladů, domácí poptávky a spotřeby domácností. V návaznosti na očekávaný vývoj HDP a nezměněný předpoklad o růstu potenciálu se mění rovněž představa o produkčním gapu v roce 2003 z cca 1,4 procentního bodu na cca 2,4 procentní body.

Vliv dílčích změn v predikci hlavních nákladových faktorů proinflačním směrem (dovozní ceny, nominální jednotkové mzdové náklady) je tedy konfrontován s vlivem změn v úrovni poptávky (včetně změny odhadovaného gapu), které mají protiinflační charakter. Vcelku chybí zásadnější impuls pro významnější změny predikce proti 7. SZ.

Pokud jde o **příčiny změn v úrovni cenového růstu v roce 2003 proti roku 2002**, za nejpodstatnější lze označit postupný přechod dovozních cen a cen zemědělských výrobců od silných meziročních poklesů k nulovým, resp. slabě kladným změnám. Ani v jednom z těchto případů však nepůjde o projev typické nákladové inflace, ale pouze o postupné vyčerpávání extrémně silného pozitivního nákladového vlivu.

Především tento očekávaný vývoj nákladových faktorů implikuje změny v meziročním růstu cen potravin z -2,8 % v prosinci 2002 na 2 % v prosinci 2003 a obdobně u korigované inflace z 2,0 % v prosinci 2002 na 2,5 % v prosinci 2003. Pokud jde o vývoj regulovaných cen, v lednu 2003 by měly poklesnout ceny elektřiny, predikce odhaduje tento růst na cca 5 %. Mzr. růst regulovaných cen pro leden 2003 ze 7. SZ (1,2 %) se tedy mění na 0,2 %. Tato změna bude mít dopad do inflace cca -0,2 p.b. Predikce mzr. růstu regulovaných cen ke konci roku 2003 byla 3,2 %, nyní je 2,1 % (ve vývoji regulovaných cen neočekáváme kromě změny cen elektřiny jiné významné změny proti 7. SZ).

V souhrnu lze předpokládat v průběhu roku 2003 postupný vzestup meziročních indexů spotřebitelských cen až na konečných cca 2,3 % v prosinci 2003. Predikce CPI se tedy proti 7. SZ (2,5 %) mírně snižuje (rozdíl 0,2 proc. bodu), tato skutečnost odpovídá jak nepatrnému snížení predikce čisté inflace proti 7. SZ (2,3 % proti 2,4 % v 7. SZ) a zpomalení růstu regulovaných cen (z 3,2 % v 7. SZ na 2,1 %).

Pokud jde o změny nepřímých daní, predikce nepředpokládá žádné daňové změny. Předložené návrhy změn daňových zákonů Parlament zamítl a jejich budoucnost je nejasná, a proto nejsou dopady těchto daňových návrhů do predikce promítnuty. (Dopady případného přijetí daňových změn do inflace byly podrobněji simulovány v 9. SZ).

Meziroční změny vybraných inflačních faktorů pro 10. SZ (v %)

Období	Efektivní kurs ^{a)}	Cenaropy	Dovozní ceny ^{b)}	Ceny prům. výrobců	Reál.spotřeba domácností	Průměrná mzda ve sled. org., b.c.	NJMN v NH ^{c)}	Ceny zeměděl. výrobců	Mzdy a platy v NH, v b.c. d)	Tržby v maloobchodě
I/99	-1.58	-21.05	-6.8	0.2	2.0	8.6	5.7	-8.5	4.5	1.6
II/99	4.90	21.21	-0.9	0.3	2.0	8.0	4.4	-16.9	4.3	4.1
III/99	5.79	67.82	4.7	1.0	1.8	8.7	4.6	-16.0	6.0	-0.1
IV/99	8.15	130.14	11.1	2.5	1.8	7.9	3.8	-3.6	5.6	4.6
I/00	0.47	156.13	12.9	4.6	2.1	7.0	1.8	0.7	5.1	6.4
II/00	0.32	77.63	12.9	4.6	2.2	5.8	1.2	9.3	4.3	4.7
III/00	1.98	41.12	12.1	5.1	3.1	6.2	2.0	12.9	4.8	2.6
IV/00	1.74	19.16	11.9	5.6	1.9	7.2	2.0	11.4	6.0	2.7
I/01	-0.71	-8.85	4.0	4.3	3.1	9.1	5.5	11.1	9.3	3.7
II/01	-3.50	3.92	0.3	3.7	4.0	8.9	5.3	14.5	9.0	4.3
III/01	-3.51	-15.52	-2.5	2.4	4.0	8.7	5.3	10.5	8.8	4.7
IV/01	-5.87	-33.10	-7.3	1.0	4.3	7.5	5.4	2.9	8.2	5.2
2001	-3.40	-13.39	-1.4	2.9	3.9	8.5	5.4	9.7	8.8	4.5
I/02	-7.30	-15.41	-6.6	0.1	4.1	7.0	4.2	3.6	7.0	4.2
II/02	-12.65	-9.15	-10.1	-0.5	3.6	7.4	5.1	-5.8	7.8	2.8
III/02	-13.65	8.61	-9.1	-0.8	4.1	7.3	5.6	-14.5	7.1	2.5
IV/02	-12.20	44.03	-6.4	-0.3	4.2	6.9	4.9	-10.6	6.5	4.3
2002	-11.45	7.02	-8.1	-0.4	4.0	7.1	4.9	-6.8	7.1	3.5
I/03	-8.88	29.86	-3.4	0.4	3.1	6.9	5.2	-8.0	6.2	3.2
II/03	-3.85	6.07	-1.4	0.9	3.0	6.3	4.9	1.6	5.9	3.2
III/03	-2.28	-8.67	-1.1	1.8	3.0	6.6	4.0	8.1	6.6	3.2
IV/03	-2.30	-15.56	-1.6	2.2	3.0	5.8	2.8	8.5	5.8	3.1
2003	-4.33	2.92	-1.9	1.3	3.0	6.4	4.2	2.6	6.1	3.2

^{a)} 0,75*EUR + 0,25*USD

^{b)} ekonometrický model DC v závislosti na váženém kursu, cenách uralské ropy a zemního plynu a vývoji PPI v SRN

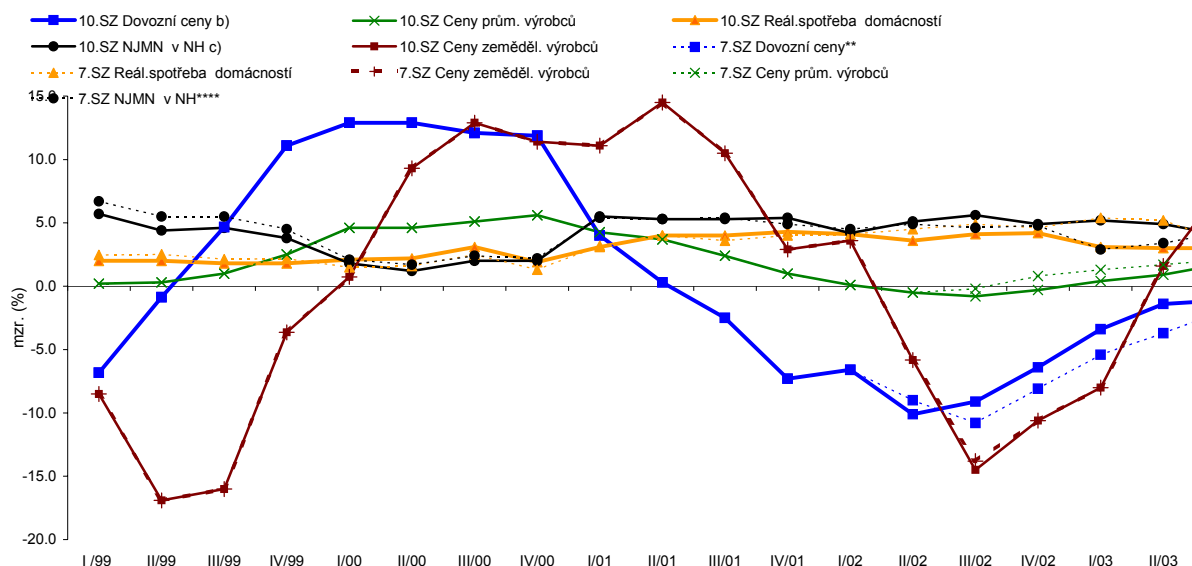
^{c)} průměrná nominální mzda ve sledovaných organizacích vynásobená počtem zaměstnanců v NH

^{d)} na základě průměrné mzdy ve sledovaných organizacích, počtu zaměstnanců a HDP, v b.c.

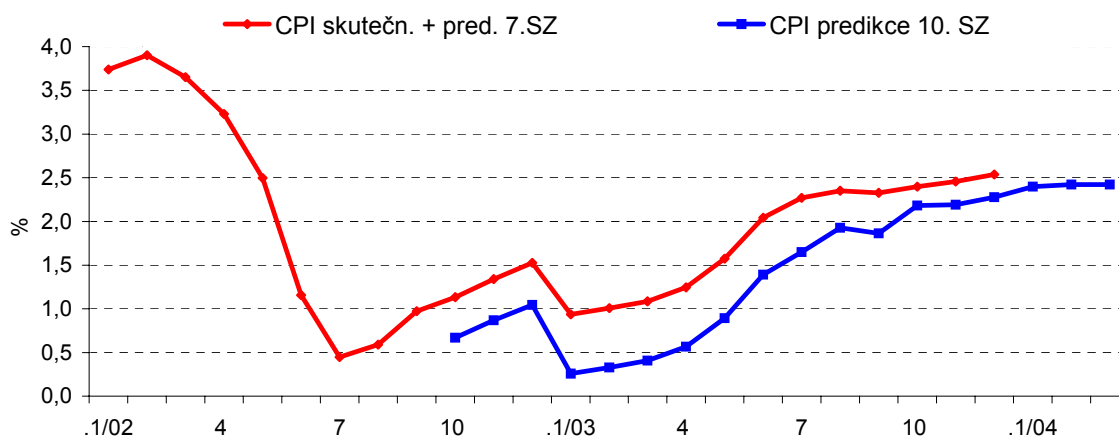
Rozdíly meziročních změn vybraných inflačních faktorů mezi 7. a 10. SZ (v %)

Období	Efektivní kurs*	Cenaropy	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
1.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.5	0.0	-1.0	0.0	0.2	0.0
2.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.5	0.0	-1.1	0.0	0.0	0.0
3.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
4.Q99	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.4	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
1.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
2.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
3.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
4.Q00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
1.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0
2.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	-0.4	0.0
3.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.4	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.0
4.Q01	0.00	0.00	0.0	0.0	0.3	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
2001	0.00	0.00	0.0	0.0	0.2	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
1.Q02	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.2
2.Q02	0.00	0.00	-1.1	0.0	-0.9	0.1	0.2	0.0	0.6	-1.8
3.Q02	-0.41	13.95	1.7	-0.6	-0.8	-0.1	1.0	-0.7	-0.1	-2.5
4.Q02	-1.35	25.08	1.7	-1.1	-0.4	-0.9	0.1	0.0	-0.7	-0.3
2002	-0.44	9.76	0.5	-0.5	-0.5	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	-1.1
1.Q03	-1.20	20.25	2.0	-0.9	-2.3	0.2	2.3	0.0	0.3	-2.2
2.Q03	-1.27	12.01	2.3	-0.8	-2.2	-0.5	1.5	0.0	-0.6	-2.1
3.Q03	-0.42	-7.33	0.8	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	0.0	-0.4	-0.8
4.Q03	0.25	-14.66	-0.4	0.0	-0.6	-0.9	-0.7	0.0	-1.2	-0.7
2003	-0.58	2.56	1.2	-0.5	-1.4	-0.4	0.6	0.0	-0.5	-1.4

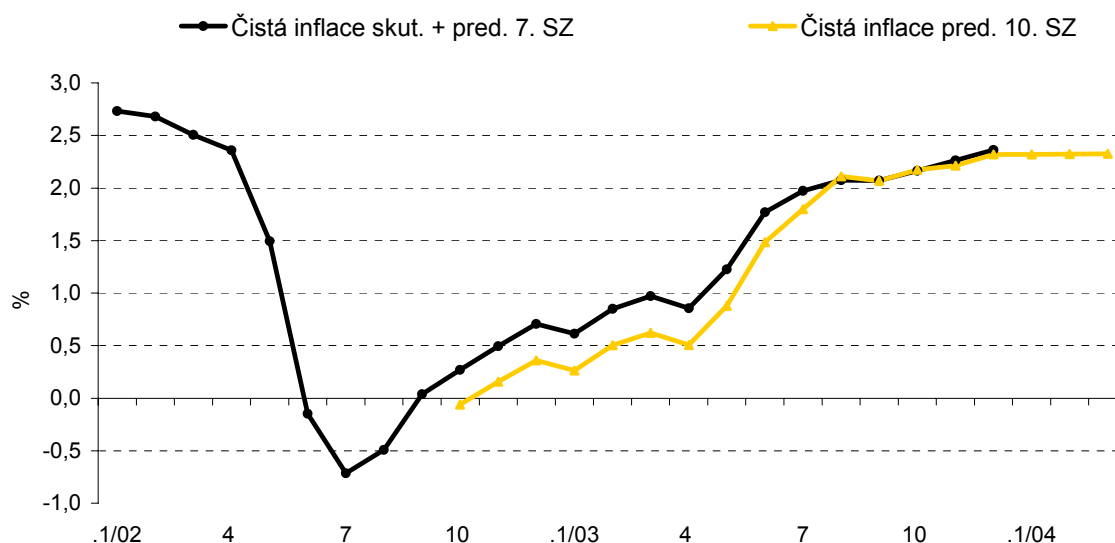
Meziroční změny vybraných inflačních faktorů pro 7. a 10. SZ (v %)



CPI: predikce ze 7. SZ a 10. SZ



Čistá inflace: predikce ze 7. SZ a 10. SZ



9.4 Strukturální pohled na vývoj inflace v roce 2003

Vývoj indexu spotřebitelských cen bude i v roce 2003 a v 1. čtvrtletí 2004 odrážet rozdílnost vývoje jednotlivých cenových segmentů.

Prakticky poprvé v historii české inflace budou regulované ceny cenovým segmentem, brzdícím dynamiku cenového růstu. Meziroční růst kolem 2 % odráží již velmi malý prostor pro skokové deregulační změny, ve většině případů již ceny regulovaných, resp. věcně usměrňovaných položek reagují pouze na běžný vývoj inflace. U některých klíčových cen (elektřina, plyn) pak zároveň vývoj světových cen a další vlivy umožňují i poklesy cen.

Vývoj cen potravin bude ovlivněn zejména změnami, pokud jde o ceny zemědělských výrobců, spolu s předpokládanou kursovou trajektorií. Změna dynamiky cen výrobců od extrémních meziročních poklesů v rozsahu kolem 13 % v průběhu 3. čtvrtletí 2002 až k očekávanému růstu kolem 8 % v průběhu 2. poloviny 2003 bude podpořena i očekávanou stabilitou kursu a vliv těchto faktorů by měl podle předpokladů predikce vyústit ve velmi slabý růst cen potravin. Tato očekávání nejsou ohrožena ani předpokladem o udržení *dosavadního tempa růstu reálné spotřeby domácností*.

U cen obchodovatelných komodit lze předpokládat návrat k jejich meziroční stagnaci, případně až k velmi slabému růstu. Klíčovým faktorem zůstávají kursové změny. Dosavadní vývoj této skupiny cen ukázal - přes silně konkurenční domácí trh - poměrně spolehlivou citlivost na tyto změny a lze proto předpokládat, že postupné zeslabování meziroční kursové apreciace v průběhu roku 2003 povede k postupnému tlaku na zpomalování meziročního poklesu cen obchodovatelných komodit, resp. k postupnému přechodu v jejich meziroční stagnaci. Růst mezd v maloobchodním sektoru a růst cen pohonných hmot by v podmínkách stabilního kursu mohl tlačit na slabý růst cen této skupiny komodit.

Predikce předpokládá v průběhu roku 2003 postupný přechod cen pohonných hmot od meziročního růstu (cca 7 % mizr. v 1. čtvrtletí 2003) k jejich meziročnímu poklesu v závěru roku 2003 (cca -4 % mizr.). Vývoj cen pohonných hmot odráží postupnou mírnou kursovou

apreciaci k USD, postupný pokles cen uralské ropy na světových trzích až na úroveň cca 23 USD/barel v druhé polovině roku 2003 a předpoklad poměrně výrazné citlivosti vývoje tuzemských cen pohonných hmot na vývoj světových cen ropy.

Ceny neobchodovatelných komodit si budou i v průběhu roku 2003 udržovat poměrně vysokou dynamiku růstu kolem 5 %. Tento odhad lze přičíst předně skutečnosti, že mzdy a jednotkové mzdové náklady v neobchodovatelném sektoru rostly i v průběhu roku 2002 poměrně rychle, dále očekávanému dopadu cen ropy a konečně udržení tempa růstu reálné spotřeby domácností, což znamená, že se výrazně nezmění ani poptávka po službách.

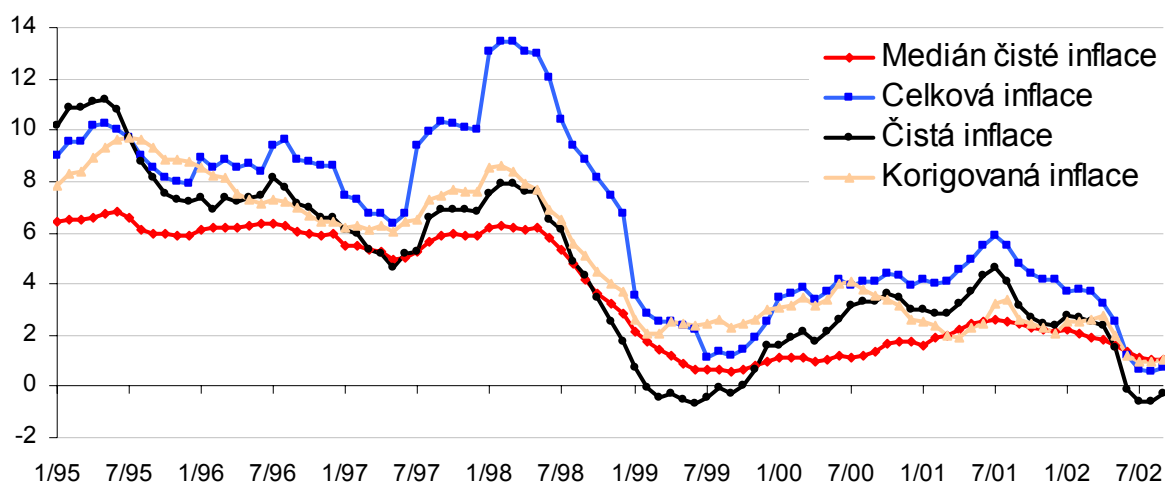
9.5 Medián čisté inflace

Stejně jako v předchozích dvou měsících se v září meziměsíční mediánová inflace pohybovala kolem nuly a umožnila tak ještě další mírný pokles meziroční mediánové inflace. Naopak klasicky počítaná meziměsíční inflace zaznamenala výrazný pokles. Tentokrát se však pravděpodobně nejedná o vnější šoky ale pouze o technický dopad cen rekreací, s jejichž změněnou sezónností si techniky sezonního očišťování nedokážou poradit. Ale i bez tohoto vlivu lze konstatovat, že inflační tlaky v domácí ekonomice jsou na velice nízké úrovni.

Rozbor sezonně očištěných položek ukazuje velkou volatilitu cen potravin, a to oběma směry. Na straně inflačních položek nejvíce k inflaci přispěly ceny pohonných hmot, méně pak hypotetické nájemné vlastníků a poštovní služby. Naopak deflnačně působily nejvíce již zmíněné ceny rekreací, méně pak závodní stravování a nové automobily.

Přes výrazný meziměsíční pokles indexu již meziroční inflace klasických agregátů v souladu s očekáváním zaznamenala obrat a lze předpokládat její návrat k mediánovým hodnotám, v delším horizontu pak i vzestup nad tyto hodnoty.

Medián čisté inflace a jeho porovnání s ostatními agregáty inflace (mzr., %)



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 analyzujeme situaci horšího ekonomického výhledu světové ekonomiky a ukazujeme, že i přes významné snížení úrokových sazeb se bude inflace v horizontu několika let pohybovat pod spodní hranou cílovaného koridoru. Ve dvou variantách druhého alternativního scénáře se snažíme zaujmout stanovisko k možným příčinám znehodnocení nominálního kurzu, kterými jsou podle našeho názoru jednak významná korekce vývoje rizikové premie z posledního roku a dále agresivnější uvolnění měnověpolitických sazeb. Ukazujeme, že ačkoliv oba důvody mohou vyvolat obdobné znehodnocení nominálního kurzu, jejich dopady do inflace a měnových sazeb jsou značně odlišné především proto, že v druhé variantě měnová politika sleduje znehodnocení kurzu, což vede ke značnému rozkolísání ekonomiky. V alternativním scénáři 3 posuzujeme situaci, která by nastala v případě, že by fiskální stimul v roce 2002 proběhl v nižším rozsahu a jeho realizace by se částečně přenesla do roku 2003. Ukazujeme, že dopady do vývoje úrokových sazeb i predikce inflace jsou nevýznamné.

Alternativa 1: Zpomalení růstu světové ekonomiky

První alternativou je nižší než v základním scénáři předpokládaný růst světové ekonomiky, přičemž vliv světové ekonomiky je v predikci aproximován hospodářským vývojem v Německu. Zatímco základní scénář přebírá predikci hospodářského vývoje v Německu z publikace Consensus Forecast (1,5 % v r. 2003), alternativa počítá s takovým ochlazením světové ekonomiky, aby růst HDP v Německu byl v roce 2003 nižší o 1 p.b. Alternativa je zpracovávána jako vnitřně konzistentní a obsahuje tak odpovídající pokles německé inflace a úrokových sazeb. Konzistentní reakce byly simulovány pomocí modelu NIGEM.

Tabulka srovnání výchozích předpokladů základního scénáře a alternativy

		HDP Německo	Ropa (USD/barel)	CPI inflace Německo	ECB (1Y)	USD/EUR
Základní scénář	2002	0,4	26,6	1,4	3,6	0,9
	2003	1,5	26,9	1,4	3,5	1,0
	2004	2,1	28,6	1,8	3,8	1,0
Alternativa	2002	0,4	26,6	1,4	3,5	0,9
	2003	0,5	26,9	1,2	2,3	1,0
	2004	3,4	28,6	1,5	3,4	1,0

Pomalejší růst světového hospodářství vede k většímu prohloubení záporné mezery výstupu v roce 2003 (-3 % HDP) s adekvátním dopadem do temp růstu HDP. Přes výrazné uvolnění měnových podmínek dojde k oživení ekonomické aktivity až v roce 2004, kdy se mezera HDP začne opět uzavírat. K její kulminaci dojde zhruba ve stejném období jako v základním scénáři.

Výrazné ochlazení ekonomiky přinese v roce 2003 ještě větší dezinflační impulz. Stejným směrem bude působit i zahraniční inflace a nominální kurz, který bude vykazovat větší apreciační tendenci především z důvodu poklesu inflačního diferenciálu vůči Německu. Meziroční hodnoty inflace tak vzrostou v průběhu roku 2003 pouze ke 2 % a na této hladině

se budou pohybovat víceméně na celém horizontu predikce. S návratem do cílovaného koridoru lze počítat až koncem roku 2005.

S alternativním scénářem je konzistentní výrazné snížení úrokových sazeb, oproti základnímu scénáři až o 1,5 %. V alternativním scénáři počítáme, že by tento pokles sazeb byl rozfázován do několika čtvrtletí, což by poskytlo dostatečný prostor k potupnému ověřování a aktualizaci předpokladů predikce. Na druhou stranu toto rozfázování měnověpolitické reakce významným způsobem zpomalí návrat inflace do cílovaného koridoru.

Tabulka 1

Srovnání alternativy nižšího světového růstu se základním scénářem predikce

Celková meziroční inflace(%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	0,9	0,4	1,0	1,8	2,2	2,5	2,6	2,5	2,6
Alternativa nižší světový růst	0,9	0,4	1,0	1,6	1,9	1,9	2,0	1,7	1,8

Mezera výstupu (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	-2,0	-2,4	-2,5	-2,5	-2,2	-1,8	-1,2	-0,6	-0,2
Alternativa nižší světový růst	-2,0	-2,7	-3,0	-3,1	-2,9	-2,1	-1,1	-0,2	0,3

3měsíční úroková sazba (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,8	3,1	3,3
Alternativa nižší světový růst	2,1	1,6	1,4	1,1	1,1	1,2	1,5	1,9	2,3

Kurz (Kč/EUR)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	30,0	30,0	30,0	29,8	29,6	29,5	29,3	29,1	28,8
Alternativa nižší světový růst	30,0	30,0	29,9	29,7	29,6	29,4	29,2	28,8	28,4

Alternativa 2: Znehodnocení nominálního kurzu

V této alternativě opouštíme projekci neměnného kurzu po následující tři čtvrtletí ze základního scénáře a analyzujeme vliv dvou možných faktorů znehodnocení nominálního kurzu v horizontu jednoho roku. Těmito faktory jsou na jedné straně autonomní růst rizikové prémie, a na straně druhé výraznější snížení měnově politických sazeb, než uvažuje základní scénář.

2a Autonomní znehodnocení nominálního kurzu

V této variantě předpokládáme růst rizikové prémie, který by vedl k trajektorii kurzu na úrovni 31 Kč/euro po dobu jednoho roku. Tato úprava předpokladů o vývoji autonomních

kurzových faktorů vede přes znehodnocení nominálního kurzu i k vyšší predikci inflace (Tabulka 2), která se bude v horizontu 4-6 čtvrtletí pohybovat podél středu cílovaného koridoru. Znehodnocený kurz přispěje i k rychlému odbourání reálného nadhodnocení, což se příznivě projeví na vývoji HDP i mezery výstupu. Rychlejší návrat HDP k potenciálu však bude tlumen zpříšňováním úrokové složky měnových podmínek, a tak se poptávkové inflační tlaky nebudou od základního scénáře příliš lišit. Odpovídající reakcí měnové politiky je postupné zvyšování úrokových sazeb až na úroveň 5 % v průběhu jednoho roku. Intenzita reakce je ovlivněna jak silou inflačního impulsu znehodnoceného kurzu, tak posunem politicky neutrální trajektorie nominálních úrokových sazeb v důsledku zvýšení rizikové premie a inflačních očekávání. S poklesem sazeb k úrovni 4 % lze počítat až ve střednědobém horizontu v souvislosti s poklesem rizikové premie.

2b Výrazné snížení úrokového diferenciálu

Ve druhé variantě této alternativy, která se zabývá možnými důvody střednědobého znehodnocení nominálního kurzu, zvýrazňujeme roli, kterou v tomto procesu může hrát měnová politika prostřednictvím snižování úrokových sazeb. Ve variantě uvažujeme s takovým poklesem úrokových sazeb, který by v horizontu jednoho roku vedl k deprecii kurzu o 1 Kč/euro. Rozfázování tohoto znehodnocení oproti variantě a) této alternativy je způsobeno významným zpožděním v přenosu měnověpolitické reakce do diferenciálu dlouhých sazeb, které považujeme za určující pro vývoj kurzu.

Tato varianta se od předchozí liší především v tom, že k uvolnění kurzové složky měnových podmínek dochází prostřednictvím významného uvolnění složky úrokové. To se projeví především v rychlejší uzavírání mezery HDP; potenciálu HDP by mohlo být dosaženo už počátkem roku 2004. Rychlý růst ekonomiky s sebou přinese dodatečné poptávkové inflační tlaky. Ty spolu s přímým inflačním impulzem znehodnoceného kurzu přivedou závěrem příštího roku inflaci do horní poloviny cílovaného koridoru, přičemž v průběhu roku 2004 lze očekávat přestřelení cíle. Úrokové sazby na tento vývoj začnou reagovat až s ročním zpožděním, během kterého usilují o deprecii kurzu. Zpožděná reakce se proto projeví se zvýšenou intenzitou a odpovídající zvýšení úrokových sazeb se pohybuje v řádu 2 p.b. To přivede nominální kurz zpět k hodnotám kolem 29 Kč/euro, což se jeví spolu s ochlazením ekonomiky nutným ke stabilizaci inflace v rámci cílovaného koridoru v průběhu roku 2005. Tato varianta ukazuje, že znehodnocení kurzu o 1 Kč dosažené prostřednictvím úrokových sazeb vede ke značnému rozkolísání ekonomiky. Takový rozsah znehodnocení prostřednictvím úrokových sazeb se proto jeví nadměrný.

Tabulka 2

Srovnání alternativ autonomního kurzu a deprecie kurzu prostřednictvím sazeb se základním scénářem predikce

Celková meziroční inflace (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	0,9	0,4	1,0	1,8	2,2	2,5	2,6	2,5	2,6
Alternativa autonomního kurzu	1,1	0,7	1,7	2,9	3,6	4,0	4,1	3,7	3,5
Alternativa deprecie kurzu prostřednictvím sazeb	1,0	0,6	1,6	3,0	3,9	4,6	5,0	4,8	4,6

Mezera výstupu (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	-2,0	-2,4	-2,5	-2,5	-2,2	-1,8	-1,2	-0,6	-0,2
Alternativa autonomního kurzu	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-1,9	-1,5	-0,9	-0,3	0,1
Alternativa depreciace kurzu prostřednictvím sazeb	-2,0	-1,8	-1,3	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1

3měsíční úroková sazba (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,8	3,1	3,3
Alternativa autonomního kurzu	3,8	4,6	5,1	5,0	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Alternativa depreciace kurzu prostřednictvím sazeb	0,4	1,1	1,6	0,9	4,2	5,4	5,9	6,0	5,9

Kurz (Kč/EUR)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	30.0	30.0	30.0	29.8	29.6	29.5	29.3	29.1	28.8
Alternativa autonomního kurzu	31.0	31.0	31.0	31.0	30.60	30.30	30.0	29.8	29.5
Alternativa depreciace kurzu prostřednictvím sazeb	30.6	30.9	31.0	30.7	30.20	29.8	29.5	29.3	29.2

Alternativa 3: Odlišný vývoj fiskální politiky státu

Tato alternativa spočívá v částečném přesunutí expanzivního dopadu změny fiskální pozice na bázi celé soustavy veřejných rozpočtů z roku 2002 do roku 2003. Základní scénář predikce počítá pro rok 2002 se zvýšením poptávkově relevantního deficitu VR oproti roku 2001 o 69,5 mld. Kč na 120 mld. Kč. Současně je naše predikce pro rok 2003 konzistentní s předpokladem výrazného snížení příspěvku fiskální politiky státu k dynamice domácí poptávky a HDP na bázi tohoto salda, což odpovídá jeho mírnému prohloubení o 20,6 mld. Kč na 140,6 mld. Kč. V této alternativě uvažujeme, že část očekávané expanzivní změny fiskální pozice v základním scénáři nebude z nějakých příčin (a v rozporu s aktuálně platným výhledem MF o vývoji soustavy VR) realizována¹⁷. Zároveň zvyšujeme odhad dynamiky fiskálně autonomního HDP pro letošní rok tak, aby pozorované, resp. predikované, tempo růstu HDP pro rok 2002 zůstalo stejné jako v základním scénáři.

Proto je naše arbitrární rozhodnutí o podobě této alternativy takové, že pro rok 2002 budeme předpokládat jen poloviční nárůst poptávkově relevantního schodku soustavy VR oproti baseline predikci, tj. jeho výše bude činit cca 85 mld. Kč a nárůst oproti roku 2001 cca 35 mld. Současně dojde ke zvýšení nárůstu schodku pro rok 2003 o 35 mld. Kč (přesun z roku 2002) s tím, že výsledné saldo pro rok 2003 tak bude činit opět 140,6 mld. jako v baseline predikci.

¹⁷ Může se tak dít zejména v segmentu parafiskálních fondů (především Státního fondu dopravní infrastruktury a Státního fondu podpory bydlení), jejichž příjmy a výdaje jsou velmi špatně odhadnutelné v závislosti na nejistých dotacích z FNM v souvislosti s privatizací státního majetku.

Přesun části dopadů změny fiskální pozice do roku 2003 při kompenzujícím zvýšení dynamiky autonomní poptávky nemění představu základního scénáře o vývoji HDP a mezery výstupu v tomto roce. Naopak v roce 2003 povede zvýšený fiskální impulz k rychlejšímu uzavírání mezery HDP. Ačkoliv nižší mezera HDP sníží poptávkový dezinflační impulz pozorovaný v základním scénáři, predikce inflace se mírně sníží. Důvodem je rychlejší zhodnocování nominálního kurzu vyvolané zvýšením úrokových sazeb oproti základnímu scénáři v průběhu roku 2003. Průběh úrokových sazeb na přelomu let 2002 a 2003 odpovídá základnímu scénáři, jejich rychlejší růst v průběhu roku 2003 souvisí s nižší mezerou výstupu.

Tabulka 3

Srovnání alternativy fiskálního stimulu se základním scénářem predikce

Celková meziroční inflace (%)

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

Mezera výstupu (%)

	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	-2,0	-2,4	-2,5	-2,5	-2,2	-1,8	-1,2	-0,6	-0,2
Alternativa fiskálního stimulu	-2,0	-2,2	-2,0	-1,9	-1,6	-1,5	-1,1	-0,7	-0,4

3měsíční úroková sazba (%)

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

Kurz (Kč/EUR)

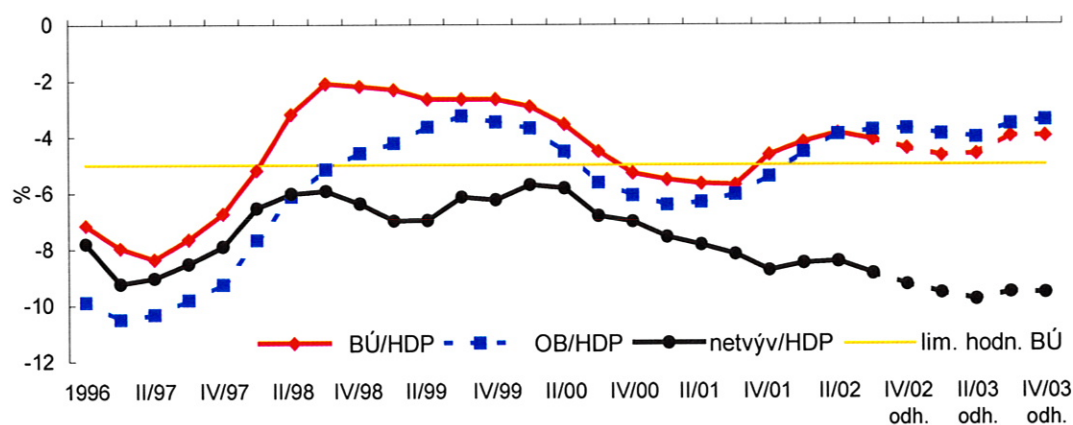
	02q4	03q1	03q2	03q3	03q4	04q1	04q2	04q3	04q4
Základní scénář (ZS)	30,0	30,0	30,0	29,8	29,6	29,5	29,3	29,1	28,8
Alternativa fiskálního stimulu	29,9	29,8	29,7	29,4	29,2	29,1	29,0	28,8	28,6

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
(v %, roční klouzavé úhrny)



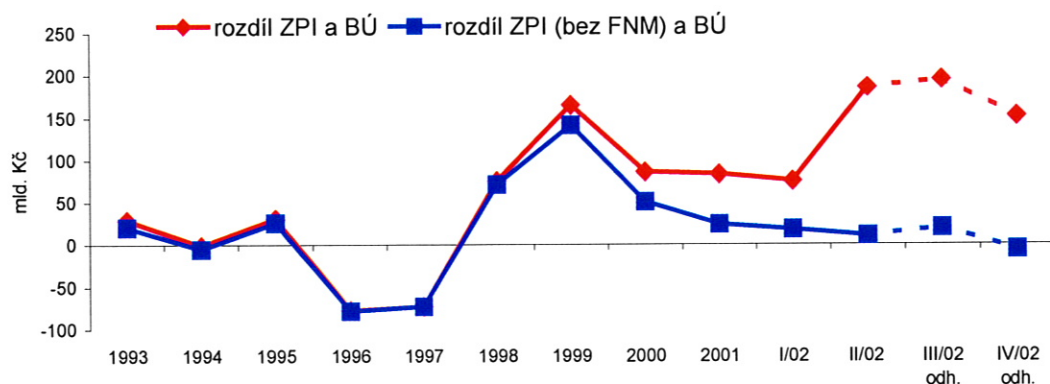
Pramen: ČNB

Poměr schodků běžného účtu a obchodní bilance k HDP v běžných cenách dosahuje v letošním i podle aktuální predikce i v roce 2003 přijatelných hodnot (v případě schodku BÚ cca 4 % HDP). Určitý trend stabilizace indikátoru je patrný v příštím roce i ve stálých cenách. Vliv indikátoru na růst depreciačních očekávání se nepředpokládá.

2/ Krytí schodku běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

Krytí schodku běžného účtu přílivem ZPI

(v mld. Kč, roční klouzavé úhrny)



Pramen: ČNB, FNM ČR

Vzájemná bilance mezi výší schodku BÚ a jeho financování přílivem přímých investic zůstane příznivá ve zbývajícím období roku vlivem předpokládaných prodejů státních majetkových účastí zahraničním investorům. V průběhu času dochází k poklesu přebytku přímých investic nad BÚ po vyloučení akcí státní privatizace. Intenzita působení indikátoru na zhodnocování koruny by se měla postupně snižovat.

3/ Změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Náhled zahraničních subjektů na měnový a ekonomický vývoj v České republice se nemění. Výsledek irského referenda by v případě zamítnutí reformy EU znamenal oddálení vstupu kandidátských zemí a tím i ČR do Evropské unie a vedl by k oslabení CZK (dopad na vývoj veřejných financí a platební bilance).

Inflační vývoj v ČR zahrnuje v sobě protichůdné působení více faktorů – proinflační působení ceny ropy, případně mzdového růstu a protikladný vliv oslabené poptávky. Předpokládá se pokračování doposud neinflačního prostředí.

Proti pokračujícímu zhodnocování kurzu bude ČNB působit častějšími verbálními i reálnými skrytými intervencemi na devizovém trhu, aby jej udržela minimálně na současné úrovni. Možnost pro říjnové snížení úrokových sazeb, která vyplývá i z komentářů některých členů bankovní rady se uvažuje spíše pouze v případě posilování koruny nad současnou úroveň (cca 31 CZK/EUR) nebo snížení sazeb ECB. V opačném případě by se stávající úroveň sazeb neměla měnit.

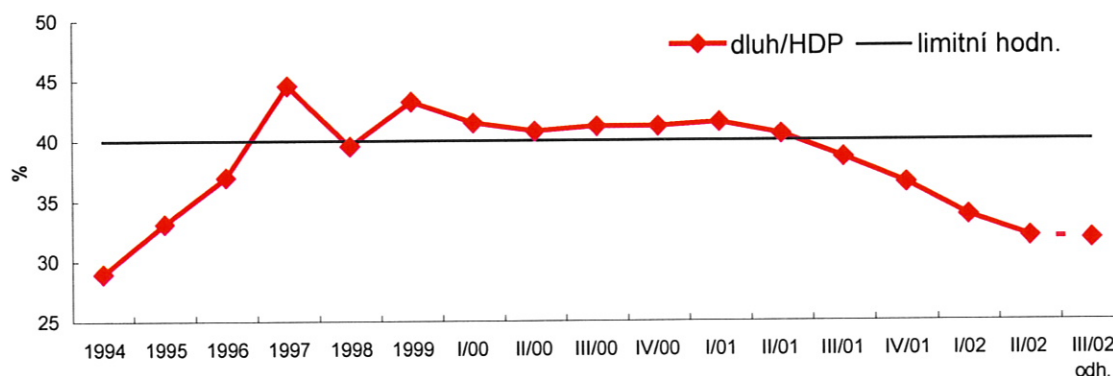
Z komentářů zahraničních subjektů je zřetelný vyčkávací postoj a nejistota ohledně dalšího kurzového vývoje zejména pod vlivem vnějších faktorů.

B/ Indikátory dluhového vývoje

1/ Poměr zahraničního dluhu k HDP

Poměr zahraničního dluhu k HDP

(v %, roční klouzavé úhrny)



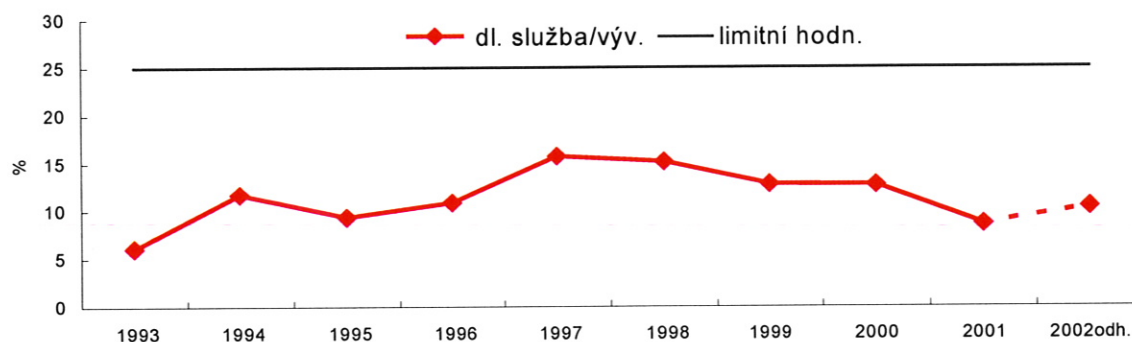
Pramen: ČNB

Vývoj zahraničního dluhu ve vztahu k HDP je příznivý a nachází se v dostatečném odstupu od senzitivní hranice 40 % – odhad na 3. Q cca 32 %. Vývoj indikátoru působí ve směru posilování kurzu.

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

Vývoj dluhové služby (splátky jistiny a úroků v příslušném roce) z dlouhodobých a střednědobých závazků je ve sledovaném období příznivý (cca 10 % ročního exportu zboží a služeb) a v dostatečném odstupu od mezní hodnoty. Vývoj indikátoru působí ve směru apreciacie koruny.

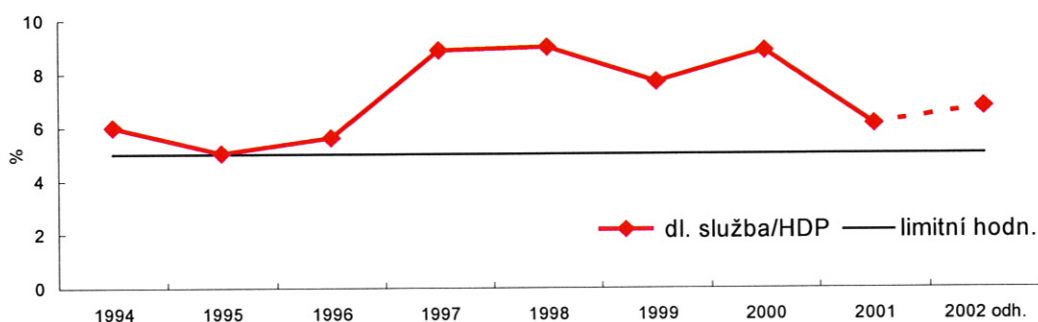
Poměr dluhové služby k exportu zboží a služeb (v %)



Pramen: ČNB

3/ Dluhová služba ve vztahu k HDP

Poměr dluhové služby k HDP (v %)



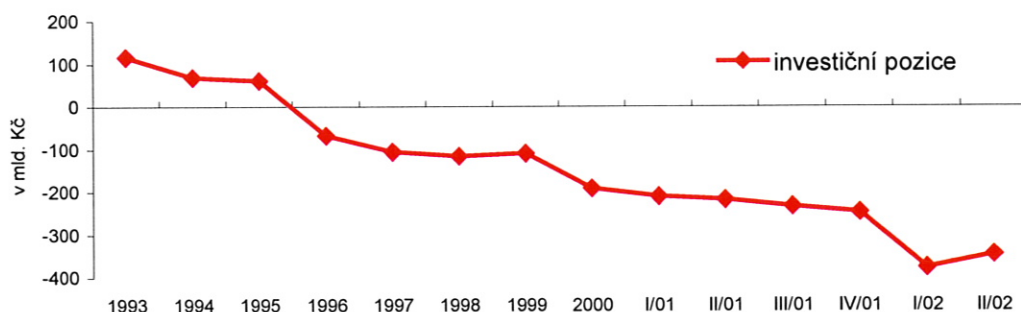
Pramen: ČNB

Poměr dluhové služby k HDP dosahuje v letošním roce úrovně cca 6 % a je patrná spíše klesající tendence v porovnání s předchozími lety. I přes vyšší hodnotu indikátoru se jeho vliv na růst depreciačních očekávání se vzhledem k dlouhodobějšímu trendu nepředpokládá.

4/ Vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

Podle posledně publikovaných údajů ve 2. čtvrtletí se zastavil nepříznivý trend nominálního prohlubování schodku investiční pozice vůči nerezidentům. Uvedený vývoj odrážel příznivý vývoj běžného účtu a obchodní bilance zesílený příznivým dopadem kurzových vlivů na nominální hodnotu aktiv a pasiv. Ve 3. čtvrtletí by se tendence k prohlubování schodku měla opět obnovit (vliv růstu deficitu obchodní bilance a BÚ, kurzový vývoj).

Vývoj investiční pozice ČR (v mld. Kč)

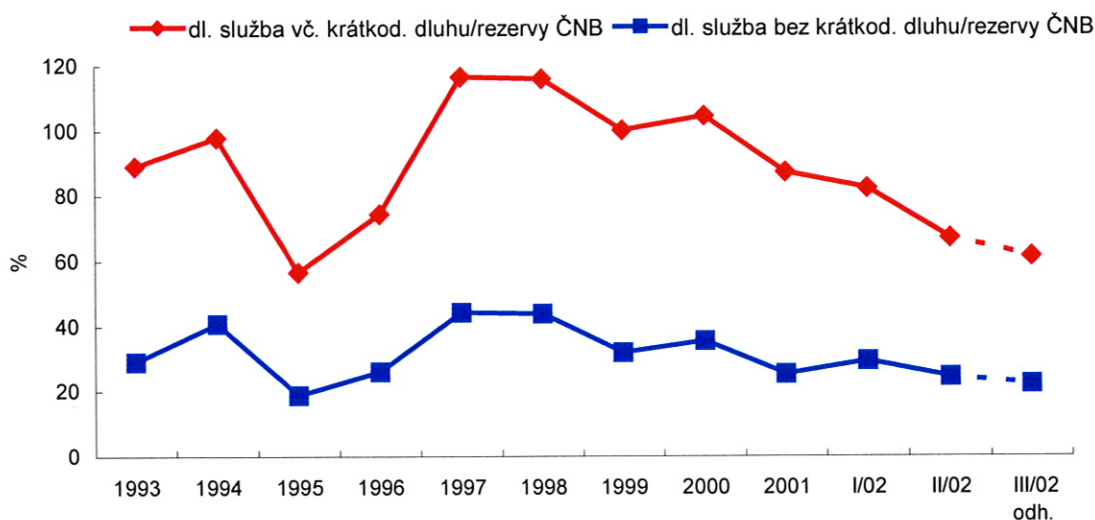


Pramen: ČNB

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 (v %)



Pramen: ČNB

Stabilizace krátkodobé složky dluhu při současném růstu stavu devizových rezerv se příznivě promítá ve vývoji indikátoru (ke konci 3. čtvrtletí odhad převisu devizových rezerv nad výší rychle mobilizovatelného zahraničního dluhu o téměř 40 %). Tento vývoj je v souladu s tendencí k posilování koruny.

2/ Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

Míra krytí peněžní zásoby devizovými rezervami ČNB se v letošním roce průběžně zvyšuje především v důsledku růstu stavu devizových rezerv (odhad v září cca 42,7 %). Vývoj indikátoru probíhá v souladu s apreciačním trendem kurzu koruny.

Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

(v %, stav ke konci sled. obd.)

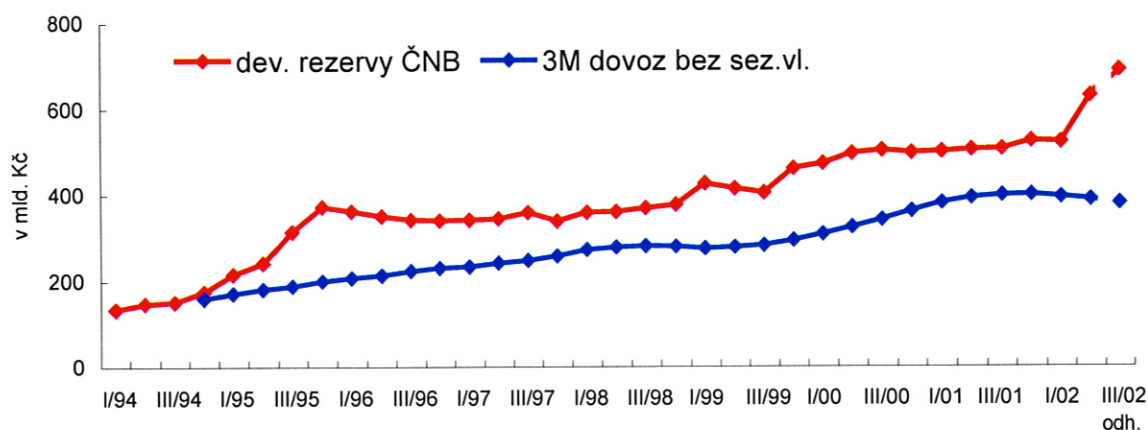


Pramen: ČNB

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

Výše devizových rezerv ČNB vztažená k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb

(v mld. Kč)



Pramen: ČNB

Pokrytí dovozních potřeb české ekonomiky devizovými rezervami ČNB se v průběhu letošního roku výrazně zvýšilo. V současnosti pokrývají devizové rezervy více než 5měsíční dovoz zboží a služeb. Vývoj indikátoru působí ve směru zpevňování koruny.

D/ Ostatní indikátory

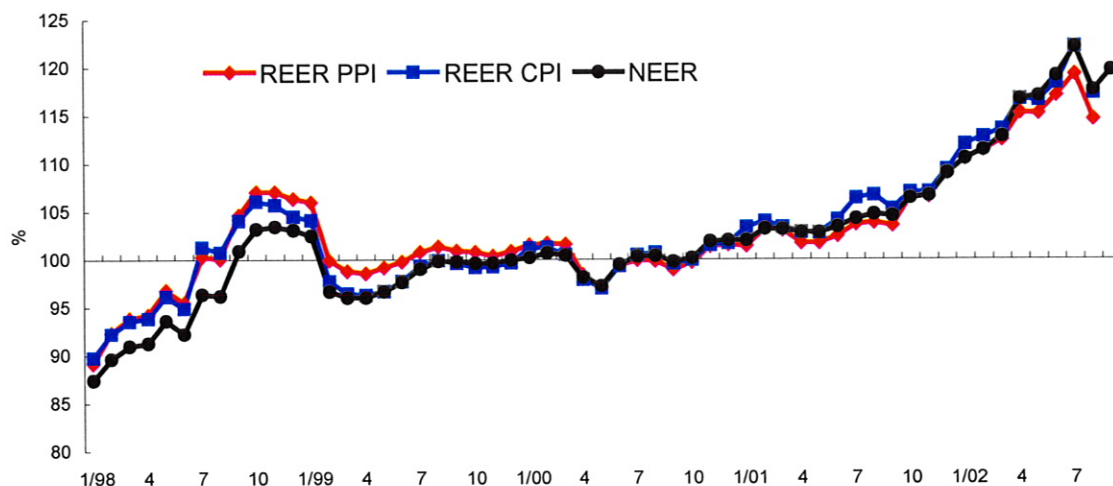
1/ Vývoj reálného efektivního kurzu

Posilování nominálního a reálných efektivních kurzů na bázi měsíčních průměrů se v srpnu zastavilo a došlo k jejich výraznějšímu oslabení. V září se apreciační trend na základě vývoje

nominálního efektivního kurzu zřejmě opět obnovil. I přes dílčí srpnovou korekci je míra zhodnocení kurzů v letošním roce (zejména NEER a REER CPI) silná a s tím spojené dopady na cenovou konkurenceschopnost českých exportérů nadměrné.

Vývoj reálného a nominálního efektivního kurzu

(v %, rok 2000 = 100)



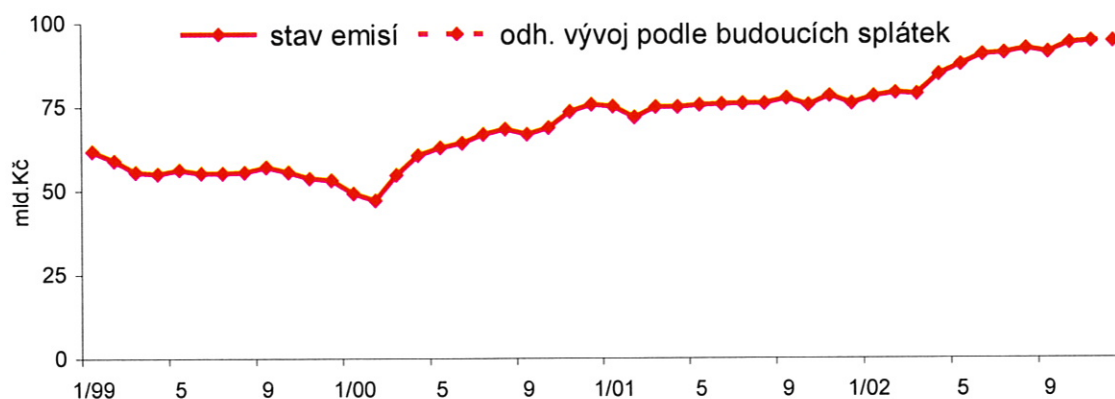
Pramen: ČNB, MMF, Bloomberg

2/ Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

V říjnu a v listopadu jsou prozatím uskutečněny a ohlášeny emise eurokorunových obligací ve výši 3,25 mld. Kč. Splácení dřívějších emisí se již do konce roku neuskuteční. Oživení poptávky zahraničních investorů zvýrazňuje apreciační působení indikátoru na vývoj kurzu.

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí

(v mld. Kč)



Pramen: ČNB, Bloomberg

Závěr:

Od počátku září do poloviny října (16. 10.) koruna vůči euru po počátečním přechodném posílení oslabovala v rozmezí 29,790 – 30,970 CZK/EUR. Obdobně probíhal vývoj kurzu koruny vůči USD (pohyb v intervalu 30,381 – 31,530 CZK/USD).

Hodnocení vývoje indikátorů se oproti minulé situační zprávě v zásadě neliší. V převážné většině se indikátory vyvíjejí stabilizovaně a s příznivým výhledem (platí zejména pro indikátory dluhového zatížení a likvidity). I přes záplavy a možné ochabnutí vnější poptávky se předpokládá rozsah vnější nerovnováhy na přijatelné úrovni. Financování běžného účtu dlouhodobými zdroji je prostřednictvím ZPI zajištěno, i když je patrný pokles zastoupení neprivatizačních investic.

Tempo zhodnocování průměrných měsíčních hodnot efektivních kurzů se v srpnu dočasně zastavilo a efektivní kurzy meziměsíčně oslabily. V září se apreciační trend opět obnovil. Poptávka po eurokorunových obligacích se v říjnu zvýšila; je již hlášena i emise na listopad.

Expektace zahraničních subjektů jsou určeny vyčkávacím postojem založeným převážně na nejistotách vnějšího prostředí a jejich dopadu na českou ekonomiku. V oblasti kurzového vývoje není předpokládáno pokračující výrazné posilování koruny jako v předchozích měsících vzhledem k růstu nejistot a předpokládaným pokračujícím intervencím ČNB. Za určitých podmínek (další posilování kurzu, úprava sazeb ECB) může být v říjnu rozhodnuto o korekci úrokových sazeb ve směru jejich snížení.

V krátkodobém horizontu indikátory vnější rovnováhy působí převážně ve směru apreciacie kurzu. Na základě jejich předpokládaného vývoje není výraznější oslabení kurzu uvažováno.

VÝHLED NEFINANČNÍCH KORPORACÍ A FIREM PRO NEJBLIŽŠÍ OBDOBÍ (č. 14)

I. ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

1. Ve výhledu pro zbytek roku zůstává nálada podnikových manažerů i nadále převážně pesimistická. Hlavní barometr konjunkturního klimatu – index všeobecné obchodní situace – dosáhl pro 4. čtvrtletí hodnoty 81 bodu a již šest čtvrtletí po sobě se pohybuje pod kritickou hranicí 100 bodů^{x)} (konjunkturní index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na příslušné čtvrtletí):

	2002				2001				2000			
	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.
index	81	82	87	83	94	94	107	103	116	121	115	111

Za hlavní důvody převládajícího pesimismu respondenti uvedli:

- stagnaci, resp. nízký růst evropských ekonomik a nejistoty nad mírou zotavení a výkonem amerického hospodářství,
- silnou domácí měnu,
- agresivní zahraniční konkurenci,
- slábnoucí domácí poptávku.

Zásoba práce daná stavem zakázek se v letošním roce mírně, ale trvale snižuje, a to zejména v tuzemsku. Získání vyšších zakázek v zahraničí brání v některých teritoriích množstevní limity (například na dovoz automobilů Škoda do Číny, přestože po nich existuje silná poptávka).

Podle posledních údajů za 3. čtvrtletí poklesla v podnicích zpracovatelského průmyslu průměrná míra využití kapacit na 78,7 % (z 83,8 % ve 2. čtvrtletí).

Důsledky povodní nehrály v očekáváních většiny podnikových manažerů zásadnější roli. Postižené podniky signalizují převážně krátkodobé výpadky výroby a z toho resultující možné skluzy v dodávkách odběratelům, předpokládají rovněž vyšší náklady na opravy, případně na pořízení nových investic. Za hlavní rizikovou oblast, v níž by se následky povodní mohly projevit nejviditelněji, byl respondenty označen odbyt.

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

II. STAVEBNICTVÍ

1. Konjunkturální index všeobecné obchodní situace dosáhl pro 4. čtvrtletí hodnoty 109 bodů (konjunkturální index všeobecné obchodní situace v bodech, výhled na příslušné čtvrtletí):

	2002				2001				2000			
	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.	IV.	III.	II.	I.
index	109	124	135	115	123	131	153	91	128	140	108	62

Téměř čtyři pětiny respondentů (78 %) považují ekonomickou situaci svých firem za dobrou a vyhlídky do konce roku hodnotí se zhruba stejnou mírou optimismu jako dosud.

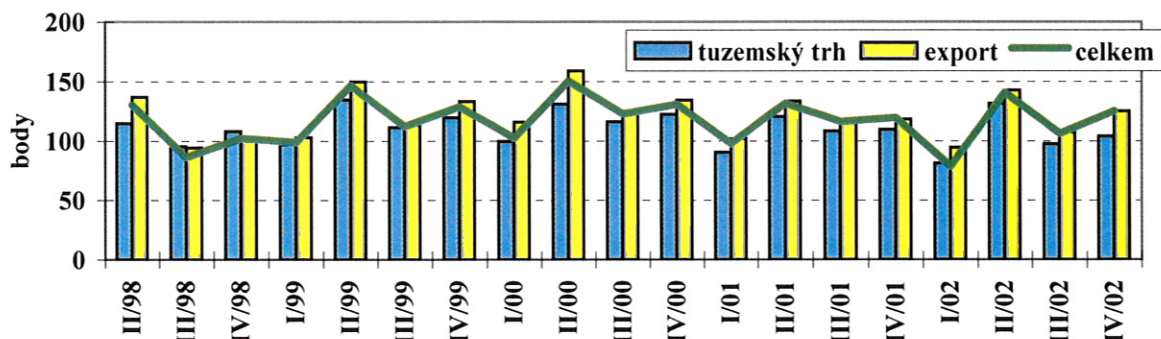
Zásoba práce daná stavem zakázek se zvýšila, ve zbytku roku pak firmy počítají s udržení růstu stavební výroby.

Pozitivní efekty a zvýšenou poptávku po stavebních pracích očekávají firmy zejména v příštím roce v souvislosti s nápravou povodňových škod (za předpokladu dostatku finančních prostředků na tyto účely). Firmy kalkulují také s výraznější státní podporou investic do bytových a rodinných domů.

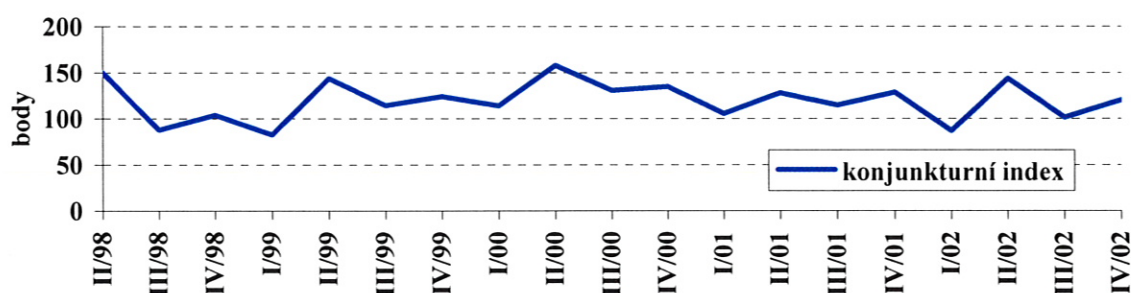
2. Tempo růstu cen stavebních prací by se do konce roku mělo zpomalit. Konjunkturální index klesl za 136 bodů ve 3. čtvrtletí na 125 bodů pro 4. čtvrtletí. Počet respondentů, kteří uvažují s cenovým růstem, se snížil ze 36 na 27 %. S udržení stávající hladiny cen počítá 72 % respondentů, což je o 8 % víc než ve 3. čtvrtletí.

ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

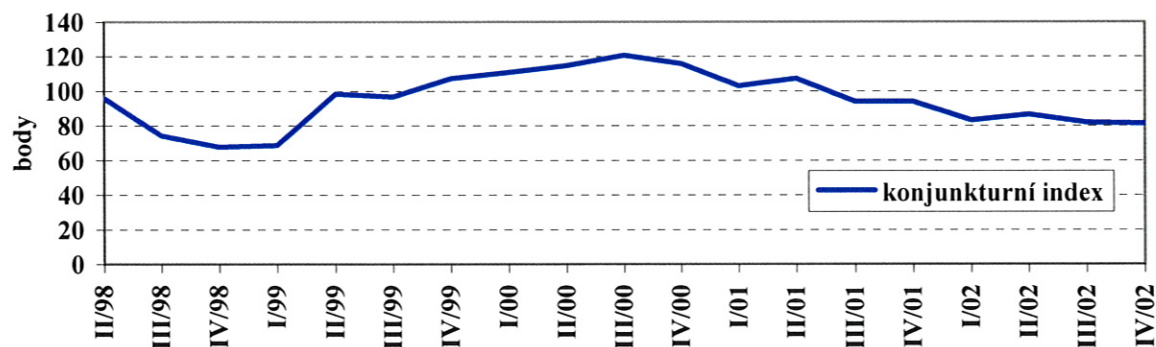
DODÁVKY (konjunkturální index)



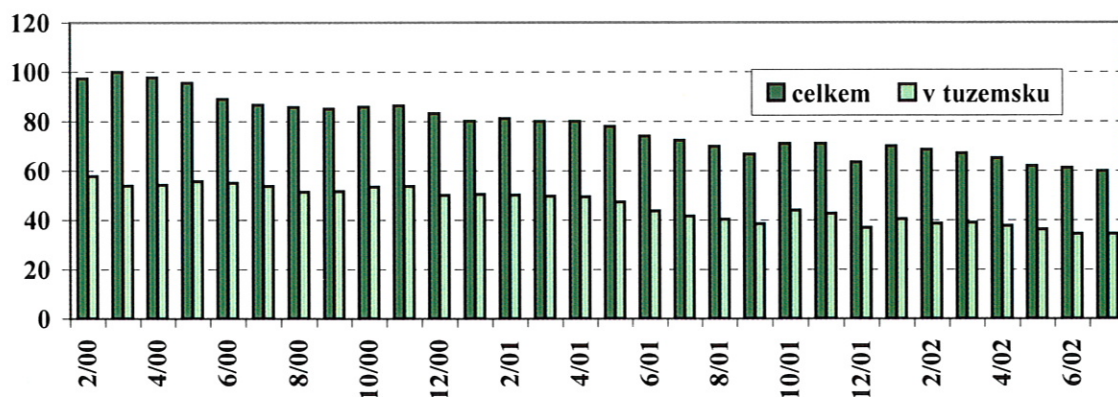
PRODEJ VÝROBKŮ A SLUŽEB NA VÝVOZ



VŠEOBECNÁ OBCHODNÍ SITUACE

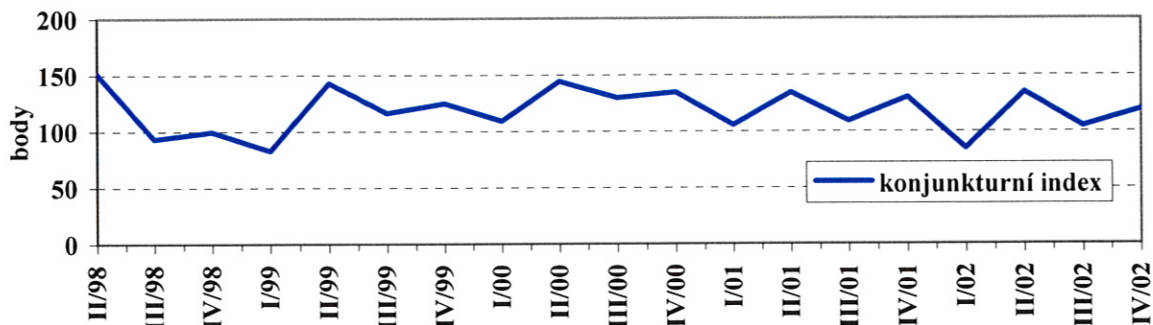


ZAKÁZKY (stav ke konci období v mld. Kč)



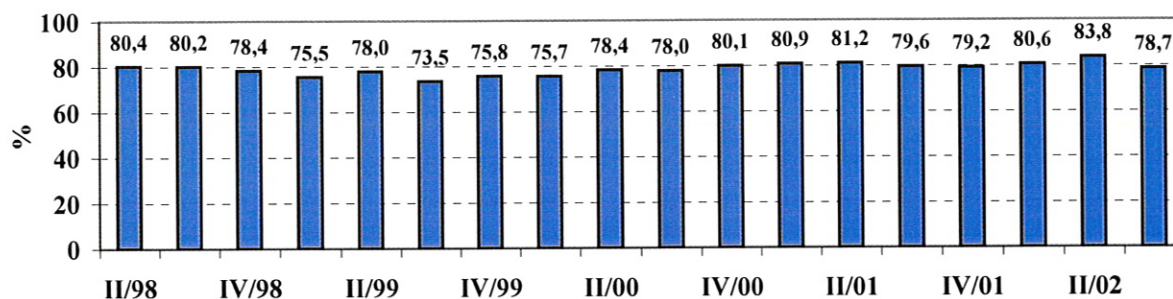
ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

TRŽBY

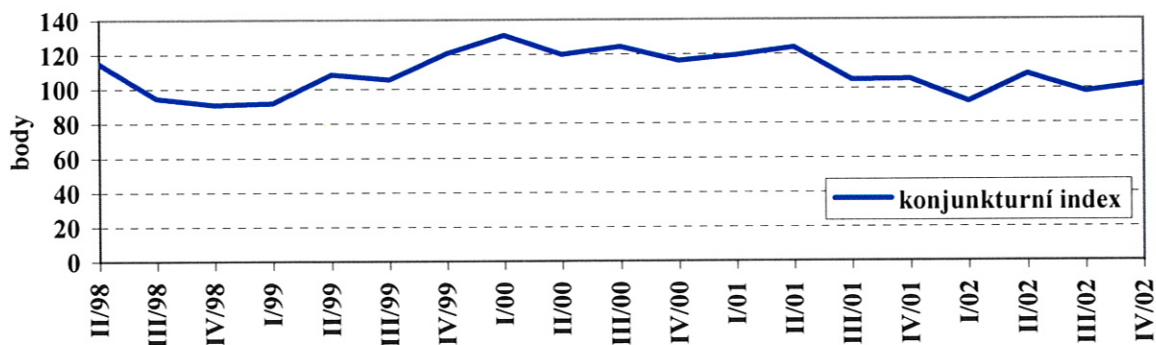


VYUŽITÍ VÝROBNÍCH KAPACIT

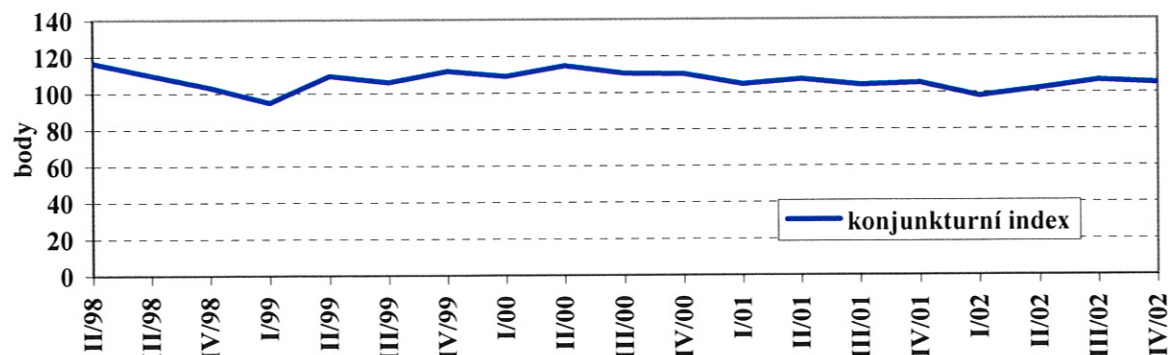
(průměrná míra v %)



CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ



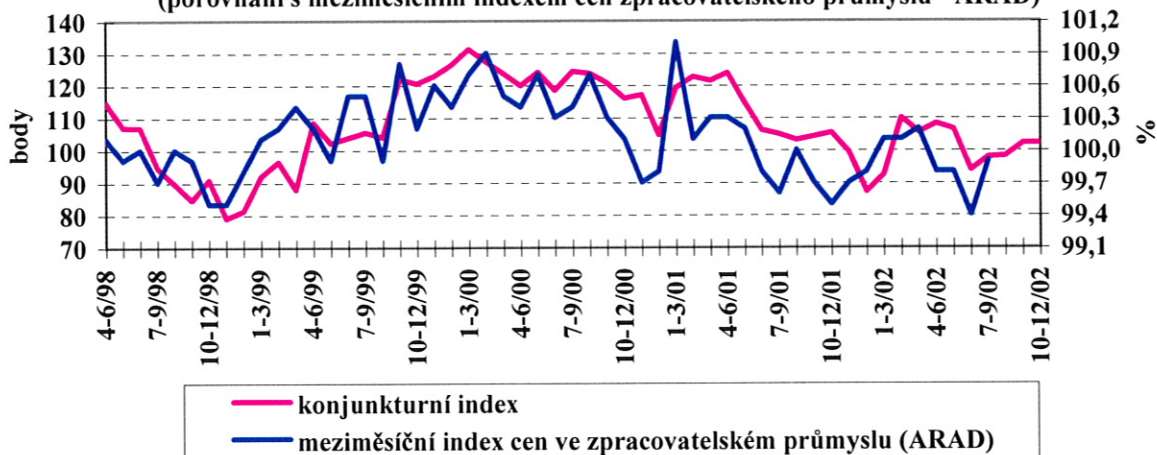
FINANČNÍ SITUACE



ZPRACOVATELSKÝ PRŮMYSL

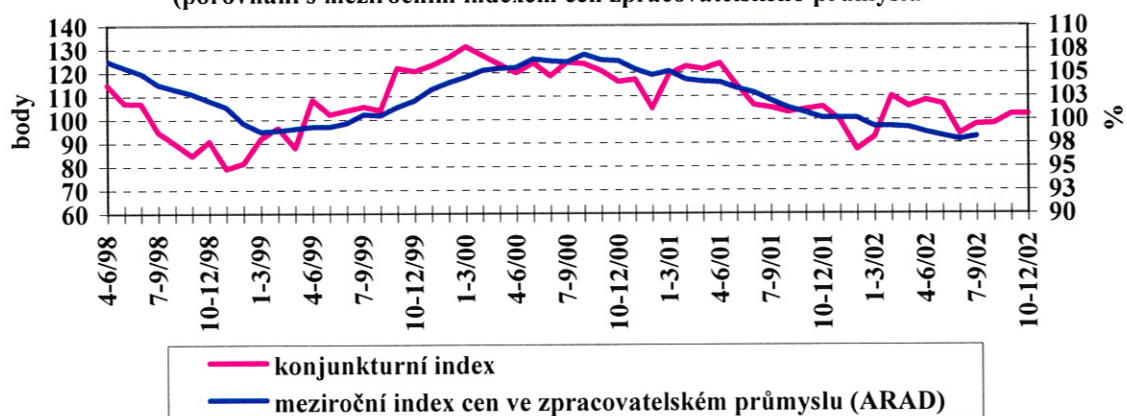
CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

(porovnání s meziměsíčním indexem cen zpracovatelského průmyslu - ARAD)

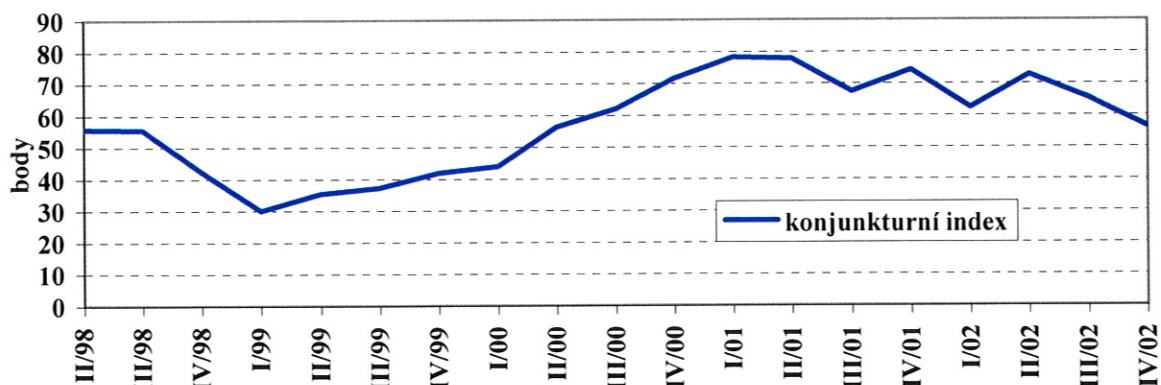


CENY PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ

(porovnání s meziročním indexem cen zpracovatelského průmyslu -

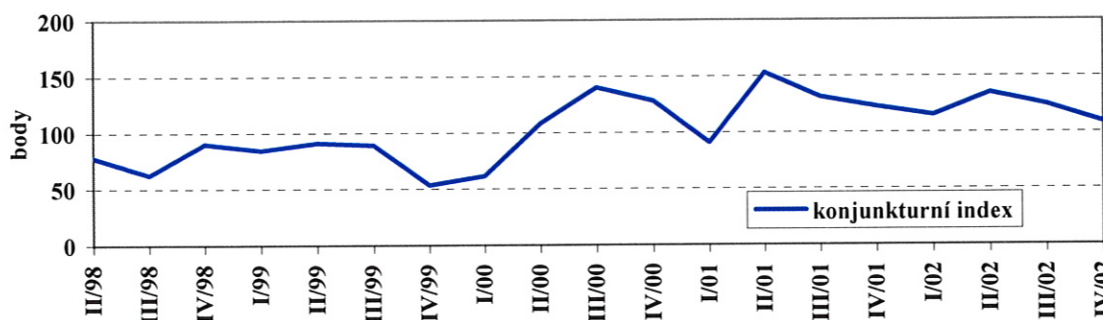


ZAMĚSTNANOST



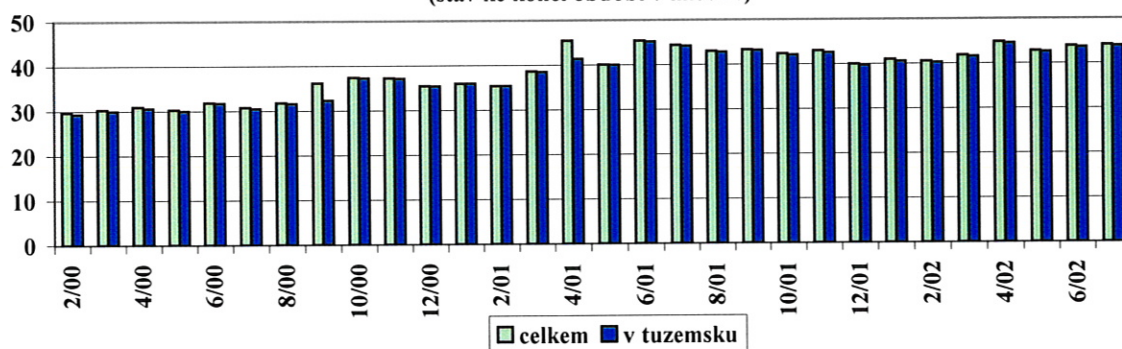
STAVEBNICTVÍ

VÝVOJ VŠEOBECNÉ OBCHODNÍ SITUACE

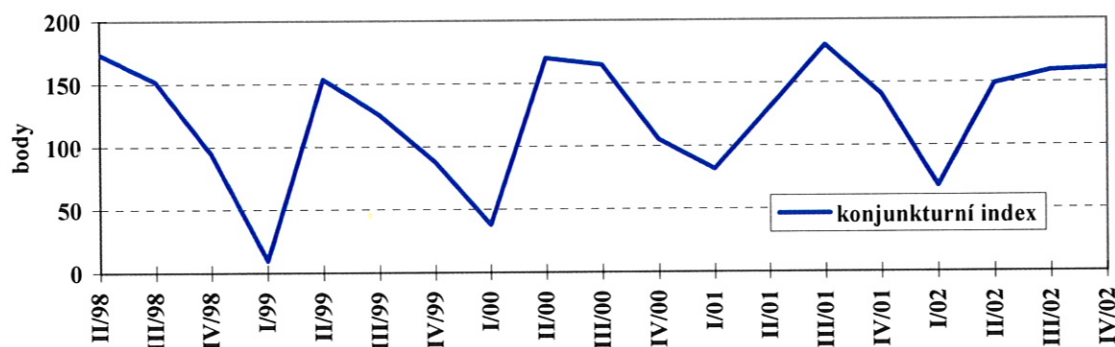


ZAKÁZKY

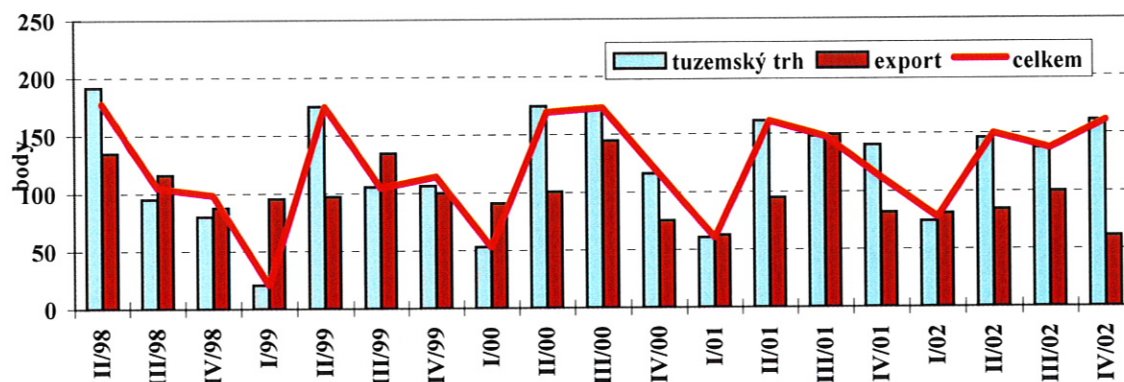
(stav ke konci období v mld.Kč)



STAVEBNÍ VÝROBA

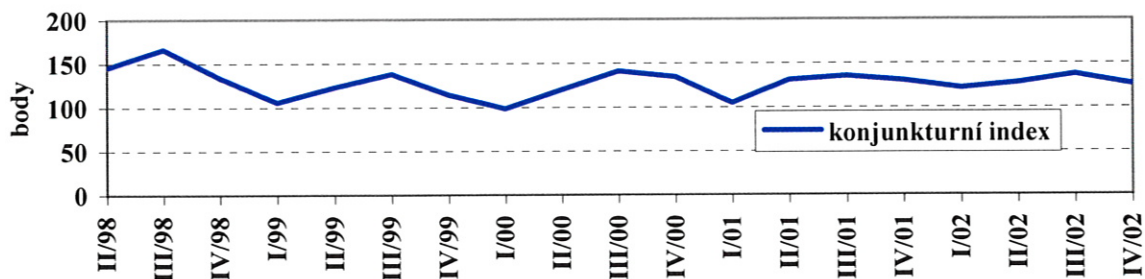


DODÁVKY

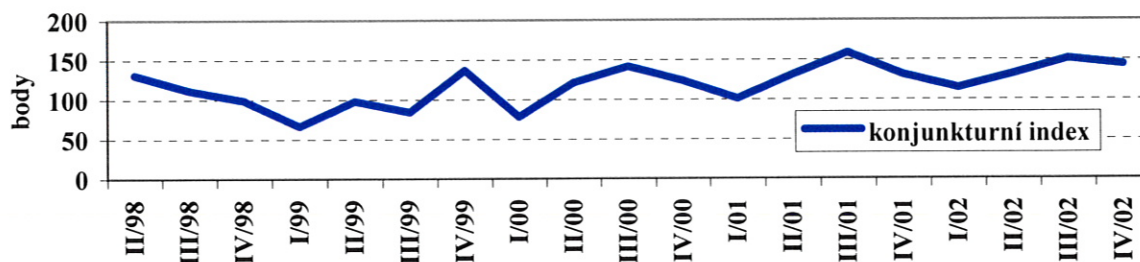


STAVEBNICTVÍ

CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

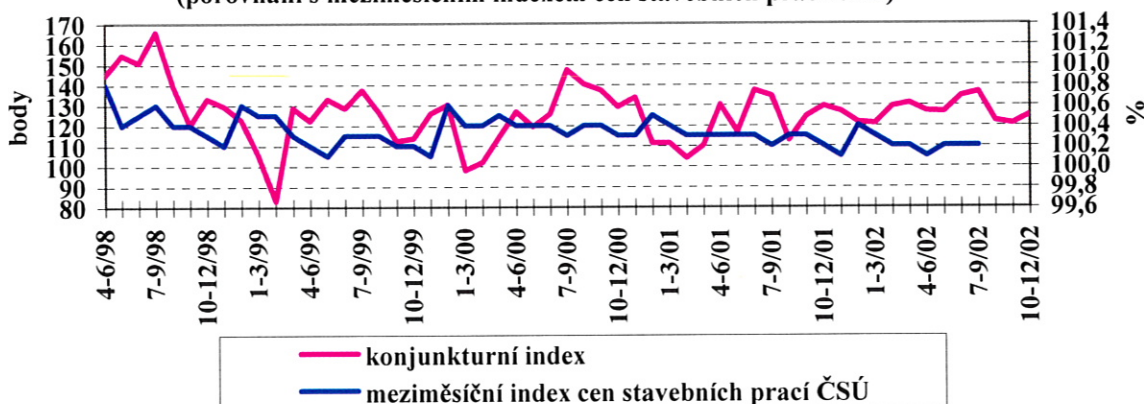


PRŮMĚRNÁ MZDA



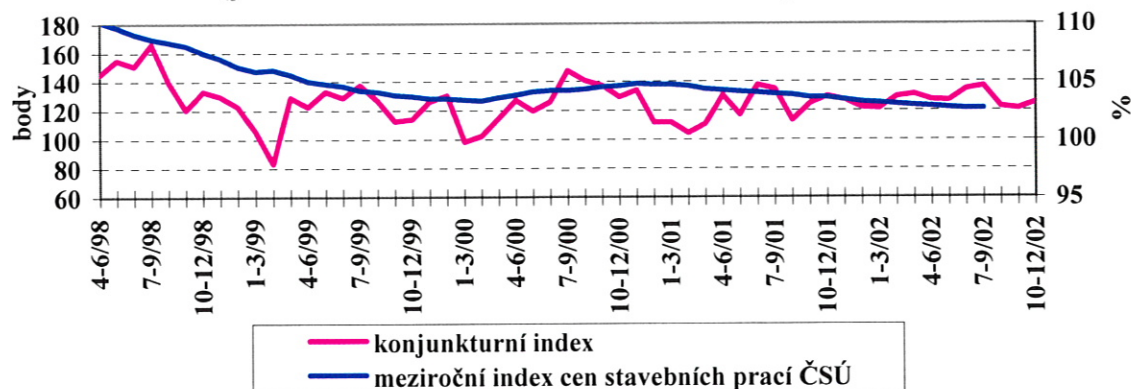
CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

(porovnání s meziměsíčním indexem cen stavebních prací ČSÚ)



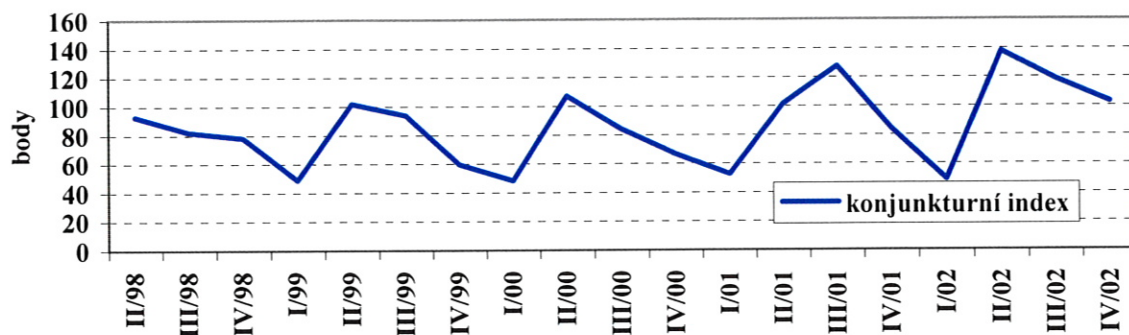
CENY STAVEBNÍCH PRACÍ

(porovnání s meziročním indexem cen stavebních prací ČSÚ)

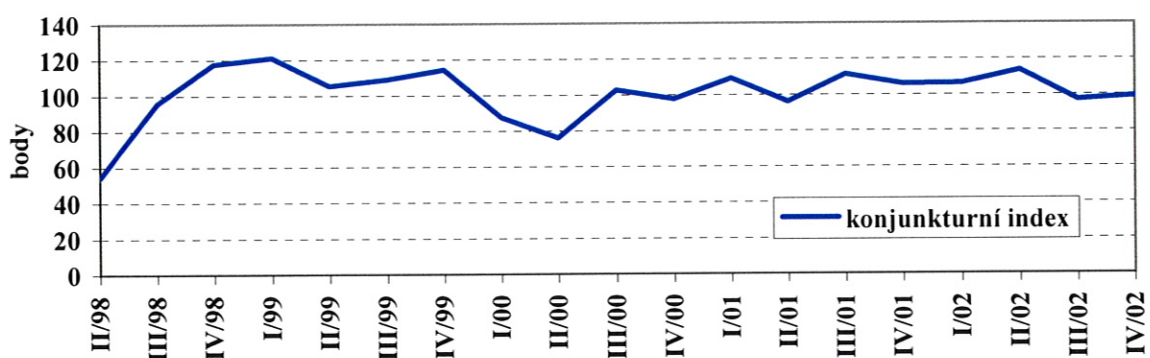


STAVEBNICTVÍ

ZAMĚSTNANOST



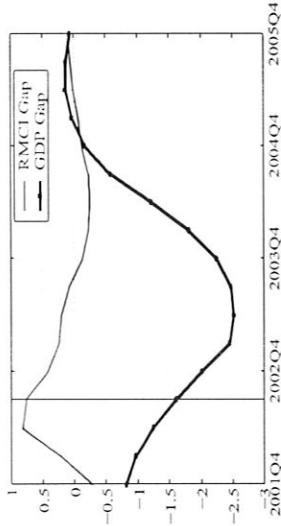
FINANČNÍ SITUACE



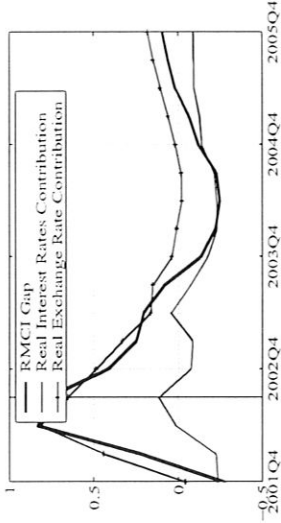
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

October 2002 Forecast Round
Baseline

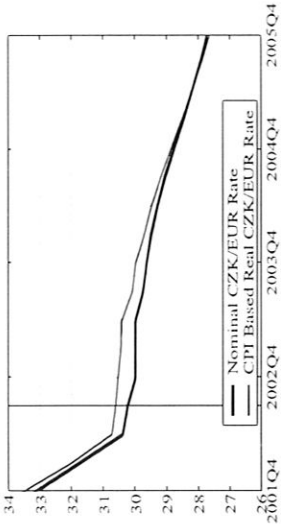
Real Activity Measures



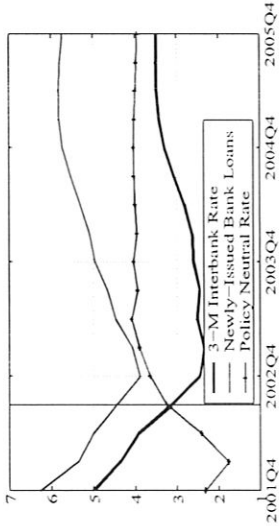
Real Monetary Conditions



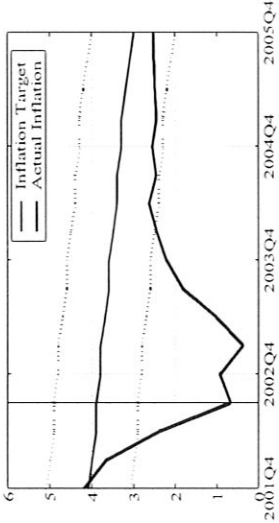
Exchange Rates



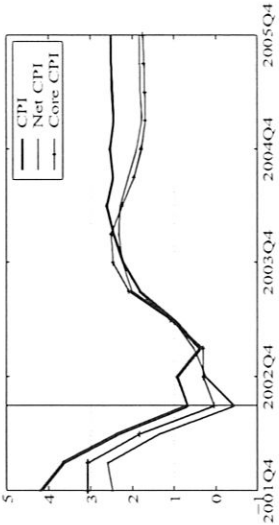
Nominal Interest Rates



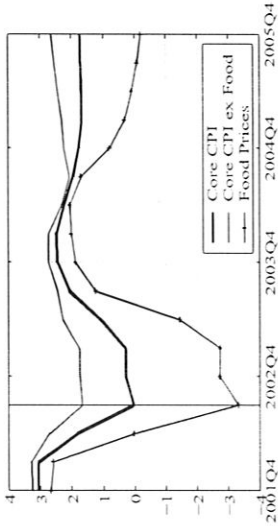
Inflation Target



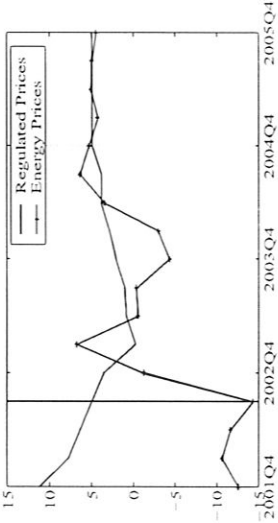
Year-On-Year Inflation Components (1)



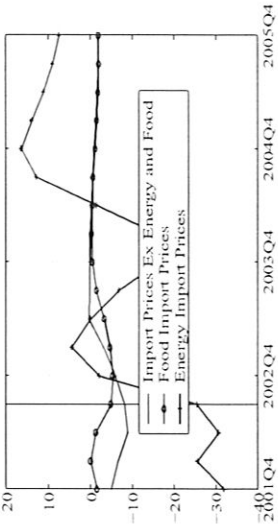
Year-On-Year Inflation Components (2)



Year-On-Year Inflation Components (3)



Year-On-Year Import Inflation Components



October 2002 Forecast round
Baseline

	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
CPI																	
% pa y-o-y	4.2	3.7	2.4	0.7	0.9	0.4	1.0	1.8	2.2	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
% pa q-o-q	-0.7	5.0	-0.5	-0.9	0.1	2.0	1.7	3.1	2.1	2.9	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
level	108.8	109.9	109.7	109.6	109.6	110.2	110.7	111.5	112.1	112.9	113.6	114.3	115.0	115.7	116.5	117.2	118.0
Real GDP																	
% pa y-o-y	2.8	2.6	2.5	1.2	1.9	0.8	1.0	2.6	2.5	4.1	4.8	5.3	5.4	5.3	4.8	4.2	3.7
% pa q-o-q	2.2	2.3	2.6	-2.4	5.3	-2.0	3.1	4.2	4.8	4.4	5.9	6.1	5.1	4.3	3.9	3.5	3.3
level	382.4	384.6	387.1	384.7	389.9	387.9	390.9	395.0	399.8	404.2	410.1	416.4	421.8	426.3	430.5	434.3	437.8
Nominal Interest Rates																	
3-Month Interbank Rate	5.0	4.4	3.9	3.1	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.8	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5
Policy Neutral Rate	2.3	1.8	2.4	3.3	3.7	3.9	4.1	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Policy Misalignment	2.7	2.8	2.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1-Year Interbank Rate	5.0	4.5	4.1	3.2	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	3.2	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6
Newly-Issued Bank Loans	6.3	5.4	5.0	4.5	3.9	4.1	4.5	4.7	5.0	5.1	5.3	5.5	5.7	5.8	5.8	5.8	5.7
Euro 1-Year Interbank Rate	3.3	3.6	3.9	3.4	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1
Nominal Exchange Rates																	
CZK/EUR	-5.1	-9.2	-12.1	-11.8	-10.0	-5.7	-1.3	-1.6	-1.2	-1.7	-2.3	-2.4	-2.9	-3.4	-3.8	-3.9	-3.7
% pa y-o-y																	
% pa q-o-q	-10.3	-17.4	-17.3	-2.1	-3.3	0.0	0.0	-3.0	-1.7	-2.0	-2.6	-3.3	-3.9	-4.0	-3.9	-3.6	-3.4
level	33.2	31.8	30.4	30.2	30.0	30.0	30.0	29.8	29.6	29.5	29.3	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0	27.7
CZK/EUR Risk Premium	5.1	4.9	4.6	4.3	4.1	3.9	3.7	3.5	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
% of Exchg Rate																	
CZK/USD	-8.3	-3.8	-17.1	-21.8	-19.6	-18.6	-10.3	-4.4	-4.1	-3.7	-3.5	-2.9	-3.0	-3.4	-3.8	-3.9	-3.7
% pa y-o-y																	
% pa q-o-q	-13.5	-8.2	-36.2	-29.5	-4.6	-4.0	-3.2	-5.8	-3.6	-2.1	-2.6	-3.3	-3.9	-4.0	-3.9	-3.6	-3.4
level	37.0	36.2	33.1	30.7	30.4	30.1	29.9	29.4	29.2	29.0	28.8	28.6	28.3	28.0	27.8	27.5	27.3
Supply-Side Assumptions																	
Real Potential GDP	2.1	2.4	2.8	2.0	3.1	2.3	2.3	3.5	2.7	3.5	3.5	3.4	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5
% pa y-o-y																	

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

Potential Output: Fluctuation of potential output growth rate is a technical factor caused by floods

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms																		
		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	-1.2	-1.6	-2.0	-2.4	-2.5	-2.5	-2.2	-1.8	-1.2	-0.6	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
Real GDP Gap Lag	pp	-0.7	-0.7	-0.9	-1.1	-1.4	-1.8	-2.2	-2.3	-2.2	-2.0	-1.6	-1.1	-0.5	-0.1	0.0	0.1	0.1
RMC Index Lag	pp	0.5	0.3	-0.2	-0.8	-0.8	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
Foreign Demand Gap	pp	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Expert Judgement	pp	-0.4	-0.3	0.0	0.5	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	-0.8	-1.0	-1.2	-1.6	-2.0	-2.4	-2.5	-1.8	-1.2	-0.9	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Tune Weight	pp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Indicators of Real Monetary Conditions																		
RMC Index		-42.3	-41.6	-40.7	-40.6	-40.7	-40.7	-40.5	-40.5	-40.5	-40.5	-40.3	-40.2	-39.9	-39.8	-39.6	-39.4	-39.3
Equilibrium RMC Index		-42.0	-41.8	-41.6	-41.4	-41.1	-40.9	-40.7	-40.6	-40.4	-40.2	-40.1	-39.9	-39.8	-39.7	-39.6	-39.5	-39.4
RMC Index Gap		-0.3	0.2	0.8	0.8	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1
Real 3-Month Interbank Rate	% pa	0.9	0.8	1.7	2.4	1.6	1.3	1.9	1.3	0.7	0.4	0.4	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Equilibrium Rate	% pa	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
Rate Gap	% pa	-0.5	-0.5	0.3	1.0	0.2	-0.1	0.4	-0.1	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5
Real 1-Year Interbank Rate	% pa	0.8	0.9	1.9	2.5	1.7	1.4	2.0	1.4	0.8	0.6	0.5	0.6	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Equilibrium Rate	% pa	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
Rate Gap	% pa	-0.7	-0.6	0.4	0.9	0.1	-0.2	0.4	-0.2	-0.8	-1.1	-1.1	-1.0	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	% pa	2.1	1.8	2.8	3.8	3.1	3.0	3.9	3.5	3.1	2.8	2.9	2.9	3.3	3.3	3.4	3.3	3.2
Equilibrium Rate	% pa	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8
Rate Gap	% pa	-1.7	-1.9	-1.0	-0.1	-0.8	-0.9	0.0	-0.4	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6
Euro Real 1-Year Interbank Rate	% pa	1.5	1.8	2.8	2.4	1.7	2.3	2.3	2.0	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
Equilibrium Rate	% pa	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Rate Gap	% pa	-0.7	-0.5	0.5	0.1	-0.6	0.0	0.0	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Real CZK/EUR Exchange Rate	level	33.5	32.0	30.7	30.6	30.6	30.5	30.4	30.1	30.0	29.7	29.5	29.2	28.9	28.5	28.2	27.9	27.7
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-7.4	-10.4	-12.4	-10.8	-8.9	-4.8	-1.0	-1.7	-1.8	-2.4	-3.1	-3.0	-3.7	-4.0	-4.3	-4.4	-4.2
Equilibrium Exchange Rate	level	33.4	33.0	32.5	32.0	31.6	31.2	30.8	30.4	30.1	29.8	29.5	29.2	28.9	28.7	28.4	28.2	28.0
% pa y-o-y	% pa y-o-y	-5.5	-5.5	-5.7	-5.7	-5.6	-5.5	-5.2	-5.0	-4.7	-4.5	-4.3	-4.1	-3.9	-3.7	-3.5	-3.3	-3.2
Exchange Rate Gap	% of Actual Value	-0.3	3.0	5.4	4.4	3.3	2.2	1.1	1.0	0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.4	0.4	0.7	1.0	1.2

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 I

Baseline

	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		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	3.3	3.2	3.1
Inflation Deviation from Target		-2.9	-3.4	-2.7	-1.8	-1.4	-1.0	-0.8	-0.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
pp																	
Year-on-Year CPI Inflation Components																	
CPI		4.2	3.7	2.4	0.7	0.9	0.4	1.0	1.8	2.2	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
Net CPI	% pa y-o-y	2.5	2.6	1.4	-0.4	0.3	0.5	1.0	2.0	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8
Core CPI	% pa y-o-y	3.1	3.1	1.8	0.1	0.3	0.3	1.1	2.1	2.5	2.5	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7	1.8
Core CPI ex Food	% pa y-o-y	3.3	3.3	2.7	1.7	1.8	1.8	2.3	2.5	2.7	2.7	2.4	2.1	2.3	2.3	2.5	2.7
Food Prices	% pa y-o-y	2.7	2.6	0.0	-3.3	-2.7	-2.7	-1.4	1.3	1.9	2.0	2.1	1.7	0.8	0.3	0.1	-0.2
Energy Prices	% pa y-o-y	-12.5	-10.6	-11.6	-14.3	-1.2	6.8	-0.5	-0.3	-4.3	-3.0	3.5	6.4	5.3	4.3	5.1	4.5
Regulated CPI	% pa y-o-y	11.3	7.8	6.4	5.1	3.6	-0.2	0.9	1.1	2.1	2.9	3.9	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0
Import Prices ex Energy and Food	% pa y-o-y	-4.8	-6.4	-8.8	-8.0	-5.9	-3.0	0.6	0.3	0.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1	-1.5	-1.7
Import Food Prices	% pa y-o-y	-1.4	0.1	-1.1	-4.7	-5.2	-4.5	-3.2	-1.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	-0.9	-1.3	-1.7	-1.8
Import Energy Prices	% pa y-o-y	-31.8	-25.5	-30.6	-25.4	-2.0	4.5	0.1	-6.8	-16.3	-15.8	-1.3	13.0	16.5	14.0	11.3	9.1
German CPI	% pa y-o-y	1.8	1.9	1.1	1.0	1.5	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0
Price of Oil	% pa y-o-y	-41.8	-21.6	-8.5	3.9	34.1	24.4	2.4	-7.4	-15.4	-13.0	3.3	16.4	18.6	16.3	14.3	12.6
Weighted Contributions to CPI Inflation																	
CPI	% pa y-o-y	4.2	3.7	2.4	0.7	0.9	0.4	1.0	1.8	2.2	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
Net CPI	pp	2.0	2.1	1.1	-0.3	0.2	0.4	0.8	1.6	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5
Core CPI	pp	2.4	2.4	1.4	0.1	0.2	0.3	0.9	1.6	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
Core CPI ex Food	pp	1.7	1.7	1.4	0.9	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4	1.4	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
Food Prices	pp	0.7	0.7	0.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Energy Prices	pp	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Regulated CPI	pp	2.3	1.6	1.3	1.1	0.7	0.0	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1

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 II

Baseline

2001:4 2002:1 2002:2 2002:3 2002:4 2003:1 2003:2 2003:3 2003:4 2004:1 2004:2 2004:3 2004:4 2005:1 2005:2 2005:3 2005:4

Weighted Contributions in Core P. C. Ex Food – log terms

Core CPI ex Food	% pa q-o-q	0.4	3.7	1.4	1.8	0.1	2.3	3.7	3.3	1.7	2.3	2.2	2.3	2.3	2.6	2.7	2.7
	pp	2.1	0.2	1.4	0.5	0.7	0.0	0.9	1.5	1.3	0.6	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
Core CPI Lag	pp	1.8	1.6	1.0	0.3	0.4	0.5	0.3	0.5	0.8	1.0	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
Inflation Expectations	pp	-0.8	-1.1	-1.5	-1.4	-1.0	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
Import Prices ex Energy and Food	pp	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
Real Eq. Appreciation	pp	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-1.2	-0.8	-0.4	-0.1	0.0	0.1
Real GDP Gap	pp	-3.2	2.6	0.1	2.1	0.1	2.6	3.2	2.1	0.3	1.3	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Expert Judgement	pp																
Tune	pp	0.4	3.7	1.4	1.8	0.1	2.3	3.7	3.3	1.7	2.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1
Tune Weight		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Weighted Contributions to Food Prices – log terms

Food Prices	% pa q-o-q	-2.3	1.5	-2.7	-10.1	0.6	1.4	0.6	1.8	3.8	1.9	0.8	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.3
	pp	1.2	-0.9	0.6	-1.1	-4.0	0.2	0.6	0.2	0.7	1.5	0.8	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1
Food Prices Lag	pp	0.8	0.7	0.4	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Inflation Expectations	pp	-0.5	0.1	-0.4	-1.9	-2.1	-1.8	-1.3	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.7
Import Food Prices	pp	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Real GDP Gap	pp	-3.7	1.8	-3.1	-7.0	6.9	3.2	1.6	2.4	3.3	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Expert Judgement	pp																
Tune	pp	-2.3	1.5	-2.7	-10.1	0.6	1.4	0.6	1.8	3.8	1.9	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1
Tune Weight		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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

Zahraníční cenový vývoj	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	Údaje dodává	Zdroj
ceny průmyslových výrobců v SRN (v %)	4,6	2,6	0,3				-0,2 ¹⁾				1,0 ¹⁾		referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02
spotřebitelské ceny v SRN (v %)	3,2	2,4	1,7				1,4 ¹⁾				1,4 ¹⁾		referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	27,9	26,5	20,5	25,1	26,3	30,5	29,4	28,7	27,4	26,1	25,2	25,2	referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02
cena ropy - uralská (USD/barel)	25,9	23,7	18,8	20,2	23,6	25,9	27,0	26,3	25,0	23,7	22,8	22,8	referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)	2,6	-15,7	-32,9	-20,1	-8,9	9,6	43,8	30,0	5,9	-8,8	-15,6	-13,2	referát	cena ropy WTI minus 2,4 USD ²⁾
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m ³)	124,7	114,4	106,4	97,6	91,8	91,9	96,0	97,1	97,6	97,6	97,6	97,6	odbor 411	ČNB
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)	24,1	4,8	-11,8	-23,1	-26,4	-19,7	-9,8	-0,5	6,4	6,2	1,7	0,5	odbor 411	konsensus měnové sekce
														ČNB

Zahraníční poptávka	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	Údaje dodává	Zdroj
HDP v SRN (mzr. v %)	0,6	0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,5	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6	1,8	referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02

Devizové kurzy a úrokové sazby	II/01	III/01	IV/01	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	Údaje dodává	Zdroj
nominální kurz USD za 1 EUR	0,874	0,890	0,897	0,872	0,919	0,982	0,987	0,997	1,005	1,012	1,017	1,017	referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02
nominální kurz CZK za 1 USD	39,26	38,22	36,97	36,42	33,08	30,88	30,40	30,09	29,85	29,45	29,11	29,01	referát	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR ³⁾	34,30	34,02	33,16	31,75	30,40	30,32	30,00	30,00	30,00	29,80	29,60	29,50	referát	konsensus měnové sekce
1 Y EURIBOR	4,44	4,06	3,29	3,63	3,90	3,45	3,32	3,30	3,42	3,56	3,65	3,65	referát	Consensus Forecasts 10 z 7.10.02

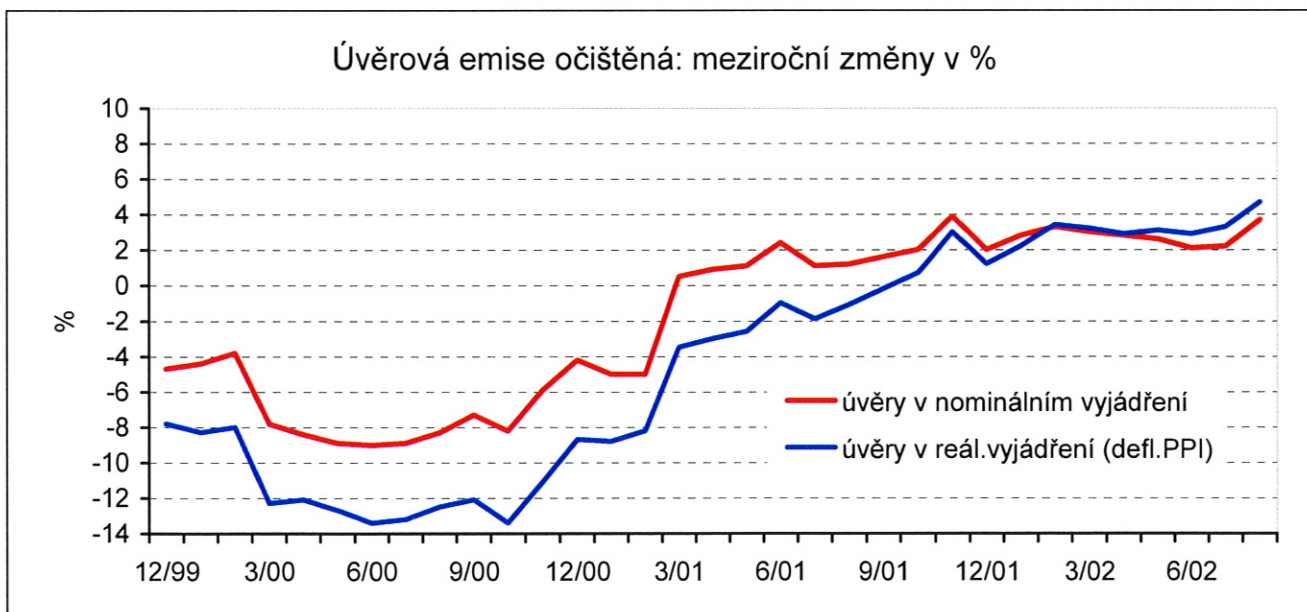
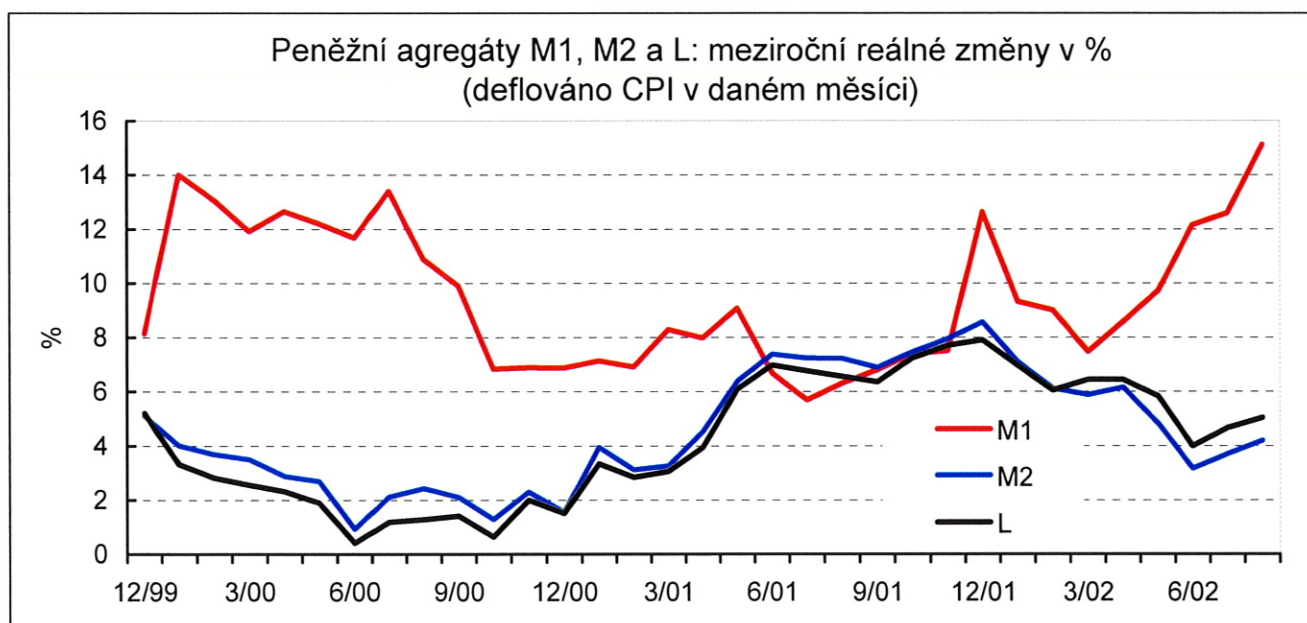
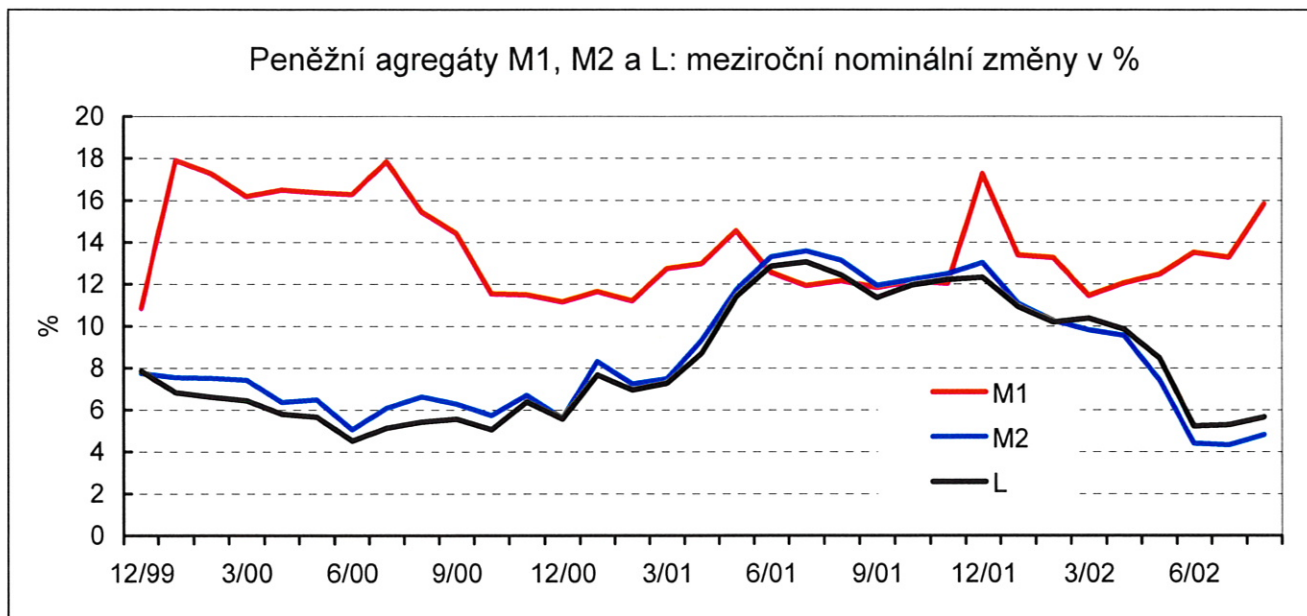
Fiskální a mzdový vývoj	1999	2000	2001	2002	2003	Údaje dodává	Zdroj
saldo veřejných rozpočtů bez příjmů z privatizace a dotací transformačním institucím (v mld CZK)	-57,4	-72,8	-81,7	-157,0	-165,8 ⁴⁾	odbor 412	MF a ČNB
průměrná mzda v nepodnikové sféře (mzr., v %)	13,1	2,8	10,0	9,0	8,1	odbor 413	ČNB ⁵⁾

Poznámky:

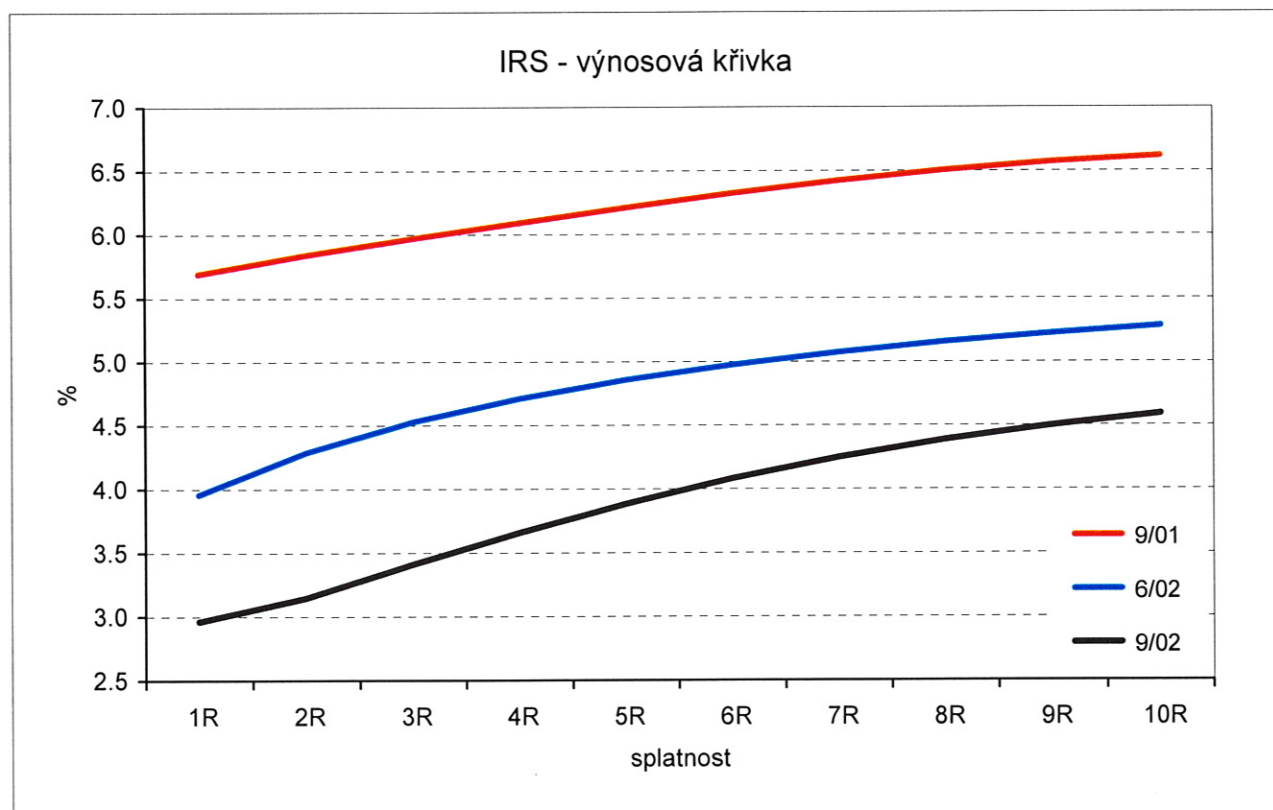
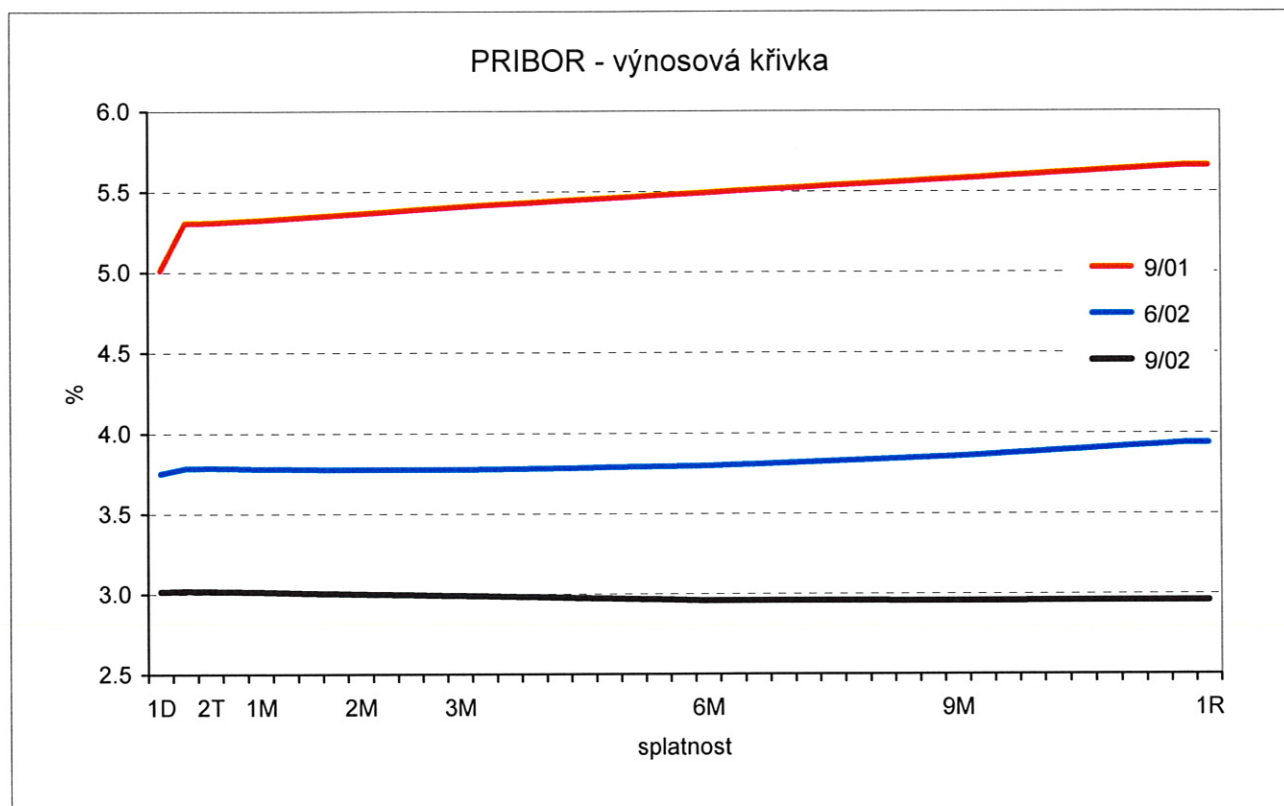
- ¹⁾ predikce pro celoroč
- ²⁾ cena ropy uralské je odvozena od ceny ropy WTI odečtením částky 2,4 USD - bližze viz Příloha č. 2. materiálu "Návrh řešení problémových okruhů spojených se stanovováním referenčních scénářů a s vypracováním tzv. integrované prognózy"
- ³⁾ scénář předpokládá plnění dohody ČNB a vlády pokud jde o sterilizaci příjmů z prodeje státního majetku
- ⁴⁾ odhad odboru 412 ve vazbě na úvahu o SR na rok 2003.
- ⁵⁾ mzdy zahrnuté dle MF ČR v ústředním státním rozpočtu a mzdy odhadnuté ČNB ve fondech sociálního zabezpečení a soukromých neziskových organizací (nadaace, církevní školy apod.)

žlutý podklad = veličiny vstupující do predikce
modrý rámeček = konsensus měnové sekce

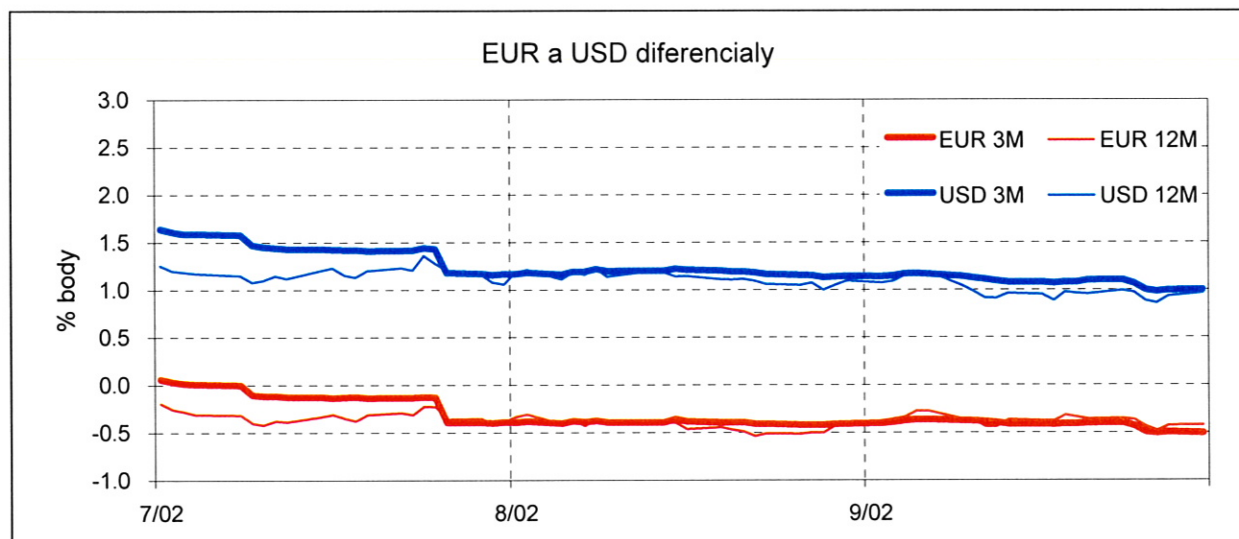
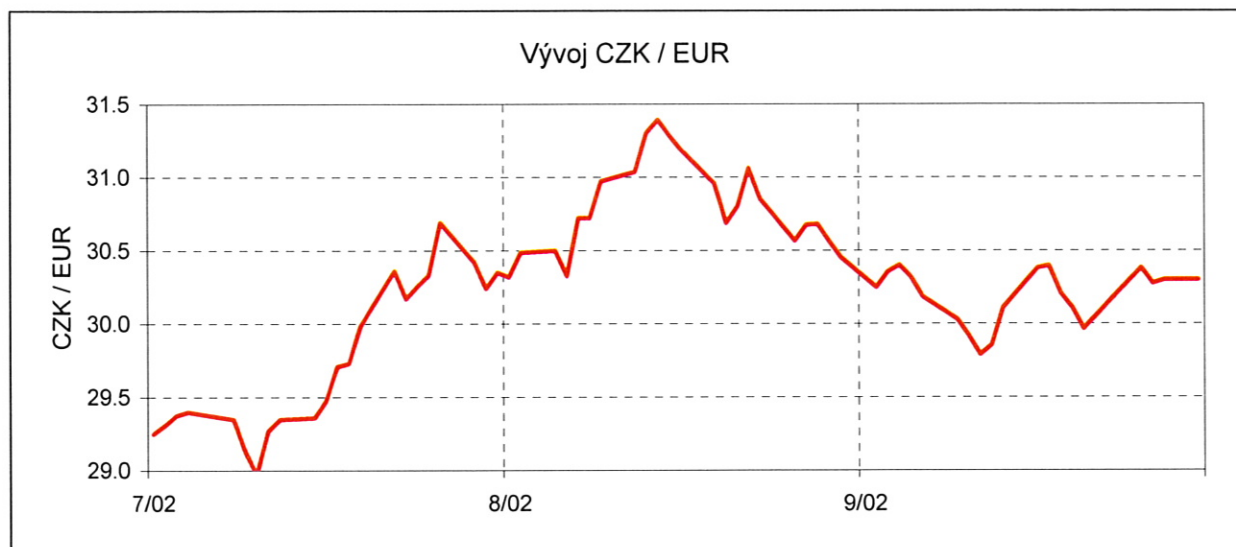
bilý podklad = informativní veličiny
obecné písmo = predikce
tučné písmo = skutečnost



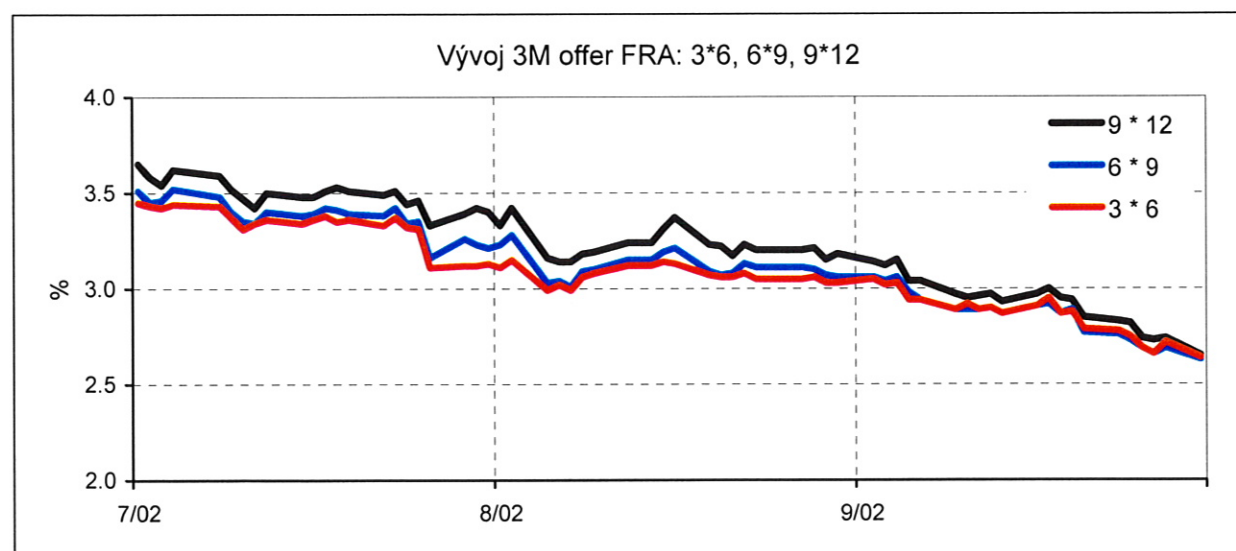
Vývoj výnosových křivek



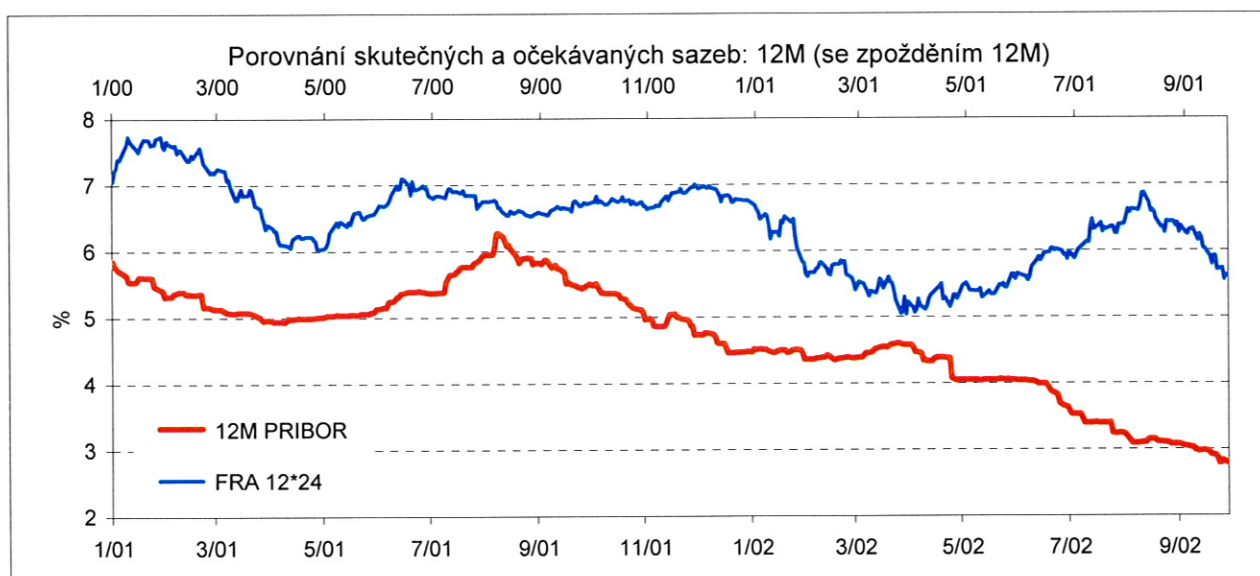
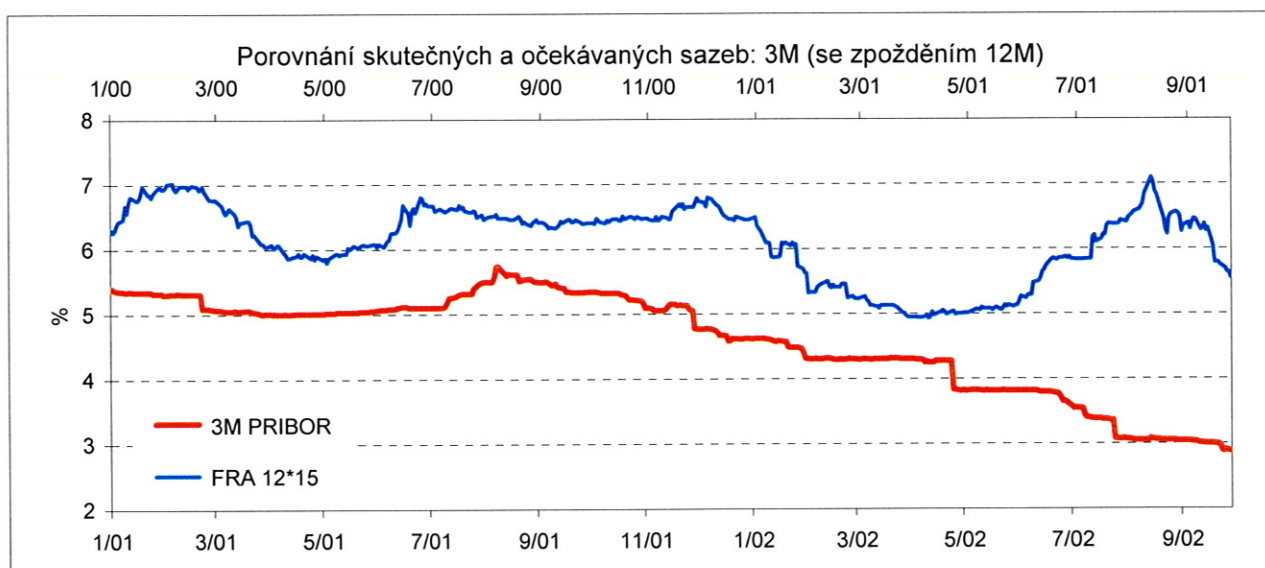
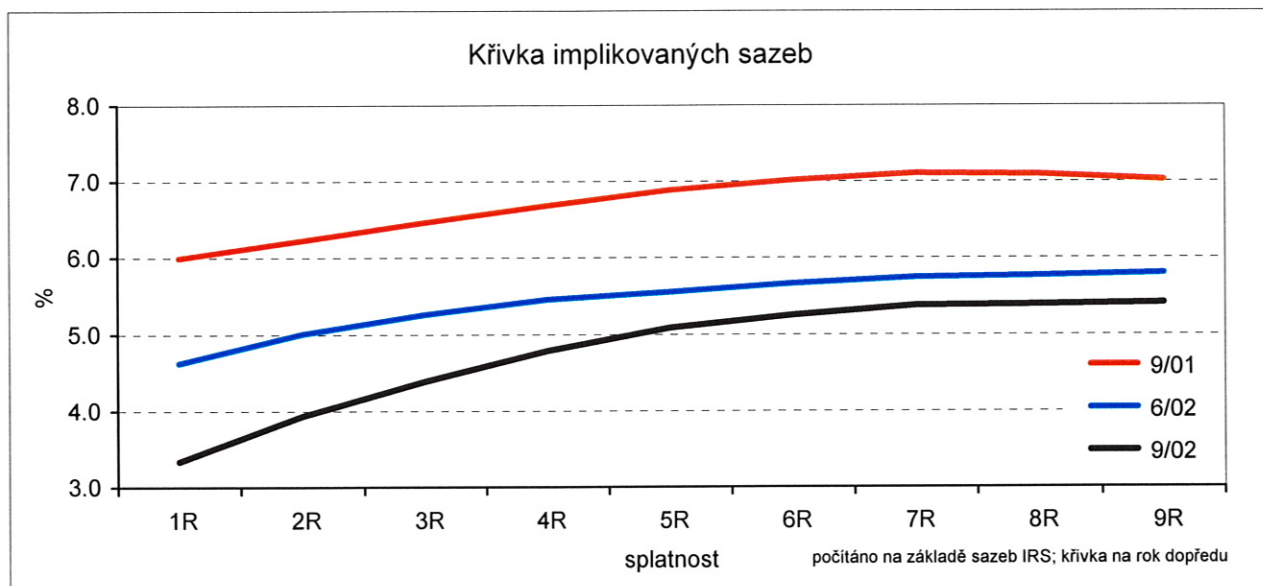
Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu

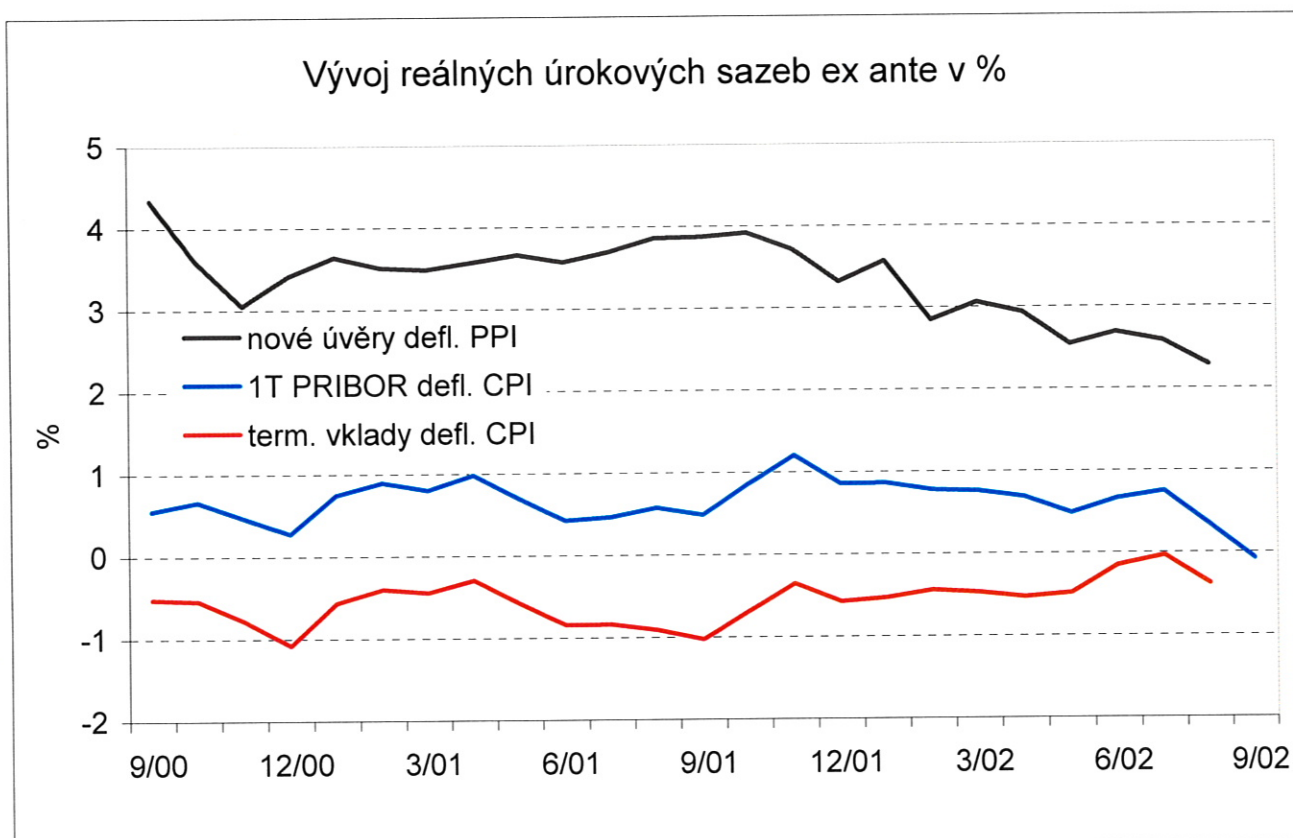
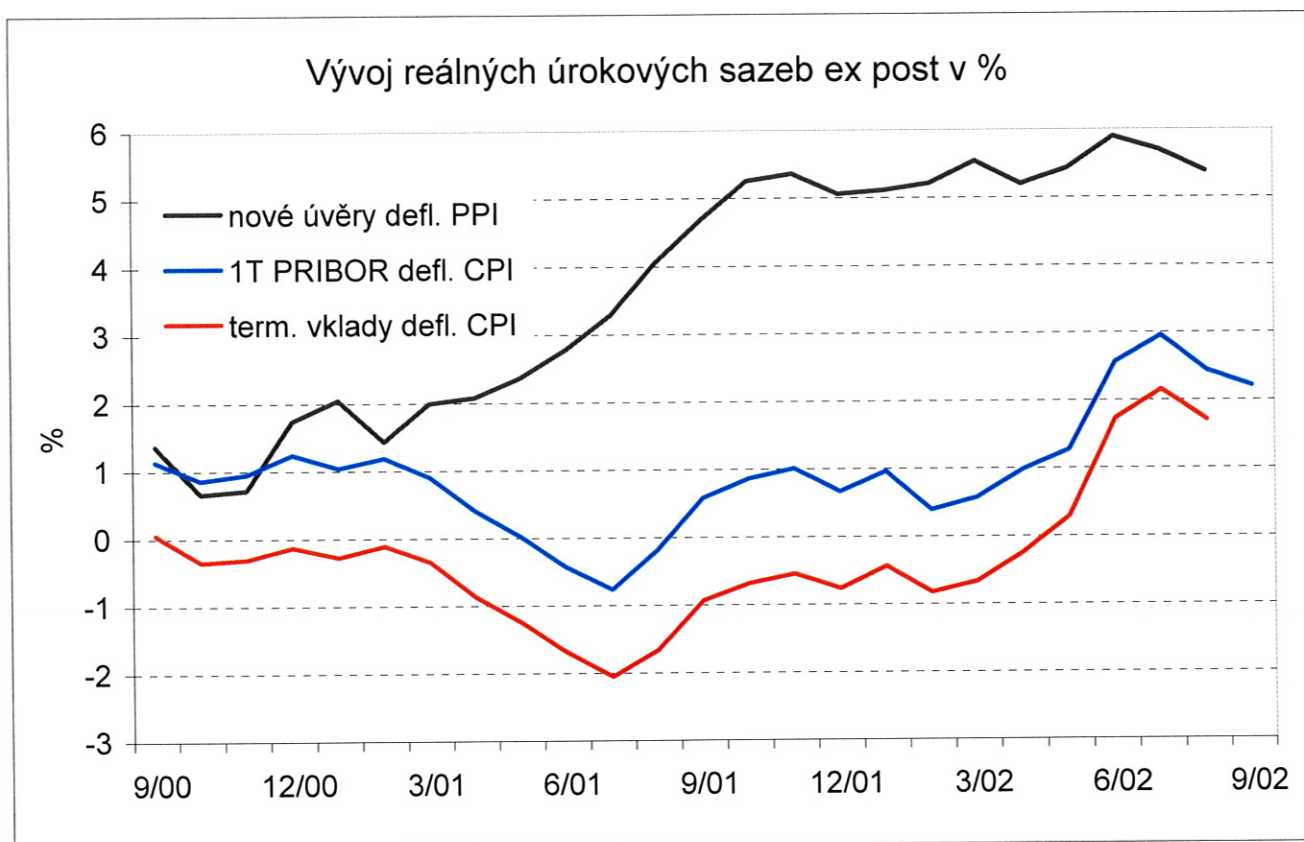


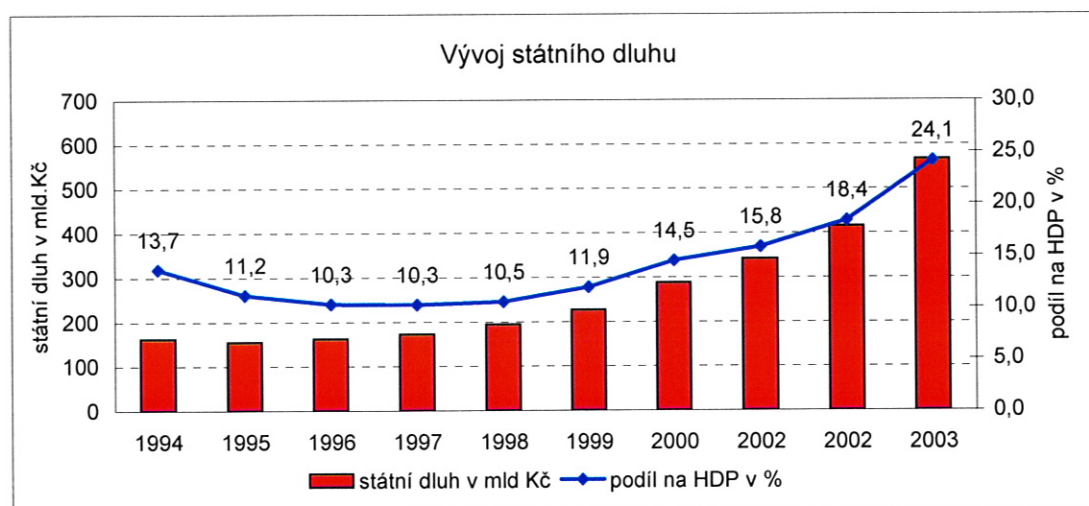
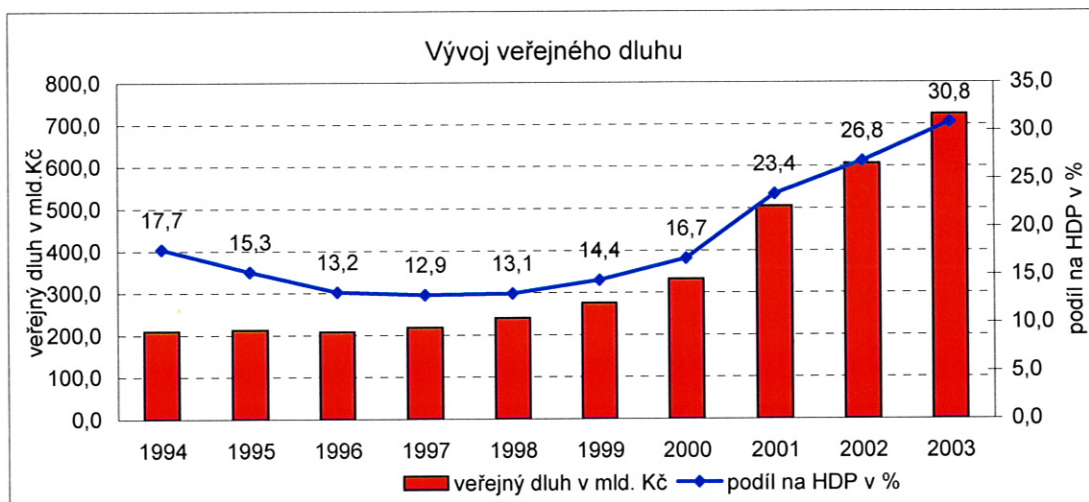
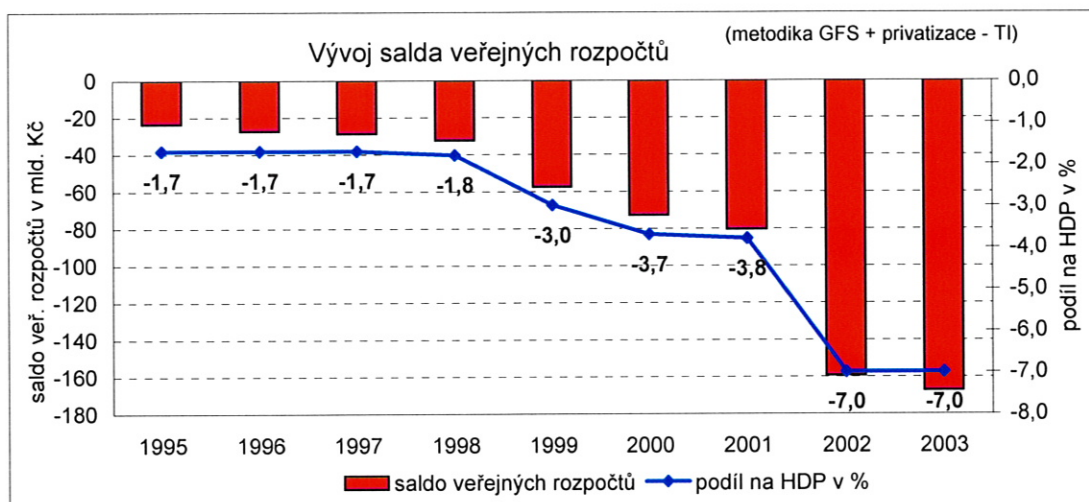
Vývoj sazeb FRA



Vývoj implikovaných sazeb



Vývoj reálných úrokových sazeb



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

Vývoj inflace v roce 2002 - varianta střed

2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,3
Regulované ceny	17,97	20,43	3,7	0,8	0,2	-1,1	-0,1	0,0	1,1	0,0	0,1	-1,1	0,1	0,1
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,75	0,16	0,04	-0,23	-0,03	0,00	0,23	-0,01	0,03	-0,23	0,02	0,02
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cistá inflace	82,03	79,57	0,9	0,0	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	-0,7	0,1	0,2	0,3
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,74	-0,03	-0,14	0,20	-0,11	-0,24	0,20	-0,19	-0,58	0,07	0,13	0,26
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak	27,68	27,37	1,5	-0,4	-0,5	0,1	-0,3	-1,2	-1,9	-1,0	-0,1	0,3	0,1	0,6
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,41	-0,11	-0,14	0,01	-0,08	-0,32	-0,50	-0,03	-0,03	0,07	0,02	0,15
korigovaná inflace	54,35	52,20	0,6	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,2	1,3	0,1	-1,0	0,0	0,2	0,2
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,33	0,08	0,00	0,18	-0,04	0,08	0,70	0,07	-0,56	0,01	0,11	0,11
konec m.r. = 100														
2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3	1,1	1,5	1,3	0,8	0,6	0,8	1,0
Regulované ceny	17,97	20,43	3,7	4,5	4,7	3,6	3,4	3,4	4,6	4,6	4,7	3,6	3,7	3,8
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,75	0,91	0,94	0,71	0,68	0,69	0,93	0,92	0,95	0,72	0,74	0,76
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cistá inflace	82,03	79,57	0,9	0,9	0,7	1,0	0,8	0,5	0,8	0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,4
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,74	0,71	0,57	0,76	0,65	0,41	0,81	0,42	-0,18	-0,10	0,03	0,29
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak	27,68	27,37	1,5	1,1	0,6	0,6	0,4	-0,8	-2,7	-3,6	-3,7	-3,5	-3,4	-2,8
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,41	0,30	0,16	0,18	0,10	-0,23	-0,73	-0,99	-1,02	-0,95	-0,93	-0,78
korigovaná inflace	54,35	52,20	0,6	0,8	0,8	1,1	1,0	1,2	2,5	2,7	1,6	1,6	1,8	2,0
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,33	0,41	0,41	0,59	0,55	0,63	1,34	1,41	0,94	0,65	0,96	1,06
st. obd. m.r. = 100														
2002	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	3,7	3,9	3,7	3,2	2,5	1,2	0,6	0,6	0,8	0,7	0,9	1,0
Regulované ceny	17,97	20,43	7,6	8,1	8,0	6,5	6,3	6,3	5,3	5,0	4,9	3,6	3,7	3,8
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	1,49	1,60	1,59	1,28	1,24	1,22	1,05	0,98	0,98	0,72	0,74	0,76
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
Cistá inflace	82,03	79,57	2,7	2,7	2,5	2,4	1,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	0,2	0,4
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	2,20	2,15	2,01	1,99	1,20	-0,12	-0,47	-0,46	-0,22	-0,05	0,13	0,29
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak	27,68	27,37	3,2	3,0	2,3	1,7	0,6	-2,6	-3,6	-3,5	-2,9	-2,7	-2,5	-2,8
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,88	0,82	0,65	0,47	0,16	-0,72	-0,97	-0,96	-0,79	-0,72	-0,69	-0,78
korigovaná inflace	54,35	52,20	2,5	2,5	2,6	2,7	2,0	1,1	0,9	0,9	1,1	1,3	1,5	2,0
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	1,32	1,33	1,37	1,43	1,04	0,60	0,50	0,50	0,56	0,67	0,82	1,06
Roční klouz. průměr	x	x	4,6	4,6	4,6	4,5	4,3	3,9	3,5	3,1	2,7	2,4	2,1	1,9
Průměr od počátku roku	x	x	3,7	3,8	3,7	3,6	3,4	3,0	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9

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.
Sportřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	0,7	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,7	0,1	-0,6	0,2	0,2	0,4
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,97	20,43	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,04	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,24	0,02	0,00	0,00	0,00	0,02
(podíl na růstu sp.cen)			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,03	79,57	0,8	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,6	0,1	-0,8	0,2	0,2	0,4
(podíl na růstu sp.cen)			0,66	0,16	-0,05	0,10	0,18	0,24	0,45	0,16	-0,62	0,16	0,16	0,34
z toho: ceny potravin, napoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,47	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)			0,34	0,00	-0,05	0,05	0,07	0,03	-0,21	-0,05	0,02	0,10	0,06	0,18
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,35	53,10	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	0,4	1,2	0,2	-1,2	0,1	0,2	0,3
(podíl na růstu sp.cen)			0,32	0,16	0,01	0,05	0,11	0,21	0,66	0,11	-0,64	0,05	0,11	0,16
konec m.r. = 100														
2003	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.
Sportřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	0,7	0,9	0,9	1,0	1,2	1,4	2,1	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,97	20,43	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,04	0,08	0,10	0,12	0,12	0,14	0,39	0,41	0,41	0,41	0,41	0,43
(podíl na růstu sp.cen)			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,03	79,57	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3	1,6	2,2	2,3	1,5	1,7	1,9	2,3
(podíl na růstu sp.cen)			0,66	0,82	0,77	0,88	1,06	1,30	1,75	1,81	1,16	1,33	1,50	1,84
z toho: ceny potravin, napoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,47	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)			0,34	0,34	0,29	0,34	0,41	0,44	0,22	0,17	0,19	0,30	0,35	0,54
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,35	53,10	0,6	0,9	0,9	1,0	1,2	1,6	2,9	3,1	1,8	2,0	2,2	2,5
(podíl na růstu sp.cen)			0,32	0,48	0,48	0,54	0,65	0,86	1,53	1,64	0,98	1,04	1,15	1,31
st. obd. m.r. = 100														
2003	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.
Sportřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	0,3	0,3	0,4	0,6	0,9	1,4	1,7	1,9	1,9	2,2	2,2	2,3
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,97	20,43	0,2	-0,3	-0,4	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,1	2,2	2,1	2,1
Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)	x	x	0,06	-0,07	-0,09	0,16	0,19	0,21	0,22	0,25	0,23	0,46	0,43	0,43
(podíl na růstu sp.cen)			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,03	79,57	0,3	0,5	0,6	0,5	0,9	1,5	1,8	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
(podíl na růstu sp.cen)			0,21	0,40	0,49	0,40	0,70	1,18	1,43	1,68	1,64	1,73	1,76	1,84
z toho: ceny potravin, napoje, tabák (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,47	-3,0	-2,7	-2,4	-2,2	-1,7	-0,4	0,7	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0
(podíl na růstu sp.cen)			-0,89	-0,72	-0,64	-0,60	-0,45	-0,10	0,18	0,38	0,44	0,47	0,50	0,54
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,35	53,10	2,0	2,1	2,2	1,9	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5
(podíl na růstu sp.cen)			1,06	1,12	1,13	1,01	1,15	1,29	1,25	1,30	1,20	1,25	1,25	1,31
Rocní klouz. průměr	x	x	1,6	1,3	1,0	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
Průměr od počátku roku	x	x	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3

Zahraniční obchod ČR

v mil. Kč

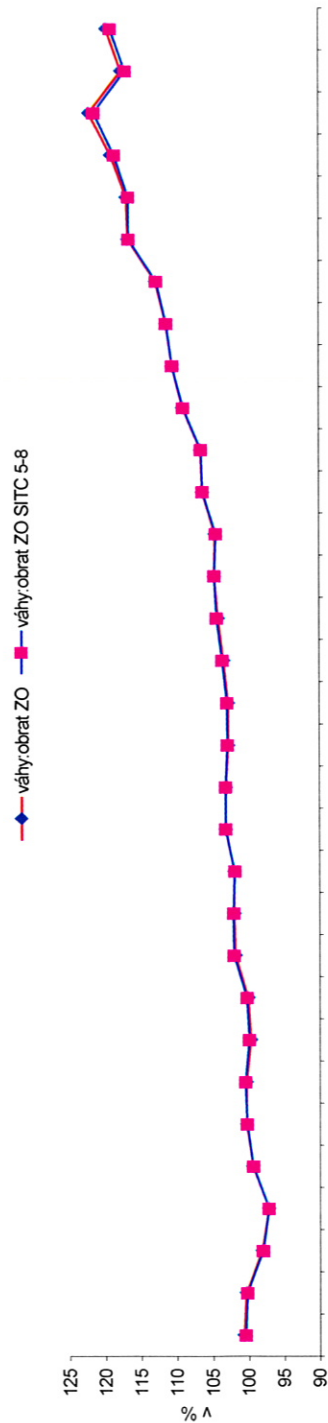
Období		Měsíční hodnoty			Indexy		Kumulované hodnoty			Indexy	
		vývoz	dovoz	balance	vývozu	dovozu	vývoz	dovoz	balance	vývozu	dovozu
1999	1	58 403	58 665	-262	90,1	84,0	58 403	58 665	-262	90,1	84,0
	2	62 423	65 488	-3 065	88,2	87,1	120 826	124 153	-3 327	89,1	85,6
	3	80 102	89 251	-9 149	103,8	105,5	200 928	213 404	-12 476	94,4	93,0
	4	75 429	79 323	-3 894	104,0	97,8	276 357	292 727	-16 370	96,9	94,2
	5	78 679	79 342	-663	114,2	103,8	355 036	372 069	-17 033	100,2	96,1
	6	82 812	85 725	-2 913	108,0	111,2	437 848	457 794	-19 946	101,6	98,6
	7	70 264	77 200	-6 936	102,6	99,3	508 112	534 994	-26 882	101,7	98,7
	8	70 885	73 464	-2 579	115,7	111,5	578 997	608 458	-29 461	103,3	100,1
	9	82 711	81 662	1 049	113,5	109,7	661 708	690 120	-28 412	104,5	101,1
	10	80 046	86 018	-5 972	113,6	112,9	741 754	776 138	-34 384	105,4	102,3
	11	87 930	100 907	-12 977	123,6	125,3	829 684	877 045	-47 361	107,0	104,5
	12	79 072	96 124	-17 052	133,7	127,4	908 756	973 169	-64 413	108,9	106,4
2000	1	76 210	80 284	-4 074	130,5	136,9	76 210	80 284	-4 074	130,5	136,9
	2	84 384	91 539	-7 155	135,2	139,8	160 594	171 823	-11 229	132,9	138,4
	3	95 863	101 851	-5 988	119,7	114,1	256 457	273 674	-17 217	127,6	128,2
	4	83 230	88 457	-5 227	110,3	111,5	339 687	362 131	-22 444	122,9	123,7
	5	97 000	107 062	-10 062	123,3	134,9	436 687	469 193	-32 506	123,0	126,1
	6	102 594	111 484	-8 890	123,9	130,0	539 281	580 677	-41 396	123,2	126,8
	7	83 094	97 174	-14 080	118,3	125,9	622 375	677 851	-55 476	122,5	126,7
	8	89 106	103 723	-14 617	125,7	141,2	711 481	781 574	-70 093	122,9	128,5
	9	97 520	100 680	-3 160	117,9	123,3	809 001	882 254	-73 253	122,3	127,8
	10	108 561	124 606	-16 045	135,6	144,9	917 562	1 006 860	-89 298	123,7	129,7
	11	112 906	123 467	-10 561	128,4	122,4	1 030 468	1 130 327	-99 859	124,2	128,9
	12	90 631	111 597	-20 966	114,6	116,1	1 121 099	1 241 924	-120 825	123,4	127,6
2001	1	100 519	108 040	-7 521	131,9	134,6	100 519	108 040	-7 521	131,9	134,6
	2	103 040	110 407	-7 367	122,1	120,6	203 559	218 447	-14 888	126,8	127,1
	3	115 273	126 527	-11 254	120,2	124,2	318 832	344 974	-26 142	124,3	126,1
	4	102 545	114 008	-11 463	123,2	128,9	421 377	458 982	-37 605	124,0	126,7
	5	112 338	120 956	-8 618	115,8	113,0	533 715	579 938	-46 223	122,2	123,6
	6	108 750	113 374	-4 624	106,0	101,7	642 465	693 312	-50 847	119,1	119,4
	7	94 813	113 151	-18 338	114,1	116,4	737 278	806 463	-69 185	118,5	119,0
	8	97 007	110 459	-13 452	108,9	106,5	834 285	916 922	-82 637	117,3	117,3
	9	106 020	102 996	3 024	108,7	102,3	940 305	1 019 918	-79 613	116,2	115,6
	10	120 175	130 569	-10 394	110,7	104,8	1 060 480	1 150 487	-90 007	115,6	114,3
	11	119 014	124 545	-5 531	105,4	100,9	1 179 494	1 275 032	-95 538	114,5	112,8
	12	90 140	111 287	-21 147	99,5	99,7	1 269 634	1 386 319	-116 685	113,2	111,6
2002	1	98 525	104 340	-5 815	98,0	96,6	98 525	104 340	-5 815	98,0	96,6
	2	104 064	101 297	2 767	101,0	91,7	202 589	205 637	-3 048	99,5	94,1
	3	110 729	116 666	-5 937	96,1	92,2	313 318	322 303	-8 985	98,3	93,4
	4	111 440	111 165	275	108,7	97,5	424 758	433 468	-8 710	100,8	94,4
	5	104 418	115 376	-10 958	92,9	95,4	529 176	548 844	-19 668	99,1	94,6
	6	103 394	104 098	-704	95,1	91,8	632 570	652 942	-20 372	98,5	94,2
	7	90 159	104 968	-14 809	95,1	92,8	722 729	757 910	-35 181	98,0	94,0
	8	80 496	92 341	-11 845	83,0	83,6	803 225	850 251	-47 026	96,3	92,7
	9										
	10										
	11										
	12										

Poznámka: údaje podle metodiky celní statistiky platné od 1.7.2000

Pramen: ČSÚ

Nominální efektivní kurz koruny

Nominální efektivní kurz koruny - měsíční údaje
(rok 2000 = 100)



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

Nominální efektivní kurz koruny v % rok 2000 = 100	2002											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
váhy: obrat ZO	110,54	111,39	112,83	116,72	116,97	119,11	122,18 ^{a)}	117,68 ^{a)}	119,78 ^{a)}			
váhy: obrat ZO SITC 5-8	110,50	111,36	112,76	116,61	116,71	118,66	121,54 ^{a)}	117,12 ^{a)}	119,23 ^{a)}			

apreciace > 100; depreciace < 100;

^{a)} předběžné údaje

Pramen: ČNB

PLATEBNÍ BILANCE za duben až červen 2002

	duben až červen 2002 (predběžné údaje - 4.9.2002) v milionech			duben až červen 2001 (zpracované údaje - 4.9.2002) v milionech		
	Kč	EUR	USD	Kč	EUR	USD
A. Běžný účet	-18 587,1	-611,3	-561,1	-24 592,1	-717,0	-626,3
Obchodní bilance	-11 746,0	-386,3	-354,6	-24 705,0	-720,3	-629,1
vývoz	318 975,0	10 490,9	9 629,4	323 633,0	9 435,9	8 241,9
dovoz	330 721,0	10 877,2	9 984,0	348 338,0	10 156,2	8 871,0
Bilance služeb	8 797,3	289,4	265,6	13 788,5	402,0	351,1
příjmy	57 513,3	1 891,6	1 736,3	66 274,6	1 932,3	1 687,8
doprava	15 495,9	509,7	467,8	14 823,3	432,2	377,5
cestovní ruch	25 268,0	831,0	762,8	28 523,0	831,6	726,4
ostatní služby	16 749,4	550,9	505,7	22 928,3	668,5	583,9
výdaje	48 716,0	1 602,2	1 470,7	52 486,1	1 530,3	1 336,7
doprava	7 188,8	236,4	217,0	7 208,6	210,2	183,6
cestovní ruch	12 974,0	426,7	391,7	13 402,0	390,8	341,3
ostatní služby	28 553,2	939,1	862,0	31 875,5	929,3	811,8
Bilance výnosů	-19 114,7	-628,7	-577,1	-16 465,2	-480,0	-419,3
výnosy	17 854,5	587,2	539,0	20 804,6	606,6	529,8
náklady	36 969,2	1 215,9	1 116,1	37 269,8	1 086,6	949,1
Běžné převody	3 476,3	114,3	105,0	2 789,6	81,3	71,0
příjmy	7 933,1	260,9	239,5	8 304,5	242,1	211,5
výdaje	4 456,8	146,6	134,5	5 514,9	160,8	140,5
B. Kapitálový účet	25,4	0,8	0,8	-22,5	-0,7	-0,6
příjmy	59,0	1,9	1,8	16,3	0,5	0,4
výdaje	33,6	1,1	1,0	38,8	1,2	1,0
<i>Celkem A a B</i>	<i>-18 561,7</i>	<i>-610,5</i>	<i>-560,3</i>	<i>-24 614,6</i>	<i>-717,7</i>	<i>-626,9</i>
C. Finanční účet	177 034,3	5 822,5	5 344,4	35 305,3	1 029,4	899,1
Přímé investice	161 661,7	5 316,9	4 880,3	56 992,0	1 661,7	1 451,4
v zahraničí	-2 115,6	-69,6	-63,9	-1 428,6	-41,7	-36,4
základní kapitál a reinvestovaný zisk	-1 897,6	-62,4	-57,3	-1 336,7	-39,0	-34,1
ostatní kapitál	-218,0	-7,2	-6,6	-91,9	-2,7	-2,3
zahraniční v tuzemsku	163 777,3	5 386,5	4 944,2	58 420,6	1 703,4	1 487,8
základní kapitál a reinvestovaný zisk	163 415,7	5 374,6	4 933,3	57 334,5	1 671,7	1 460,1
ostatní kapitál	361,6	11,9	10,9	1 086,1	31,7	27,7
Portfoliové investice	7 894,0	259,6	238,3	9 319,1	271,7	237,3
aktiva	-559,7	-18,4	-16,9	-3 289,2	-95,9	-83,8
majetkové cenné papíry a účasti	-1 988,8	-65,4	-60,0	-4 937,2	-144,0	-125,7
dluhové cenné papíry	1 429,1	47,0	43,1	-8 226,4	-239,9	-209,5
pasíva	8 453,7	278,0	255,2	12 608,3	367,6	321,1
majetkové cenné papíry a účasti	-12 253,1	-403,0	-369,9	6 018,7	175,5	153,3
dluhové cenné papíry	20 706,8	681,0	625,1	6 589,6	192,1	167,8
Finanční deriváty	-3 989,8	-131,2	-120,4	829,5	24,2	21,1
aktiva	-12 873,7	-423,4	-388,6	2 586,5	75,4	65,9
pasíva	8 883,9	292,2	268,2	-1 757,0	-51,2	-44,8
Ostatní investice	11 468,4	377,2	346,2	-31 835,3	-928,2	-810,7
aktiva	-142,2	-4,7	-4,3	-28 789,0	-839,4	-733,2
dlouhodobá	6 287,1	206,7	189,8	4 742,5	138,3	120,8
ČNB						
obchodní banky	6 790,4	223,3	205,0	4 018,1	117,2	102,3
vláda	712,0	23,4	21,5	1 303,1	38,0	33,2
ostatní sektory	-1 215,3	-40,0	-36,7	-578,7	-16,9	-14,7
krátkodobá	-6 429,3	-211,4	-194,1	-33 531,5	-977,7	-854,0
obchodní banky	-3 423,2	-112,6	-103,4	-26 716,5	-779,0	-680,4
vláda	-491,1	-16,1	-14,8			
ostatní sektory	-2 515,0	-82,7	-75,9	-6 815,0	-198,7	-173,6
pasíva	11 610,6	381,9	350,5	-3 046,3	-88,8	-77,5
dlouhodobá	-1 610,3	-52,9	-48,6	-8 054,8	-234,8	-205,1
ČNB						
obchodní banky	-4 317,7	-142,0	-130,3	-11 638,6	-339,3	-296,4
vláda	-25,9	-0,8	-0,8	-2 245,8	-65,5	-57,2
ostatní sektory	2 733,3	89,9	82,5	5 829,6	170,0	148,5
krátkodobá	13 220,9	434,8	399,1	5 008,5	146,0	127,6
ČNB	-118,5	-3,9	-3,6	-4,9	-0,2	-0,1
obchodní banky	4 183,9	137,6	126,3	9 383,9	273,6	239,0
vláda						
ostatní sektory	9 155,5	301,1	276,4	-4 370,5	-127,4	-111,3
<i>Celkem A, B a C</i>	<i>158 472,6</i>	<i>5 212,0</i>	<i>4 784,1</i>	<i>10 690,7</i>	<i>311,7</i>	<i>272,2</i>
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	2 022,4	66,6	61,0	2 242,5	65,4	57,2
<i>Celkem A, B, C a D</i>	<i>160 495,0</i>	<i>5 278,6</i>	<i>4 845,1</i>	<i>12 933,2</i>	<i>377,1</i>	<i>329,4</i>
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	-160 495,0	-5 278,6	-4 845,1	-12 933,2	-377,1	-329,4
Kč/EUR Kč/USD		30,405	33,125		34,298	39,267

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 ZAHRANIČÍ

v mil. Kč	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	30.6.2002 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	1 461 403,1
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	29 095,0
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	26 420,0
ostatní kapitál 3)					604,3	2 102,3	2 699,0	3 101,8	3 099,0	2 675,0
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	200 344,5
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	76 577,5
dluhové cenné papíry	346,9	2 767,5	1 654,9	17 060,9	21 296,9	22 456,9	38 027,1	88 208,4	116 463,1	123 767,0
Finanční deriváty 4)								6 347,2	15 754,8	27 968,7
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	574 755,6
dlouhodobé	250 509,3	230 336,9	215 740,8	236 003,0	294 256,5	287 328,8	323 131,1	315 625,5	310 133,9	187 027,8
ČNB 5)	24 572,5	24 573,3	26 172,3	26 122,8	26 122,4	26 122,4		329,1	307,3	269,2
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	69 370,4
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	101 828,2
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	15 560,0
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	387 727,8
ČNB 9)	4,7	4,7	4,7	4,7	0,1	0,1		52,9	51,2	49,2
obchodní banky 6)	83 133,2	80 820,2	87 176,3	128 481,1	250 670,9	272 219,5	336 117,2	314 115,3	359 638,5	265 939,9
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	188 004,7
vláda	5 501,9								87,1	1 033,7
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	120 705,0
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	629 239,3
zlato 10)	2 466,4	2 309,3	2 234,6	2 290,3	1 521,9	369,1	677,0	4 640,4	4 469,9	4 285,2
zvláštní práva čerpání	247,3		4,7					7,7	31,0	59,0
rezervní pozice u MMF								116,0	5 478,3	4 667,6
devizy	113 266,5	172 812,6	370 798,4	337 593,7	337 002,8	376 313,9	460 752,2	491 001,2	514 188,0	578 021,5
ostatní rezervní aktiva								1 053,9	290,6	42 206,0
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	1 808 834,1
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	1 054 115,1
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	950 535,1
ostatní kapitál 3)					35 145,6	64 351,3	93 126,0	116 193,8	112 855,0	103 580,0
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	203 295,7
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	129 574,2
dluhové cenné papíry	25 598,7	44 281,9	54 653,2	51 939,6	64 170,4	52 880,9	67 567,4	48 921,4	51 606,1	73 721,5
Finanční deriváty 4)								5 307,9	11 495,2	19 647,8
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	531 775,5
dlouhodobé	192 426,3	207 289,7	279 388,9	374 814,7	426 270,1	358 510,5	379 172,2	352 323,4	339 013,2	300 831,2
ČNB	33 697,4	1 695,7	2 491,5	2 272,7	2 188,3		197,1	180,4	133,4	115,6
obchodní banky 6)	16 175,5	26 040,1	90 299,3	143 454,2	143 120,2	124 286,3	118 368,9	84 607,4	73 688,6	62 619,5
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	7 526,1
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	230 570,0
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	230 944,3
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5	18,1
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	158 286,2
vláda		5 013,4	1 104,1	314,8	287,5	103,2				
ostatní sektory	42 858,1	44 506,0	52 531,1	50 236,4	53 864,9	57 661,9	52 622,1	73 450,1	92 646,0	72 640,0
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	-347 431,0

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 pasivech obchodních bank, již v údajích k 31.12.1994)

7) v průběhu ledna 1993 část pohledávek a závazků ve volné směnitelných měnách (GDZ) 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 bilanci společnosti se zahraniční majetkovou účastí

Česká republika: ZAHRANIČNÍ ZADLUŽENOST

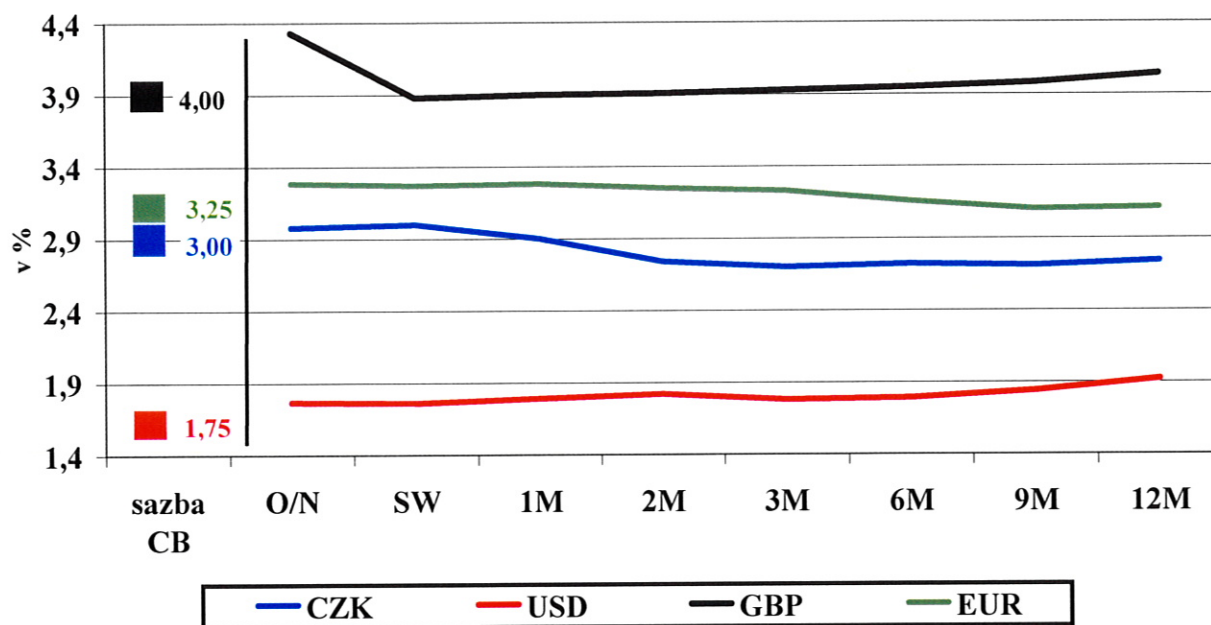
v mil. Kč	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	30.6.2002 ¹⁾
ZADLUŽENOST VE SMÉNITELNÝCH MĚNÁCH	254 488,1	299 960,7	440 229,3	569 723,6	739 563,0	717 923,6	813 576,5	808 122,8	786 676,4	709 077,0
v tom:										
dlouhodobá	194 525,0	218 944,5	306 034,4	405 143,6	495 058,5	446 484,3	497 872,1	464 323,8	461 217,5	439 967,9
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	115,6
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	84 610,7
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	42 581,5
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	312 660,1
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	211 815,0
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	1 915,1
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	62 336,4
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	84 970,0
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	57 165,4	78 931,4
krátkodobá	59 963,1	81 016,2	134 194,9	164 580,0	244 504,5	271 439,3	315 704,4	343 799,0	325 458,9	269 109,1
podle dlužníků										
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	68,5	18,1
obchodní banky 2)	21 117,0	32 610,3	71 911,8	106 852,6	170 147,0	193 373,0	230 000,5	226 246,1	192 438,4	158 879,0
vláda	9 535,0	9 535,0	15 114,0	2 786,0	8 164,0	22,0	7,0	2 115,0	465,0	792,0
ostatní sektory	34 265,1	38 833,0	47 054,1	54 866,1	66 148,0	78 004,8	85 671,1	115 429,1	132 487,0	109 420,0
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	143 135,3
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	86 920,0
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	39 053,8
ZADLUŽENOST V NESMÉNITELNÝCH 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:										
dlouhodobá	23 500,0	23 092,1	10 484,7	8 865,9	8 860,6	8 893,5	8 925,7	8 950,9		
krátkodobá 2)	9 725,3	19 416,0	6 581,2	314,8	287,5	103,2				
ZADLUŽENOST VŮČI ZAHRANIČÍ CELKEM	287 713,4	342 468,8	457 295,2	578 904,3	748 711,1	726 920,3	822 502,2	817 073,7	786 676,4	709 077,0
v tom:										
dlouhodobá	218 025,0	242 036,6	316 519,1	414 009,5	503 919,1	455 377,8	506 797,8	473 274,7	461 217,5	439 967,9
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	269 109,1
Dlouhodobá zadluženost celkem	218 025,0	242 036,6	316 519,1	414 009,5	503 919,1	455 377,8	506 797,8	473 274,7	461 217,5	439 967,9
v tom:										
- úvěry MMF	32 296,6									
- závazky vládního sektoru a garantované vládou a subjektů s majoritní účastí státu	135 573,3	146 969,8	153 224,7	173 488,0	231 624,2	241 734,0	254 398,0	245 389,0	203 102,3	193 147,3
- závazky subjektů s majoritní účastí soukromého kapitálu	50 155,1	95 066,8	163 294,4	240 521,5	272 294,9	213 643,8	252 399,8	227 885,7	258 115,2	246 820,6

1) předběžné údaje

2) k 31.12.1995 krátkodobá a k 31.12.1996 i dlouhodobá korunová pasiva vůči nerezidentům zahrnuta pod pasivy obchodních bank ve směnitélných měnách, zatímco v údajích k 31.12.1994 prostředky na korunových účtech nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasivech v nesměnitélných měnách a vůči Slovenské republice (metodická změna v souvislosti se zavedením směnitélnosti Kč od 1.10.1995)

3) zadluženost vůči Slovenské republice: v letech 1993 až 1995 v nesměnitélných měnách, od 1996 nevyrovnaný zůstatek salda vzájemných účtů po skončení clearingů veden v nesměnitélných měnách; ostatní závazky vůči Slovenské republice zahrnuty ve směnitélných měnách podle "opatření" MF č. 282/70 490/95 z 22.12.1995

Úrokové sazby O/N až 12 měsíců (24.10.2002)



Úrokový diferenciál O/N až 12 měsíců (24.10.2002)

