

# ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

sekce měnová

V Praze dne 24. listopadu 2000

## Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

### 11. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

#### Stručný obsah - důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na 2. pololetí 2000

#### Útvarv, 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. Bárta, CSc.,  
Ing. Matalík, Ing. Kalous, CSc.,  
Ing. Polák, Ing. Vojtíšek

#### Část I.

Předkládací zpráva

#### Část II.

Návrh rozhodnutí bankovní rady

#### Část III.

Vlastní materiál včetně  
tabulkových příloh

Příloha č. 1: Indikátory vnější  
nerovnováhy ČR

Příloha č. 2: Inflační očekávání  
podnikových manažerů a domácností

Příloha č. 3: Vývoj veřejných  
financí po roce 2001

Příloha č. 4: Vývoj směnného kurzu  
a konkurenceschopnost

#### IV.

Měnově politické doporučení

*Bude distribuováno ve zvláštním režimu*

Předkládá: Ing. Hrnčář, DrSc.

Kontroloval: doc. Ing. Čapek, CSc.

Zpracovala: sekce měnová

## **Předkládací zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na 2. pololetí 2000. Obsahuje přílohy: „Indikátory vnější nerovnováhy České republiky“, „Inflační očekávání podnikových manažerů a domácností“, „Vývoj veřejných financí po roce 2001“ a „Vývoj směnného kurzu a konkurenceschopnost“.

**N á v r h**

**R o z h o d n u t í**

bankovní rady České národní banky k materiálu

**„11. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji“**

Bankovní rada po projednání materiálu

**s o u h l a s í**

s návrhem opatření.

**Obsah**

<b>I. Shrnutí</b> .....	1
<b>1. Stručná charakteristika současného hospodářského a měnového vývoje</b> .....	1
<b>2. Aktuální prognózy a jejich změny oproti 10. SZ</b> .....	4
<b>II. Faktory inflace</b> .....	5
<b>1. Měnový vývoj</b> .....	5
1.1 Peníze a úvěry .....	5
1.2 Úrokové sazby a akciový trh .....	6
1.3 Veřejné finance .....	8
1.4 Devizový kurz .....	9
1.4.1 Vývoj devizového kurzu .....	9
1.4.2 Vývoj efektivních kurzů .....	10
1.5 Finanční účet a devizové rezervy .....	11
<b>2. Poptávka a nabídka</b> .....	13
2.1 Domácí poptávka .....	13
2.2 Netto vývoz .....	14
2.3 Hrubý domácí produkt .....	14
2.4 Obchodní bilance, běžný účet .....	15
<b>3. Trh práce</b> .....	17
3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost .....	17
3.2 Mzdy a příjmy z mezd .....	18
3.3 Mzdově nákladová inflace .....	18
<b>4. Ostatní nákladové faktory</b> .....	20
4.1 Dovezená inflace .....	20
4.2 Dovození ceny .....	21
4.3 Ceny průmyslových výrobců .....	21
<b>5. Vnější prostředí</b> .....	23
<b>III. Inflace</b> .....	24
1. Minulý vývoj .....	24
2. Predikce (do konce roku 2001) .....	25
3. Prognóza inflace na základě MMI .....	29
<b>IV. Měnově politické doporučení</b>	

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Příloha č. 2: Inflační očekávání podnikových manažerů a domácností

Příloha č. 3: Vývoj veřejných financí po roce 2001

Příloha č. 4: Vývoj směnného kurzu a konkurenceschopnost

Tabulkové přílohy

# I. Shrnutí

## 1. Stručná charakteristika současného hospodářského a měnového vývoje

Statistické údaje zveřejněné od projednání 10. SZ byly převážně v souladu s jejími prognózami (viz tabulka).

Veličina		VIII/00	IX/00		X/00	
		skuteč.	progn.	skuteč.	progn.	skuteč.
Spotřebitelské ceny	r/r, %	4,1	4,3	4,1	4,3	4,4
	m/m, %	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3
Čistá inflace	r/r, %	3,2	3,6	3,2	3,5	3,5
	m/m, %	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,3
Korigovaná inflace	r/r, %	3,8	4,1	3,5	3,6	3,3
	m/m, %	0,0	0,2	-0,4	0,2	-0,1
Ceny průmyslových výrobců	r/r, %	4,8	5,5	5,4	5,5	5,9
	m/m, %	0,3	0,8	0,6	0,8	1,2
Průmyslová produkce	r/r, %	11,0	4,1	3,7	6,3	
- očišt. o vliv počtu prac. Dní	r/r, %	8,9	X	8,1	X	
Tržby z průmyslové činnosti	r/r, %	13,9	X	4,6	X	
Stavební výroba	r/r, %	8,2	X	7,7	X	
- očišt. o vliv počtu prac. Dní	r/r, %	6,9	X	10,3	X	
Tržby v maloobchodě	r/r, %	5,5	X	2,5	X	
Saldo obchodní bilance	za měsíc, mld. Kč	-14,9		-3,3	-12,0	-16,4
	kum., mld. Kč	72,3	X	-75,6	X	-92,0
Změna salda obchodní bilance	r-r, mld. Kč	-12,4	X	-4,4	X	-10,4
	kum., r-r, mld. Kč	-42,8	X	-47,2	X	-57,6
Nezaměstnanost	ke konci měs., %	9,0	9,0	8,8	8,6	8,5
Nominální mzdy v průmyslu	r/r, %	7,6	4,5	5,1	7,5	
Reálné mzdy v průmyslu	r/r, %	3,4	0,4	1,0	3,0	
Produktivita práce v průmyslu	r/r, %	12,5	5,0	4,7	8,9	
Nominální mzdy ve stavebnictví	r/r, %	7,6	3,5	4,1	X	
Reálné mzdy ve stavebnictví	r/r, %	3,4	-0,6	0,0	X	
Produktivita práce ve stavebnictví	r/r, %	12,6	11,4	12,6	X	
Peněžní zásoba (M2)	r/r, %	7,6	X	6,7	X	6,6
Kurz CZK/EUR	prům. za měsíc, %	35,36	X	35,43	X	35,28
Změna kurzu CZK/EUR	r/r, %	+3,0	X	+2,6	X	+3,7
Kurz CZK/USD	prům. za měsíc, %	39,00	X	40,66	X	41,13
Změna kurzu CZK/USD	r/r, %	-12,0	X	-14,8	X	-17,2
Úrokové sazby z nových úvěrů	prům. za měsíc, %	6,7	X	6,8	X	6,6
	r-r, proc. body	-1,3	X	-1,2	X	-1,1
Úrokové sazby z termín. Vkladů	prům. za měsíc, %	4,2	X	4,2	X	4,2
	r-r, proc. body	-0,8	X	-0,7	X	-0,7

Vysvětlení značek a zkratk:

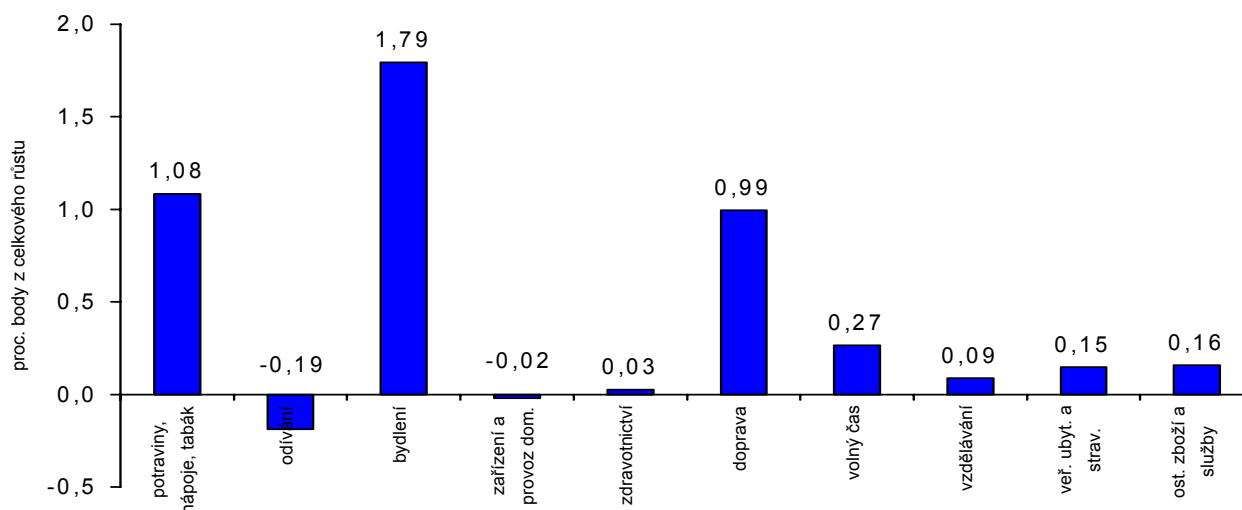
- r/r ... meziroční růst
- m/m ... meziměsíční růst
- r-r ... rozdíl proti hodnotě za stejné období předchozího roku
- kum. ... kumulativně od začátku roku
- měs. ... měsíc
- X ... měsíční hodnoty ČNB nepredikuje

Prognózy měnového a hospodářského vývoje v horizontu konce roku 2001 zůstávají v této situační zprávě v zásadě nezměněny. Makroekonomické prostředí je nadále charakterizováno pokračujícím hospodářským oživením, stabilizovaným vývojem trhu práce, přetrváváním exogenního nákladového šoku, nízkými inflačními tlaky na straně poptávky, apreciační tendencí koruny vůči euru a prohlubováním deficitu obchodní bilance.

Pokračování růstových tendencí v průmyslu a ve stavebnictví, mírný pokles míry nezaměstnanosti a prohlubování deficitu obchodní bilance signalizují pokračující dynamiku strany nabídky i poptávky v ekonomice. Růst produktivity a pozvolné zlepšování finanční situace podnikové sféry naznačují, že ekonomického oživení je dosahováno spíše „intenzivními“ faktory, než na základě „extenzivního“ zapojování dodatečných výrobních zdrojů, zejména práce. To je pozitivní rys probíhajícího oživení. Důležitým faktorem ekonomického růstu je pokračující příliv přímých zahraničních investic.

Na druhé straně existují určité faktory brzdící akceleraci ekonomického oživení. Vyššímu než prognózovanému růstu bude v příštím období bránit očekávané zpomalování tempa růstu zahraniční poptávky a stagnace nebo jen pozvolné oživení domácí úvěrové emise. Pokračující čištění bilancí velkých bank od nahromaděných špatných úvěrů souběžně s omezeným množstvím úvěrovatelných investičních projektů neopravňují předpokládat, že by v horizontu jednoho roku mělo dojít k výrazné akceleraci úvěrové činnosti a na ní navazující expanzi investiční činnosti nad rámec prognózy. I tak bude poměrně vysoké tempo růstu výdajů na investice v příštím roce nejdůležitějším faktorem hospodářského oživení. Druhým nejdůležitějším faktorem hospodářského růstu by měla být spotřeba domácností. Ani ta by však vzhledem k umírněnému mzdovému vývoji a poměrně vysoké míře nezaměstnanosti v příštím roce neměla vybočit z prognózovaného intervalu. Vyhodnocení uvedených faktorů a nízká pravděpodobnost výraznější akcelerace hospodářského růstu v příštím roce vedou k zachování stávající prognózy.

Vývoj inflace v říjnu v zásadě odpovídal predikci ČNB. Analýza struktury inflačního pohybu ukazuje, že poslední vývoj byl pokračováním tendence z minulých měsíců, kdy k růstu cen docházelo pouze ve skupinách Potraviny, Bydlení a Doprava. Jak vyplývá z grafu, příspěvek těchto tří skupin v procentních bodech k meziročnímu růstu indexu spotřebitelských cen v říjnu činil 3,87, tj. téměř 89 %.



Inflační pohyb tedy ani nadále není všeobecný a omezuje se na skupiny, ve kterých se projevuje cenová regulace (Bydlení), exogenní nákladový šok (Doprava) nebo korekce vývoje v minulosti (Potraviny). Pro měnovou politiku je relevantní, že nejsou zjevné sekundární inflační tlaky vyplývající z externího nákladového šoku a že ekonomické subjekty nepřehodnocují svoje inflační očekávání. Aktuální inflační očekávání finančních trhů jsou velmi blízká predikcím inflace ČNB.

Podmíněná prognóza inflace vychází ze zachování referenčních scénářů (schválených pro 10. SZ) ropy a devizového kurzu (USD k EUR a CZK k EUR) a tedy i ze zachování předpokladu o vývoji dovozních cen. Zůstávají rovněž zachovány předpoklady o budoucím vývoji mzdově nákladových a poptávkových faktorů. Neměnnost výchozích předpokladů implikuje zachování stávající prognózy čisté inflace pro konec roku 2000 (3,3 – 3,6 % se středem 3,5 %) i pro konec roku 2001 (2,2 – 4,0 % se středem 3,1 %). Kvantitativně obdobná úroveň čisté inflace na konci příštího roku však bude mít ve srovnání s nynější úrovní odlišnou strukturu. V dnešní struktuře inflace dominují exogenní nákladové tlaky projevující se ve vysokém meziročním růstu dovozních cen. Tyto nákladové tlaky jsou v roce 2000 kompenzovány velmi příznivým vývojem nominálních jednotkových mzdových nákladů, omezujícím promítání rostoucích dovozních cen do domácích cen. Koncem roku 2001 by mělo působení externího nákladového šoku odeznít a měl by se posilovat vliv mzdově nákladové inflace. Předpokládaný meziroční růst nominálních jednotkových mzdových nákladů v roce 2001 by však podle prognózy měl být konzistentní s vývojem producentů cen a neměl by tak představovat významnější inflační riziko. Ve prospěch zachování stávající prognózy inflace hovoří rovněž výsledky predikčního modelu MMI.

Nadále zůstává nejistotou prognózy inflace možné zpožděné promítání nákladových tlaků do spotřebitelských cen. S délkou přetrvávání externího nákladového šoku pravděpodobnost uvedeného promítání narůstá. Tomuto promítání by však nadále měly bránit významné překážky především v podobě silně konkurenčního tržního prostředí.

Střednědobým makroekonomickým a měnovým rizikem je vývoj veřejných financí a jeho perspektivy. Scénáře možného budoucího vývoje zformulované nedávno ministerstvem financí (viz Příloha 3) však nenaznačují, že pro řešení problémů v této oblasti budou v dohledné době k dispozici nějaká systémová opatření. Nově vnímaným rizikem se stává problematika možného zadlužování vyšších územně správních celků.

## 2. Aktuální prognózy a jejich změny oproti 10. SZ

	Aktuální predikce	10. SZ
Čistá inflace (12/2000)	<b>3,3 – 3,6 %</b>	3,3 – 3,8 %
Čistá inflace (12/2001)	2,2 – 4,0 %	2,2 – 4,0 %
CPI (12/2000)	4,1 – 4,5 %	4,1 – 4,5 %
CPI (12/2001)	4,2 – 5,4 %	4,2 – 5,4 %
HDP (2000)	1,8 – 2,8 %	1,8 – 2,8 %
HDP (2001)	1,5 – 3,5 %	1,5 – 3,5 %
Průměrná nom. mzda ve sled. organ. (2000) <sup>1)</sup>	<b>5,1 – 6,1 %</b>	4,8 – 5,8 %
Průměrná nom. mzda ve sled. organ. (2001) <sup>1)</sup>	<b>7,0 – 8,0 %</b>	6,9 – 7,9 %
Průměrná reálná mzda ve sled. organ. (2000) <sup>1)</sup>	<b>1,2 – 2,1 %</b>	0,8 – 1,8 %
Průměrná reálná mzda ve sled. organ. (2001) <sup>1)</sup>	<b>1,4 – 3,2 %</b>	1,2 – 3,2 %
Běžné příjmy domácností reálné (2000)	<b>-0,8 až 1,2 %</b>	-0,9 až 1,2 %
Běžné příjmy domácností reálné (2001)	<b>-0,7 až 2,0 %</b>	-0,8 až 2,1 %
Míra nezaměstnanosti (12/2000)	8,8 – 9,0 %	8,8 – 9,0 %
Míra nezaměstnanosti (12/2001)	8,0 – 9,0 %	8,0 – 9,0 %
M2 (2000)	6,4 – 9,4 %	6,4 – 9,4 %
M2 (2001)	7,1 – 10,1 %	7,1 – 10,1 %
BÚ/HDP v b.c. (2000)	-4,7 až -5,3 %	-4,7 až -5,3 %
BÚ/HDP v b.c. (2001)	-4,1 až -4,7 %	-4,1 až -4,7 %

technická změna

věcná změna

<sup>1)</sup> Termín „Průměrná nominální (reálná) mzda ve sledovaných organizacích“ je zpřesněným výrazem pro doposud používaný termín „Mzda v národním hospodářství“ publikovaný ČSÚ.

*Poznámka:*

**Technickou změnou prognózy** se rozumí změna prognózy způsobená:

- dosazením skutečných hodnot za predikované hodnoty v daném měsíci či čtvrtletí
- úpravou predikčního intervalu v důsledku zkrácení predikčního období
- úpravou proměnných, které jsou vypočítány z jiných proměnných, u nichž došlo ke změně
- rozhodnutím vlády o změnách regulovaných cen a daní
- rozhodnutím vlády o změnách veličin, na které má vláda vliv

**Věcnou změnou prognózy** se rozumí změna prognózy způsobená:

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

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE														
1.	meziroční index CPI	k posl. dni měsíce	11/99	12/99	1/00	2/00	3/00	4/00	5/00	6/00	7/00	8/00	9/00	10/00
	meziroční index čisté inflace	k posl. dni měsíce	1,9	2,5	3,4	3,7	3,8	3,4	3,7	4,1	3,9	4,1	4,1	4,4
	meziroční index korigované inflace	k posl. dni měsíce	0,6	1,5	1,6	1,9	2,1	1,7	2,1	2,6	3,1	3,2	3,2	3,5
2.	peněžní zásoba (M2) - roční změna v %	k posl. dni měsíce	2,6	3,0	3,1	3,2	3,5	3,2	3,4	4,0	4,1	3,8	3,5	3,4
3.	spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	k posl. dni měsíce	9,3	8,1	7,3	8,0	7,2	7,3	7,5	5,7	7,3	7,6	6,7	6,6
	FRA 3x6	k posl. dni měsíce	0,55	0,46	0,70	0,53	0,39	0,21	0,28	0,48	0,45	0,42	0,45	0,51
	1R IRS	k posl. dni měsíce	5,58	5,58	5,75	5,53	5,43	5,38	5,41	5,48	5,50	5,48	5,52	5,58
	spread 5R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce	5,93	5,92	6,05	5,88	5,62	5,55	5,64	5,80	5,77	5,79	5,79	5,84
	spread 10R IRS - 1R IRS	k posl. dni měsíce	1,33	1,31	1,63	1,49	1,18	0,95	1,11	1,16	1,24	1,11	1,20	1,26
4.	spotřeba domácností (tempo v s.c.)	za čtvrtletí mzr. v %	1,34	1,33	1,69	1,59	1,32	1,13	1,24	1,16	1,35	1,28	1,41	1,58
	maloobchodní obrat (tržby v odv. obchodu a pohostinství)	za daný měsíc mzr.		1,4			1,1			1,7			1,5	
	produktivita práce	dyn.HDP ku dym.zam.	6,6	5,7	6,7	6,7	6,0	3,0	8,0	4,9	0,9	6,0	3,0	5,3
	míra nezaměstnanosti	k posl. dni měsíce	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	2,8		2,4		2,4
	tempo růstu HDP (s.c.)	za čtvrtletí mzr.	9,0	9,4	9,8	9,7	9,5	9,0	8,7	8,7	9,0	9,0	8,8	8,5
	tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	mzr.index prům.prod.	1,0	1,0	3,9	5,1	4,4			1,9			1,7	
5.	předstih tempa růstu domácího poplatky a HDP v pr. b.		3,6	7,5	3,9	5,1	5,2	2,8	6,5	6,1	5,6	11,0	3,7	6,3
	tempo růstu průměrných mezd - nominální (ve sled.org.)	čtvrtletní objemny mzr.	0,0	0,0			-2,8			0,2			3,0	
	tempo růstu mezd a platů - reálné (ve sled.org.) +A11	deflováno CPI a)	7,9	7,9			6,7			5,7			5,2	
	předstih tempa růstu produktivity před reál.mzdou v pr. b.		-0,1	-0,1			-1,1			-0,8			0,8	
6.	státní rozpočet (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl. dni měs. v mid. Kč	-2,5	-2,5			3,0			0,9			1,3	
	místní rozpočty (saldo hospodaření v běžném roce)	k posl. dni měs. v mid. Kč												
	státní a místní rozpočty (saldo hospodaření v běž. roce)	k posl. dni měs. v mid. Kč												
7.	ceny zemědělských výrobků	k posl. dni měsíce	-10,6	-29,6	16,4	3,2	8,3	-4,4	-13,5	-4,9	-2,1	-12,4	-17,3	-11,3
	ceny tržních služeb	k posl. dni měsíce	22,6	18,5	1,0	1,6	0,6	-1,1	-0,5	1,0	6,6	8,8	5,0	4,0
	meziroční index PPI	k posl. dni měsíce	12,0	-11,1	17,4	4,8	8,9	-5,5	-14,0	-3,9	4,5	-3,6	-12,3	7,3
	index dovozních cen	st. obd. m.r.=100%												
8.	index nominálního kursu CZK/EUR (leden 1999 = 100) x)	k posl. dni měsíce	-3,3	0,6	-1,2	1,2	2,2	3,5	8,4	15,9	12,8	13,1	12,9	11,5
	index nominálního efektivního kursu (1995 = 100) x)	k posl. dni měsíce	-14,1	-10,8	-9,6	-6,6	-6,7	-5,4	-4,9	-2,1	-3,2	-3,6	1,6	2,0
	index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	k posl. dni měsíce	2,4	3,4	4,2	4,5	5,1	4,2	4,4	5,1	5,0	4,8	5,4	5,9
	index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	st. obd. m.r.=100%	111,5	113,6	113,4	113,2	112,0	110,7	114,5	113,5	111,4	111,8		
	index nominálního kursu CZK/EUR (leden 1999 = 100) x)	průměrný měs. kurs	97,85	98,83	98,91	99,80	100,12	98,11	97,41	98,94	100,05	100,79	100,60	101,02
	index nominálního efektivního kursu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs	107,80	108,31	108,62	109,27	108,90	106,47	105,67	107,93	108,97	105,42	108,47	108,98
	index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs (PPI)	111,37	111,97	112,64	112,91	112,83	109,27	108,05	110,43	110,96	107,47		
	index reálného efektivního kursu (1995 = 100) x)	průměrný měs. kurs (CPI)	117,42	117,91	119,48	119,33	118,49	115,51	114,65	117,18	118,53	115,07		

a) - pro deflaci použít CPI; nevážený čtvrtletní průměr  
x) hodnota nad 100 = apreciacie, hodnota pod 100 = depreciace  
stín = předikce

## II. Faktory inflace

### 1. Měnový vývoj

#### 1.1 Peníze a úvěry

##### Peníze

Růst peněžní zásoby v říjnu 2000 na úrovni mírně pod 7 % potvrzuje dosavadní trend postupně klesajících přírůstků peněžní zásoby v průběhu r. 2000. Přírůstek peněz se v období leden – říjen 2000 ve srovnání se stejným obdobím minulého roku pohybuje na úrovni cca 80 %. Od srpna se postupně začínají rovněž snižovat meziroční přírůstky peněžního agregátu M1 (z cca 20 % v červenci 2000 na 16 % v září 2000).

K udržení dynamiky peněžní zásoby na úrovni roku 1999 nepostačuje ani pokračující příliv kapitálu ze zahraničí, protože je stále ve větší míře kompenzován zhoršujícím se saldem obchodní bilance. Na nižší přírůstky peněžní zásoby působí i stagnující úvěrová emise.

Vývoj peněžní zásoby naznačuje, že by se i nadále měla zmenšovat mezera mezi peněžním agregátem M2 a nominálním HDP. Vývoj peněžní zásoby v r. 2000 by proto neměl pro nejbližší období vytvářet inflační tlaky. Současné ekonomické oživení není dosavadním vývojem peněžní zásoby ohroženo, s jeho výraznější akcelerací však z pohledu vývoje peněz nelze v nejbližších měsících počítat.

Aktuální vývoj peněžní zásoby odpovídá dlouhodobému předpokladu, že se meziroční přírůstky peněžní zásoby v r. 2000 budou pohybovat v koridoru 6,4 – 9,4 %, a to spíše v jeho dolní polovině. Vývoj peněžní zásoby ve zbývajících dvou měsících r. 2000, především v prosinci, by měl být ovlivňován standardními faktory v oblasti vývoje státního rozpočtu a připsáním úroků na vklady. Nepravděpodobný je zásadní obrat v oblasti úvěrové emise, který by změnil tendence ve vývoji peněžní zásoby oproti současným předpokladům.

##### Úvěrová emise

Aktuální vývoj úvěrové emise v říjnu je charakterizován výrazným poklesem ve výši cca 21 mld. Kč, který však do značné míry kompenzuje předchozí nárůst v září (+16 mld. Kč). Jedná se o mimořádné výkyvy v úvěrové emisi několika bank, které neměly dopad na poskytnutí příp. odčerpání zdrojů z podnikového sektoru. Po zohlednění těchto vlivů úvěrová emise u tuzemských obchodních bank stagnuje na úrovni průměrného meziročního přírůstku v r. 2000 ve výši 1,3 %. Tento vývoj i nadále interpretujeme jako zastavení dlouhodobého poklesu úvěrové emise bank s možností mírného ožívování úvěrové aktivity obchodních bank v příštím roce.

Nadále přetrvává rozdílný vývoj dle jednotlivých skupin bank. U skupiny zahraničních bank jsou zřejmé pokračující přírůstky úvěrové emise. Tato skupina bank se zaměřuje především na financování podniků pod zahraniční kontrolou, obyvatelstva a částečně i podniků pod tuzemskou kontrolou. U velkých bank (KB, ČS, ČSOB-IPB) je zřejmá úvěrová aktivita pouze u obyvatelstva a částečně rovněž u podniků pod zahraniční kontrolou. U obou dvou dominantních skupin obchodních bank je zřejmá stagnace, příp. pokles v úvěrech živnostníkům a u velkých bank rovněž pokles úvěrů poskytnutých podnikům pod domácí

kontrolou. Tento obrázek poměrně přesně odráží průběh restrukturalizace podnikové sféry, která je spjata především se zahraničními investory, zájem obchodních bank o úvěrování obyvatelstva a zatím stále nedokončenou restrukturalizaci u podniků pod kontrolou domácího kapitálu.

Z hlediska odvětví, na které se banky primárně při poskytování úvěrů zaměřují, dominují u zahraničních bank odvětví pronájmu strojů a zařízení a zpracovatelského průmyslu. U velkých bank dochází u těchto dvou odvětví k poklesům. Lze tak vyslovit hypotézu, že v souvislosti se změnou vlastnické struktury v těchto odvětvích ve prospěch zahraničních investorů dochází rovněž ke změně financující banky ve prospěch zahraničních bank.

Další vývoj úvěrové emise bude záviset na dokončení restrukturalizace podnikové sféry, která by měla dále posílit ekonomické oživení a tím i bonitu klientů žádajících o úvěr. I nadále predikujeme, že v roce 2001 dojde k mírnému oživení úvěrové emise. Meziroční přírůstek úvěrů poskytnutých tuzemskými bankami podnikům a domácnostem by měl dosáhnout ke konci r. 2001 max. 3 – 4 %.

## 1.2 Úrokové sazby a akciový trh

Situaci na finančním trhu lze charakterizovat jako postupnou změnu trendu. V polovině září úrokové sazby začaly mírně růst, přitom s prodlužující se splatností je zvýšení sazeb zřetelnější. Hlavní důvod představuje zřejmě očekávání růstu ekonomiky a vyšší inflace (viz zveřejněné prognózy ČSÚ o budoucím ekonomickém vývoji). Mezi další faktory patří situace na Blízkém východě, nejistý vývoj na trhu s ropou a částečně i zvyšování sazeb v Eurozóně. Na trhu dluhopisů je růst výnosů navíc podpořen zvýšenou nabídkou na primárním trhu státních i firemních dluhopisů a také novelou zákona o daních z příjmů, která zpětně mění jejich zdanění. Všechny tyto faktory vedou k tomu, že postupně zesilují očekávání zvýšení sazeb ze strany ČNB. Vzestup úrokových sazeb s delší splatností je patrný i ze sklonu výnosových křivek, implikovaných křivek a zero-kupón křivek<sup>1</sup> (viz přílohy).

V zahraničí došlo k úpravě základních sazeb v Eurozóně, ECB zvýšila 5.10. referenční sazbu o 0,25 procentního bodu na 4,75 %. Úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám zůstává pozitivní v rozsahu 0,3 až 0,6 procentního bodu podle délky splatnosti, s tendencí k mírnému růstu diferenciálu u delších splatností. Úrokový diferenciál vůči dolarovým sazbám je negativní v rozsahu -0,9 až -1,5 procentního bodu. Zde naopak dochází k postupnému snižování diferenciálu u delších splatností. Rozsah změn však zatím není natolik významný, aby mohl zásadněji změnit dosavadní toky dluhového kapitálu mezi ČR a zahraničím.

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se mírně zvýšila, a to v souladu s aktuálním vývojem spotřebitelských cen i dalších ekonomických ukazatelů. Výraznější změny predikcí jsou však očekávány v horizontu 3 let, kdy za nejdůležitější proinflační faktor je považován narůstající schodek veřejných financí. Úrokové sazby jsou nadále považovány za stabilní do konce roku. I přes současný růst dlouhodobých sazeb se nejbližší změna nastavení měnové politiky očekává až na jaře roku 2001.

---

<sup>1</sup> Zero-kupón křivka je používána v centrálních bankách k analýze dlouhodobých sazeb. Její výhoda je především v tom, že odstraňuje problém různých kupónů státních dluhopisů. Zero-kupón křivku jsme sestrojili z výnosů státních daněných dluhopisů pomocí Nelson-Sieglova modelu, který mj. využívá také ECB.

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

	CPI				ČI		1T PRIBOR	1R PRIBOR
	odbor 413	fin. trh	podniky	domácnosti	odbor 413	fin. trh	fin. trh	fin. trh
12/99	4.4	4.2	3.9	3.1	3.1	2.8	6.3	6.8
1/00	4.9	4.0			3.7	2.8	6.3	6.9
2/00	5.2	4.5			4.0	3.0	6.2	6.8
3/00	5.1	4.5	4.3	4.1	3.9	3.2	6.1	6.6
4/00	5.2	4.2			3.2	2.7	5.9	6.4
5/00	5.2	4.1			3.4	2.4	5.7	6.2
6/00	4.6	4.4	4.8	4.1	3.0	2.9	5.8	6.3
7/00	4.7	4.6			3.0	2.9	5.8	6.4
8/00	4.6	4.5			2.9	3.1	5.9	6.4
9/00	4.7	4.7	5.0	4.6	2.9	3.4	6.0	6.6
10/00	4.9	4.6			3.3	3.3	5.9	6.5
11/00	4.9	4.8			3.2	3.4	5.9	6.4

Na primárním trhu státních dluhopisů byla v říjnu (6.10.) znovuotevřena emise pětiletého SD 6,75/05, celý nabízený objem 4 mld. Kč byl umístěn s průměrným výnosem 6,84 %. V listopadu (3.11.) byla emitována třetí tranše sedmiletého SD 6,30/07 v objemu 4 mld. Kč. O tuto emisi byl mezi investory značný zájem a podařilo se upsat, při nestanovení maximálního akceptovatelného výnosu, celý nabízený objem. Výsledný průměrný výnos dosáhl 7,46 %. Ze zveřejněného emisního kalendáře ministerstva financí na rok 2001 vyplývá celkový objem 57 mld. Kč, který by měl být rozvržen do 15 aukcí. Novinkou bude emise nového SD se splatností 15 let. Navíc trh počítá s jednorázovou emisí dalších státních dluhopisů (úhrada škod v zemědělství, odškodnění klientů zkrachovalých kampeliček, deficitní hospodaření Konsolidační banky). Narůstající poptávka ze strany státu může na jedné straně vytlačovat z ekonomiky soukromý sektor. V současné době to sice zřejmě nepředstavuje výrazný problém, ovšem na druhé straně investoři vnímají nepříznivý trend zvyšování deficitů veřejných financí, který zcela jednoznačně vede k růstu dlouhodobých úrokových sazeb. Ceny většiny emisí převážně oslabují a výnosová křivka zvyšuje svou strmost. Svůj vliv však mají i data potvrzující oživení domácí spotřebitelské poptávky a z toho vyplývající očekávaný růst inflace.

Klientské úrokové sazby zřejmě dosáhly svého dna poklesu. Termínové depozitní sazby stagnují již čtvrtý měsíc na 4,2 %. Úrokové sazby z nových úvěrů v říjnu dosáhly 6,6 %.

Akciový trh měřený indexem PX 50 v říjnu kolísal kolem hodnoty 500 bodů, počátkem listopadu začal výrazně klesat. Na vývoj trhu i jednotlivých akciových titulů působil především vývoj na zahraničních trzích. Pozitivní nálada v sektoru telekomunikačních firem a informace o postupu privatizace v Českých radiokomunikacích pomohla k růstu telekomunikačních titulů. Za růstem předních bankovních titulů stojí zájem zahraničních investorů a pozitivní hodnocení ratingové agentury Moody's. Naopak negativní reakce na zavedení restriktivních opatření na dovoz elektřiny do Německa a Rakouska znamenaly ztrátu akcií ČEZ. Objem obchodů na BCPP byl v říjnu téměř dvojnásobný (ve srovnání s velmi podprůměrným zářím), rostly především obchody s obligacemi.

### 1.3 Veřejné finance

Vývoj hospodaření soustavy veřejných rozpočtů za leden až říjen 2000 nevybočuje z rámce původního očekávání, k jehož základním rysům patří postupné prohlubování souhrnného deficitu. Zatímco počáteční odhad celoročního deficitu veřejných rozpočtů prezentovaný při projednávání státního rozpočtu na rok 2000 uvažoval s výší cca 67,3 mld. Kč, nynější odhad očekává další prohloubení deficitu až na cca 98,3 mld. Kč, resp. 5,2 % HDP. Základní příčina tohoto zhoršení spočívá ve snížení očekávaných příjmů Fondu národního majetku (nejvýrazněji z odkladu privatizace Českého Telecomu, a. s.), které Fond může jen částečně kompenzovat pozdržením některých výdajů. Výsledek hospodaření FNM považujeme i nadále za nejvíce rizikovou položku z hlediska predikce vývoje veřejných rozpočtů ve zbytku letošního roku.

Hospodaření státního rozpočtu skončilo k 31. 10. 2000 deficitem ve výši 11,3 mld. Kč (ve stejném období m. r. deficit 7,4 mld. Kč). Proti konci září s vykázaným deficitem 17,3 mld. Kč došlo v průběhu října ke značné akceleraci celkových příjmů, jejichž měsíční přírůstek (cca 60,2 mld. Kč) byl po červnu druhým nejvyšším v tomto roce. Přes zmíněné urychlení však jejich říjnová nominální dynamika (+4,0 %) ještě nedosahuje celoročního rozpočtového záměru (+5,6 %) a mírně zaostává za čerpáním výdajů (o cca 0,7 proc. bodu). Celkově očekáváme ke konci roku nesplnění inkasa příjmů rozpočtu do cca 5 mld. Kč. Dosavadní čerpání celkových výdajů potvrzuje sezónní trend minulých let, kdy výrazné čerpání (především u investiční složky) nastává až v úplném závěru roku (prosinci). Rozpočtem uvažovaná dynamika celkových výdajů +5,6 %, dosahující ke konci října +4,7 %, je vedle již zmíněné sezónnosti do určité míry ovlivňována též trvalou regulací jejich nemandatorní složky. Celoročně je uvažováno se splněním výdajů zhruba v plánované výši.

V hospodaření místních rozpočtů (tj. okresních úřadů a obcí) byl za devět měsíců t. r. vykázan přebytek +5,0 mld. Kč (vliv vyšších nedaňových i kapitálových příjmů a dotací mimo státní rozpočet, sezónně nižší čerpání výdajů). Přebytkové hospodaření (cca 3 - 5 mld. Kč) lze očekávat ještě v říjnu a listopadu t. r. Předpoklad posílení příjmové základny o mimorozpočtové zdroje z převodu hlasovacích práv a z prodeje akcií distribučních elektroenergetických a plynárenských společností se v letošním roce v uvažované výši cca 5 mld. Kč pravděpodobně nenaplní. Dosavadní vývoj hospodaření místních rozpočtů však naznačuje, že celoroční deficit predikovaný MF ČR ve výši cca 9,8 mld. Kč je zřejmě nadhodnocený.

V průběhu října t. r. se naplnilo avizované riziko nedostatku volných finančních prostředků Fondu národního majetku potřebných k úhradě jeho předpokládaných závazků pro rok 2000. Tato skutečnost bezprostředně ohrožuje původní optimistický záměr na dosažení mírného celoročního deficitu Fondu ve výši pouze cca 4,8 mld. Kč, při zachování zhruba stejné depozitní pozice na účtech u bankovní soustavy oproti nyní hodnocenému období. Deficit hospodaření Fondu se ovšem může prohloubit až na cca 25 – 30 mld. Kč v případě nerealizace prodeje Českých radiokomunikací ještě v letošním roce. Objevují se reálné spekulace v tom smyslu, že FNM pro nedostatek zdrojů neuskuteční v letošním roce některé plánované výdaje, jako kupř. převod finančních prostředků do nově ustaveného Fondu rozvoje bydlení (cca 7 mld. Kč) nebo úhrady starých ekologických škod v již privatizovaných podnicích, které by tak musely být převedeny do příštího roku.

Podle zpřesněných údajů vzrostla do konce září t. r. úroveň veřejného dluhu oproti 1. pololetí 2000 o cca 3,5 mld. Kč, což k 30. 9. představuje jeho celkový objem 322,2 mld. Kč (podíl na HDP cca 17,2 %). Základní složku tvoří státní dluh, jehož přírůstek ve výši cca 11,3 mld. Kč ovlivnil nárůst státních cenných papírů k profinancování zvýšeného schodku SR, při snížení zadluženosti FNM o 7,5 mld. Kč (splátka obligací, kompenzovaná nárůstem objemu úvěrů). Ke konci roku 2000 se očekává výrazné navýšení objemu veřejného dluhu až na 378 mld. Kč (19,9 % HDP), způsobené nárůstem zadluženosti státu (již zmíněné profinancování schodku státního rozpočtu a ztráty KOB za rok 1999).

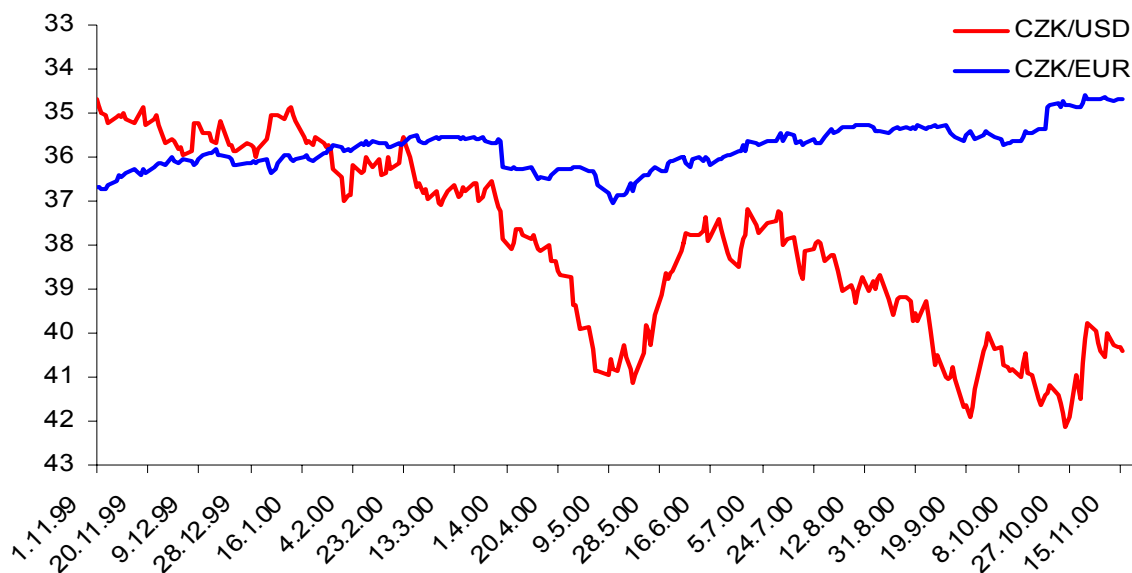
## 1.4 Devizový kurz

### 1.4.1 Vývoj devizového kurzu

Vývoj kurzu koruny vůči euru se v období od poloviny října do konce druhé dekády v listopadu t. r. vyvíjel velice stabilně v intervalu 34,67 - 34,88 korun za euro. Posílení koruny koncem druhé dekády v říjnu, kdy cena eura klesla z 35,39 na 34,88, je připisováno konverzi fondů pro Cmobil v souvislosti s vypořádáním opce pro České radiokomunikace.

Kurz koruny vůči dolaru zaznamenal tradičně výraznější výkyvy (měřeno standardní odchylkou byla 14denní volatilita až pětinasobně vyšší). Oslabování koruny charakteristické pro říjen (26. 10. až k hodnotě 42,13 korun za dolar) bylo v první polovině listopadu vystřídáno posílením koruny na hladinu mírně nad 40 korun za dolar.

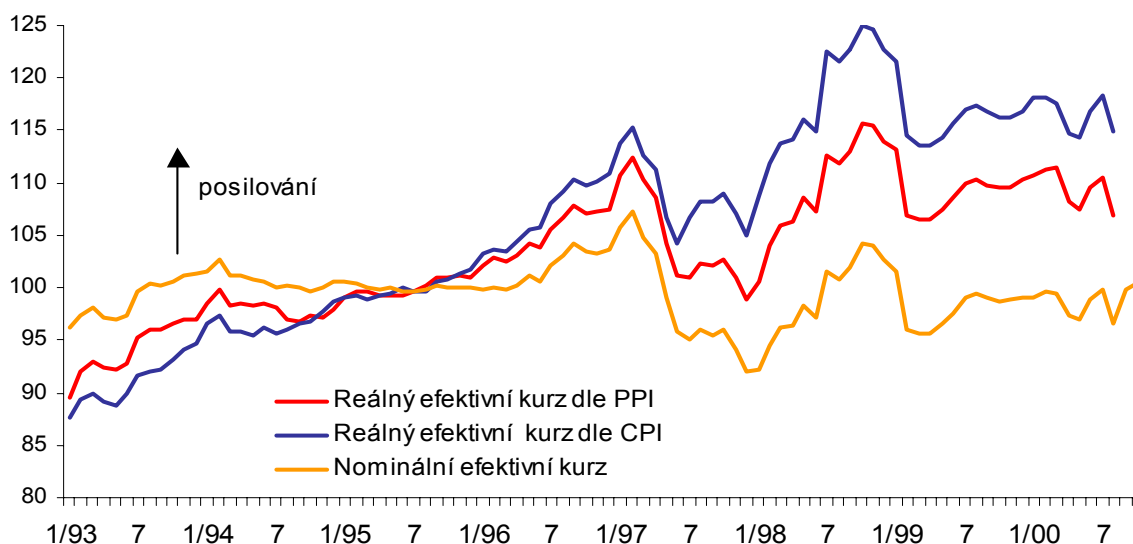
### Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD od listopadu 1999



## 1.4.2 Vývoj efektivních kurzů

Index nominálního efektivního kurzu<sup>2</sup> v průběhu posledních měsíců zaznamenal určité výkyvy (po posílení v červnu a červenci následovalo srpnové oslabení, které bylo vystřídáno opětovným posílením v září a říjnu). Uvedené výkyvy jsou odrazem vývoje kurzu eura vůči dolaru. V průměru byl nominální efektivní kurz ve třetím čtvrtletí a říjnu 2000 silnější o 1,5 procentního bodu ve srovnání s druhým čtvrtletím. Meziročně byl index nominálního efektivního kurzu v říjnu o necelé 2 procentní body silnější. Hodnota indexu nominálního efektivního kurzu se od počátku roku 2000 pohybuje v průměru na úrovni 98,8 % stavu z roku 1995.

### Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu (analytický kurz, rok 1995 = 100)



Pokud jde o indexy reálného efektivního kurzu, je pro ně patrné stejné rozkolísání, jaké je charakteristické také pro vývoj indexu nominálního efektivního kurzu. Oba sledované indexy efektivního reálného kurzu (dle PPI i CPI) posílily v červenci a srpnu 2000 ve srovnání s druhým čtvrtletím přibližně o 0,5 resp 1,3 procentního bodu. Meziročně oba indexy indikují v srpnu slabší reálný kurz.

<sup>2</sup> Vážený geometrický průměr indexů průměrných měsíčních nominálních směnných kurzů vůči našim největším obchodním partnerům. Ve výpočtu je zahrnuto 21 zemí, jejichž stálé váhy odpovídají jejich podílu na obchodním obratu v roce 1995.

## 1.5 Finanční účet a devizové rezervy

V říjnu pokračoval trend růstu celkové věřitelské pozice komerčních bank vůči zahraničí. Na tomto vývoji se podílel zejména pokles úvěrových závazků našich bank v cizích měnách, který souvisí s nižší poptávkou domácích subjektů po devizových zdrojích. Současně dochází k postupnému nárůstu podílu dlouhodobých korunových aktiv na celkových aktivech obchodních bank vůči zahraničí. Od konce června byl zaznamenán zvýšený zájem komerčních bank o investice do zahraničních korunových dlouhodobých cenných papírů (od 30. 6. t.r. došlo k navýšení stavu těchto aktiv v pozici bank o cca 18 mld. Kč). Důvodem je zřejmě vyšší výnos těchto investic (cca 7%) než výnos z vkladů na domácím mezibankovním trhu (průměrný roční PRIBOR 5,7%) a rovněž lepší rating a likvidita eurobondového kapitálového trhu, jakož i výhodnější obchodní a daňové podmínky.

### Vývoj pozice komerčních bank vůči nerezidentům

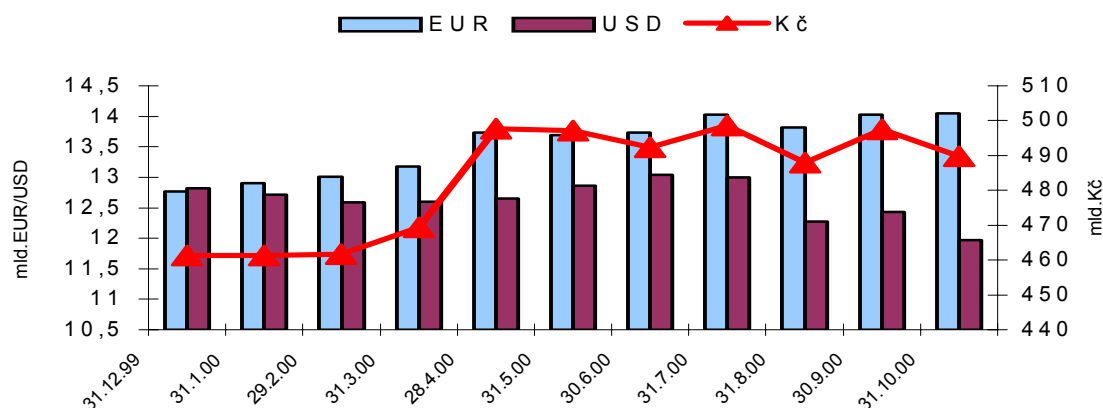
	v mld. Kč			
	31.12.1999	30.6.2000	30.9.2000	31.10.2000
Krát. aktiva	344,1	318,0	341,1	326,2
v tom v Kč	120,8	106,6	120,6	90,9
Krát. pasiva	230,0	179,1	195,6	198,8
v tom v Kč	94,2	80,2	75,5	75,1
Dlouhá aktiva	135,4	133,6	137,6	161,1
v tom v Kč	68,4	79,0	81,5	96,0
Dlouhá pasiva	127,4	111,7	98,2	94,5
v tom v Kč	7,8	9,9	8,6	8,4
<b>Pozice celkem</b>	<b>121,4</b>	<b>160,3</b>	<b>184,4</b>	<b>193,5</b>

Agentura Moody's v těchto dnech zlepšila ratingy Slovinska na A2 a Maďarska na A3, zatímco ohodnocení České republiky (obligací i vkladů) zůstalo na stupni Baa1 se stabilním výhledem. Agentura přitom pozitivně ocenila růst českého vývozu do zemí Evropské unie, příliv přímých zahraničních investic a oživení ekonomiky, jejíž růst odhadla na letošní rok na 2,5 procenta a na rok 2001 na 3,0 procenta. Současně však upozornila na slabá místa v institucionálním rámci a nedořešenou reformu penzijního systému.

Do konce letošního a v průběhu příštího roku lze očekávat silný příliv přímých investic. Mezi objemově významné patří v rozsahu cca 4,3 mld. Kč investice společnosti Matsushita, která hodlá v Pardubicích do konce srpna příštího roku vystavět závod na výrobu mobilních telefonů a dále investice americké firmy Precision Castparts corp., která v Plzni započne výrobu leteckých komponentů.

Stav *devizových rezerv ČNB* dosáhl ke konci října 489,8 mld. Kč, tj. 14,1 mld. EUR, což by postačovalo ke krytí 4,5 měsíčního dovozu zboží a služeb. Ve srovnání s předchozím měsícem devizové rezervy ČNB v korunovém vyjádření poklesly o 7,7 mld. Kč (v dolarovém vyjádření došlo k jejich poklesu o 0,5 mld. USD, naopak devizové rezervy vyjádřené v EUR zaznamenaly mírný nárůst o 25 mil. EUR). Tento vývoj je výsledkem depreciace kurzu EUR vůči USD i Kč.

## Vývoj devizových rezerv ČNB



V říjnu byla na trhu korunových eurobondů realizována pouze jedna emise v celkové hodnotě 2 mld. Kč. Oživení trhu se očekává v listopadu, kdy by měly být realizovány čtyři emise v celkové hodnotě 6,2 mld. Kč. Přitom emitentem tří emisí v úhrnné hodnotě 5,2 mld. Kč je společnost General Electric, jejíž součástí je společnost GE Capital ČR, která se v České republice specializuje na poskytování široké palety finančních služeb, zejména spotřebitelských úvěrů. Z dřívějších emisí by v listopadu měla být splacena emise v částce 1,5 mld. Kč.

## 2. Poptávka a nabídka

meziročně v %	období	predikce	skutečnost
IPP	září 2000	4.2	3.7
IPP	3Q 2000	6.9	6.8
Tržby z prům.produkce	září 2000	-	4.6
Stavební výroba	září 2000	-	7.7
Stavební výroba	3Q 2000	2.7	5.5
Tržby v MOPO	září 2000	-	3.0
Tržby v MOPO	3Q 2000	3.4	3.3
v mld. Kč			
Obchodní bilance	říjen 2000	-12.0	-16.4

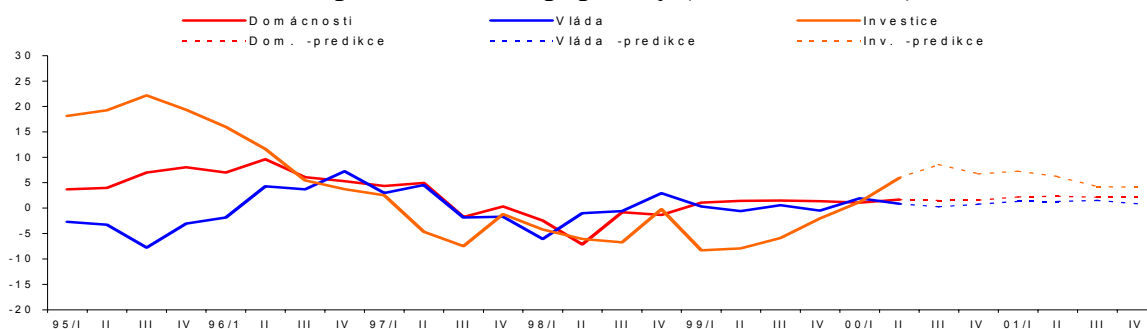
*Aktuální zveřejněné údaje uvedené v tabulce se v zásadě shodují s původními předpoklady, ze kterých vychází predikce v 10. SZ. Není proto důvod na jejich základě zásadně měnit pohled na současný a očekávaný budoucí makroekonomický vývoj. Predikce nabídky a poptávky a s nimi souvisejících agregátů se oproti dříve, uvedené v 10. SZ nemění.*

*Ve 2. pololetí letošního roku předpokládáme růst reálného HDP do 2 %; za celý rok 2000 mizr. 2,3 %. Domácí poptávka ve 2. pololetí mizr. vzroste cca. o 3,3 %, což představuje růst ke konci roku 2000 mizr. o 2,6 %. Deficit obchodní bilance se bude v letošním roce pohybovat okolo – 130 mld. Kč, podíl běžného účtu na HDP tak bude činit cca. – 4,7 %.*

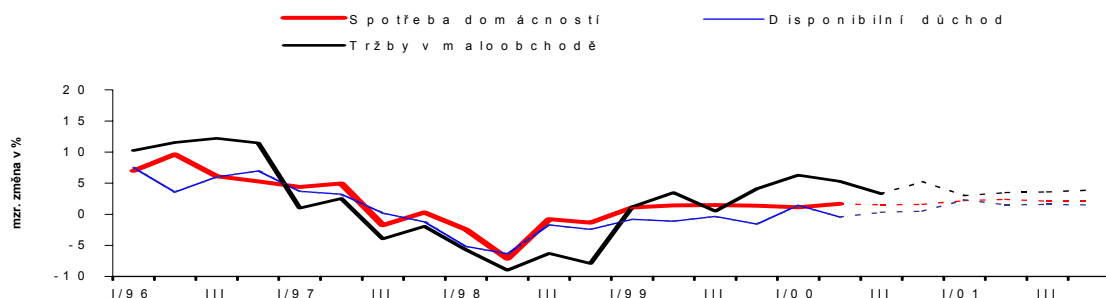
*V roce 2001 předpokládáme mizr. růst reálného HDP v intervalu 1,5 – 3,5 % (střed intervalu 2,5 %). Pozitivním faktorem bude pokračující růst domácí poptávky, především však struktura jejího růstu, kdy největší dynamika je očekávána u hrubé tvorby fixního kapitálu. Oproti tomu příspěvek netto vývozu bude záporný především díky očekávanému růstu dovozů v důsledku mírného zrychlení domácí poptávky. V případě naplnění současného referenčního scénáře (především vývoje cen energetických surovin a směnných kurzů), pravděpodobně nedojde k výraznému zhoršení deficitu obchodní bilance (cca. – 132 mld. Kč). Růst dovozů v důsledku mírného růstu domácí poptávky bude z velké části kompenzován růstem vývozů a částečně i zlepšením směnných relací. Při předpokládaném růstu HDP v b.c. se bude podíl běžného účtu na HDP pohybovat okolo – 4,4 %.*

### 2.1 Domácí poptávka

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



## Spotřeba domácností, důchody domácností a tržby v maloobchodě (mzr. změny v % ze s.c.)



## 2.2 Netto vývoz

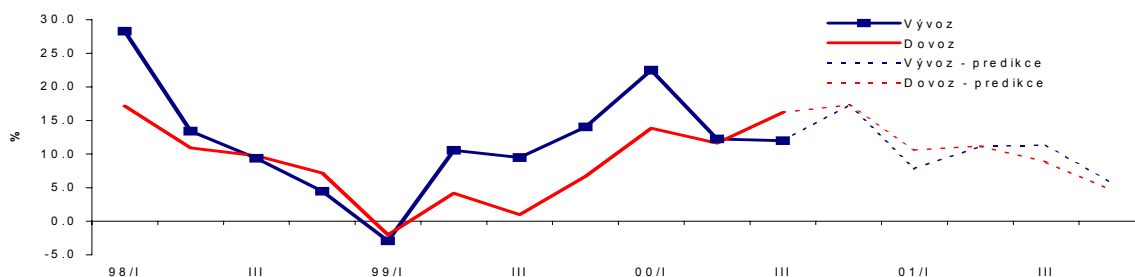
### Předpoklady predikce vývozu a očekávaný mzr. růst reálného vývozu (v %)

	3.Q00	4.Q00	1.Q01	2.Q01	3.Q01	4.Q01
Kurs Kč/EUR – referenční scénář	<b>35,47</b>	36,00	36,00	36,00	36,00	36,00
Kurs Kč /USD – referenční scénář	<b>39,16</b>	40,00	37,89	37,89	36,00	36,00
Reálný kurs Kč/DEM (mzr. v %)	-3,9	-4,3	-2,6	-4,5	-2,8	-2,3
HDP SRN (mzr. změny v %)	2,5	2,2	2,3	3,2	3,1	3,1
Reálný vývoz (mzr. v %)	13,4	9,0	5,0	7,6	8,3	11,6

### Předpoklady predikce dovozu a očekávaný mzr. růst reálného dovozu (v %)

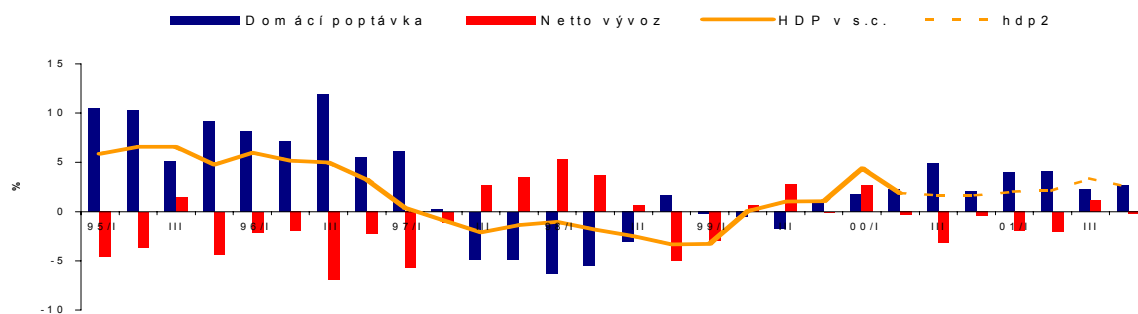
	3.Q00	4.Q00	1.Q01	2.Q01	3.Q01	4.Q01
Kurs Kč/EUR – referenční scénář	<b>35,47</b>	36,00	36,00	36,00	36,00	36,00
Kurs Kč /USD – referenční scénář	<b>39,16</b>	40,00	37,89	37,89	36,00	36,00
Domácí poptávka	4,7	1,9	3,8	4,0	2,1	2,4
Reálný vývoz	13,4	9,0	5,0	7,6	8,3	11,6
Reálný dovoz	17,2	8,3	6,9	9,5	6,3	10,3

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



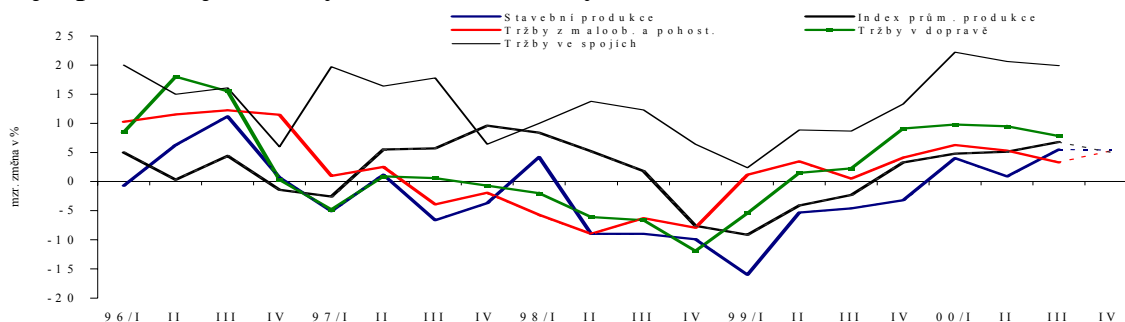
## 2.3. Hrubý domácí produkt

### Podíl domácí poptávky a netto vývozu na růstu HDP (v procentních bodech)



od 3. čtvrtletí predikce

## Vývoj a predikce jednotlivých odvětví nabídky



## Základní údaje o nabídce a poptávce v reálném vyjádření (mzr. růst ze s. c. v %)

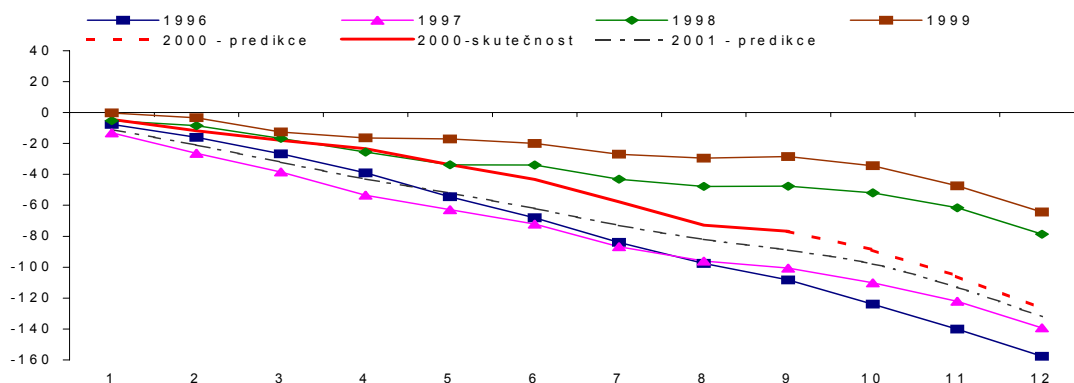
UKAZATEL	SKUTEČNOST										PREDIKCE					
	1998	I/99	II/99	III/99	IV/99	1999	I/00	II/00	III/00	IV/00	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	-2.2	-3.3	0.1	1.0	1.0	-0.2	4.4	1.9	1.7	1.6	2.3	2.0	2.1	3.4	2.5	2.5
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	1.9	-1.4	1.8	2.2	6.5	2.4	10.0	7.3	8.2	4.8	7.5	4.3	5.6	4.7	6.4	5.3
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	-3.0	-0.3	-0.5	-1.7	1.0	-0.4	1.6	2.1	4.7	1.9	2.6	3.8	4.0	2.1	2.4	3.0
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2)	-2.7	-1.7	-1.7	-0.9	-0.3	-1.1	1.3	2.7	3.2	3.2	2.6	3.3	3.2	2.6	2.6	2.9
v tom:																
Spotřeba domácností	-2.9	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4	1.1	1.7	1.5	1.6	1.5	2.2	2.4	2.1	2.1	2.2
Spotřeba vlády	-0.9	0.3	-0.6	0.6	-0.5	-0.1	1.9	0.9	0.3	0.8	0.9	1.3	1.3	1.5	0.9	1.2
Tvorba fixního kapitálu	-3.9	-8.3	-7.9	-5.9	-2.0	-5.5	1.2	5.9	8.6	6.7	5.9	7.3	6.2	4.2	4.1	5.2
Spotřeba neziskových institucí	18.7	-4.0	0.0	-13.9	-10.3	-7.9	0.0	0.0	-1.4	2.2	0.3	-0.3	-0.8	0.0	1.6	0.2
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	7.9	1.2	4.1	3.9	13.3	5.8	17.1	14.1	17.2	8.3	13.9	6.9	9.5	6.3	10.3	8.3
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	10.7	-3.0	5.2	8.6	15.5	6.6	22.9	14.3	13.4	9.0	14.6	5.0	7.6	8.3	11.6	8.2
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	-97.6	-28.4	-13.2	-10.8	-43.2	-95.6	-19.8	-14.4	-22.7	-44.8	-101.7	-26.5	-21.6	-18.3	-45.6	-112.0
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	-7.0	-8.7	-3.8	-2.9	-12.4	-6.8	-5.8	-4.0	-6.0	-12.6	-7.1	-7.6	-5.9	-4.7	-12.6	-7.6

1) vč. změny stavu zásob; 2) beze změny stavu zásob; pozn.: střed intervalu  $\pm 0.5$  procentního bodu v roce 2000 a  $\pm 1$  procentní bod v roce 2001

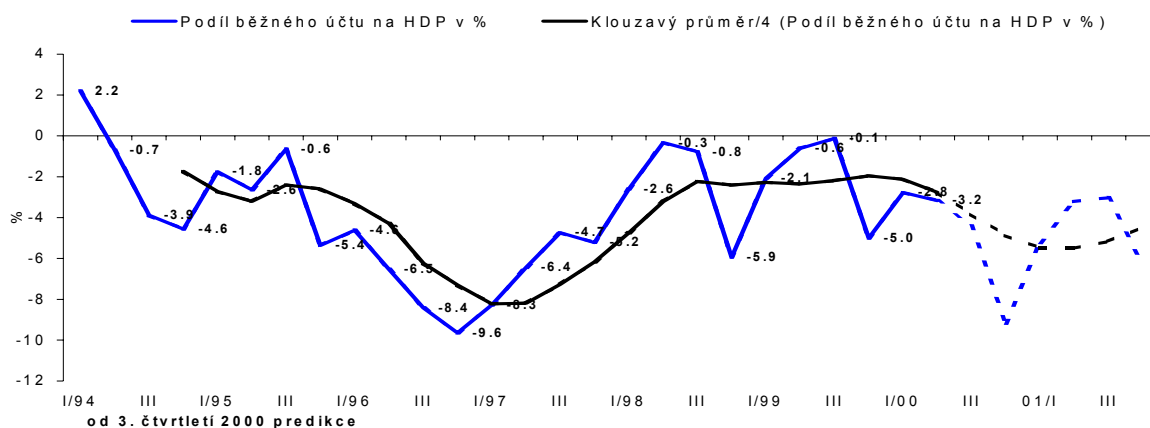
## 2.4 Obchodní bilance, běžný účet

Vývoj zahraničního obchodu v říjnu navázal na trendy z předchozích 3 měsíců. V důsledku trvajících vysokých cen energetických surovin se na mezoročním zhoršení schodku v říjnu (10,4 mld Kč) podílelo z cca 50 % zhoršení ve třídě 3 (Energetické suroviny, zhoršení o 5,4 mld Kč). Dále se na mzd. zhoršení podílely třída 5 - Chemikálie a třída 7 - Stroje a přepravní zařízení.

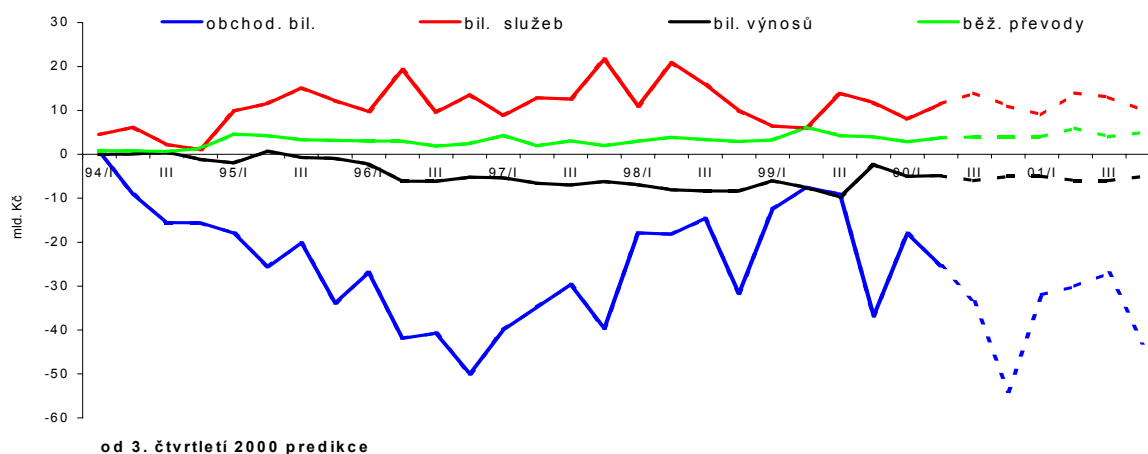
## Kumulativní 12měsíční saldo obchodní bilance (mld. Kč)



## Podíl běžného účtu na HDP (v %)



## Vývoj běžného účtu podle položek (mld Kč)



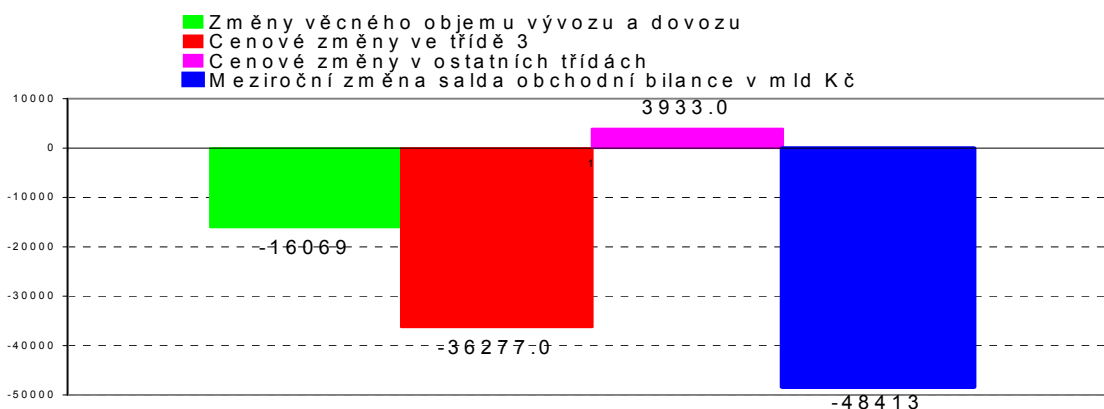
## Podrobnější rozklad vývoje věcných a cenových změn v zahraničním obchodě za prvních 9 měsíců roku 2000

V souhrnu za prvních 9 měsíců (k dispozici cenové indexy dovozu a vývozu za leden až září) zůstává rozhodujícím faktorem mizr. zhoršení salda obchodní bilance cenový vliv ve třídě energetických surovin. V posledních měsících však dominoval vliv změn fyzického objemu dovozu a vývozu.

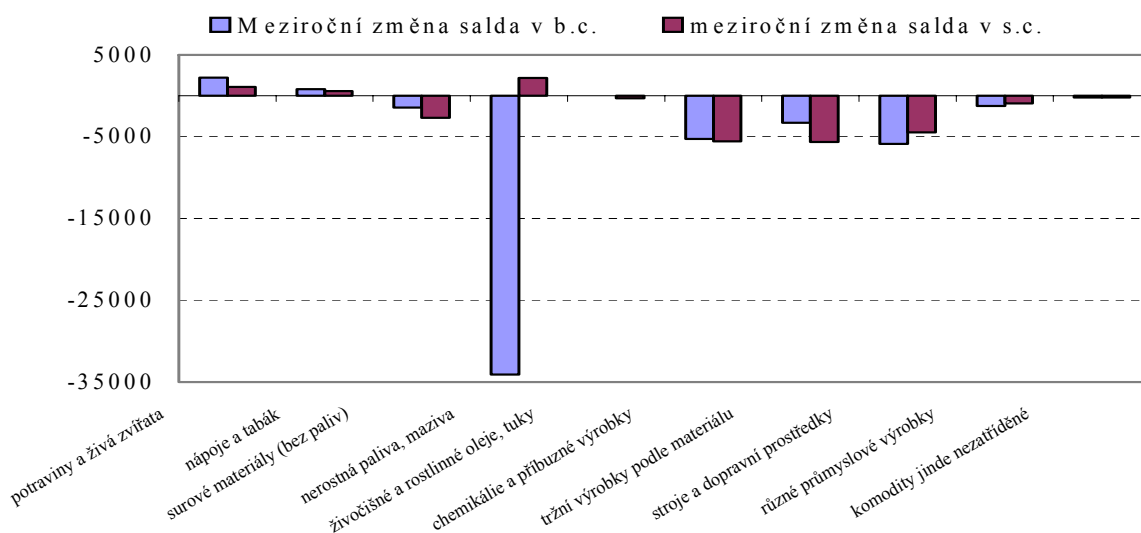
Předběžné zhodnocení vývoje věcných trendů v obchodní bilanci ve 3. čtvrtletí včetně posouzení implikace těchto trendů do vývoje domácí poptávky potvrzuje predikci zrychlení mizr. růstu domácí poptávky ve 3. čtvrtletí na úroveň kolem 5,0 % (predikce ze 7. a 10. SZ).

Porovnání vývoje signalizuje, že rozhodující příčinou zhoršení obchodní bilance při pohledu na prvních devět měsíců roku jako celek zůstává cenový vývoj ve třídě energetických surovin (za prvních devět měsíců se podílel cca 2/3 na meziročním zhoršení salda obchodní bilance). Nicméně ve třetím čtvrtletí již dominující příčinou zhoršování obchodní bilance byly změny fyzického objemu dovozu a vývozu (podle odhadu kolem 3/4 celkového mizr. zhoršení za 3. čtvrtletí).

## Meziroční změny obchodní bilance za prvních devět měsíců roku 2000

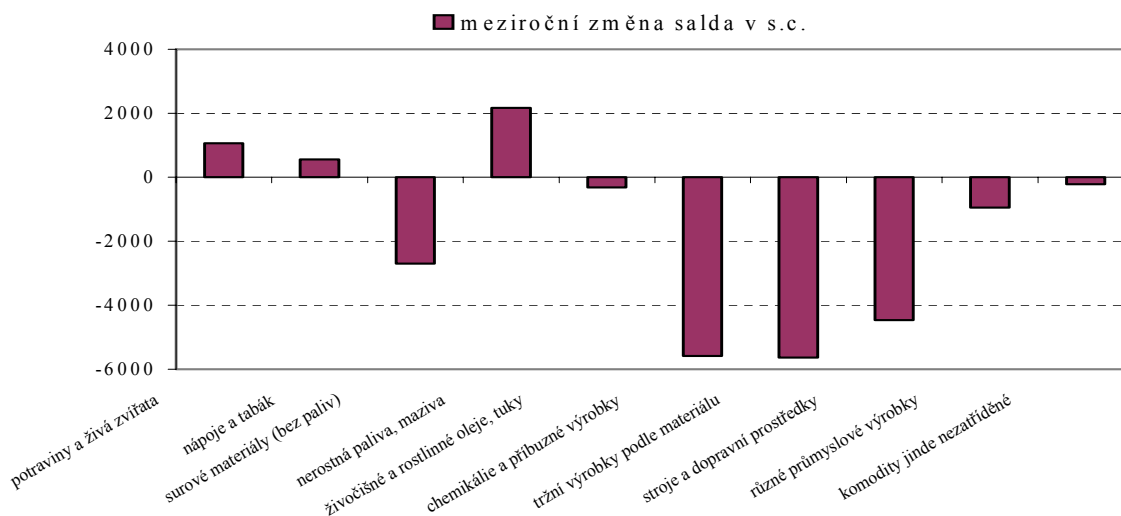


## Porovnání meziročního zhoršení salda obchodní bilance v b.c. a ve s.c. 99 podle jednotlivých tříd SITC (za prvních devět měsíců roku)



Nadále platí, že zatímco ve třídách 0,1,3, 4, 8, 9 a částečně i 2 byly meziroční změny salda dovozu a vývozu málo významné, k výraznějšímu zhoršení salda fyzických objemů dovozu a vývozu došlo ve třídách 5, 6, 7.

## Porovnání meziročního věcného zhoršení salda obchodní bilance podle jednotlivých tříd



Z předběžných propočtů lze odhadnout, že prakticky celé meziroční zhoršení salda fyzického vývozu a dovozu spadá do 3. čtvrtletí 2000 a lze je odhadnout na cca 17 mld Kč. Možný dopad do možného vývoje poptávky ve 3. čtvrtletí je obsahem následující tabulky :

<b>Predikce ČNB ze 7. a 10. SZ - mizr. změny v 3. čtvrtletí v sc 95</b>	v %	mld Kč
Celková domácí poptávka	4.7 %	18.1
HDP	1.7 %	6.2
Netto vývoz		-11.9
<i>v tom:</i>		
<i>saldo zboží</i>		-13.4
<i>saldo služeb</i>		1.5
<b>Predikce ČNB : saldo zboží ve 3. čtvrtletí 2000 , přepočet na ceny r. 99</b>		
Vývoz zboží v bc		269.0
<i>mizr. index deflátoru vývozu zboží</i>		1.016
Vývoz zboží v sc 99		264.8
Dovoz zboží v bc		309.0
<i>mizr. index deflátoru dovozu zboží</i>		1.078
Dovoz zboží v sc 99		286.6
Saldo zboží ve 3. čtvrtletí 00 v sc 99		-21.9
Saldo zboží ve 3. čtvrtletí 99 v bc		-9.3
Mizr změna salda zboží cenách roku 1999 podle predikce ze 7. a 10. SZ		-12.6
<b>Mizr. změna salda OB z titulu fyzických změn vývozu a dovozu (v mld Kč)</b>		-16.7
<i>(propočet z obchodní bilance a výběrových indexů ČSÚ)</i>		
Rozdíl		-4.1
Propočet dopadu do mizr. změny domácí poptávky( v p.b.)		1.0

Z porovnání vyplývá, že zhoršení salda obchodní bilance z titulu změn fyzického objemu vývozu a dovozu zboží ve 3. čtvrtletí v zásadě koresponduje s očekávaným zrychlením mizr. růstu domácí poptávky na cca 5 %. Odchylnka činí 1 p.b. v dynamice domácí poptávky směrem nahoru, což vzhledem k nejistotě v odhadu deflátorů zahraničního obchodu a nejistotě v odhadu salda služeb nelze považovat za věrohodný signál zásadnější změny rámce vývoje poptávky a HDP proti predikci ze SZ.

#### Struktura dovozu ve třídě 7 podle dvoumístné nomenklatury SITC

Kód	Skupina komodit	r. 1999	r. 2000	rozdíl
71	Stroje a zařízení k výrobě energie	23 818 846	29 583 471	5 764 625
72	Stroje a zařízení pro určitá odvětví průmyslu	27 840 924	34 985 392	7 144 468
73	Kovozpracující stroje	11 755 969	13 106 775	1 350 806
74	Stroje a zařízení všeobecně užívané v průmyslu, j.n.	46 081 698	56 136 363	10 054 665
75	Kancelářské stroje a zařízení k automat. zpracování dat	24 825 404	32 363 936	7 538 532
76	Zařízení k telekomunikaci a záznamu a reprod. zvuku	22 900 890	38 892 002	15 991 112
77	Elektrická zařízení, přístroje a spotřebiče, j.n.	79 600 387	109 038 992	29 438 605
78	Silniční vozidla	61 049 512	76 272 776	15 223 264
79	Ostatní dopravní a přepravní prostředky	7 372 855	10 120 522	2 747 667
	<b>Stroje a zařízení celkem</b>	<b>305 246 485</b>	<b>400 500 229</b>	<b>95 253 744</b>

### 3. Trh práce

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV ( v %)	říjen 2000	8.6	8.5
Zaměstnanost v průmyslu (mzr. změna v %)	září 2000	-0.9	-1.0
Průměrná nominální mzda v průmyslu. (mzr. změna v %)	září 2000	4.5	5.1
Produktivita práce v průmyslu (mzr. změna v %)	září 2000	5.0	4.7

*Predikce vývoje podstatných nominálních i reálných veličin trhu práce (průměrná mzda, zaměstnanost, nezaměstnanost) se proti 10. SZ nemění.*

*Stabilizace míry nezaměstnanosti na úrovni kolem 9 % a velmi slabý meziroční růst průměrné reálné mzdy v národním hospodářství (pod 1 %) při rychlejším růstu souhrnné národohospodářské produktivity v průběhu 2. poloviny roku 2000 znamenají absenci závažnějších mzdově nákladových inflačních tlaků v současnosti i v horizontu predikce.*

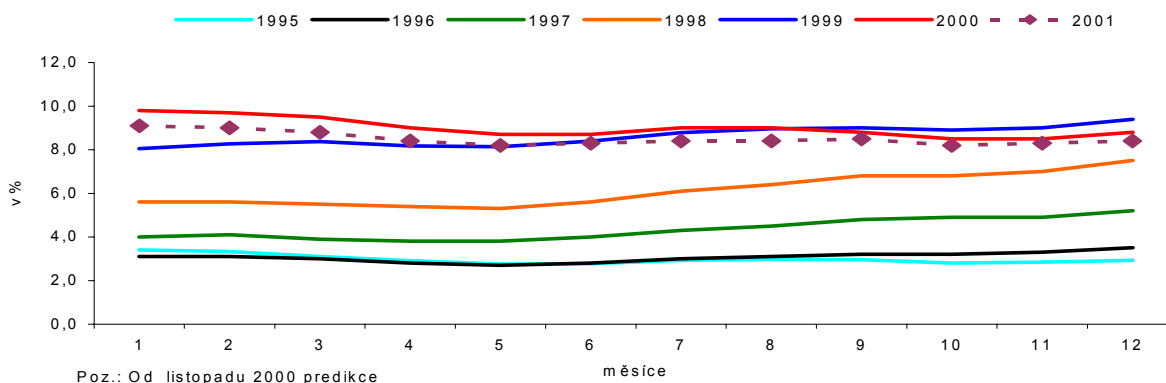
*V roce 2001 se mzdově nákladová inflace sice mírně zvýší, ani nadále však nebude představovat zásadnější impuls pro zrychlení meziročního růstu cen proti současné úrovni.*

#### 3.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

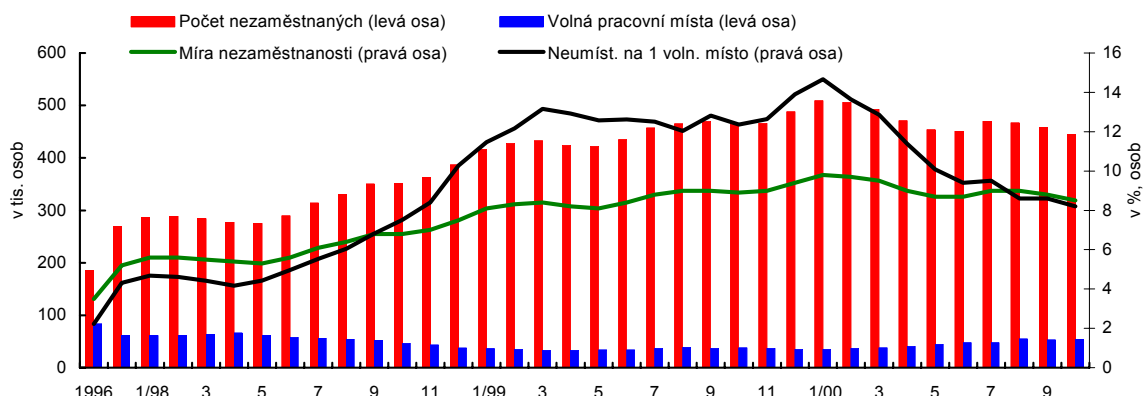
Ke konci roku 2000 předpokládáme meziroční pokles zaměstnanosti o 0,8 % a míru nezaměstnanosti na dolní hranici intervalu 8,8 – 9,0 %.

V dalších měsících letošního roku předpokládáme mírný nárůst míry nezaměstnanosti v důsledku ukončení sezónních prací. Přechodné zvýšení míry nezaměstnanosti v zimních měsících je možné očekávat v návaznosti na probíhající restrukturalizaci. Pokračující oživení spolu s účinky aktivní politiky zaměstnanosti vyústí v další mírný pokles míry nezaměstnanosti v průběhu příštího roku (očekávaná míra nezaměstnanosti ke konci roku 2001 cca 8,0 – 9,0 %).

#### Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 1995 – 2001



## Vývoj nabídky a poptávky po práci



### 3.2 Mzdy a příjmy z mezd

Aktuální mzdový vývoj v průmyslu ve 3. čtvrtletí (mzr. růst o 5,7 %) a ve stavebnictví (4,7 %) v zásadě potvrzuje odhad vývoje průměrné mzdy za 3. čtvrtletí roku.

Predikce vývoje průměrné mzdy pro 2. polovinu roku 2000, ani pro rok 2001 se proti 10. SZ nemění.

### Základní údaje o průměrné mzdě, zaměstnanosti a příjmech z mezd a platů v NH

UKAZATEL	SKUTEČNOST					PREDIKCE <sup>6/7/</sup>										mzr. změna v %	
	I/99	II/99	III/99	IV/99	1999	I/00	II/00	III/00	IV/00	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001		
PRŮMĚRNÁ MZDA V NH (nominální) <sup>1/5/</sup>	8,0	6,6	5,7	4,0	6,0	4,3	4,3	4,8	4,4	4,4	7,0	6,5	6,7	6,7	6,7		
(reálná)	4,9	4,1	4,4	2,0	3,8	0,6	0,6	0,8	0,1	0,5	1,8	1,1	1,6	1,8	1,6		
v tom:																	
Středované organizace (nominální) <sup>2/</sup>	8,6	8,0	8,7	7,9	8,2	6,7	5,7	5,2	4,4	5,6	7,0	7,5	7,9	7,7	7,5		
(reálná)	5,4	5,5	7,4	5,8	6,0	3,0	1,9	1,1	0,1	1,6	1,8	2,0	2,8	2,7	2,3		
v tom:																	
Nepodnikatelská sféra (nominální)	13,9	14,3	13,3	11,2	13,1	2,7	1,9	1,3	2,4	2,1	9,3	10,6	11,7	9,7	10,3		
(reálná)	10,6	11,7	11,9	9,2	10,7	-0,9	-1,8	-2,7	-1,9	-1,8	3,9	5,0	6,4	4,6	5,0		
Podnikatelská sféra (nominální)	7,5	6,4	7,7	7,0	7,1	8,1	6,9	6,7	5,2	6,7	6,4	6,6	6,9	7,2	6,8		
(reálná)	4,3	3,9	6,4	5,0	4,8	4,3	3,0	2,5	0,8	2,7	1,2	1,2	1,8	2,2	1,6		
ZAMĚŠTNANCI V NH <sup>3/</sup>	-3,8	-3,4	-2,5	-2,1	-2,9	-1,8	-1,4	-1,0	-0,9	-1,3	-1,0	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8		
MZDY A PLATY V NH (nominální) <sup>4/</sup>	3,9	3,0	3,1	1,8	2,9	2,5	2,9	3,7	3,5	3,0	5,9	5,8	5,9	5,9	5,9		
(reálné)	0,9	0,6	1,8	-0,1	0,7	-1,1	-0,8	-0,3	-0,8	-0,9	0,8	0,4	0,8	1,0	0,7		

1/ ČNB propočtený odhad za všechny organizace v NH (podíl příjmů z mezd, platů a zaměstnanců, tj. pracovníků pobírajících mzdy a platy včetně členů produkčních družstev podle metodiky VŠPS).

2/ Oficiálně ČSÚ sledované organizace (velké organizace zahrnující cca 60-70 % všech subjektů). Do 8.SZ/2000 byl údaj nazýván "Průměrná mzda v NH".

3/ Zaměstnaní dle VŠPS s jediným nebo hlavním zaměstnáním včetně členů produkčních družstev.

4/ Průměrná mzda v NH vynásobená zaměstnaností v NH.

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

6/ Predikce nominálních hodnot pro rok 2000 a pro rok 2001 je středovou hodnotou intervalu +/- 0,5 proc. bodů.

7/ Predikce reálných hodnot byla získána deflováním nominálních hodnot inflací pro rok 2000 a 2001 uvedenou v příloze SZ. V případě intervalů bylo použito křížového deflování horní a dolní mezi inflace.

Pramen: Statistické informace ČSÚ (Evidenční počet zaměstnanců a jejich mzdy v ČR, Ukazatele sociál. a hospodářského vývoje ČR a Rozdělení a užití důchodů sektoru domácností v ČR).

### 3.3 Mzdově nákladová inflace

Výrazný předstih růstu produktivity práce před růstem průměrné reálné mzdy za první tři čtvrtletí roku 2000 implikuje pokles nominálních jednotkových mzdových nákladů v průmyslu o 2,7 % a ve stavebnictví o 4,9 %. Mzdový vývoj v těchto odvětvích negeneruje mzdově inflační tlaky. Mimořádně nízký růst nominálních jednotkových mzdových nákladů v národním hospodářství (dle odhadu mzr. růst za první tři čtvrtletí 0,4 %) pomáhá vstřebávat růst nákladů, spojený s růstem cen energetických surovin.

V roce 2001 očekáváme mírné urychlení růstu průměrné nominální mzdy v národním hospodářství. Mzdově inflační tlaky nebudou významné, protože růst mezd bude i nadále do značné míry kompenzován růstem produktivity práce. Růst nominálních jednotkových mzdových nákladů se bude nacházet mírně pod úrovní růstu spotřebitelských cen a přibližně na úrovni růstu cen průmyslových výrobců. Predikce indikátorů mzdově nákladové inflace se proti 10. SZ nemění.

### Vývoj produktivity práce a jednotkových mzdových nákladů v NH

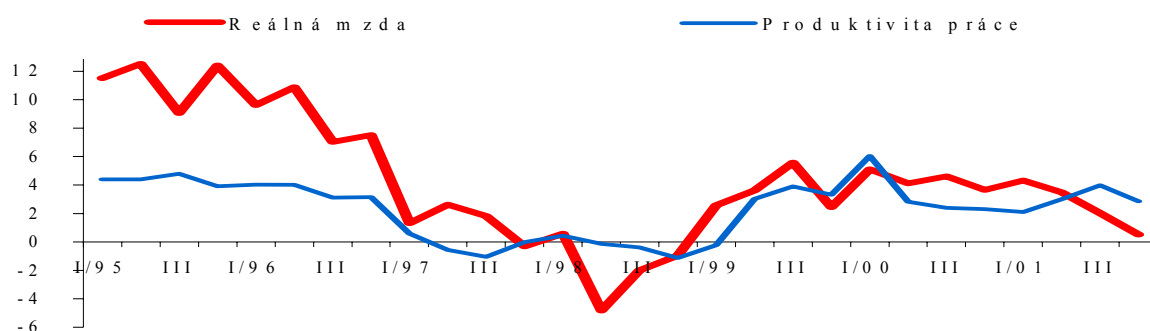
UKAZATEL	SKUTEČNOST					I/00		PREDIKCE <sup>1/</sup>			mzr. změna v %				
	I/99	II/99	III/99	IV/99	1999	I/00	II/00	III/00	IV/00	2000	I/01	II/01	III/01	IV/01	2001
Průměrná nominální mzda	8,0	6,6	5,7	4,0	6,0	4,3	4,3	6,0	4,4	4,6	7,0	6,5	6,7	6,7	6,7
Produktivita práce	-0,2	3,0	3,9	3,3	2,5	6,0	2,8	2,4	2,3	3,4	2,1	3,0	4,0	2,9	3,0
Nominální jednotkové mzdové náklady	7,4	2,9	2,0	0,7	3,1	-1,8	1,0	3,2	1,8	1,0	3,8	3,6	2,4	3,4	3,3
Vztah mezi prům. reálnou mzdou a produktivitou práce (RJMN) <sup>2/</sup>	2,0	0,0	1,9	-0,7	0,8	-1,1	0,8	2,9	1,0	0,9	1,2	0,6	-2,1	-2,6	-0,8

<sup>1/</sup> Predikce uvedená v tabulce je středovou hodnotou intervalu +/- 1,0 proc. bodu pro roky 2000 a 2001.

<sup>2/</sup> Pro deflování průměrné mzdy bylo použito deflátoru HDP.

Pramen: ČSÚ, propočet ČNB.

### Vývoj reálné mzdy (deflováno defl. HDP) a produktivity práce v NH



P o z n . O d 3 . č t v r t l e t í 2 0 0 0 p r e d i k c e .

## 4. Ostatní nákladové faktory

### Porovnání predikcí se skutečností u vybraných ukazatelů

	období	meziměsíčně v % (event. absolutní hodnoty)		meziročně v %	
		predikce	skutečnost	predikce	skutečnost
Kurs Kč/EUR <sup>1)</sup>	říjen 2000	36 Kč/EUR	35.275 Kč/EUR	-1.6	-3.6
Ropa uralská <sup>1)</sup>	říjen 2000	29 USD/barel	28.42 USD/barel	35.5	32.8
Dovozní ceny	3Q2000	-	-	11.0	12.1
Ceny průmyslových výrobců	říjen 2000	0.6 - 1.0	1.2	5.3 - 5.7	5.9
Ceny zemědělských výrobců	říjen 2000	není definováno	není definováno	8.7 - 11.6	11.5

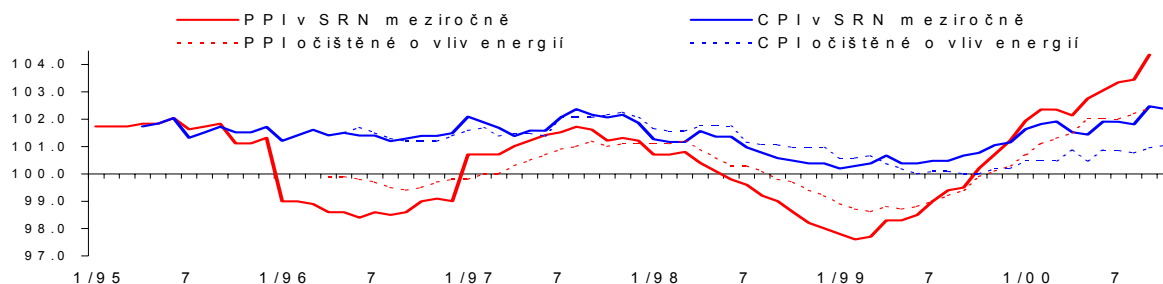
1) referenční scénář

### 4.1 Dovezená inflace

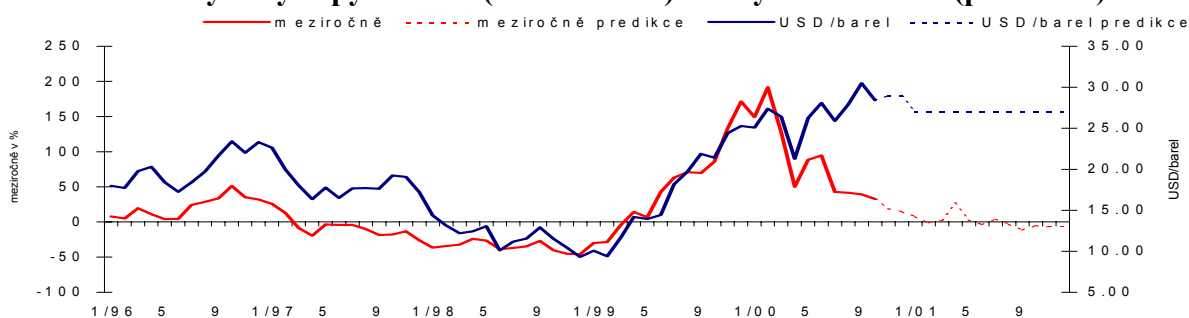
*Nové údaje (od projednání 10. SZ) o vývoji hlavních ukazatelů dovezené inflace (cena ropy, ceny dalších důležitých surovin, zahraniční inflace) se významněji neodlišují od referenčních scénářů pro 10. SZ.*

Ceny průmyslových výrobců v SRN v září 2000 meziročně vzrostly o 4,4 %, což představuje další zrychlení růstu. Naopak dynamika vývoje indexu CPI v SRN stagnovala v říjnu - v porovnání se zářím - na mizr. hodnotě 2,5 %. Hlavní příčinou relativně vysokého růstu mizr. hodnot PPI a CPI v SRN ve srovnání s předchozími roky zůstává - obdobně jako i v prvním pololetí letošního roku - přímý i zprostředkovaný dopad vysokých cen energetických surovin (především ropy a v posledních měsících i zemního plynu) v kombinaci s pokračujícím ekonomickým oživením. Obdobně i vývoj meziročních hodnot indexů cen surovin ČSÚ i HWWA je determinován především vysokými cenami ropy a zemního plynu, naopak vývoj cen ostatních průmyslových surovin nadále směřoval ke zpomalování meziročního růstu.

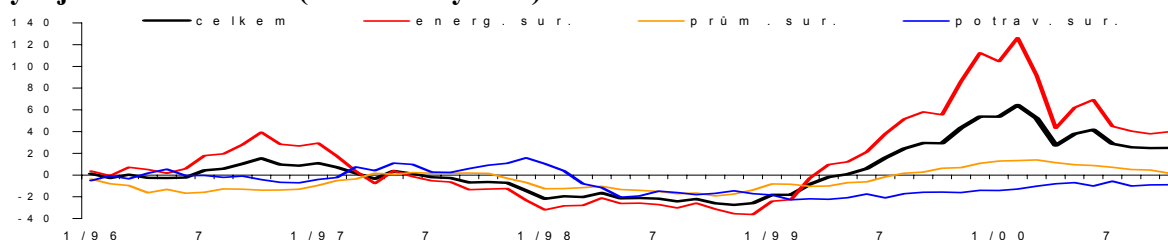
### Vývoj meziročních indexů PPI a CPI v SRN



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



### Vývoj indexů HWWA (mizr. změny v %)



## 4.2 Dovožní ceny

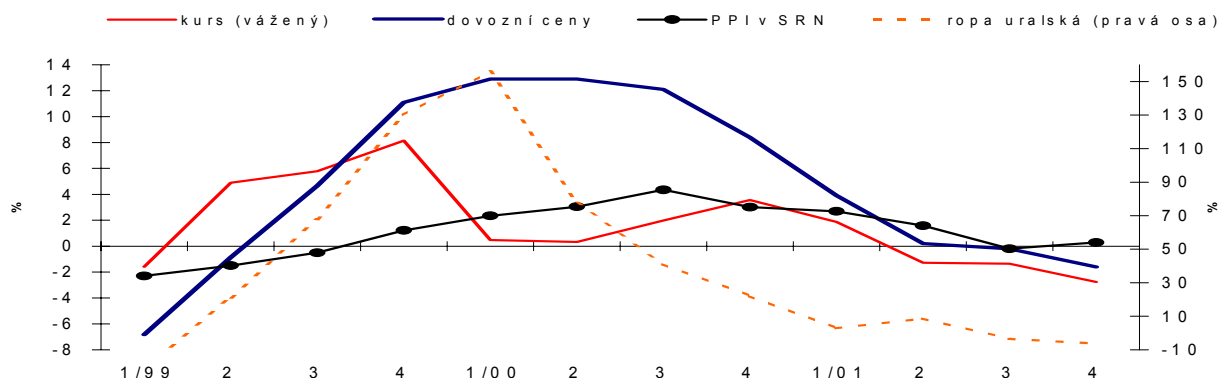
*Referenční scénář vývoje devizového kursu se oproti 10. SZ nemění. Tato skutečnost spolu s vývojem dovezené inflace (v zásadě podle očekávání referenčních scénářů) implikuje rovněž stabilitu predikce dovozních cen (ve srovnání s 10. SZ).*

### Predikce vývoje dovozních cen

Čtvrtletí	1/2000*	2/2000*	3/2000*	4/2000	1/2001	2/2001	3/2001	4/2001
Dov. ceny meziročně (v %)	12.9	12.9	12.1	8.4	3.9	0.2	-0.2	-1.6

\* skutečnost

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



## 4.3.Ceny průmyslových výrobců

Meziměsíční růst cen průmyslových výrobců v říjnu (o 1,2 %) byl způsoben především **zvýšením cen elektrické energie<sup>1</sup>**, způsobené přechodem z tzv. letního zlevněného tarifu elektrické energie (platného poprvé v letošním roce v období březen-říjen). Podíl této úpravy (a návazně odvětví výroby a rozvodu elektřiny tepla a vody) na celkovém mzm. růstu cen průmyslových výrobců činil cca 0,94 p.b.). Vzhledem k tomu, že zvýšení cen elektřiny bylo dlouhodobě předem avizováno (a fakticky představuje pouze návrat mírně nad původní úroveň cen z počátku letošního roku), nepředstavuje výraznější inflační faktor. Na první pololetí příštího roku avizuje ČEZ výrazné snížení cen elektřiny (o cca 20 % v souvislosti s dokončením JETE, což by mělo dopad na vývoj mzm. indexu cen prům. výrobců cca 1 p.b.). **Změny cen ropy** měly na vývoj cen průmyslových výrobců v říjnu pouze zanedbatelný vliv. Ceny ve zpracovatelském průmyslu se zvýšily o 0,3 % (podíl 0,24 p.b. na mzm růstu cen).

### Predikci cen průmyslových výrobců pro rok 2000 i na první polovinu roku 2001 oproti 10. SZ neměníme (mzr. v %):

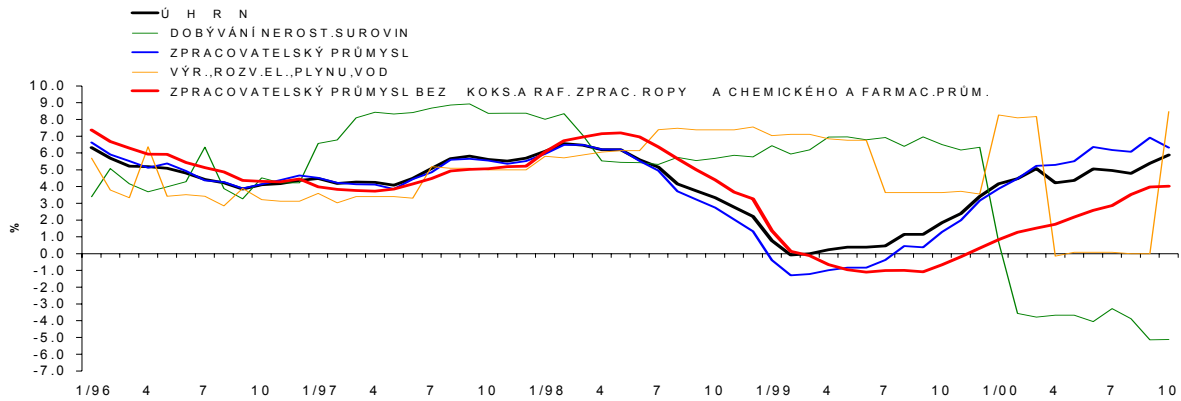
	4/1999*	1/2000*	2/2000*	3/2000*	4/2000	1/2001	2/2001	3/2001	4/2001
střed	2.5	4.6	4.6	5.1	4.9	4.4	3.8	3.0	2.7
dolní mez	2.5	4.6	4.6	5.1	4.8	3.9	3.1	2.1	1.8
horní mez	2.5	4.6	4.6	5.1	5.0	5.0	4.5	3.9	3.6

\* skutečnost

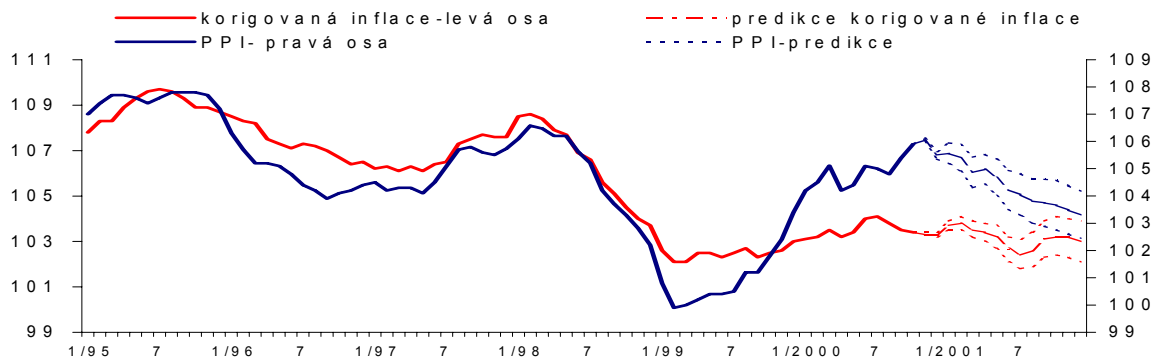
S přihlédnutím k aktuálnímu vývoji cen průmyslových výrobců a k nejistotám spojeným především s vývojem cen elektřiny a uhlí v příštím roce předpokládáme vyšší pravděpodobnost vývoje cen průmyslových výrobců směrem k horní polovině intervalu dosavadní predikce (viz. tabulka). Mírné snížení tempa meziročního růstu **cen zemědělských výrobců** je v souladu s našimi očekáváními. Kromě významného vlivu srovnávací základny se na růstu cen zem. výrobců podílí nižší nabídka zemědělských komodit v kombinaci s dočasně oslabenou dovozovou arbitráží.

<sup>1</sup> Indexu cen průmyslových výrobců jsou zahrnuty ceny elektrické energie pro podnikatelskou sféru.

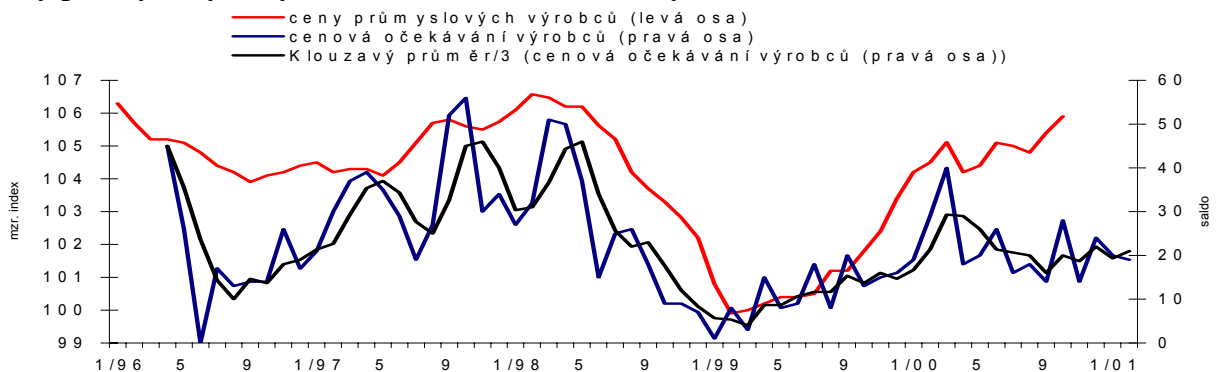
## Meziroční růst cen v jednotlivých odvětvích zpracovatelského průmyslu (v %)



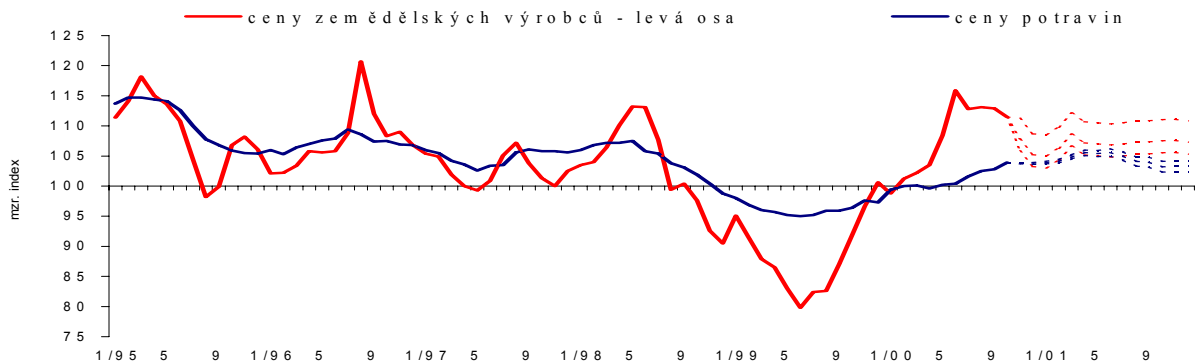
## Vývoj mizr. PPI a korigované inflace



## Ceny průmyslových výrobců a cenová očekávání výrobců



## Meziroční růst cen potravin a cen zemědělských výrobců (mizr. indexy)



## 5. Vnější prostředí

Ceny surovin na světových trzích vykazovaly v průběhu října tendenci k poklesu. Tato tendence byla výsledkem zejména poklesu cen ropy a zemního plynu (u ropy reakce na zvýšení nabídky ze strany OPEC). V průběhu první poloviny listopadu však došlo opět k obnovení růstu cen ropy i zemního plynu. Cena ropy Brent (1 měsíční až 3 měsíční kontrakt) vzrostla z hodnoty kolem 31 USD/barel na počátku listopadu až na cca 33 USD/barel na konci druhé listopadové dekády. Také cena zemního plynu, po přechodném poklesu v říjnu, v listopadu opět výrazně rostla. Oproti prosinci 1999 již růst dosahuje cca 170 %. Ceny ostatních, do ČR ve větším rozsahu dovážených, komodit stagnovaly, ceny pochutin (kávy a kaka) a barevných kovů (mědi a zinku) mírně klesaly. Harmonizovaný index spotřebitelských cen v zemích EU vzrostl v říjnu meziročně o 2,4 %, v eurozóně o 2,7 %. V Německu v říjnu činil meziroční růst spotřebitelských cen 2,4 %.

Výrazné zpomalení hospodářského růstu prognózované statistickým úřadem USA pro 3. čtvrtletí (meziročně jen 2,7 % tj. zřejmě nižší růst než v EU) bylo pravděpodobně jedním z nejvýznamnějších faktorů, který vedl k zastavení apreciacie amerického dolaru vůči většině evropských měn. To by mohlo znamenat počátek korekce již téměř 10 let trvající konjunktury. Zpomalení růstu americké ekonomiky by nemělo mít významnější přímý vliv na českou ekonomiku, neboť exporty do USA představují jen cca 2,7 % celkového českého vývozu. Korekce růstu v USA by však mohla mít, vzhledem k váze americké ekonomiky v celosvětovém vývoji, nepřímý vliv na ČR prostřednictvím zpomalení růstu v EU resp. poklesu cen surovin na světových trzích. Pro EU se odhady hospodářského růstu na rok 2000 i 2001 donedávna pohybovaly mírně nad 3 %. V první polovině listopadu však některé instituce korigovaly své prognózy hospodářského růstu v EU na rok 2001 mírně směrem dolů (až na 2,9 %). V listopadu byly zveřejněny statistické údaje svědčící o zpomalení růstu domácí poptávky v Německu a ve Francii. Z dalších, pro ČR důležitých, trhů je patrné určité zpomalování růstu domácí poptávky v Polsku. Toto zpomalení se však zatím nepromítá do vývoje českého exportu do Polska (tempo růstu dosahuje cca 22 %, tj. pohybuje se na úrovni průměrného tempa růstu českého vývozu). U Slovenska je očekávána změna dosavadního trendu. Nízký růst HDP, tažený zlepšujícím se čistým exportem při poklesu domácí poptávky, by se měl ve druhé polovině roku 2000 a v roce 2001 mírně zvýšit.

Měnově politické úrokové sazby rozhodujících světových měn se od poslední 10. SZ nezměnily.

Apreciace amerického dolaru vůči většině evropských měn, trvající s určitými přestávkami od ledna 1999 do září 2000, se zastavila. Na konci druhé listopadové dekády se kurz dolaru vůči euru pohyboval kolem hodnoty 0,85 USD/EUR. K zastavení apreciacie přispěla dvojnásobná intervence ECB, předběžný odhad poměrně výrazného zpomalení hospodářského růstu americké ekonomiky a vývoj cen technologických akcií na americkém trhu (NASDAQ). Zastavení apreciacie dolaru by se mělo odrazit ve zmírnění exogenních inflačních tlaků v ČR a tlaků na zhoršování obchodní bilance ČR (vliv vyššího podílu dolarových dovozů než vývozu). Pokud se údaje o výrazném zpomalení hospodářského růstu v USA potvrdí, bude ve prospěch případného obnovení posilování dolaru vůči evropským měnám svědčit již jen přetrvávající kladný úrokový diferenciál (1,5 – 1,7 procentního bodu podle délky splatnosti). Finanční trhy do budoucna očekávají pokles amerických sazeb, rozdílné názory jsou ohledně načasování a intenzity poklesu. Pro eurozónu se nyní očekává stabilita úrokových sazeb.

### III. Inlace

	období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce	skutečnost	predikce	skutečnost
Index spotřebitelských cen	říjen 2000	0.2	0.3	4.3	4.4
Čistá inflace	říjen 2000	0.3	0.3	3.5	3.5
Korigovaná inflace	říjen 2000	0.2	-0.1	3.6	3.3
Ceny potravin	říjen 2000	0.6	1.1	3.4	3.9

*Predikce čisté inflace pro prosinec 2000 se proti 10. SZ nemění (střed 3,5 %, interval 3,3 – 3,6 %).*

*Pokud jde o vývoj inflačních faktorů v roce 2001 zůstává predikce dovezené inflace a dovozních cen stejná jako v 10. SZ. (Nemění se referenční scénáře cen ropy, zahraniční inflace a kursu Kč/EUR a Kč/USD).*

*Proti 10. SZ se nemění ani odhady vývoje mzdově nákladové inflace, ani růstu HDP, poptávky a spotřeby domácností.*

*Aktuální vývoj cen potravin umožňuje i nadále předpokládat jejich mizr. růst v průběhu roku 2001 okolo 3%.*

*Určitá nejistota trvá, pokud jde o zpožděné promítání nákladového šoku do spotřebitelských cen. Trvajícím stabilním kursem Kč/EUR spolu se silně konkurenčním trhem vytváří však i nadále tomuto promítání silné bariéry.*

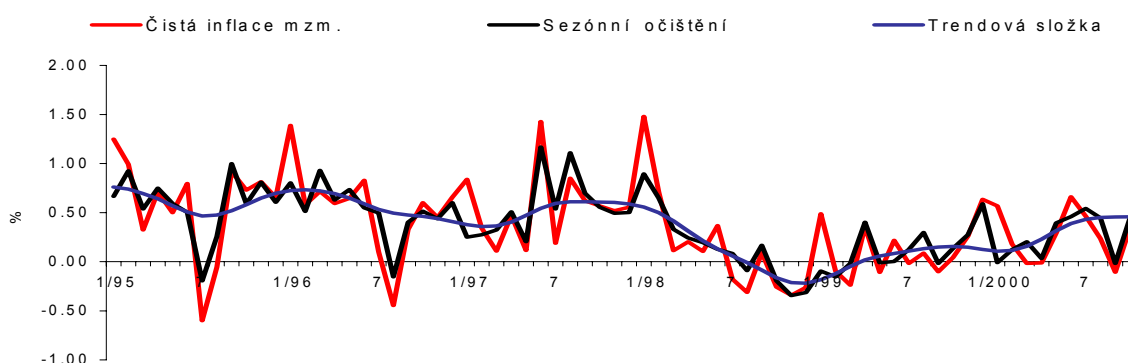
*K dispozici jsou informace o změnách původního scénáře deregulací, zatím však nebyly schváleny a proto nejsou dosud do predikce zahrnuty (zahrnutí by způsobilo zvýšení predikce inflace o cca 0,4 p.b., dopad do čisté inflace nepředpokládáme).*

*Predikce mizr. čisté inflace pro prosinec 2001 se tedy proti 10. SZ nemění: střed predikce 3,1 % (interval 2,2 – 4,0 %).*

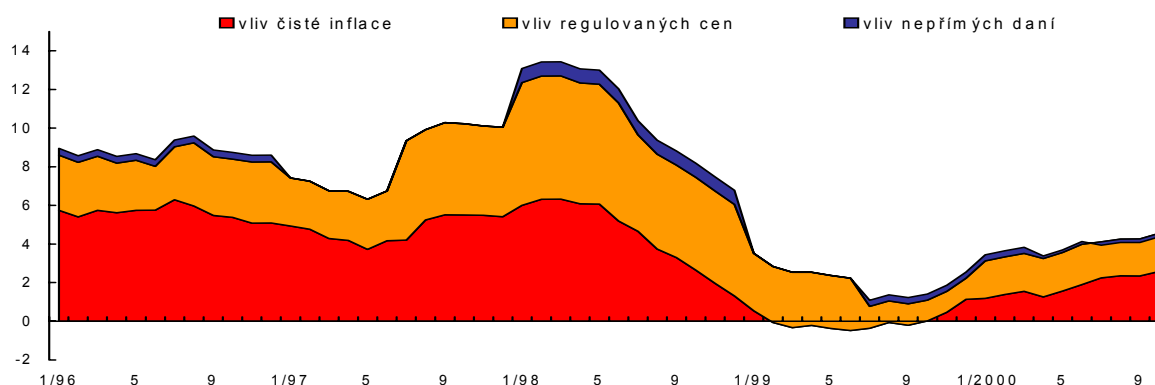
#### 1. Minulý vývoj

Vývoj čisté inflace v září byl důsledkem meziměsíčního růstu cen potravin (1,1 % - především maso a pekárenské výrobky) a záporné meziměsíční korigované inflace (-0,1 %). Nadále se tedy potvrzuje výhled z minulých SZ. Zemědělství výrobci využívají zlepšení své vyjednávací pozice (kartelizace) a vývozních možností k prosazení růstu cen z nákladových důvodů. Ceny položek korigované inflace stlačuje nízká poptávka a vysoká konkurence (nedochází ani k výraznějšímu promítání růstu nákladů z důvodu růstu cen pohonných hmot).

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



## Struktura mizr. růstu spotřebitelských cen (v %)



## 2. Predikce (do konce roku 2001)

**Aktuální inflační prostředí.** Růst spotřebitelských cen je nadále ovlivňován především externím faktorem, tj. silným mizr. růstem světových cen surovin, především energetických. Vývoj cen surovin, zejména ropy se promítá především do cen komodit, kde ropa představuje klíčový nebo velmi významný faktor, tedy do cen pohonných hmot a dopravních služeb. U ostatních komodit méně výrazný podíl energetických surovin na nákladech, přetrvávající nízká poptávka a silné konkurenční prostředí (především v tradables komoditách) významně brzdí promítání těchto nákladových impulsů do cen. Růst cen je dále významně tlumen pro inflaci velmi příznivým vývojem jednotkových mzdových nákladů a úrovní kursu Kč/EUR. Pokračuje diferenciací cenového růstu v jednotlivých ekonomicky odlišných segmentech spotřebitelských cen, která výrazně odráží jak rozdílnost vlivu cen surovin na konečné ceny, tak i rozsah faktorů, které brání automatickému promítání nákladových vlivů do cen.

Růst cen z nákladových důvodů se v posledních měsících prosazuje pouze u potravinářských komodit. Jejich relativně rychlý růst v uplynulých měsících je zapříčiněn především nárůstem cen tuzemských zemědělských komodit v kombinaci s krátkodobě oslabenou dovozovou arbitráží. Zlepšená vyjednávací pozice producentů a zpracovatelů potravin vůči maloobchodní síti pak vede k růstu cen některých druhů potravin i při relativně slabé poptávce a velmi silnému konkurenčnímu prostředí na domácím maloobchodním trhu.

**Proti 10. situační zprávě nedošlo ke změnám, pokud jde o zvolené scénáře kursu a cen surovin, a o aktuální a očekávaný vývoj podstatných faktorů inflace ve zbytku roku 2000 a v roce 2001** (dovezená inflace a dovozní ceny, mzdy a jednotkové mzdové náklady, spotřeba domácností, domácí poptávka, HDP).

### Prognóza vývoje inflace pro rok 2001 vychází :

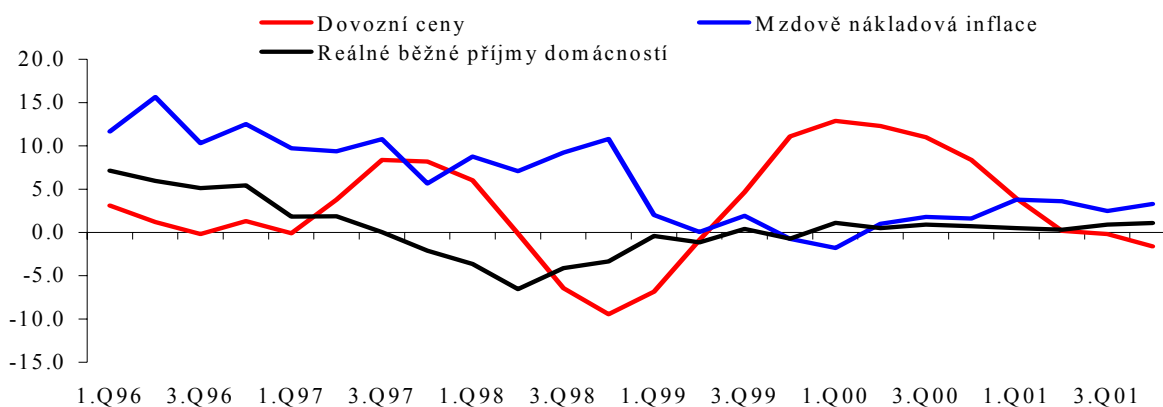
- z referenčního předpokladu stability kursu Kč/EUR a mírného poklesu cen uralské ropy na 27 USD/barel ke konci roku 2001. Referenční scénář dále předpokládá postupné zpomalení růstu, příp. meziroční pokles cen dalších surovin, zpomalení růstu cen výrobců v zemích nejdůležitějších obchodních partnerů (zejména SRN) a apreciaci EUR vůči USD. Vývoj vnějších inflačních faktorů (včetně efektivního kursu) očekáváme tedy v roce 2001 na podstatně nižší úrovni než v roce 2000, tyto faktory by tedy měly v průběhu roku 2001 působit protiinflačně. Tento scénář se proti 10. SZ nemění.
- Určité zrychlení mizr. růstu mzdově nákladové inflace (nominálních jednotkových mzdových nákladů) v roce 2001 na cca 3,5 % by rovněž nemělo být příčinou zrychlení růstu cen. Také očekávání vývoje mzdově nákladové inflace se proti 10. SZ nemění.

- Predikce poptávkových veličin (běžné příjmy domácností, disponibilní důchody domácností, spotřeba domácností, domácí poptávka, HDP) se proti 10. SZ nemění. Očekávaný meziroční růst běžných příjmů a disponibilních důchodů zůstane v roce 2001 podle odhadů zhruba na úrovni roku 2000, mizr. růst spotřeby domácností a domácí poptávky se v roce 2001 ve srovnání s rokem 2000 zvýší o cca 1,0 proc. bod. Zvolna oživující se domácí poptávka zůstane pravděpodobně i v průběhu roku 2001 v takovém pásmu meziročního růstu, které nevytváří předpoklad výraznějšího poptávkově orientovaného tlaku na cenový růst.
- Prognóza ČNB rovněž předpokládá, že cenový vývoj v roce 2001 negativně ovlivní předpokládané další změny v sazbách DPH, které budou znamenat přesun značné části služeb do vyšší sazby DPH (nepřímý dopad do čisté inflace cca 0,35 p.b.).
- Předpokládáme, že i v roce 2001 dojde k dalšímu částečnému a postupnému promítání růstu nákladů zemědělských prvovýrobců zpracovatelů do cen potravin.
- Růst nákladů podniků související s růstem cen pohonných hmot se doposud částečně projevil ve vývoji cen výrobců a prozatím se významněji nepromítl do spotřebitelských cen. V roce 2001 předpokládáme postupné mírné prolínání těchto vlivů do růstu spotřebitelských cen. Bude však i nadále bržděno silně konkurenční situací na domácím trhu. Segment obchodovatelných produktů (bez poh. hmot, podíl cca 2/3 na korigované inflaci) bude navíc i nadále silně ovlivněn dovozovou arbitráží a při předpokládané úrovni devizového kursu Kč/EUR rovněž v tomto okruhu cen nelze předpokládat výraznější růst cen.

#### Přehled predikce hlavních faktorů čisté inflace (mizr. změny v %)

Období	Efektivní kurs	Dovozní ceny	Ceny prům. výrobců	Disponibil. důchod def. spoř.	Nomin. jednotk. mzdové nákl. v NH	Ceny zeměděl. výrobců	Běžné reál. příjmy domácností def. spoř.	Tižby v maloobchodě	M2
1.Q99	-1.58	-6.83	0.20	-0.81	7.4	-8.50	-0.1	1.2	9.9
2.Q99	4.90	-0.87	0.30	-1.10	2.8	-16.90	-0.6	3.5	9.2
3.Q99	5.79	4.67	1.00	-0.30	2.0	-16.00	0.9	0.5	8.1
4.Q99	8.15	11.10	2.50	-1.59	0.7	-3.63	-1.6	4.1	8.1
1.Q00	0.47	12.90	4.60	1.52	-1.8	0.73	-0.6	6.5	7.2
2.Q00	0.32	12.90	4.60	-0.40	1.0	9.30	-0.2	5.3	5.7
3.Q00	1.98	11.00	5.10	-0.40	1.8	12.90	-0.3	3.4	6.8
4.Q00	3.69	8.40	4.90	0.20	1.6	6.70	0.3	5.3	8.3
1.Q01	1.87	3.90	4.40	2.30	3.8	6.65	2.2	3.0	9.5
2.Q01	-1.28	0.20	3.80	1.30	3.6	7.01	1.2	3.5	10.2
3.Q01	-1.36	-0.20	3.00	1.20	2.5	7.23	1.1	3.6	8.4
4.Q01	-3.00	-1.60	2.70	1.20	3.3	7.05	1.1	3.9	7.7
2001	-0.94	0.60	3.50	1.50	3.3	7.30	1.4	3.5	7.7

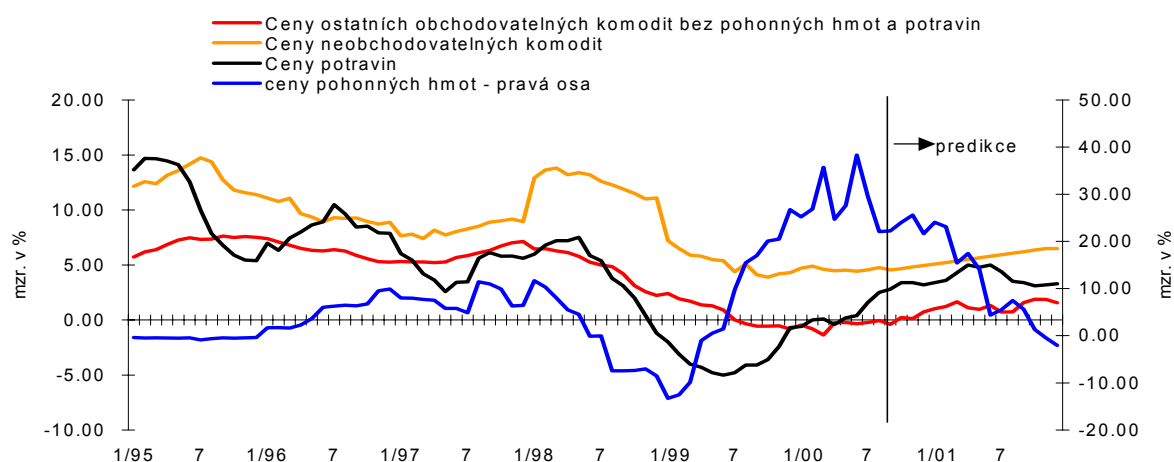
#### Očekávaný vývoj hlavních faktorů čisté inflace - souhrn (mizr. změny v %)



### Pokud jde o jednotlivé segmenty čisté inflace :

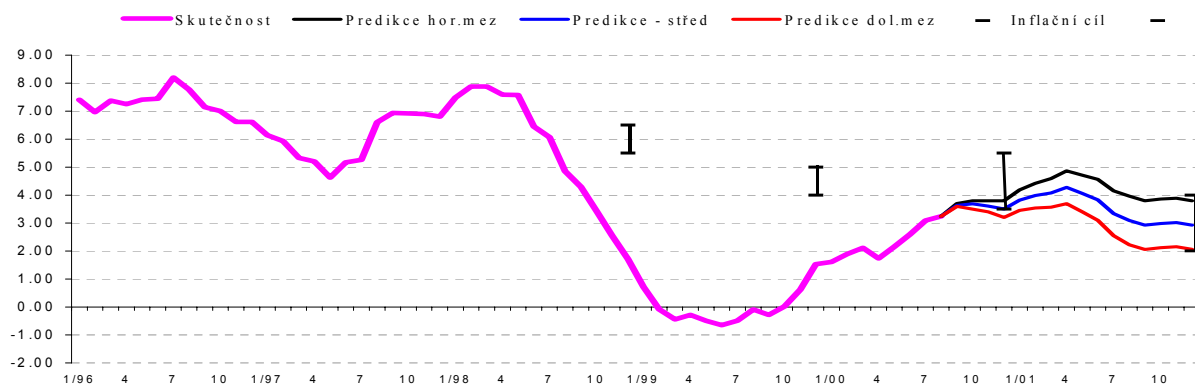
- Vývoj cen pohonných hmot podle referenčního scénáře znamená skok, pokud jde o úroveň mizr. změny cen pohonných hmot: z cca 20 % v prosinci 2000 lze očekávat cca mizr. pokles o 2,0 % v prosinci 2001, tato změna ovlivní mizr. čistou inflaci poklesem o 1 procentní bod, na mizr. čisté inflaci v prosinci 2001 se ceny pohonných hmot budou tedy podílet -0,1 p.b. (v prosinci 2000 cca 1,0 p.b.).
- Slabé zvýšení mzdově nákladové inflace spolu s dozníváním externího nákladového šoku a nepřímými vlivy změny nepřímých daní od 1.1.2001 se promítne do mírného zrychlení růstu cen obchodovatelných komodit (bez potravin a pohonných hmot) z cca 0,7% v prosinci 2000 na cca 1,6 % v prosinci 2001. Na mizr. čisté inflaci v prosinci 2001 se ostatní obchodovatelné komodity budou podílet cca 0,6 p.b. (v prosinci 2000 cca 0,2 p.b.).
- Obdobně dojde ke zrychlení růstu cen neobchodovatelných komodit z 5,0 % v prosinci 2000 na cca 6,5 % v prosinci 2001. Na mizr. čisté inflaci v prosinci 2001 se neobchodovatelné komodity budou podílet cca 1,2 p.b. (v prosinci 2000 cca 0,9 p.b.).
- U cen potravin předpokládáme další růst kolem 3,0 – 3,5 %. Na mizr. čisté inflaci v prosinci 2001 se ceny potravin budou podílet cca 1,3 p.b. (v prosinci 2000 cca 1,5 p.b.).

### Vývoj jednotlivých složek čisté inflace (meziroční změny v %)



**Středová hodnota aktuální predikce čisté inflace pro prosinec 2000 (3,5 %) se proti předchozí SZ nemění. Střední hodnota aktuální predikce meziroční čisté inflace pro prosinec 2001 (3,1 %) se proti 10. SZ rovněž nemění.**

### Minulý vývoj a predikce meziroční čisté inflace



## **Změny v úrovni meziroční čisté inflace mohou být dále ovlivněny řadou dalších faktorů.**

Jde především o :

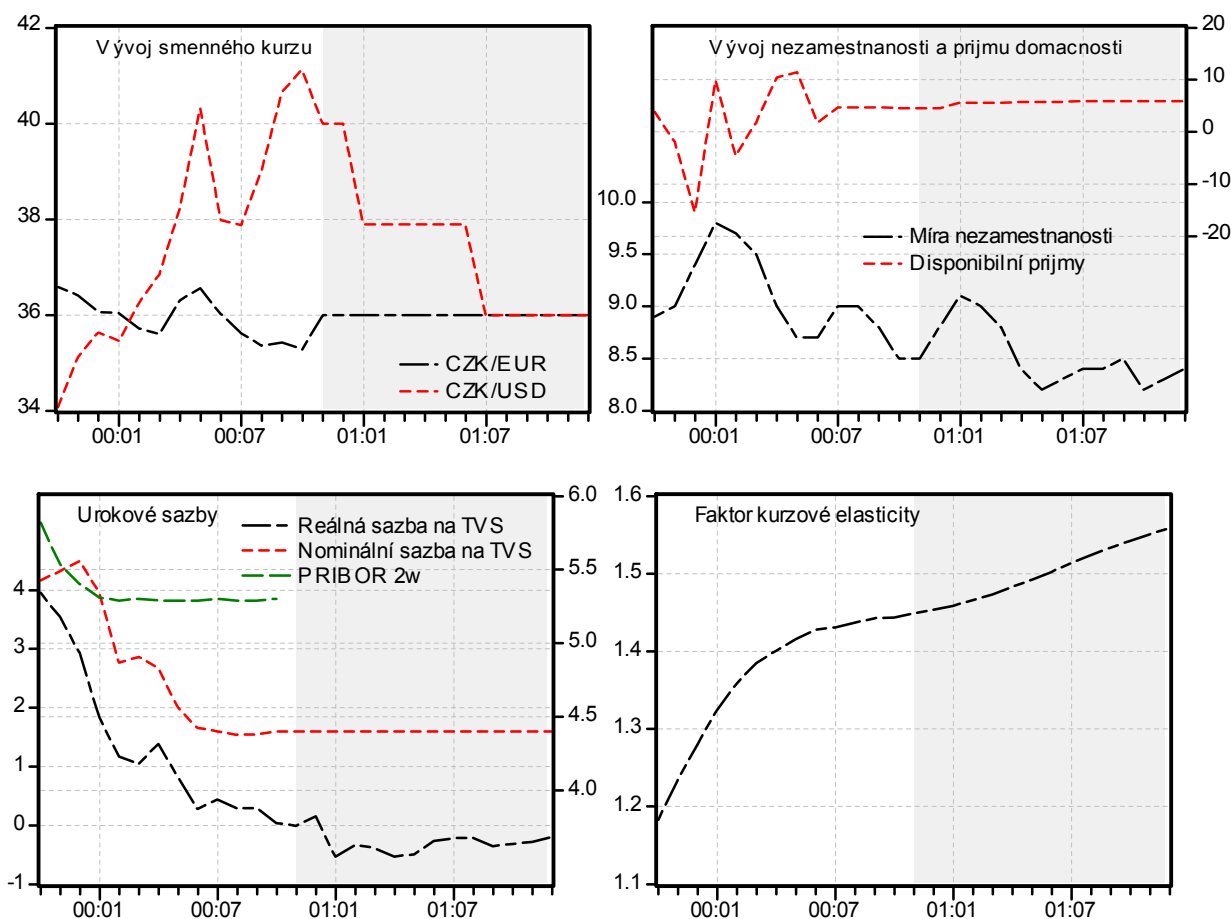
- **revizi indexu spotřebitelských cen k lednu 2001** v návaznosti na nový spotřební koš včetně změny vah jednotlivých položek koše. Vliv na mizr. celkovou inflaci i na mizr. čistou inflaci v prosinci 2001 odhadujeme na maximálně 0,5 proc. bodu.
- **revizi indexu produkčních cen k 1.1.2001**, spojenou s novelizací struktury vah i reprezentantů. Odhadujeme snížení meziročního indexu PPI o cca 1 procentní bod, neboť očekáváme, že nová skladba reprezentantů a nová struktura vah sníží váhu odvětví těžkého průmyslu s jejich nadprůměrným cenovým růstem. Zprostředkovaný vliv na celkovou i čistou inflaci návazně odhadujeme rovněž směrem dolů
- **změnu scénáře regulovaných cen.** Vláda uvažuje o možných změnách rozsahu deregulací nad schválený rámec Scénáře deregulací MF ČR. Podle dostupných údajů by dopad mohl činit až 0,4 proc. bodu do celkové inflace, dopad do čisté inflace by byl nulový.
- **přeřazení některých služeb z nižší do vyšší sazby DPH** je sice schváleno vládou a návazně zahrnuto do předkládané predikce CPI, avšak dosud nebylo schváleno Parlamentem ČR. Při neschválení Parlamentem by odečtení přímých i nepřímých dopadů znamenalo cca 0,8 proc. bodu v CPI a 0,3 proc. bodu v meziroční čisté inflaci

### 3. Prognóza inflace na základě MMI (Měsíční model inflace)

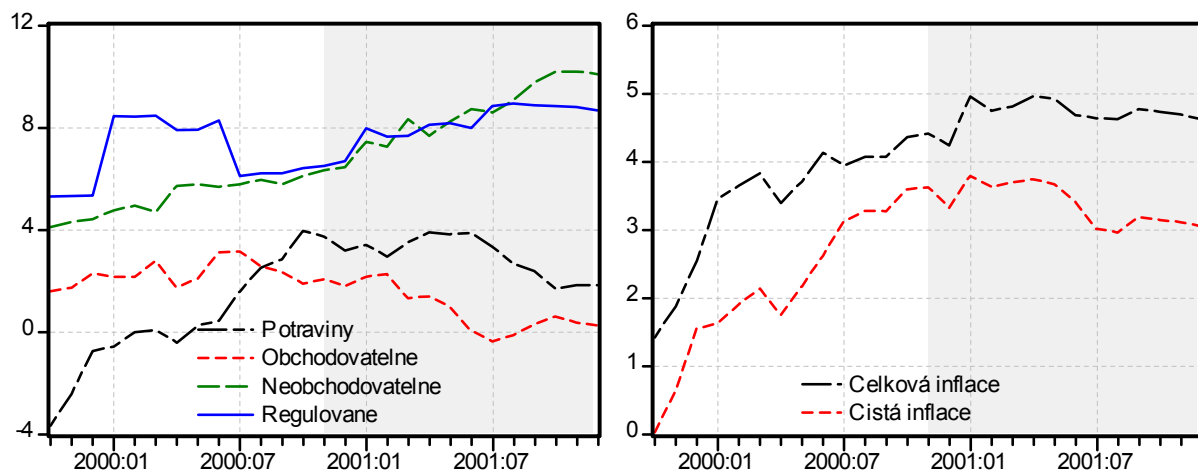
Vyšší než očekávaná říjnová inflace jde zcela na vrub potravin (zejména chléb a pečivo, v menší míře maso). Celková meziměsíční inflace 0,31 % byla tak vyšší než očekával MMI (0,18 %). Obdobný rozdíl byl u čisté inflace, která činila 0,35 % (0,20 %). Jak neobchodovatelné (0,35 %), tak obchodovatelné komodity bez potravin (-0,33 %), zůstaly pod odhady modelu (0,66 % resp. 0,11 %). U cen potravin sezonně klesající ceny brambor a tuzemského ovoce nestačily ke kompenzaci zdražení pečiva a ceny potravin tak vzrostly o 1,06 % (model predikoval 0,02 %).

Pokud jde o predikci, mění se jenom scénář nezaměstnanosti, který se posouvá o necelou desetinu procenta dolů. Všechny ostatní scénáře vstupních exogenních veličin jsou beze změny. Posunutí prognózy směrem k vyšším hodnotám oproti říjnové predikci (nicméně stále na úrovni cíle r. 2001) způsobila nižší než původně predikovaná nezaměstnanost a vyšší než očekávaná inflace v říjnu.

#### Referenční scénáře vstupujících veličin



### Prognóza inflace dle MMI od 2000:10 do 2001:12



	6/00	7/00	8/00	9/00	10/00	11/00	12/00	1/01	2/01	3/01	4/01	5/01	6/01	7/01	8/01	9/01	10/01	11/01	12/01
<b>Celková</b>	<b>4.13</b>	<b>3.94</b>	<b>4.08</b>	<b>4.08</b>	<b>4.36</b>	4.41	4.24	4.96	4.75	4.81	4.96	4.92	4.68	4.64	4.62	4.77	4.73	4.70	4.61
<b>Čistá</b>	<b>2.62</b>	<b>3.13</b>	<b>3.28</b>	<b>3.27</b>	<b>3.59</b>	3.63	3.33	3.79	3.62	3.69	3.74	3.67	3.41	3.01	2.96	3.19	3.14	3.11	3.05

## IV. Měnově politické doporučení

### 1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 11. SZ

Hodnocení makroekonomického rámce se oproti předcházející SZ v zásadě nemění. Makroekonomický vývoj je charakterizován pozvolným hospodářským oživením založeným zejména na růstu investic v důsledku přílivu zahraničního kapitálu. Z provedených analýz vyplývá, že nebezpečí výraznějších poptávkově inflačních a mzdově nákladových tlaků je nadále poměrně nízké. Hlavním faktorem cenového růstu zůstávají vysoké dovozní ceny energetických surovin.

Budoucí cenový vývoj závisí na několika faktorech a je spojen s určitými nejistotami. Především jde o intenzitu a časové horizonty probíhajícího externího nákladového šoku. S jeho pokračováním roste pravděpodobnost jeho sekundárních efektů a plošného dopadu do cenového vývoje. Vyhlídky budoucího vývoje cen ropy na světových trzích z konce listopadu naznačují, že předpokládaný pokles cen ropy v příštím roce bude možná pozvolnější a nelze vyloučit, že k němu dojde později, než jak to vyplývá z referenčního scénáře.

Promítnutí externího nákladového šoku do inflace rovněž závisí na ekonomickém růstu a na tempu přibližování se ekonomiky ke svému potenciálu. Poslední zveřejněné údaje o dílčích aspektech vývoje na straně nabídky a poptávky v ekonomice výrazné urychlení ekonomického růstu nenaznačují. Určitým signálem by mohlo být prohlubování vnější nerovnováhy v reálném vyjádření (pokud by se tento trend potvrdil v dalších měsících), jež by mohlo svědčit o nárůstu dynamiky strany poptávky. Aktuální analýzy však naznačují, že podstatná část tohoto zhoršení je spjata s přílivem přímých zahraničních investic a navazující investiční činností s očekávaným potenciálním dopadem na stranu nabídky v ekonomice a na růst exportní výkonnosti v dalším období.

Pokud by však nicméně k výraznější akceleraci ekonomiky a narůstání nerovnováhy došlo, znamenalo by to příznivější prostředí pro promítnutí vysokých cen ropy a jiných komodit do dalších cenových okruhů a v podmínkách přetrvávání rigidit na trhu práce i vyšší pravděpodobnost mzdových cenových tlaků. Velkou mírou nejistoty se vyznačuje budoucí vývoj cen potravin (zejména masa), který bude pod vlivem nákladových tlaků v segmentu prvovýrobců a zpracovatelů.

Analytické a prognostické posouzení výše naznačeného „rizikového“ scénáře jej vyhodnotilo jako méně pravděpodobný. Sekundární inflační tlaky plynoucí z externího nabídkového šoku zůstávají nadále utlumené. Cenový vývoj většiny skupin spotřebního koše ukazuje, že v ekonomice přes všechny krátkodobé nepříznivé vnější vlivy existuje nízkoinflační prostředí a že prosazování nákladových tlaků brání konkurenční prostředí v ekonomice.

Podmíněná prognóza čisté inflace proto zůstává nezměněna. Na konci roku 2001 předpokládá prognóza meziroční čistou inflaci v intervalu 2,2 až 4,0 %. Z predikce inflace vyplývá závěr, že nastavení měnově politických sazeb odpovídá cílům měnové politiky v horizontu konce roku 2001. Obdobný závěr vyplývá také z vyhodnocení doplňkových rozhodovacích kritérií, tj. úrokového diferenciálu a reálných úrokových sazeb (viz grafické přílohy č. 4 a 12). Termínované vklady deflované CPI v pojetí ex ante jsou v současnosti sice mírně záporné, ale tento rozsah by neměl mít významnější negativní dopad na míru úspor. Reálné úrokové sazby na nově poskytované úvěry ex ante od druhého čtvrtletí do října 2000 vzrostly o cca 1 procentní bod. V listopadu, podle předběžných odhadů, opět mírně poklesly.

## 2. Devizové intervence

Kurs koruny se začal podstatněji odchylovat od referenčních scénářů zhruba od srpna. V té době se znovu začala výrazněji prosazovat dlouhodobá tendence k posilování kursu koruny vůči euru vyplývající z přílivu nedluhového zahraničního kapitálu. Tento faktor je pro kurzový vývoj dominantní, neboť kurs nereaguje na negativní vývoj vnější nerovnováhy. Současně docházelo k oslabování koruny vůči dolaru v důsledku vývoje vztahu USD/EUR.

	<b>Kč/EUR</b>	<b>Kč/USD</b>	<b>USD/EUR</b>
1. čtvrtletí	35,78	36,18	0,99
2. čtvrtletí	36,30	38,86	0,93
3. čtvrtletí	35,47	39,16	0,91
Říjen	35,28	41,13	0,86
Listopad	34,67	40,47	0,86

K další skokové apreciaci koruny vůči euru (a tedy zpřísnění měnových podmínek) dané klientskými operacemi na devizovém trhu došlo 22. 11., kdy koruna posílila z úrovně cca 34,60 na cca 34,30 Kč/EUR a dosáhla tak rekordní hodnoty od zavedení eura 1. 1. 1999. Na této úrovni se kurs zatím stabilizoval. Dalším faktorem výrazného posílení kursu koruny by se mohla stát případná konverze částky 250 mil. euro do korun, kterou rakouská Erste Bank v prosinci zaplatí Fondu národního majetku za Českou spořitelnu.

Při rozhodování o provedení devizových intervencí na oslabení kursu koruny je třeba zvážit argumenty hovořící v jejich prospěch i v neprospěch.

### *Ve prospěch intervencí:*

- ◆ Návrat kursu koruny k referenčnímu scénáři neohrožuje plnění inflačního cíle. Předběžný odhad naopak naznačuje, že setrvání kurzu koruny vůči euru na průměrné hodnotě 34,20 v horizontu konce roku 2001 by ceteris paribus znamenalo meziroční čistou inflaci v prosinci 2001 v intervalu 1,3 – 3,1 %, tedy v dolní polovině intervalu inflačního cíle nebo pod ním.
- ◆ Apreciace koruny vůči euru, která by nebyla podložena růstem produktivity, oslabuje cenovou konkurenceschopnost a rentabilitu tuzemských vývozců a jejich dodavatelů. Přiměřená podpora cenové konkurenceschopnosti v období oslabování zahraniční poptávky je zdůvodnitelná.
- ◆ Jeví se jako stále pravděpodobnější, že probíhající apreciacie kursu není dočasnou kursovou výchylkou, ale trvalejší tendencí, která dostává s dalšími konkrétními klientskými operacemi na trhu nové impulsy.

### *V neprospěch intervencí:*

- ◆ Apreciace koruny vůči euru oslabuje vnější nabídkový šok a nákladové inflační tlaky. Provedení devizových intervencí s cílem oslabit korunu na úroveň referenčního scénáře by vedlo k posílení dopadu vnějšího šoku s rizikem akcelerace inflačních očekávání, která by se mohla negativně promítnout do mzdových vyjednávání na příští rok.
- ◆ Vysoké dovozní ceny energetických surovin mohou mít dlouhodobý charakter.

- ◆ Určitá apreciacie koruny může být v souladu s rovnovážným vývojem, za předpokladu předstihu růstu produktivity v domácí ekonomice ve srovnání se zahraničím a při udržení mzdové disciplíny.

V současnosti přikládáme větší váhu argumentům v neprospěch devizových intervencí a nedoporučujeme jejich bezprostřední provádění. Považujeme však za žádoucí uplatnit v případě prosincové splátky za ČS podle konkrétní situace přístupy navržené v materiálu „*Strategie hospodářských politik v období zvýšeného přílivu kapitálu*“ z konce roku 1999.

### **3. Doporučení**

Na základě vyhodnocení uvedených skutečností doporučujeme:

1. Ponechat limitní sazbu pro 2T repo operace na stávající úrovni.
2. Zajistit v dohodě s FNM, aby:
  - a) příjem za ČS zůstal deponován na privatizačním účtu, nebo aby jeho čerpání vládou bylo alespoň rozloženo v čase,
  - b) případná konverze prosincové splátky za ČS do korun byla realizována mimo devizový trh.

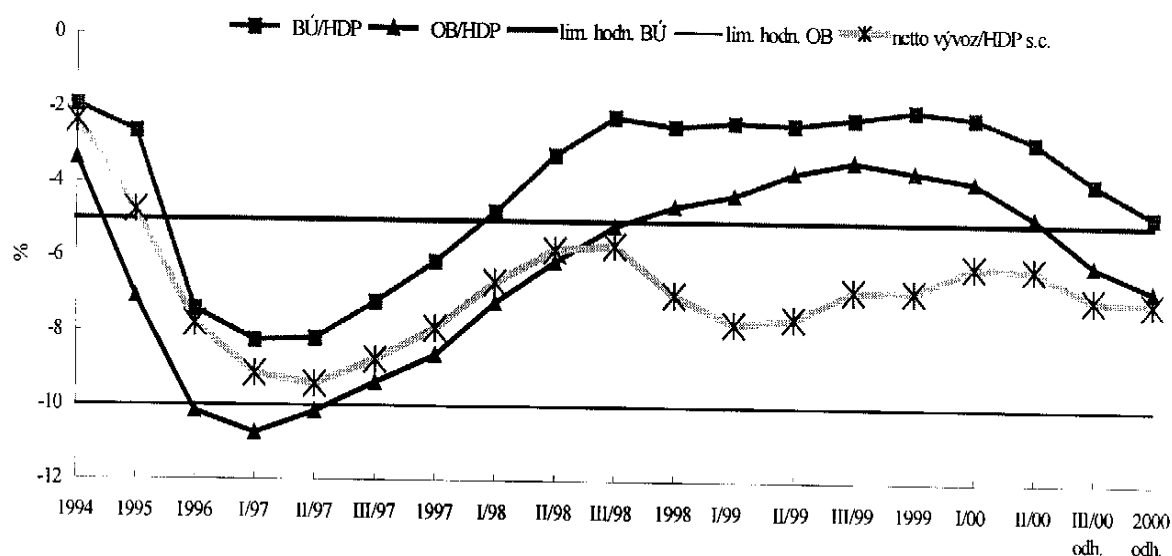
## Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

### A/ Indikátory rozsahu vnější nerovnováhy

#### 1/ Podíl běžného účtu a obchodní bilance na vytvořeném HDP

V běžných cenách se přiblíží v letošním roce externí nerovnováha úrovni již nepříznivě hodnocené zahraničními investory (za rok 2000 poměr BÚ k HDP cca 4,8%). Ve stálých cenách se deficit udržuje již více než 2 roky v koridoru 6 – 8 % HDP. Pokračování dosavadního vývoje v příštím roce může navozovat depreciační tlaky na kurz koruny.

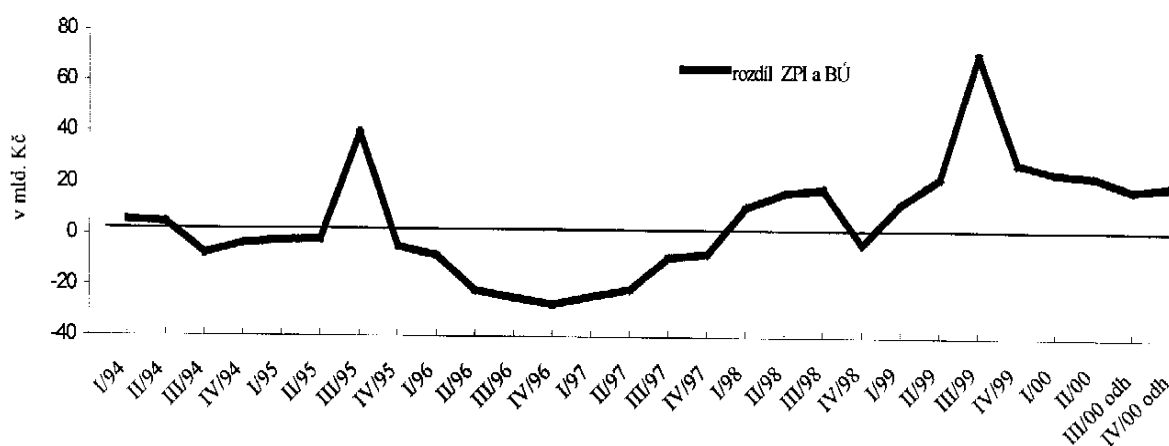
#### Vývoj poměru BÚ a OB k HDP v b.c. a netto vývozu k HDP ve s.c.1995



Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi klouzavých úhrnů  
netto vývoz = obchodní bilance za zboží a služby

#### 2/ Krytí schodku běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

#### Krytí schodku běžného účtu přílivem ZPI



Je předpokládán stabilní převis přílivu zahraničních investic nad běžným účtem platební bilance. V příštím roce by se jeho výše měla dále zvýraznit vlivem navýšení odprodejů státních účastí v privatizovaných podnicích. Příliv zahraničních investic do ČR působí výrazně ve směru stability a posilování koruny.

### 3/ Změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Hodnocení hospodářského a politického vývoje České republiky zahraničními investory není jednoznačné podle míry akcentu jednotlivých stránek ekonomického a politického vývoje. Podle ekonomických ukazatelů převládají indicie o nabírání růstové dynamiky založené nejen na vnější poptávce, ale i na dynamizaci nabídkové stránky ekonomiky. Hodnotící zprávy publikované v současnosti mezinárodními institucemi (např. Komisí EU, EBRD, MMF, Moody's) kriticky poukazují na nepříznivý vývoj finanční situace veřejného sektoru a zaostávání ČR v provádění ekonomických reforem za některými předními kandidáty na členství v EU (pensijní reforma). V jiných aspektech se ekonomika ČR nachází na předních místech mezi kandidátskými zeměmi (např. podle hodnocení Deutsche Bank).

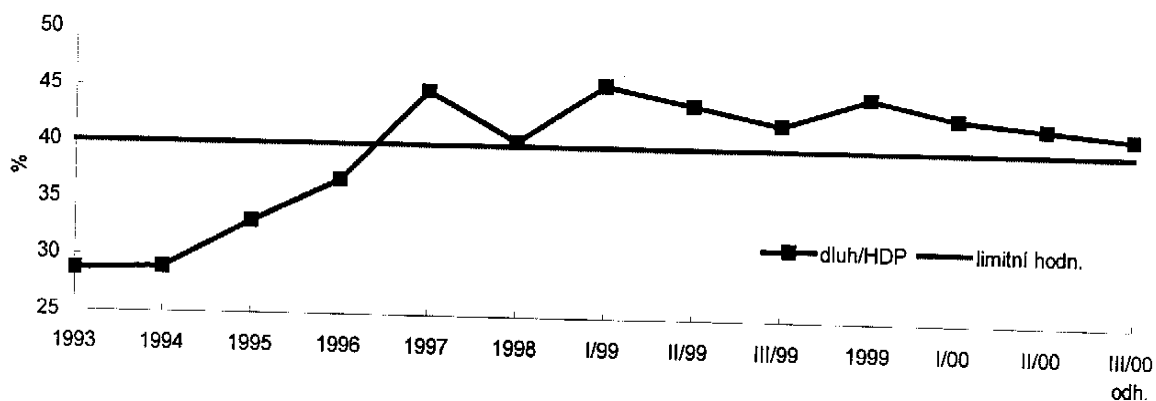
Vývoj politické situace je vnímán v kontextu současných voleb do senátu a krajských zastupitelstev a průchodnosti navrhovaných ústavních změn. Nepříznivě je vnímán politický boj ohledně obsazení vedoucích postů v ČNB, jeho implikace na vzájemnou spolupráci ČNB a vlády a na budoucí charakter měnové politiky.

Vyšší růst cenové hladiny v říjnu (index PPI) je hodnocen jako překvapivý, ale současně i jako výjimečný (zvýšení tarifů za spotřebu elektrické energie). Intenzivněji se vnímá riziko vyšších inflačních tlaků, což navozuje i otázku nastavení parametrů měnové politiky v příštím roce.

## B/ Indikátory dluhového vývoje

### 1/ Poměr zahraničního dluhu k HDP

#### Poměr zahraničního dluhu k HDP

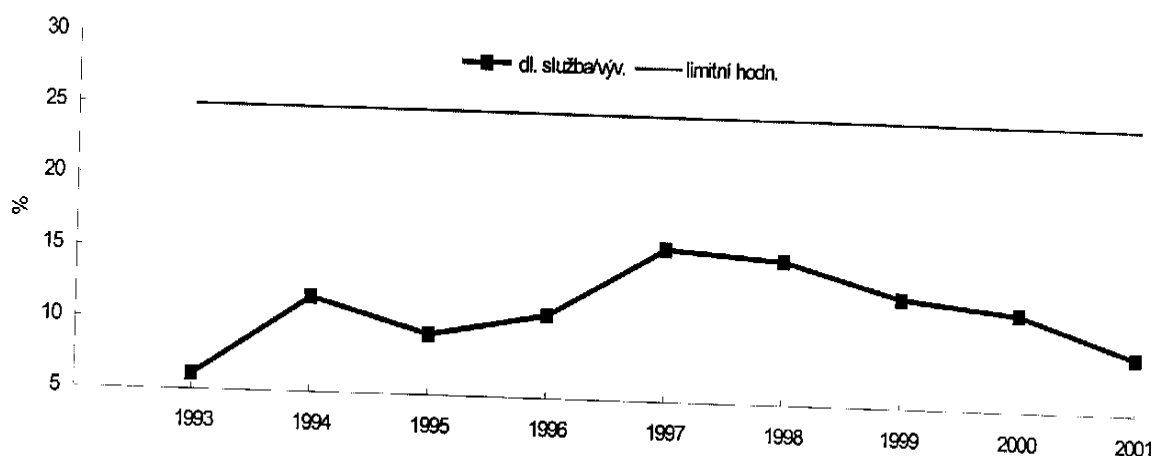


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

V průběhu 3.čtvrtletí se zahraniční dluh přibližoval ke hranici 40% HDP. V tomto vývoji se odrážel zejména pokles stavu dlouhodobých závazků obchodních bank a vlády. Uvedený vývoj nepůsobí i přes vyšší hodnotu indikátoru na růst depreciačních očekávání.

2/ Podíl dluhové služby ze střednědobých a dlouhodobých závazků na exportu zboží a služeb

### Poměr dluhové služby k exportu zboží a služeb

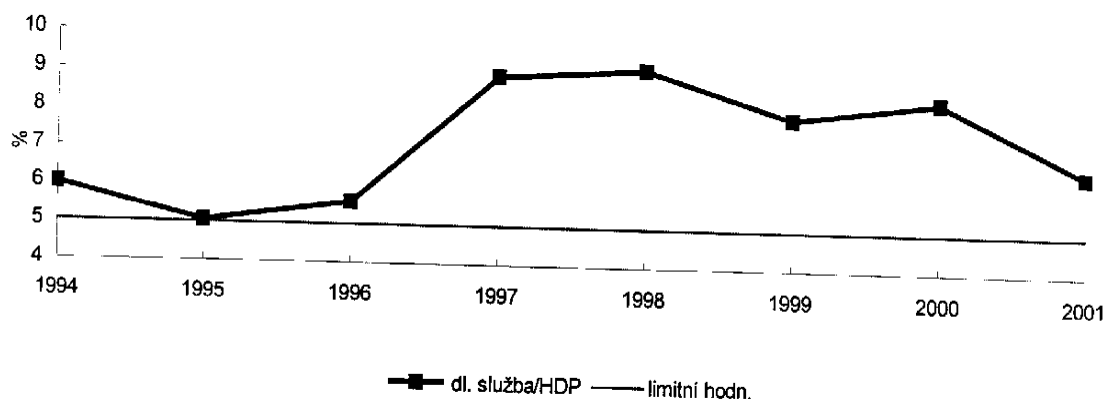


Pozn.: roční údaje

Úroveň dluhové služby vztažená k ročnímu exportu zboží a služeb se nachází v dostatečném odstupu od bezpečnostní hranice a tento trend se předpokládá i pro příští rok (dluhová služba stanovená na základě stavu splatných dlouhodobých závazků podle stavu k 30.6. t.r.). Tento vývoj nepůsobí na dynamizaci depreciačních expektací.

3/ Dluhová služba ve vztahu k HDP

### Poměr dluhové služby k HDP



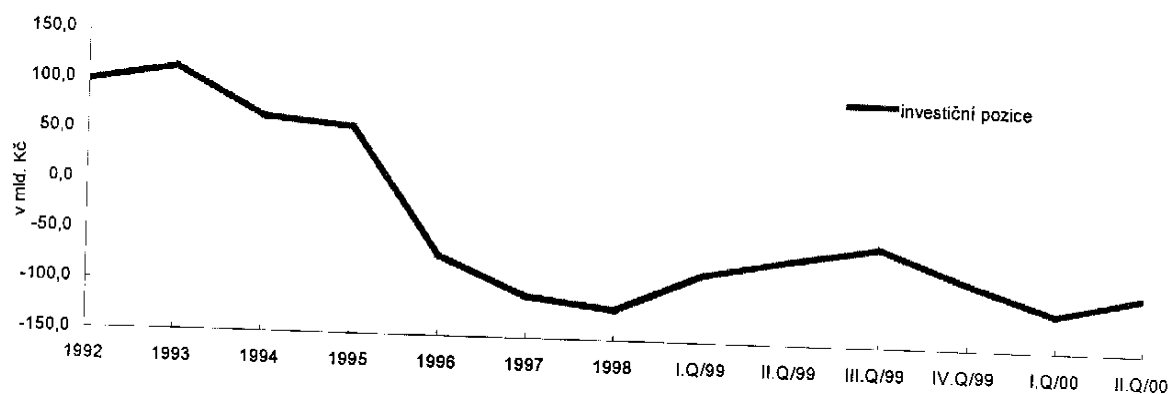
Pozn.: roční údaje

Prosazuje se pozitivní trend poklesu poměru dluhové služby k HDP. Platí obdobné hodnocení jako v případě předchozího indikátoru.

#### 4/ Vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

Ve 3. čtvrtletí by se mělo pasívum investiční pozice ČR vůči nerezidentům stabilizovat resp. dále snižovat v návaznosti na zlepšování pozice bankovního sektoru. Uvedený vývoj nepůsobí na růst depreciačních tlaků na kurz.

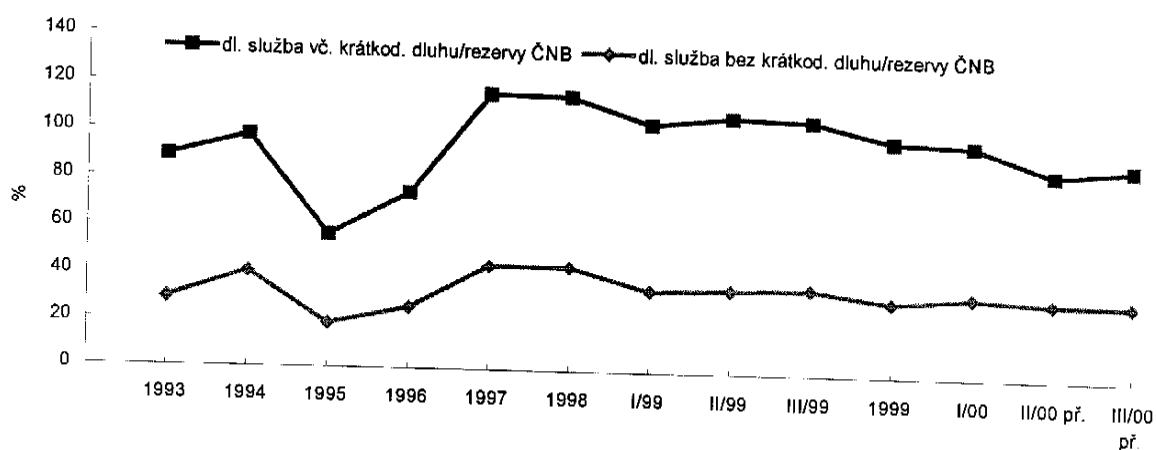
#### Vývoj investiční pozice ČR



#### C/ Indikátory vývoje likvidity České republiky

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

#### Míra krytí rychle mobilizovatelného dluhu devizovými rezervami ČNB



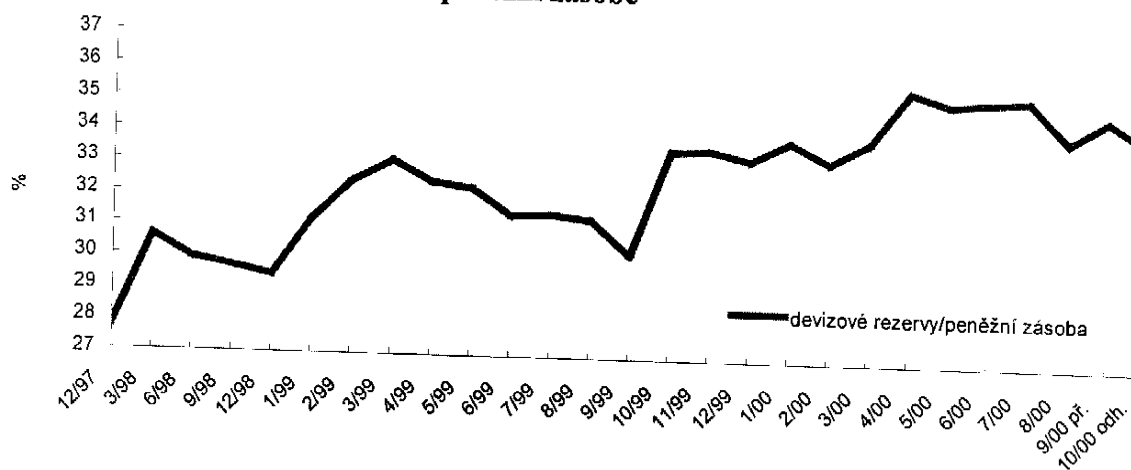
Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu období

Ve 3. čtvrtletí a v říjnu pokračuje růst stavu krátkodobých závazků obchodních bank, který se promítá do předpokládaného zhoršení vývoje indikátoru (současně v říjnu poklesl i stav devizových rezerv ČNB). V porovnání s minulým rokem zůstává míra krytí rychle

mobilizovatelného dluhu devizovými rezervami ČNB stabilizovaná. Není předpokládán vliv indikátoru na zrychlování depreciačních očekávání.

## 2/ Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

### Poměr devizových rezerv ČNB k peněžní zásobě

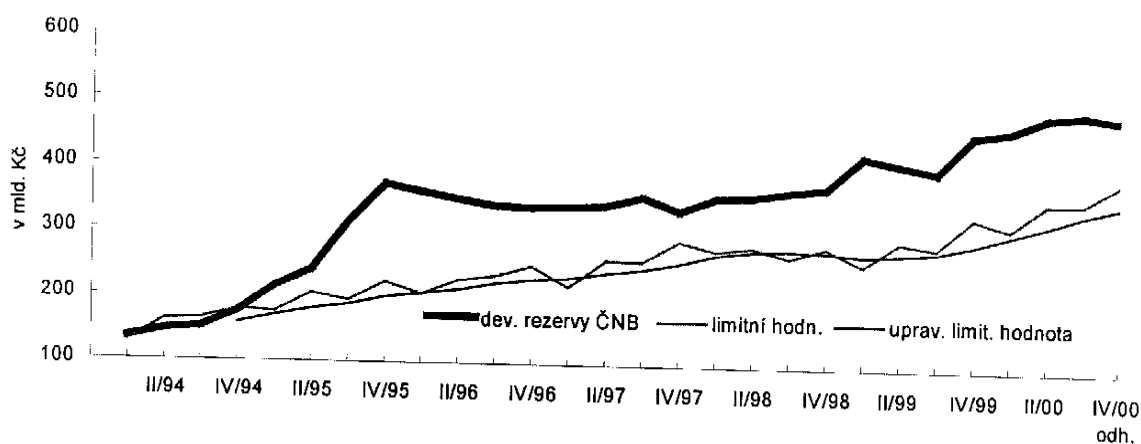


Pozn.: stav k ultimu příslušného měsíce

I přes mírný pokles míry krytí peněžní zásoby devizovými rezervami ČNB v posledních měsících je dosažená úroveň dostatečná (odhad k 31.10. 34%). Uvedený vývoj nepředstavuje riziko deprecie kurzu.

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

### Výše devizových rezerv ČNB vztahovaná k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb



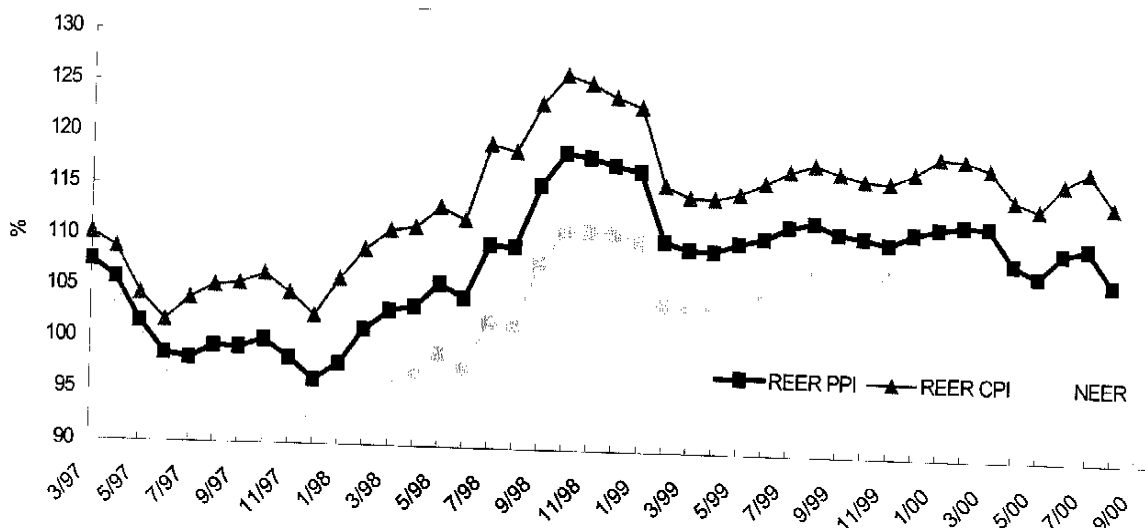
Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz za příslušné období  
upravená limitní hodnota - očištěná o sezonní výkyvy

Vyšší předpokládaný objem dovozu ve 4.čtvrtletí se promítne ve snížení míry krytí ročního importu zboží a služeb devizovými rezervami ČNB na úroveň cca 4 měsíců. Tato úroveň je považována podle mezinárodních standardů za dostatečnou. Uvedený vývoj indikátoru nepůsobí na růst depreciačních tlaků.

## D/ Ostatní indikátory

### 1/ Vývoj reálného efektivního kurzu

#### Vývoj reálného a nominálního efektivního kurzu



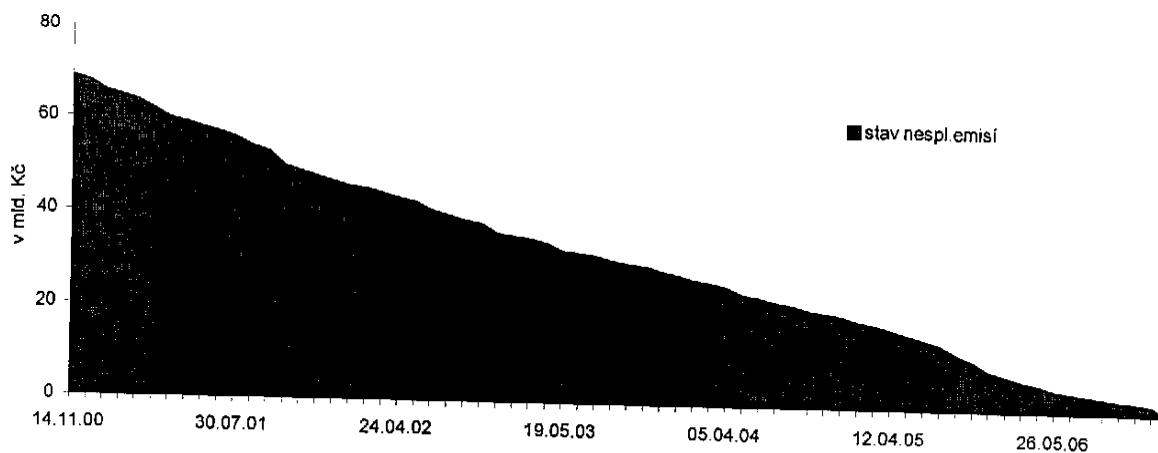
Pozn.: rok 1995 = 100

Vývoj reálného kurzu v obou cenových hladinách kopíruje vývoj nominálního kurzu. Po vyšší rozkolísanosti průměrných hodnot kurzu v minulých měsících dochází k ustálení jeho vývoje s tendencí ke stabilizaci. Negativní dopad na konkurenceschopnost českého vývozu a následná depreciace kurzu z tohoto titulu nejsou předpokládány.

### 2/ Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

V říjnu a listopadu došlo vlivem nových emisí na zahraničních trzích k navýšení stavu korunových euroobligací na cca 70 mld.Kč. Splátky dřívějších emisí se v letošním roce již neuskuteční, v 1. čtvrtletí příštího roku by splátky měly být cca 9 mld. Kč. Uvedený vývoj v letošním roce působí proti depreciaci kurzu koruny.

#### Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



## **Závěr:**

V říjnu a v 1.polovině listopadu (do 16.11.) osciloval devizový kurz koruny vůči euru v rozmezí 34,580 – 35,715 CZK/EUR s tendencí k apreciaci a vůči dolaru v rozmezí 39,769 – 41,900 CZK/USD s náznakem stabilizace podle vývoje parity EUR/USD. Na mezibankovním devizovém trhu se ČNB neangažovala.

Ve vývoji indikátorů k zásadním změnám trendu proti minulé situační zprávě nedošlo. Obnovil se zájem zahraničních investorů o nákup korunových euroobligací. Předběžný vývoj zahraničního obchodu nasvědčuje reálnosti dosažení schodku obchodní bilance na úrovni cca 130 mld. Kč, což je v souladu s očekáváním. Financování schodku běžného účtu je zajištěno dostatečným přílivem zahraničních přímých investic. Předpokládaný vývoj dluhových veličin podle současných poznatků nasvědčuje tendenci mírného zlepšování, resp. jejich stabilizaci. Stagnace devizových rezerv ČNB v posledních měsících ovlivňuje hodnoty indikátorů posuzujících přiměřenost výše rezerv v poměru k dovozu, peněžní zásobě a rychle mobilizovatelnému dluhu. Dosahovanou úroveň lze považovat prozatím za dostatečnou.

Očekávání zahraničních subjektů ohledně dalšího vývoje jsou ovlivněna publikováním řady zpráv mezinárodních institucí o připravenosti začlenění kandidátských zemí k EU. V souhrnu zůstává náhled na českou ekonomiku a její perspektivy vcelku neměnný a v řadě aspektů pozitivní. V současnosti nemají tato hodnocení na sílu koruny bezprostřední vliv a kurzový vývoj se odvíjí od probíhající restrukturalizace ekonomiky a přílivu zahraničního kapitálu.

Z výše uvedeného hodnocení indikátorů není předpokládáno riziko výraznějšího zesílení tlaků na depreciaci koruny v krátkodobém horizontu.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Sekce statistiky  
Odbor statistiky vývoje ekonomiky

**INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ**  
**PODNIKOVÝCH MANAŽERŮ A DOMÁCNOSTÍ**  
(Výhled do konce roku a na nejbližších 12 měsících)

listopad 2000

# I. NEFINANČNÍ KORPORACE A FIRMY

## A. Zpřesnění roku 2000

1. Podle výsledků říjnového průzkumu očekávají manažeři průmyslových a stavebních firem, že přírůstek spotřebitelských cen bude mezi prosincem 2000 a prosincem 1999 činit 4,5 %.

Říjnová prognóza je shodná s předchozím šetřením z července tohoto roku a o 0,6 bodu vyšší než první odhad na rok 2000 z prosince 1999.

2. Ceny průmyslových výrobců by se podle názoru podnikových manažerů, zastupujících vybraný vzorek nefinančních korporací a firem z průmyslu, měly v prosinci letošního roku zvýšit meziročně o 4,3 %, zatímco původní odhad z konce roku 1999 byl 3,2 %. Říjnové očekávání je shodné s výsledky, jichž bylo dosaženo při červencovém průzkumu.

Průmysloví manažeři předpokládají, že v porovnání s původním očekáváním z prosince 1999 klesnou v letošním roce ceny v těžebním průmyslu, zejména ceny uhlí. Naproti tomu vyšší přírůstek cen by měl resultovat ve zpracovatelském průmyslu (5,2 % ve srovnání s původním odhadem 3,2 %). Očekávaný vývoj cen v energetice je mírně pod dřívějším předpokladem (2,5 % proti 2,7 %).

3. Manažeři vybraných stavebních firem počítají s tím, že se ceny stavebních prací zvednou koncem tohoto roku ve srovnání s prosincem 1999 o 4,5%.

Manažeři tak nyní zpřesnili svůj předchozí odhad z července směrem nahoru o 0,2 bodu. Jako důvod vyššího cenového očekávání uvádějí pokračující oživení stavebního trhu.

## A. Výhled na nejbližších 12 měsících

1. Přírůstek spotřebitelských cen v září 2001 proti září 2000 by měl podle vyjádření podnikových manažerů z průmyslu a ze stavebnictví dosáhnout 5,0 %.

Ve srovnání s předchozím dvanáctiměsíčním výhledem na období červen 2000 až červen 2001 se inflační očekávání manažerů zvýšilo o 0,2 bodu.

2. Manažeři z průmyslu odhadují, že ceny finální průmyslové produkce směřované k užití do tuzemska vzrostou v září 2001 v porovnání se zářím 2000 o 3,0 %.

Předchozí dvanáctiměsíční výhled průmyslových manažerů (na období červen 2000 až červen 2001) činil 4,0 %.

Při nyní očekávaném poklesu cen v těžebních odvětvích (- 3,7 %) by se cenový růst měl odehrát ve zpracovatelském průmyslu (+ 3,3 %) a v energetice (+ 3,5 %). Ve zpracovatelském průmyslu počítají s vyššími cenami všechny obory s výjimkou chemického průmyslu, ve kterém by se měl vzestup cen zastavit a dokonce mírně poklesnout. S nadprůměrnými přírůstky cen kalkuluje textilní a polygrafický průmysl, kovodělná výroba a průmysl keramiky, porcelánu a skla.

3. O trvalější konjunkturu a z toho resultující rychlejší růst cen se opírá výhled manažerů vybraných stavebních firem na období mezi zářím 2000 až zářím 2001. Podle jejich názoru by ceny stavebních prací měly v tomto období stoupnout meziročně o 4,7 %, což je přibližně na úrovni cenového vzestupu, jaký byl odhadován pro dvanáctiměsíční období mezi červnem 2000 a červnem 2001 (4,8 %).

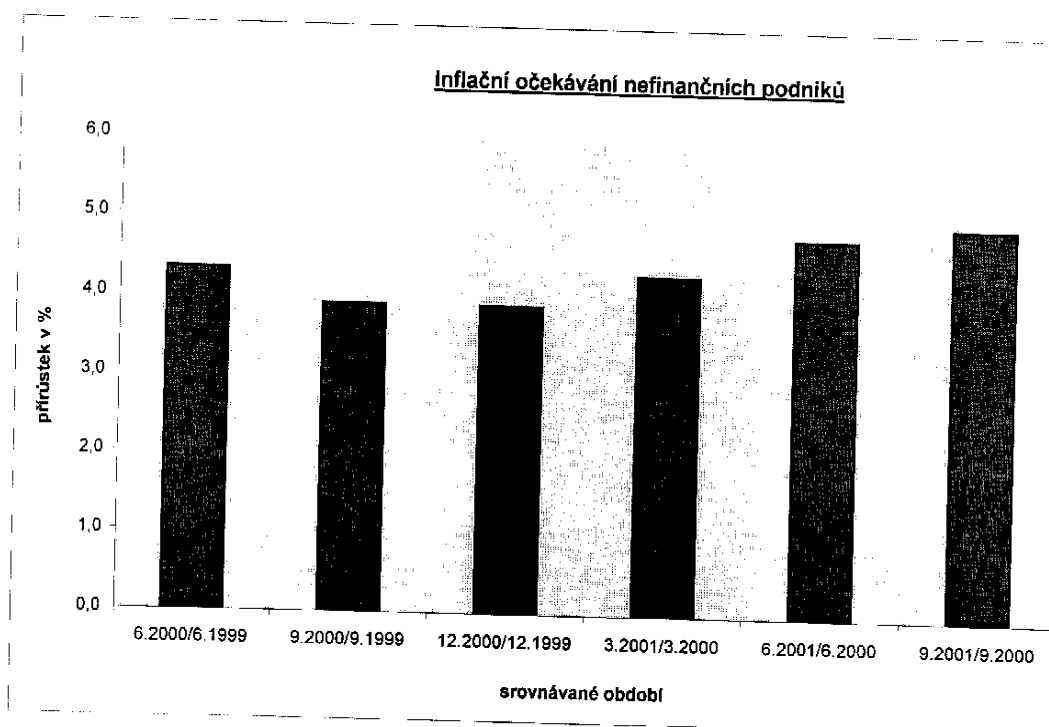
## II. DOMÁCNOSTI

1. Prognózu na rok 2000 domácnosti mírně korigovaly směrem nahoru. Proti červencovému šetření, kdy očekávaly meziroční vzestup spotřebitelských cen v období prosinec 1999 až prosinec 2000 o 4,0 %, se nyní domnívají, že by tento růst měl činit 4,1 %.
2. Ve výhledu na nejbližších dvanáct měsíců (září 2000 až září 2001) domácnosti předpokládají, že přírůstek spotřebitelských cen dosáhne 4,6 %. V předchozím šetření na období červen 2000 až červen 2001 přitom očekávaly vzestup cen o 4,1 %.

## INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

### A. VÝHLED NA 12 MĚSÍCŮ

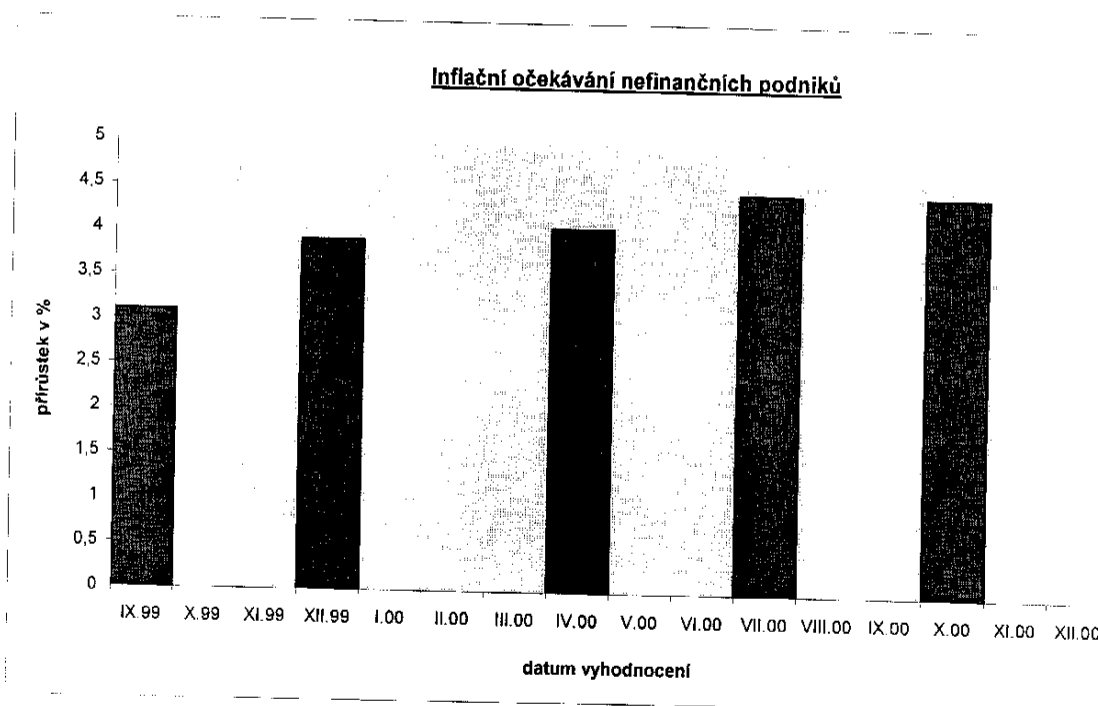
Srovnávané období	6.2000/6.1999	9.2000/9.1999	12.2000/12.1999	3.2001/3.2000	6.2001/6.2000	9.2001/9.2000
očekávaný přírůstek spotřebitelských cen v %	4,3	3,9	3,9	4,3	4,8	5,0



## INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

### B. ZPŘESNĚNÍ LET

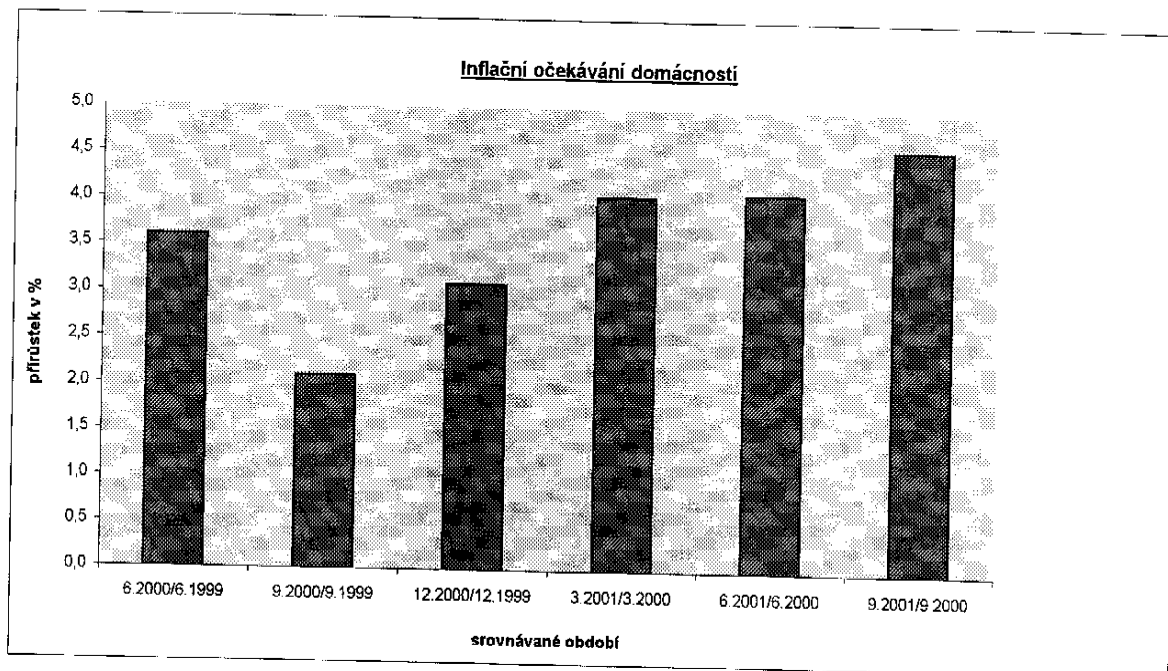
Zpřesňovaný rok	1999	2000				
datum vyhodnocení	září 99	prosinec 99	duben 00	červenec 00	říjen 00	prosinec 00
očekávaný přírůstek spotřebitelských cen v %	3,1	3,9	4,1	4,5	4,5	



## INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

### A . VÝHLED NA 12 MĚSÍCŮ

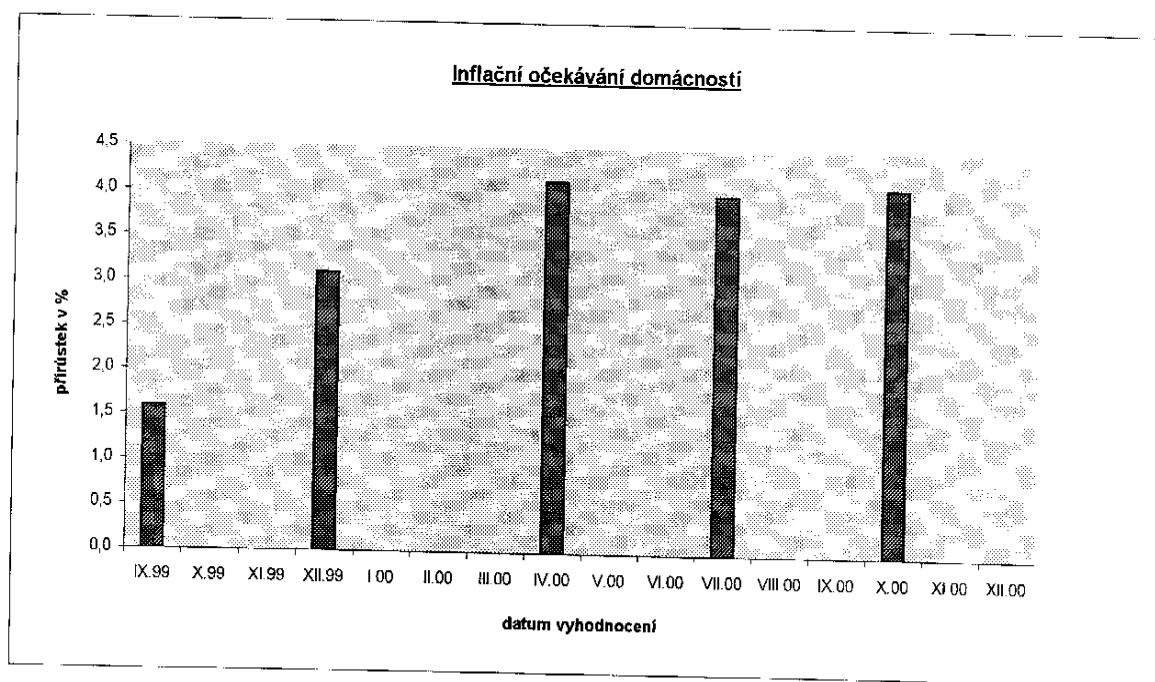
Srovnávané období	6.2000/6.1999	9.2000/9.1999	12.2000/12.1999	3.2001/3.2000	6.2001/6.2000	9.2001/9.2000
očekávaný přírůstek spotřebitelských cen v %	3,6	2,1	3,1	4,1	4,1	4,6



## INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ DOMÁCNOSTÍ

### B . ZPŘESNĚNÍ LET

Zpřesňovaný rok	1999	2000				
datum vyhodnocení	září 99	prosinec 99	duben 00	červenec 00	říjen 00	prosinec 00
očekávaný přírůstek spotřebitelských cen v %	1,6	3,1	4,1	4,0	4,1	



## Vývoj veřejných financí po roce 2001

V průběhu října MF vypracovalo Střednědobý fiskální výhled na období let 2001 - 2003. Jedná se o informativní materiál, v němž jsou načrtnuty 4 možné verze vývoje soustavy veřejných rozpočtů do roku 2003, které jsou ovšem ve svých důsledcích velmi rozdílné. Žádná verze není upřednostňována a vláda také materiál „vzala na vědomí“, aniž by se explicitně vyjádřila k tomu, jaký scénář upřednostňuje, resp. hodlá aplikovat.

Všechny scénáře vycházejí ze stejných makroekonomických předpokladů, liší se ovšem mírou zásahů na výdajové a příjmové straně veřejných rozpočtů. *Pasivní scénář* představuje prolongaci současných trendů ve vývoji veřejných rozpočtů.<sup>1</sup> *Úsporný scénář* se soustřeďuje výhradně na úspory na výdajové straně. Ty mají podobu jednorázových škrťů v nemandatorní oblasti (např. neinvestiční výdaje na zboží a služby, kapitálové výdaje apod.). *Reformní scénář I* uvažuje jak s určitými škrťy na straně výdajů (směřované opět do „nemandatorních“ oblastí), tak i se zvyšováním příjmů veřejných rozpočtů, a to zejména prostřednictvím nepřímých daní (DPH a spotřební daně). Zásah prostřednictvím příjmů je mírně vyšší než úspory výdajů (zvýšení složené daňové kvóty o 1,8 % HDP u příjmů ve srovnání s pasivním scénářem, resp. pokles výdajů o 1,5 % HDP). *Reformní scénář II* pracuje pouze se zvyšováním příjmů veřejných rozpočtů. Cílem všech scénářů (samozřejmě s výjimkou pasivního) je dosáhnout v roce 2003 deficitu veřejných rozpočtů ve výši 3 % HDP a splnit tak politickou dohodu. Základní srovnání výsledků všech scénářů prezentuje následující tabulka.

	Deficit 2003 (% z HDP) <sup>1)</sup>	Veřejný dluh 2003 (% z HDP)	Zvýšení složené daňové kvóty (% z HDP)	Deficit 2003 (% z HDP) <sup>2)</sup>
Pasivní scénář	-6,3	26,3	-	-6,0
Úsporný scénář	-3,0	21,4	-	-2,7
Reformní scénář I	-3,0	21,4	+1,8	-2,7
Reformní scénář II	-3,6	22,7	+2,6	-3,3

1) Deficit je očištěn o tzv. čisté půjčky (zejména vliv privatizačních příjmů). Pro srovnání: hodnota takto upraveného deficitu pro rok 2000 činí 7,7 % HDP. Odhad výše veřejného dluhu ke konci roku 2000 je 18,6 % HDP.

2) Deficit upravený o inkaso privatizačních příjmů a dotace transformačním institucím.

Jako proxy proměnná určující splnění politických dohod je použit deficit veřejných rozpočtů očištěný o čisté půjčky (druhý sloupec výše uvedené tabulky). Velmi podobné výsledky v roce 2003 získáme i v případě použití deficitu očištěného o privatizační příjmy a dotace transformačním institucím (poslední sloupec tabulky). Pasivní scénář tedy znamená přetrvávání deficitů veřejných rozpočtů ve výši asi 6 % HDP i při poměrně solidním ekonomickém růstu,<sup>2</sup> což by se odrazilo ve zvýšení veřejného dluhu do roku 2003 na více než 26 % HDP. V případě úsporného a reformního scénáře I se daří snížit deficit v roce 2003 na požadovanou 3 %, naopak reformní scénář II tohoto cíle nedosáhne.

<sup>1</sup> Pro úplnost je třeba dodat, že některé výdaje (investiční výdaje a výdaje na zboží a služby) jsou v letech 2002 a 2003 zařazovány na reálné úrovni roku 2001. Totéž platí i pro výdaje na mzdy a platy rozpočtového sektoru s výjimkou roku 2002, kdy se v souvislosti s přechodem na novou tarifní soustavu odměňování očekává jednorázový nárůst nákladů o 10 mld. Kč.

<sup>2</sup> Předpoklady MF: 2001: +3,0 %; 2002: +3,3 %; 2003: +3,6 %.

Je třeba podotknout, že předložený fiskální výhled nezohledňuje některá rizika (jmenovitě dopad státních záruk v souvislosti s prodejem IPB a státní záruku pro ČSOB za pohledávku vůči Slovenské inkasní), která mohou dále zhoršit pozici veřejných rozpočtů v analyzovaném období. Tato skutečnost může být ovšem alespoň částečně kompenzována poněkud konzervativním odhadem inkasa privatizačních zdrojů v letech 2002 a 2003 (celkem 100 mld. Kč), který byl při konstrukci výhledu použit.

Následující tabulka srovnává jednotlivé scénáře podle průměrné nominální dynamiky hlavních příjmových a výdajových komponent veřejných rozpočtů v letech 2002 až 2003.

(%)	Pasivní scénář	Úsporný scénář	Reformní scénář I	Reformní scénář II
<b>Příjmy bez privatizace</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>
DPFO + DPPO	4,8	4,8	1,7	1,7
Nepřímé daně	4,4	4,4	12,5	15,8
Pojistné	6,0	6,0	6,0	6,0
<b>Výdaje bez dotací TI</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>
Transfery obyvatelstvu	6,9	6,6	6,6	6,9
Mzdy	10,3	10,3	10,3	10,3
Investice	3,1	-5,7	-0,8	3,1
Neinvestiční nákupy	4,0	-4,3	1,0	4,0
Dotace ROPO	6,8	-4,3	2,4	6,8
<b>Nominální HDP</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>

Lze vyslovit hypotézu, že pasivní scénář vývoje veřejných rozpočtů není orientován příliš prorůstově, protože dynamika investic je nejslabší ze sledovaných výdajových kategorií a nedosahuje ani poloviny dynamiky nominálního produktu. Deficity fiskální soustavy jsou tak taženy zejména mandatorními (transfery obyvatelstvu) a kvazi-mandatorními (mzdy) výdaji. V případě úsporného a reformního scénáře I jsou investice nejhůře postiženou výdajovou položkou. Reformní scénář II sice drží výdaje na úrovni pasivního scénáře, ovšem za cenu drastického zvýšení nepřímých daní, které je pouze z malé části kompenzováno úpravami daní přímých. Znovu se tak potvrzuje, že nastoupení cesty ke konsolidaci veřejných rozpočtů v ČR je z dlouhodobějšího hlediska stěží proveditelné bez zásahů do (kvazi)mandatorních výdajů.

Nabízí se také srovnání současného fiskálního výhledu s fiskálním výhledem, který vláda schválila v září 1999.<sup>3</sup> Tento výhled analyzoval dva možné vývoje veřejných rozpočtů (pasivní a prorůstový), které se lišily jak mírou zásahů do příjmů a výdajů fiskální soustavy, tak i makroekonomickými předpoklady. Srovnáme-li pasivní variantu vývoje ze září 1999 s pasivní variantou vývoje ze současného fiskálního výhledu, dospějeme k následujícím poznatkům:

- Ekonomický růst je mnohem příznivější, než předpokládal „starý“ fiskální výhled. Je dokonce vyšší, než se čekalo i v prorůstovém scénáři z roku 1999.
- Podíl příjmů na HDP je v „novém“ fiskálním výhledu vyšší. Zčásti je to způsobeno vyšším inkasem privatizačních zdrojů (2001 a 2003), zčásti jde o vliv vyšších daňových příjmů.
- Podíl výdajů na HDP je značně vyšší, než předpokládal loňský fiskální výhled. Tento růst je zhruba z poloviny vysvětlitelný zvýšenými dotacemi do transformačních institucí, přičemž vliv tohoto faktoru v letech 2002 a 2003 ztlačí slabne.

<sup>3</sup> Jednalo se o první fiskální výhled, který byl vládou v ČR zpracován, jeho horizont byl do roku 2005 a materiál se stal součástí dokumentu vlády ČR a Evropské komise „Společné zhodnocení priorit hospodářské politiky ČR“.

- Podíl deficitu<sup>4</sup> na HDP je v letech 1999 až 2001 zhruba na úrovni předpokládané pasivní variantou fiskálního výhledu z roku 1999, pro roky 2002 a 2003 dochází v „novém“ výhledu ovšem ke zhoršení o cca 1 p. b. Stejně tak i podíl veřejného dluhu na HDP je od roku 2002 o cca 1,5 - 2 p. b. horší, než bylo očekáváno v září 1999.

Celkově lze tedy konstatovat, že vyšší ekonomický růst (ve srovnání s očekáváním ze září 1999) nevedl ke zlepšení hospodaření rozpočtové soustavy.

Následující tabulka uvádí výši a meziroční změny strukturálních deficitů veřejných rozpočtů v letech 2002 a 2003. Výsledky jsou značně závislé na odhadu potenciálního produktu a následně mezery ve výstupu. V tomto případě se jedná o odhady s horizontem 2 až 3 roky, což výrazně zvyšuje míru nejistoty. K odhadu potenciálního produktu jsme použili metodu Hodrick-Prescottova filtru, aplikovaného na časovou řadu za období 1994 až 2006.<sup>5</sup> Považujeme za nutné upozornit, že vzhledem k nejistotám spojeným s odhadem potenciálního produktu ve střednědobém období u ekonomiky procházející řadou strukturálních změn je žádoucí pohlížet na dále uvedené rozklady jako na *předběžné a podmíněné výsledky*.

(% z HDP)	Deficit VR očištěný o privatizaci a dotace TI	Strukturální deficit	Meziroční změna strukturálního deficitu
1994	-1,9	-0,9	-
1995	-1,6	-1,9	+1,0
1996	-1,9	-3,4	+1,5
1997	-1,7	-2,4	-1,0
1998	-1,4	-1,0	-1,4
1999	-3,1	-2,3	+1,3
2000e	-4,0	-3,5	+1,2
2001f	-4,8	-4,6	+1,1
2002pas.	-6,2	-6,1	+1,5
2003pas.	-6,0	-5,9	-0,2
2002úsp.	-4,5	-4,4	-0,2
2003úsp.	-2,7	-2,6	-1,8
2002ref. I	-4,6	-4,5	-0,1
2003ref. I	-2,7	-2,6	-1,9
2002ref. II	-5,3	-5,2	+0,6
2003ref. II	-3,3	-3,2	-2,0

Realizace pasivního scénáře by přinesla v roce 2002 meziroční zvýšení strukturálního deficitu o 1,5 p. b. a v roce 2003 by strukturální deficit mírně poklesl, resp. by přibližně stagnoval kolem úrovně 6 %. Ostatní tři scénáře přinášejí ve srovnání s pasivním vývojem postupné snižování strukturálního deficitu, které je ovšem zásadně směřováno až do roku 2003 (pokles celkového i strukturálního deficitu o cca 2 p. b.).

<sup>4</sup> Upravený o inkaso privatizačních zdrojů a dotace transformačním institucím.

<sup>5</sup> Prodloužení časové řady o roky 2004 až 2006 má za účel eliminovat určitá zkreslení, které aplikace HP filtru přináší na konci časové řady. Jedná se o často používaný postup, kdy se „nastavením“ časové řady posunuje případné zkreslení za horizont primárního zájmu, který v našem případě končí rokem 2003. V letech 2004 až 2006 pracovní uvažujeme následující dynamiku ekonomického růstu: 4 %; 4,5 % a 5 %. Testovali jsme také citlivost výsledků na poněkud nižší tempo růstu v těchto letech (3,6 %, tedy konstantní od roku 2003). Tato citlivost se ukázala být velmi nízká. Ve srovnání s původní variantou se za daných předpokladů nemění závěr, že v letech 2002 a 2003 se bude dále uzavírat negativní mezera ve výstupu (akumulovaná v předchozích letech), přičemž ekonomika by operovala přibližně na úrovni potenciálního produktu.

## Závěr:

Využitelnost střednědobého fiskálního výhledu pro účely měnové politiky je značně omezena tím, že neposkytuje jasnou představu o tom, kterým směrem se budou veřejné finance v nejbližších letech skutečně ubírat (vláda vzala materiál na vědomí, aniž by zvolila nejpravděpodobnější nebo cílový scénář). Pasivní scénář neplní podmínky politické dohody mezi ČSSD a ODS o dosažení deficitu veřejných rozpočtů ve výši 3 % do roku 2003. Stejným dohodám odporují i oba reformní scénáře, které sice požadovaného deficitu dosahují nebo se mu alespoň značně přibližují, ovšem za cenu výrazného zvýšení složené daňové kvóty, což opoziční smlouva nedovoluje. Zbývá tedy scénář úsporný. Výdajové škrty jsou v něm soustředěny pouze na nemandatorní oblast. Většina výdajů veřejných rozpočtů má ovšem mandatorní, resp. kvazimandatorní charakter, a proto škrty v nemandatorní oblasti musí dosahovat drastických hodnot. Lze očekávat, že jejich realizace by mohla výrazným způsobem narušit schopnost státu vykonávat některé ze svých činností.

Uplatnění pasivního scénáře by pro rok 2002 obnášelo další nárůst strukturálního deficitu na úroveň cca 6 % HDP, v roce 2003 by deficit na této hladině v zásadě setrval. Ostatní varianty představují ve srovnání s pasivním scénářem zpřísnění fiskální politiky. Jeho hlavní část je ovšem orientována na rok 2003 (pokles deficitu v řádu 2 p. b.) a lze si klást otázku o praktické realizovatelnosti takového kroku.<sup>6</sup> Nejasnou je také otázka středně a dlouhodobé udržitelnosti takové fiskální politiky, která v rámci fiskální konsolidace zvyšuje daně a současně snižuje výdaje, ovšem nedotýká se těch oblastí, ve kterých se skrývají kořeny dlouhodobých problémů veřejných rozpočtů (tj. reformní scénář I), nebo pouze zvyšuje daně (reformní scénář II). Rozsah opatření na příjmové i výdajové straně je přitom takového řádu, že musí mít minimálně v krátkém období dopad do reálné ekonomiky, v případě znatelného zvýšení složené daňové kvóty nelze přitom vyloučit negativní působení i ve středním a dlouhém období. Od těchto úvah střednědobý fiskální výhled zcela abstrahuje.<sup>7</sup>

Z hlediska centrální banky je třeba hodnotit fiskální výhled na období let 2002 až 2003 se značnou rezervou. Výše provedené odhady strukturálního deficitu a kvantifikace dopadů různých scénářů na ekonomiku jsou výsledky podmíněné učiněnými předpoklady o vývoji skutečného a potenciálního produktu v horizontu 3 let. Budoucí realita se může od těchto projekcí značně odchylovat, a to v obou směrech. Lze si tak představit situaci, kdy celkový deficit veřejných rozpočtů na úrovni 6 % HDP může být v konkrétním roce makroekonomicky snesitelný anebo může přispívat k ekonomickým problémům. Pasivní scénář jednoznačně prokazuje nepříznivý trend ve veřejných rozpočtech a ostatní tři scénáře tím, že nepředkládají řešení nejzávažnějších rozpočtových problémů, nelze hodnotit příliš pozitivně. Pro účely měnověpolitického rozhodování po roce 2001 je ovšem nezbytné získat přesnější a pevnější představu o budoucí pozici ekonomiky ve vztahu k potenciálnímu produktu. K tomu bude nezbytné jak zpřesňování modelových propočtů vlivem zkrácování predikčního horizontu, tak i vzít v úvahu řadu dílčích indikátorů (vývoj cen, vnější nerovnováha, poptávka apod.), které budou charakterizovat další ekonomický vývoj.

<sup>6</sup> Nepopulární fiskální opatření (ať už na straně příjmů nebo výdajů) by totiž musela být připravována již v průběhu roku 2002, který ovšem bude volebním rokem. Navíc i míra meziročního snížení deficitu se jeví být značně ambiciózní.

<sup>7</sup> Analýza jednotlivých scénářů fiskálního vývoje po roce 2001 z hlediska jejich dopadu na ekonomický vývoj bude předmětem následujících SZ (pravděpodobně SZ 1/2001), kdy se bude formulovat celkový makroekonomický výhled na období po roce 2001.

## Vývoj směnného kurzu a konkurenceschopnost

Pokračující zhodnocování směnného kurzu české koruny vůči euru vyvolává otázky o únosnosti tohoto trendu pro konkurenceschopnost domácí ekonomiky. Základem těchto úvah je skutečnost, že změna nominálního kurzu nutí domácí výrobce obchodovatelného zboží a exportéry ke změně cenové, respektive nákladové, politiky, vzhledem k svým zahraničním konkurentům, jinak jim hrozí ztráta tržního podílu. V případě nominálního zhodnocení však požadovaná úprava cen, respektive nákladů, směrem dolů není (v důsledku přetrvávajících nepružností) vždy možná nebo jí lze dosáhnout pouze v delším časovém období. Z tohoto důvodu lze, minimálně pro krátkodobý horizont, chápat současnou nominální apreciaci kurzu jako faktor omezující konkurenceschopnost domácí ekonomiky.

Pro posouzení významu tohoto faktoru je však třeba, kromě nominálního kurzu, uvážit i celou řadu dalších aspektů ovlivňujících konkurenceschopnost. Ty se promítají do relativní ceny zahraničního (obchodovatelného) zboží vzhledem k domácímu (v jedné měně), tedy do reálného kurzu české koruny deflovaného cenami obchodovatelného zboží. Jelikož přesné údaje za obchodovatelné zboží nejsou k dispozici, lze pracovat s údaji z průmyslových odvětví jako zástupnými indikátory příslušného vývoje u obchodovatelných statků.

Z průběhu reálného kurzu v posledním období (graf 1) lze pozorovat apreciaci reálného kurzu podle PPI (RER), a to jednak v průběhu roku 1998 a dále od poloviny roku 1999. Reálná apreciacie naznačuje možné problémy s konkurenceschopností, neboť domácí zboží se jeví relativně dražší než zboží zahraniční. Ne celý rozsah pozorované reálné apreciacie však lze interpretovat jako zhoršení konkurenční pozice. Jelikož se jedná o srovnání relativních cenových hladin, je pro pochopení vztahu mezi reálným kurzem a konkurenceschopností nutné analyzovat jednotlivé aspekty cenové tvorby doma a v zahraničí (Německu). Tyto aspekty jsou patrné z následující definice reálného kurzu podle PPI:

$$RPPI = E \frac{PPI^*}{PPI} = E \frac{Z^* ULC^*}{Z ULC}, \quad (1)$$

kde  $E$  značí nominální směnný kurz,  $ULC$  jsou jednotkové mzdové náklady a  $Z$  je cenová přírážka. Symbol  $*$  označuje příslušné německé údaje (v eurech). V této definici se cenová hladina v průmyslu rozkládá na dvě složky: jednotkové mzdové náklady a cenovou přírážku.

Toto rozdělení je pro interpretaci vývoje domácí konkurenceschopnosti klíčové, neboť v sobě zahrnuje dva odlišné základní aspekty cenové tvorby. Tím prvním jsou nákladové podmínky ekonomiky (vyjádřené  $ULC$ ), nad kterými mají firmy v krátkém období jen omezenou kontrolu. Druhým aspektem cenové tvorby je stanovení cenové přírážky vzhledem k současné tržní situaci, cenám konkurentů, a pozici firmy na trhu. Do cenové přírážky se tak promítanou i faktory necenové konkurenceschopnosti, jakými jsou např. kvalita zboží a služeb, či počet konkurentů na trhu.

Díky této klasifikaci můžeme odlišit tři základní faktory působící na vývoj konkurenceschopnosti vyjádřené reálným kurzem: vývoj nominálního kurzu, relativních nákladových podmínek a relativních cenových přírážek. K pozorované apreciaci reálného kurzu může tedy docházet buď v důsledku zhodnocení nominálního kurzu nebo růstu

relativních nákladů a cenových přírážek. Vliv těchto jednotlivých faktorů na konkurenceschopnost je však kvalitativně odlišný. Zhodnocení nominálního kurzu a zhoršení nákladových podmínek skutečně přispívá ke zhoršení konkurenční pozice v souladu s reálnou apreciací. Relativní růst ziskovosti je však signálem zlepšující se konkurenční pozice, protože v opačném případě by firmy zvolily jinou cenovou strategii. Je zřejmé, že zvyšovat relativně cenovou přírážku při stávajících nákladech lze pouze při zlepšování konkurenční pozice (např. díky růstu kvality nebo rozsahu poskytovaných služeb).

Vztahu mezi faktory reálného zhodnocení a konkurenceschopností lze využít při interpretaci reálného zhodnocení pozorovaného na grafu 1. Z tohoto důvodu je graf reálného kurzu doplněn průběhem kurzu nominálního (NER) a vývojem relativních jednotkových mzdových nákladů (ULC) a cenových přírážek (RULC) vzhledem k Německu. Vliv nominálního kurzu na reálný je dobře patrný po celé sledované období. Teprve dodatečné informace ohledně nákladů a přírážek však umožňují ohodnotit vztah mezi současnou nominální apreciací a konkurenceschopností. Zároveň je vidět, že vztah mezi reálnou apreciací a konkurenční pozicí pozorovaný v roce 1998 a nyní je kvalitativně odlišný.

Na reálnou apreciaci v průběhu roku 1998 působilo kromě nominálního zhodnocení zejména zhoršování relativních nákladových podmínek (ULC, graf 1). Naproti tomu byl dobře patrný pokles ziskovosti v podobě cenových přírážek (RULC), který byl výrazem snahy uchovat si tržní pozici během probíhající recese. Pokles ziskovosti zmírňoval rozsah výsledné reálné apreciace, ale přesto byl znakem zhoršující se konkurenceschopnosti. Během tohoto období tedy všechny tři faktory vývoje reálného kurzu, tj. nominální kurz, mzdové náklady a cenové přírážky, ukazují shodně na zhoršování konkurenční pozice domácích výrobců.

Naproti tomu v současné době je situace odlišná. Průběh relativních mzdových nákladů se během roku 1999 stabilizoval a nepřispívá tedy ani k prohlubování reálné apreciace, ani ke zhoršování konkurenceschopnosti. Naproti tomu domácí cenové přírážky začaly ve stejné době růst, což prohloubilo reálnou apreciaci vyvolanou nominálním kurzem. Pokud rozložíme reálnou apreciaci pozorovanou od poloviny roku 1999 mezi tyto dva faktory, zjistíme, že vliv cenových přírážek dominuje vlivu nominálního kurzu. Vyšší ziskovost svědčí o zlepšující se konkurenční situaci, což lze při stabilizovaných nákladech vysvětlit zejména zlepšením necenové konkurenceschopnosti. Lze se tak domnívat, že současná konkurenční pozice domácích výrobců je dobrá a lepší než v roce 1998. Toto zjištění je navíc podpořeno faktem, že během posledních dvou let docházelo i k dynamickému růstu exportní činnosti, zejména v odvětvích s vysoce diferencovanými výrobky.

Je zřejmé, že zjištěný růst relativní ziskovosti při dynamickém růstu exportů byl výsledkem nejen zlepšené necenové konkurenceschopnosti, ale i výše uvedené stabilizací jednotkových mzdových nákladů<sup>1</sup> (oproti roku 1998). Je otázkou, zda tato stabilizace jednotkových nákladů přišla v důsledku aktivního tlaku firem na mzdová vyjednávání, nebo zda je výsledkem

<sup>1</sup> Vztah mezi růstem reálných mezd a produktivitou práce úzce souvisí s cenovou přírážkou a ziskovostí. Vztah (1) lze rozepsat následujícím způsobem:

$$RPPI = E \frac{PPI^*}{PPI} = E \frac{Z^* ULC^*}{Z ULC} = E \frac{RULC ULC^*}{RULC^* ULC}$$

$$RULC = \frac{ULC}{PPI} = 1/Z,$$

kde RULC označuje reálné jednotkové mzdové náklady, neboli podíl práce na přidané hodnotě, což je zároveň reciproká hodnota cenové přírážky. Předstih růstu produktivity nad reálnými mzdami se tak projeví poklesem RULC a růstem cenové přírážky.

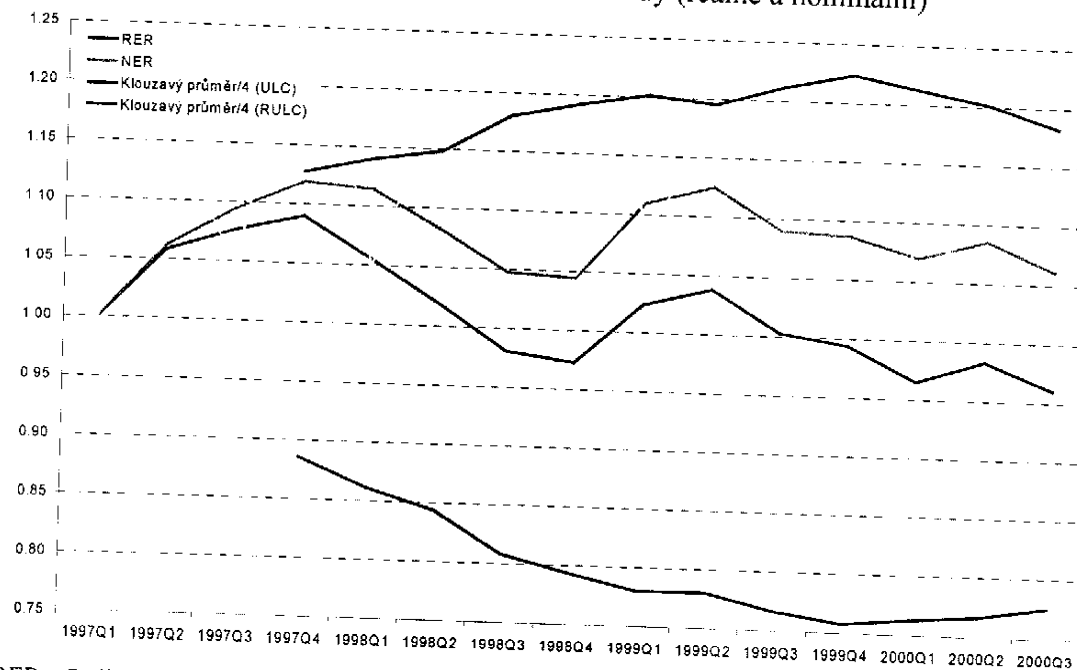
technologického pokroku a růstu produktivity práce. Je proto užitečné rozložit průběh relativních jednotkových mzdových nákladů na dvě složky: relativní vývoj průměrných mezd a relativní vývoj produktivity:

$$\frac{ULC^*}{ULC} = \frac{W^*}{W} \frac{Prod}{Prod^*}$$

Z grafické podoby tohoto rozložení (graf 2) vyplývá, že zatímco domácí nominální mzdy rostou stále rychleji než v Německu, ve vývoji relativní produktivity nastal v letošním roce výrazný obrat. Ten příznivě ovlivnil stabilizaci jednotkových mzdových nákladů.

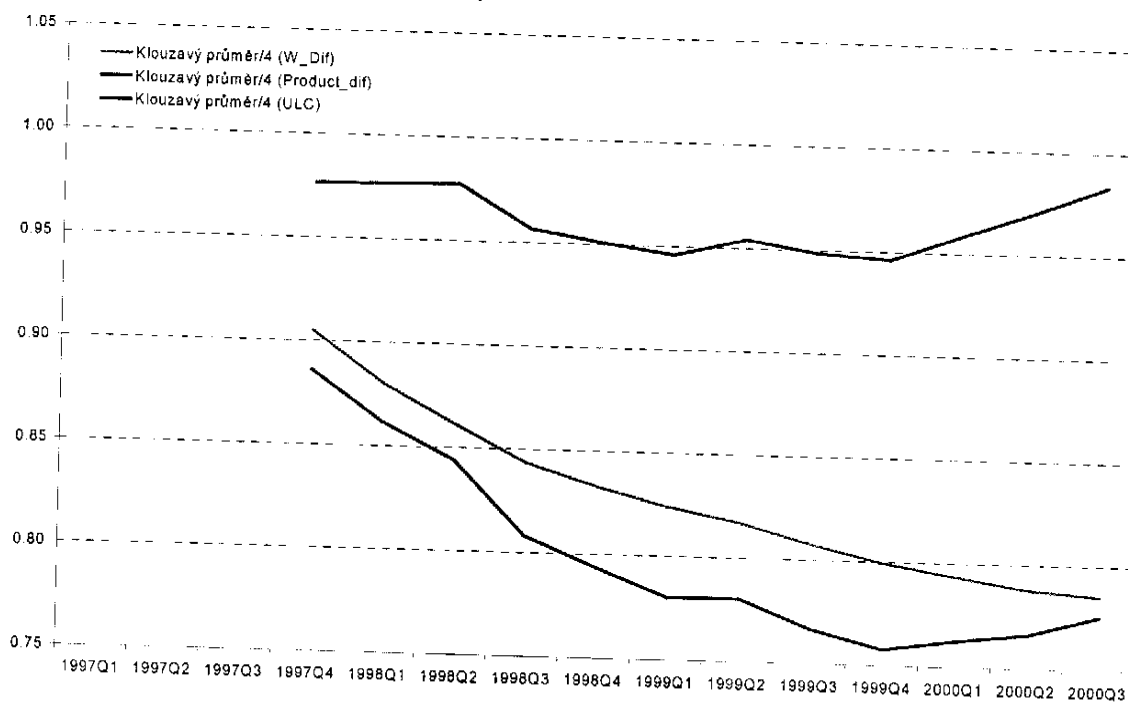
Závěrem lze říci, že jakkoliv lze současné nominální zhodnocování obecně chápat jako faktor omezení konkurenceschopnosti domácí ekonomiky, jeho vliv je v současné době eliminován jinými pozitivními faktory. Tento obrat ve vývoji konkurenceschopnosti oproti roku 1998 byl do značné míry umožněn výrazným zrychlením růstu produktivity, což napomáhalo stabilizaci nákladových podmínek v ekonomice.

Graf 1 Směnný kurz a jednotkové mzdové náklady (reálné a nominální)



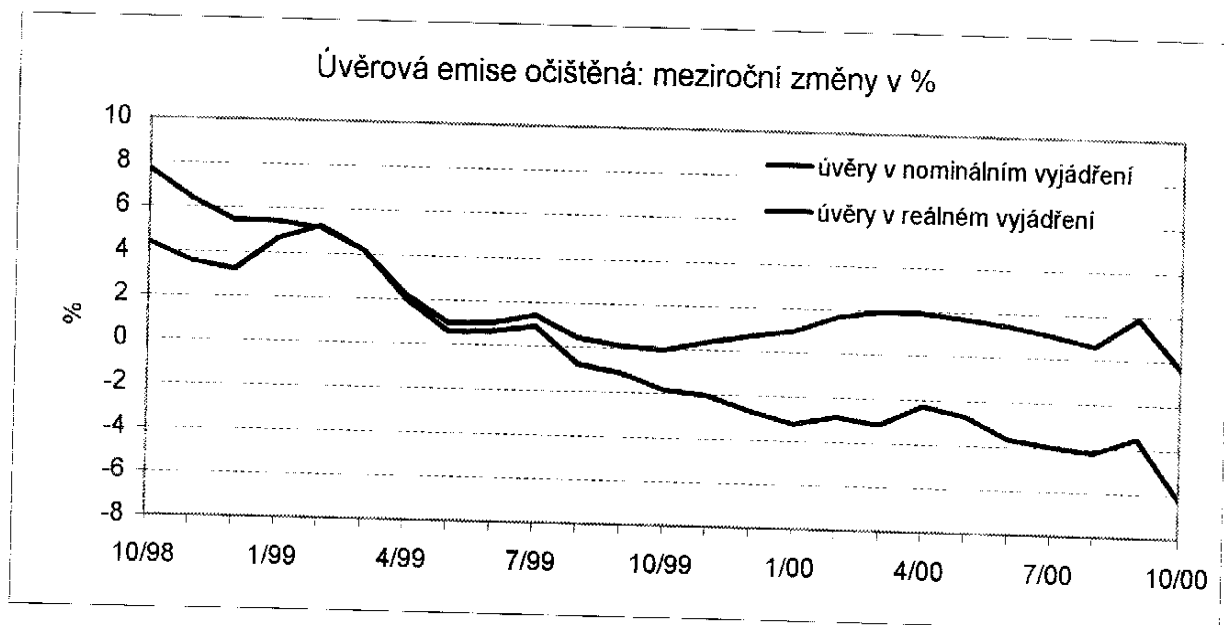
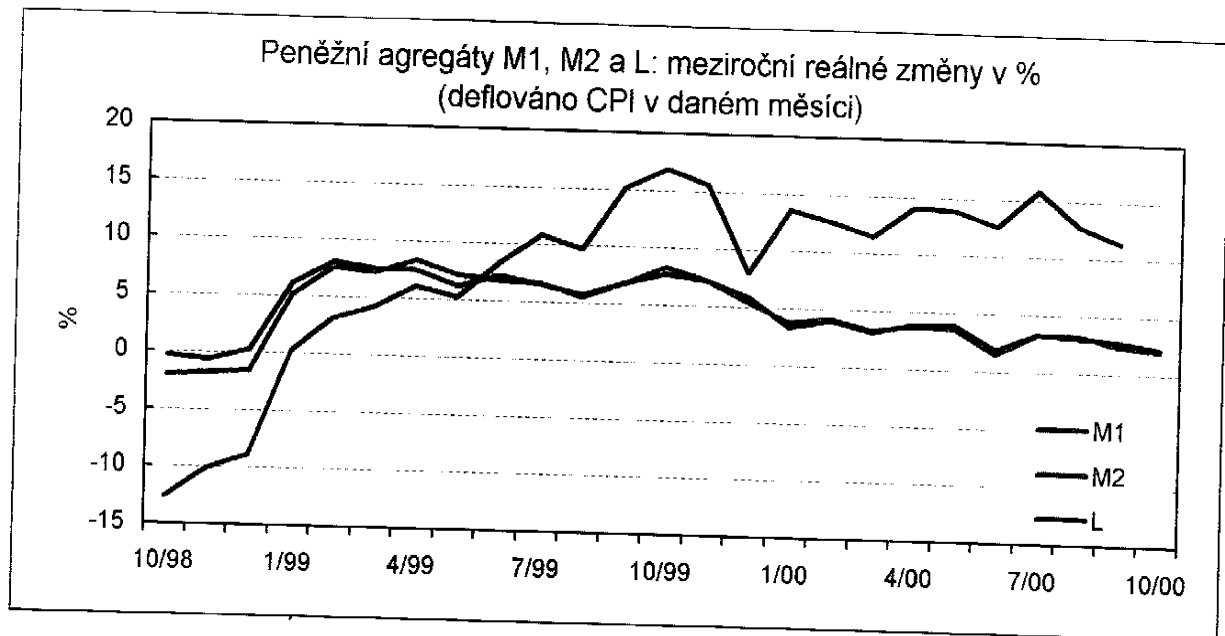
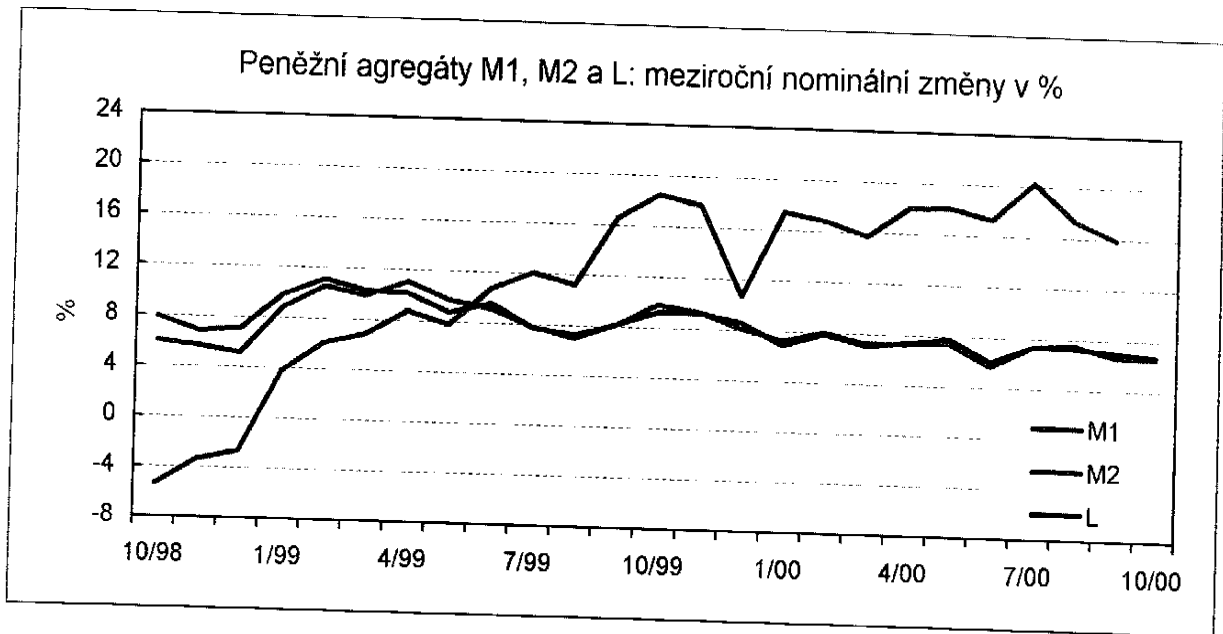
RER – Reálný směnný kurz deflovaný PPI  
 NER – Nominální směnný kurz  
 ULC – Nominální jednotkové mzdové náklady  
 RULC – Reálné jednotkové mzdové náklady deflovaný PPI

Graf 2 Rozklad jednotkových mzdových nákladů

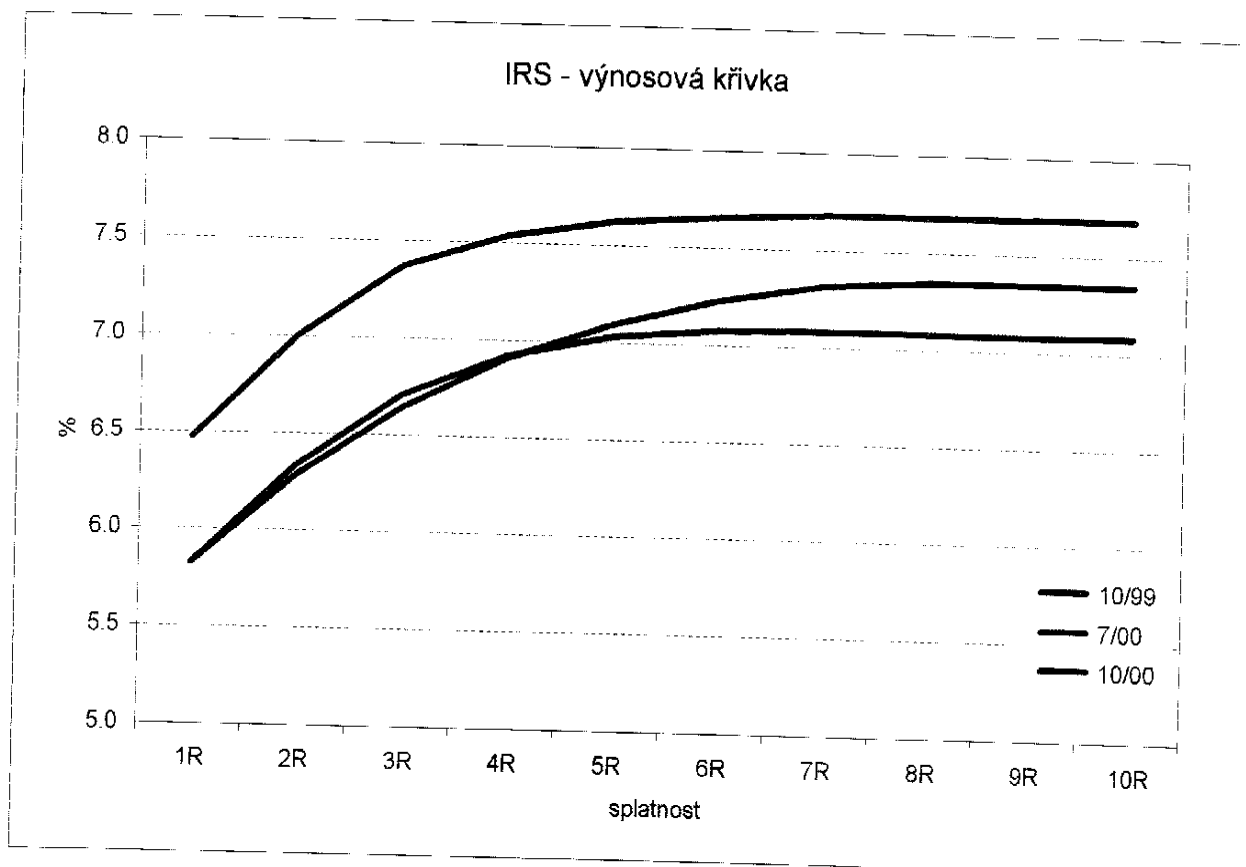
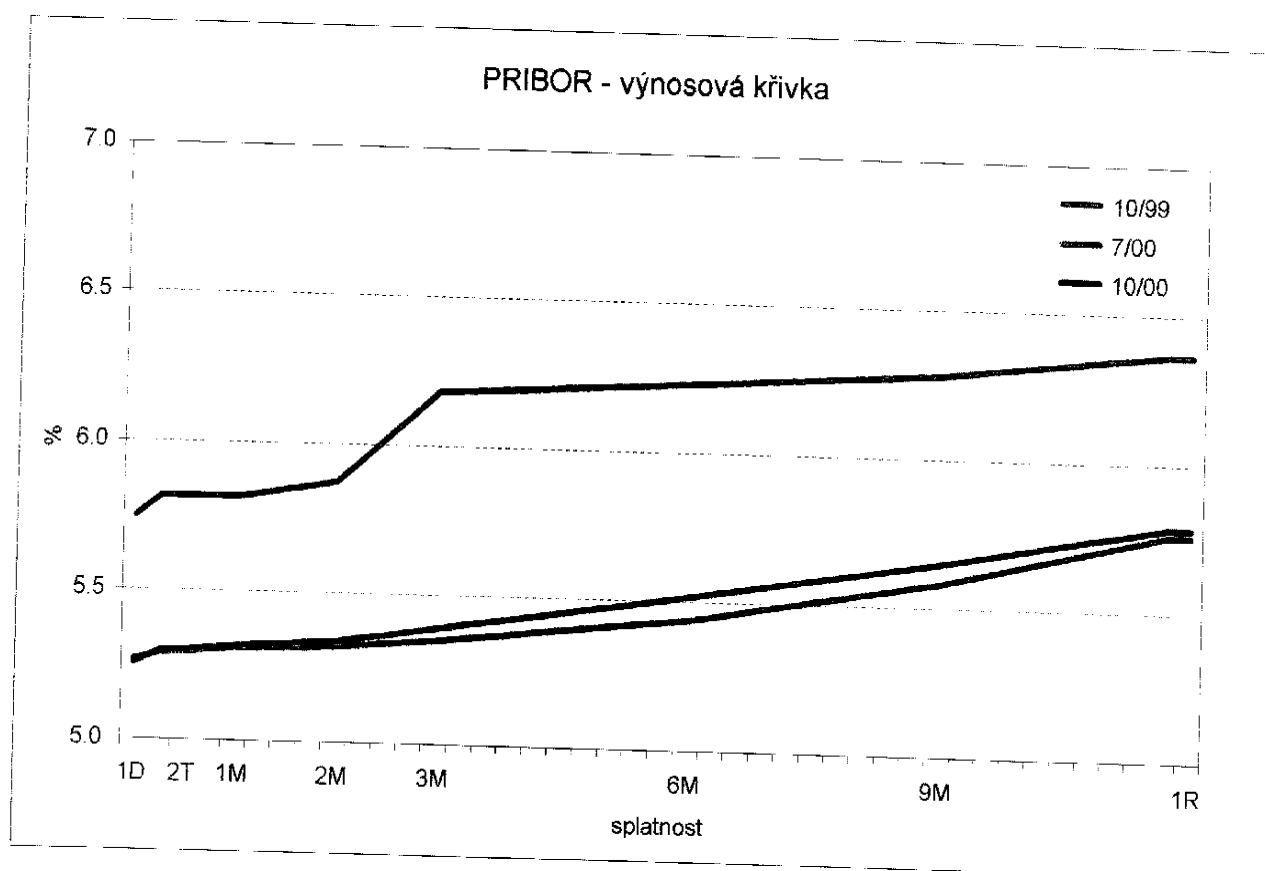


W\_dif – mzdový diferenciál mezi Německem a ČR  
 Product\_dif – diferenciál produktivity v průmyslu mezi ČR a Německem  
 ULC – Nominální jednotkové mzdové náklady

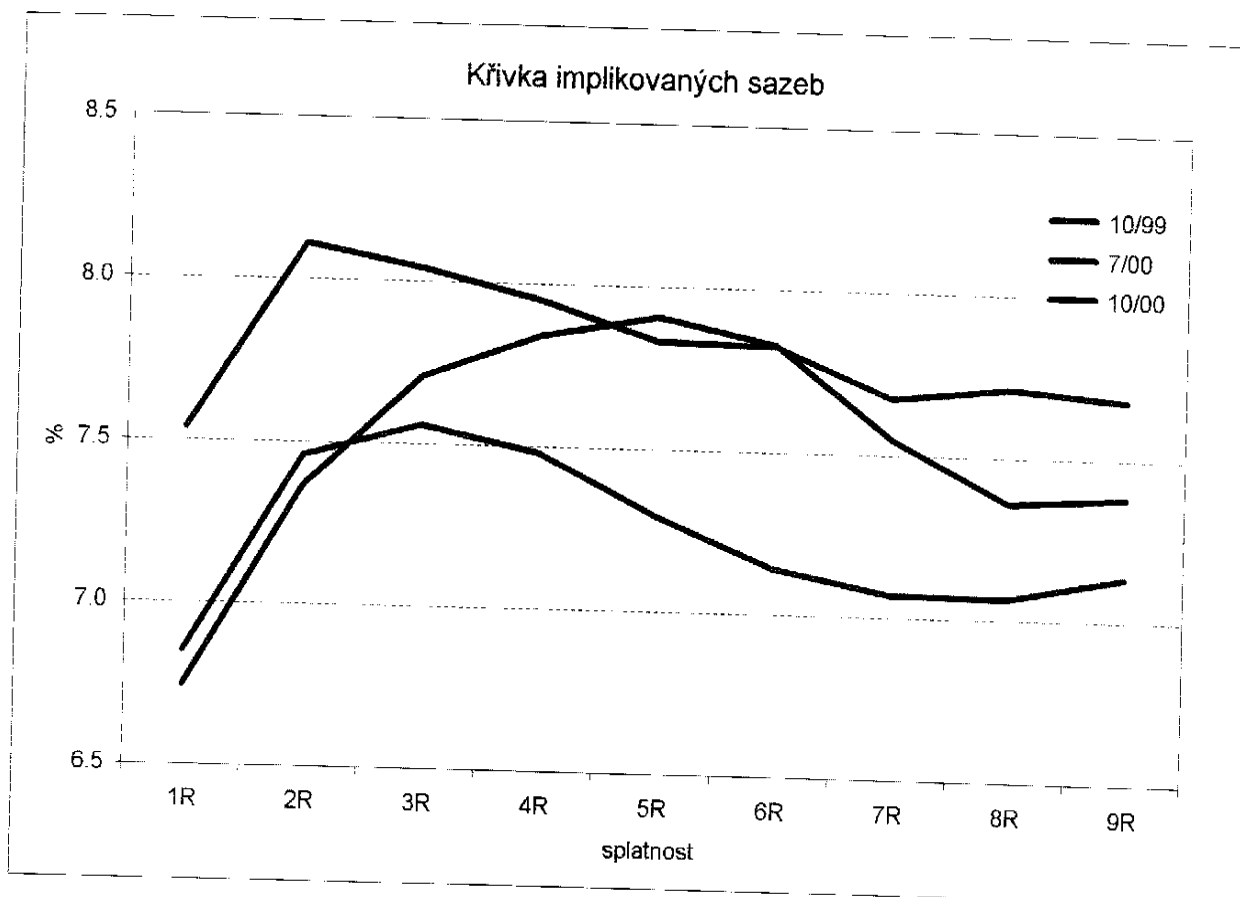
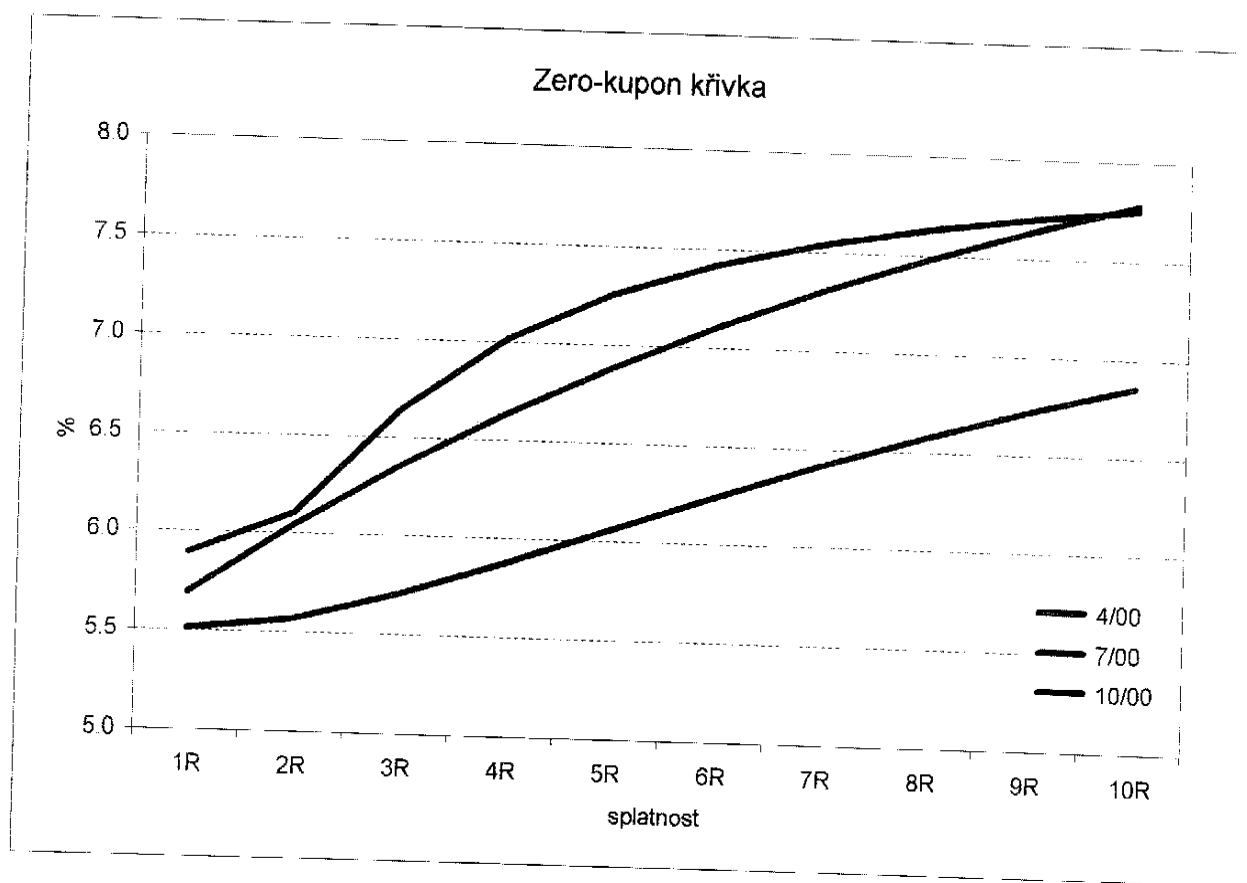
## TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY



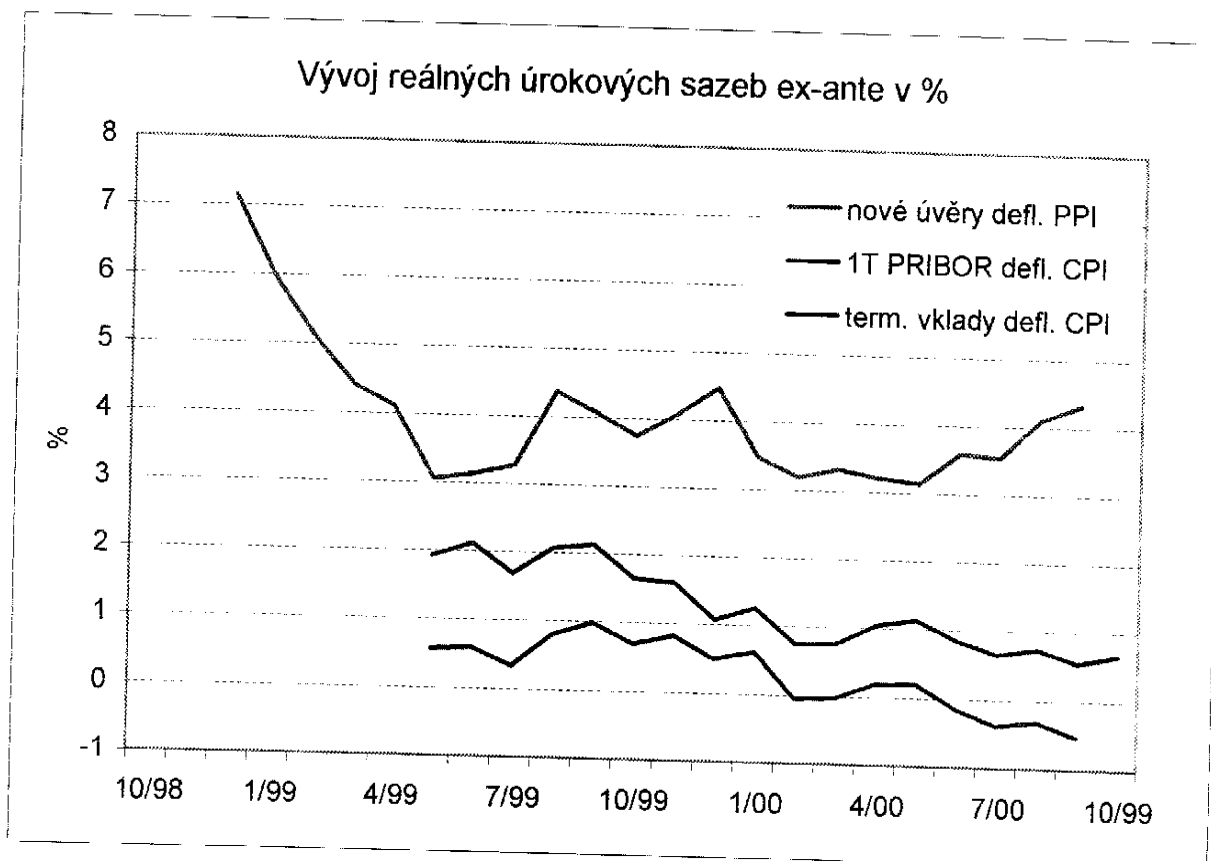
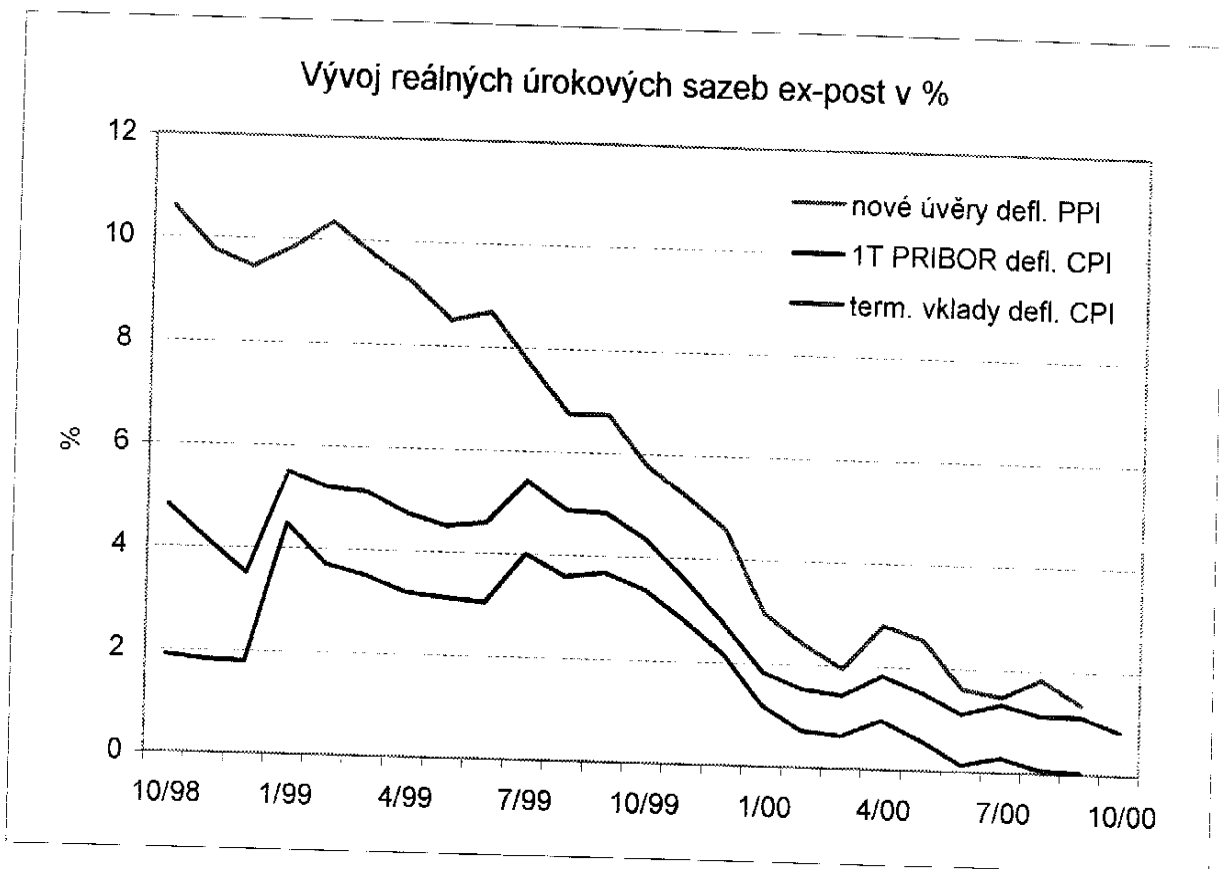
### Vývoj výnosových křivek



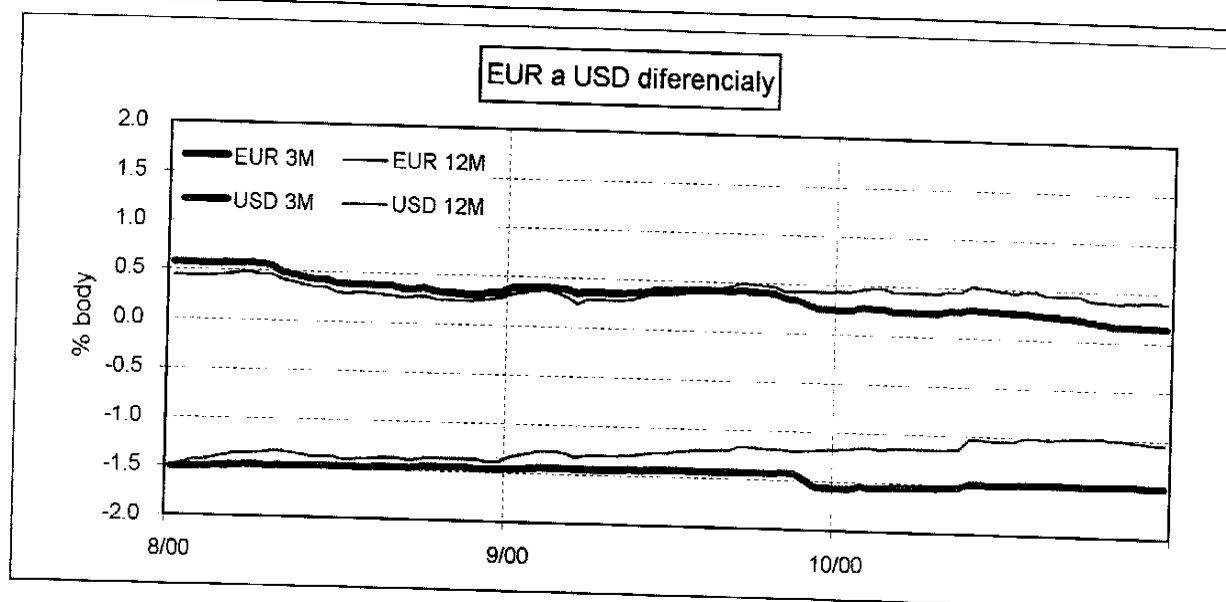
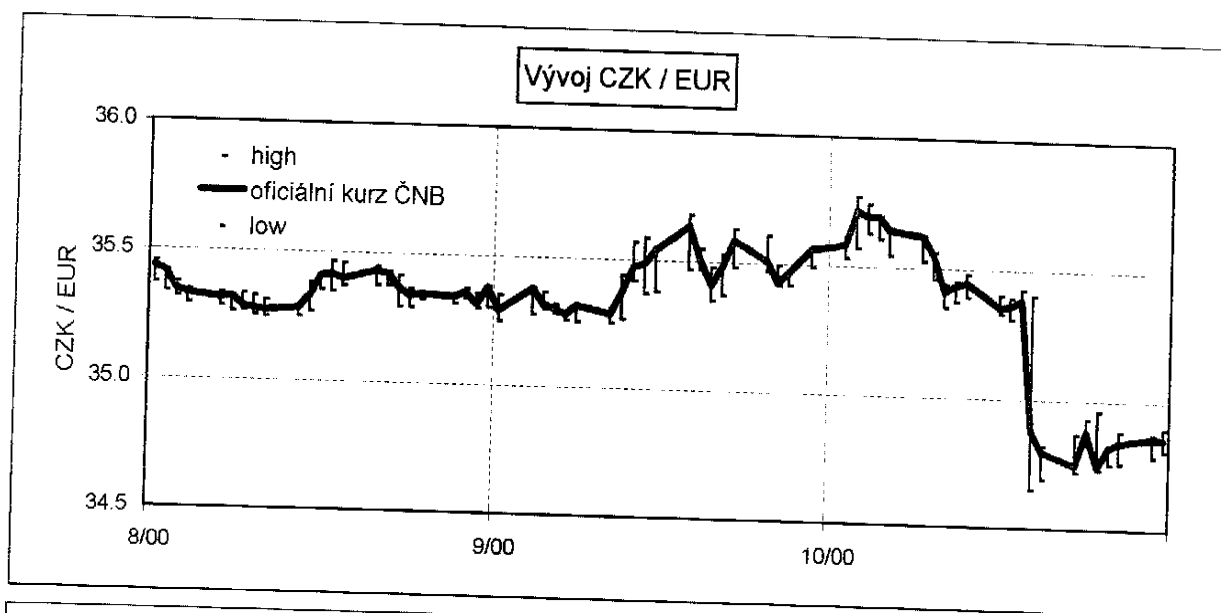
## Vývoj výnosových křivek



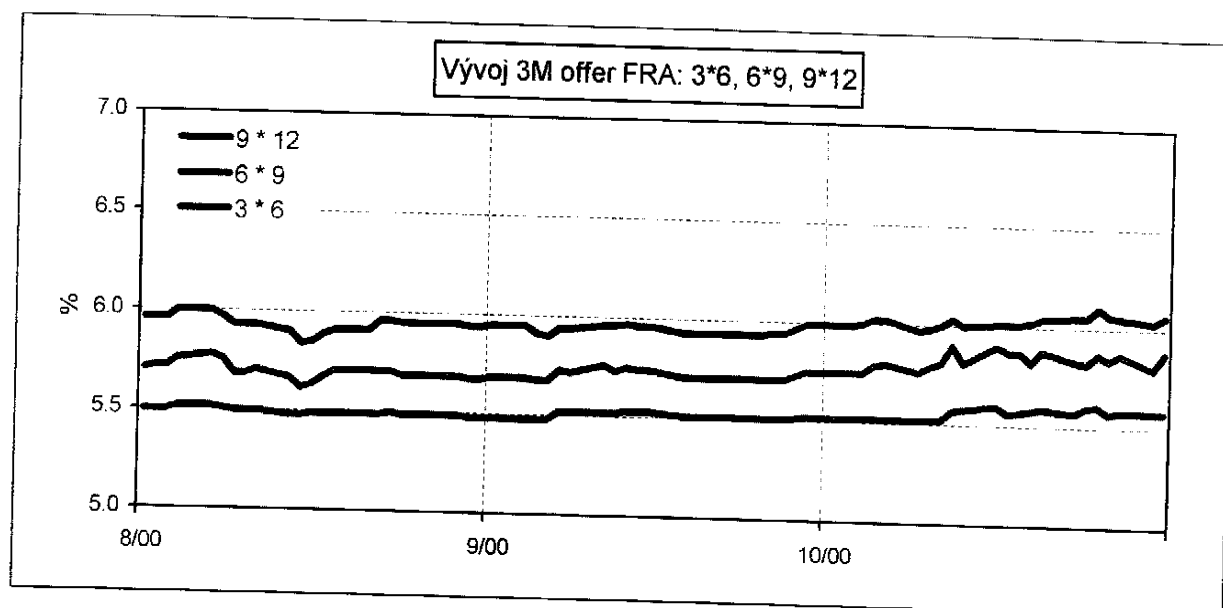
### Vývoj reálných úrokových sazeb

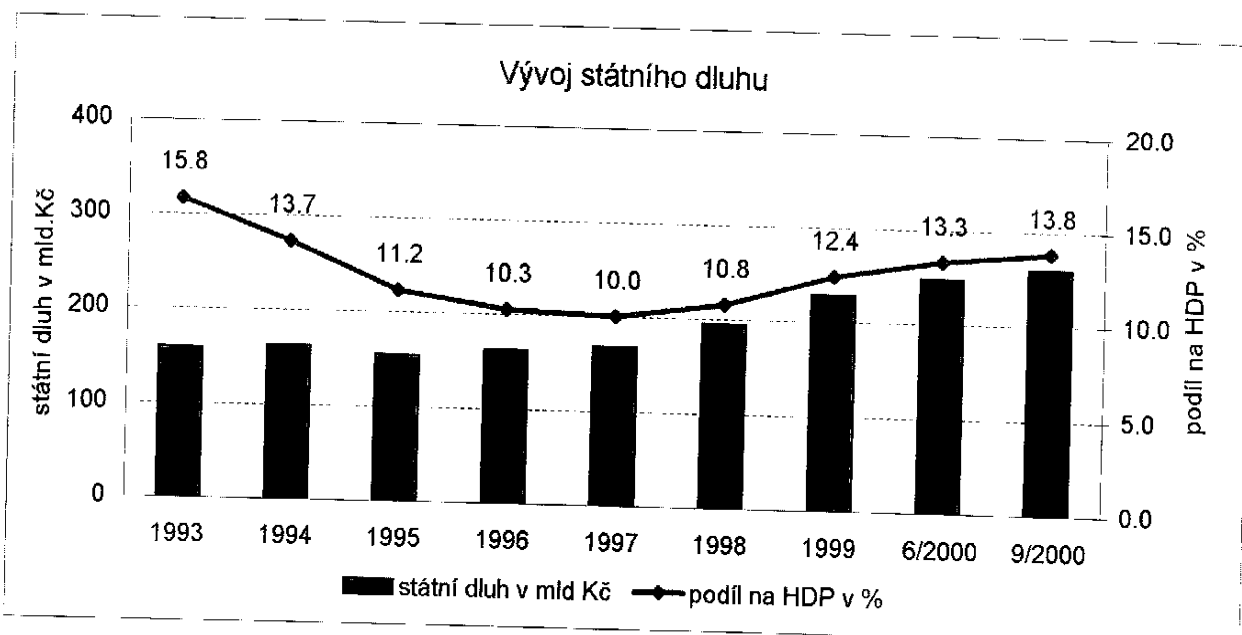
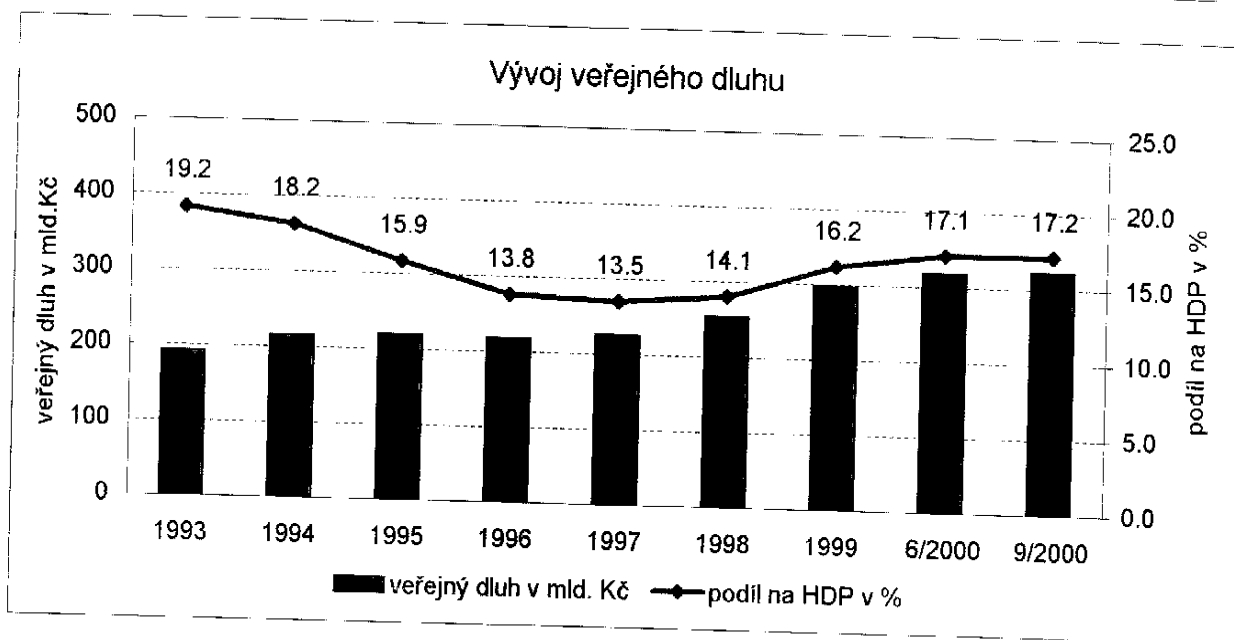
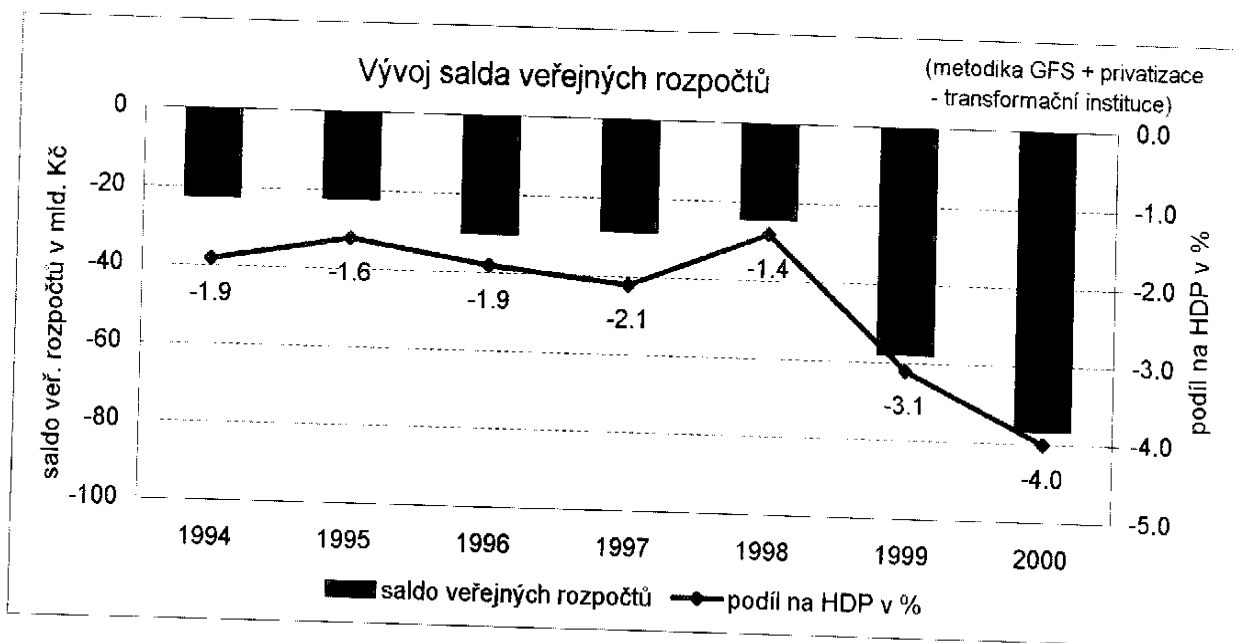


### Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu



### Vývoj sazeb FRA







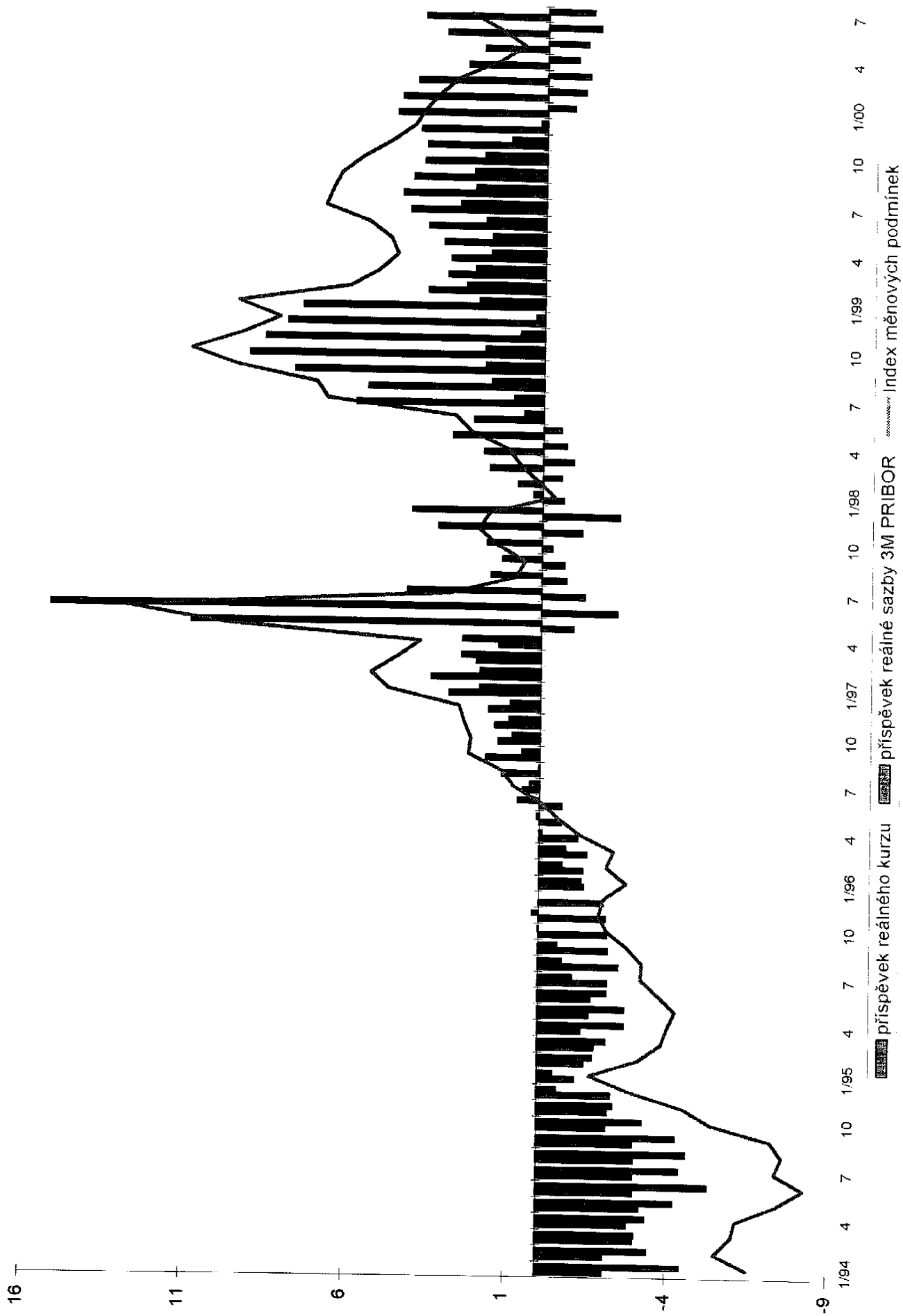


**Zahraniční obchod ČR celkem**  
 (obchod se zbožím vykazovaný ČSÚ)\*

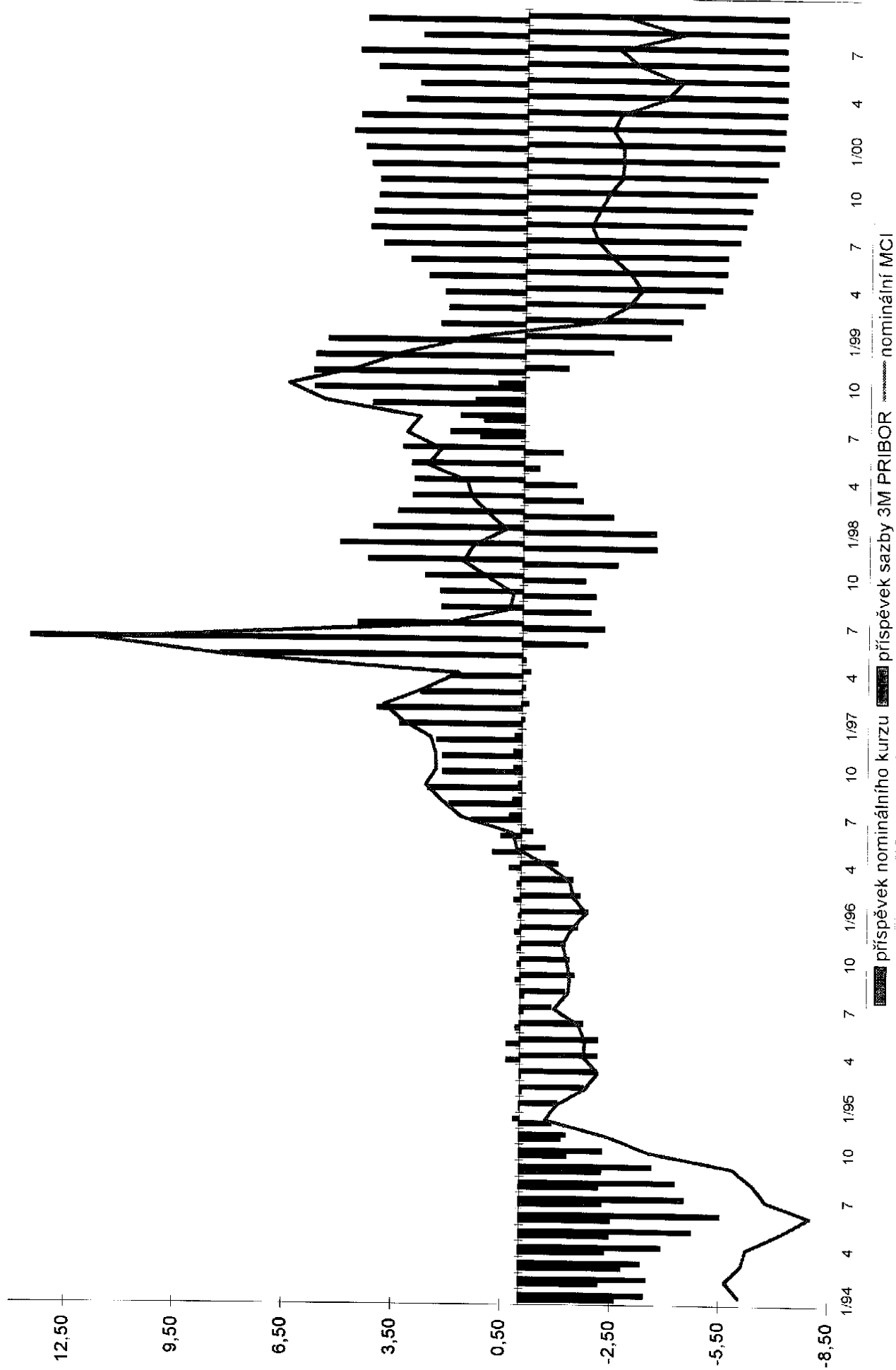
Období	Měsíční hodnoty			Indexy		Kumulované hodnoty			Indexy		v mil. Kč
	vývoz	dovoz	bilance	vývozu	dovozu	vývoz	dovoz	bilance	vývozu	dovozu	
1999 leden	58 403	58 665	-262			58 403	58 665	-262			
únor	62 423	65 488	-3 065			120 826	124 153	-3 327			
březen	80 102	89 251	-9 149			200 928	213 404	-12 476			
duben	75 429	79 323	-3 894			276 357	292 727	-16 370			
květen	78 679	79 342	-663			355 036	372 069	-17 033			
červen	82 812	85 725	-2 913			437 848	457 794	-19 946			
červenec	70 264	77 200	-6 936			508 112	534 994	-26 882			
srpen	70 885	73 464	-2 579			578 997	608 458	-29 461			
září	82 711	81 662	1 049			661 708	690 120	-28 412			
říjen	80 046	86 018	-5 972			741 754	776 138	-34 384			
listopad	87 930	100 907	-12 977			829 684	877 045	-47 361			
prosinec	79 072	96 124	-17 052			908 756	973 169	-64 413			
2000 leden	76 220	80 455	-4 235	130,5	137,1	76 220	80 455	-4 235	130,5	137,1	
únor	84 536	91 743	-7 207	135,4	140,1	160 756	172 198	-11 442	133,0	138,7	
březen	95 834	102 074	-6 240	119,6	114,4	256 590	274 272	-17 682	127,7	128,5	
duben	83 240	88 571	-5 331	110,4	111,7	339 830	362 843	-23 013	123,0	124,0	
květen	97 053	107 429	-10 376	123,4	135,4	436 883	470 272	-33 389	123,1	126,4	
červen	102 607	112 056	-9 449	123,9	130,7	539 490	582 328	-42 838	123,2	127,2	
červenec	83 115	97 600	-14 485	118,3	126,4	622 605	679 928	-57 323	122,5	127,1	
srpen	89 178	104 109	-14 931	125,8	141,7	711 783	784 037	-72 254	122,9	128,9	
září	97 598	100 901	-3 303	118,0	123,6	809 381	884 938	-75 557	122,3	128,2	
říjen	108 642	125 043	-16 401	135,7	145,4	918 023	1 009 981	-91 958	123,8	130,1	
listopad											
prosinec											

\* / podle metodiky platné od 1.7.2000

# Index měnových podmínek - reálný

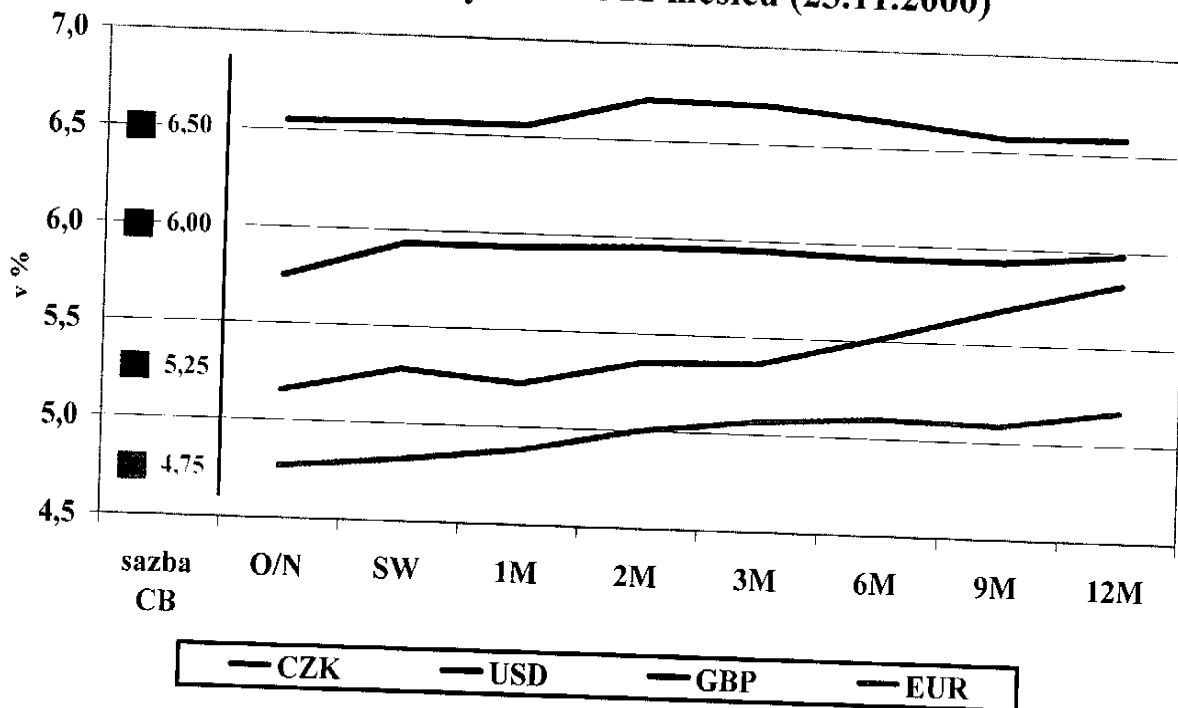


Index měnových podmínek - nominální



příspěvek nominálního kurzu
  příspěvek sazby 3M PRIBOR
  nominální MCI

### Úrokové sazby O/N až 12 měsíců (23.11.2000)



### Úrokový diferenciál O/N až 12 měsíců (23.11.2000)

