ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 23. dubna 2004

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

4. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:
Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na I. pololetí 2004.
Materiál se předkládá bez rozporu.

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:
Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:
Petr Vojtíšek, David Vávra, Viktor Kotlán, Ivan Matalík, Stanislav Polák, Tomáš Kvapil, Jan Schmidt, Petr Krejčí

Část I
Předkládací zpráva

Část II
Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji
Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu
Příloha č. 2: Aktuální vývoj inflace a dovozních cen
Příloha č. 3: Vývoj veřejných rozpočtů v letech 1999 - 2003 a jejich vliv na kvantifikaci základních fiskálních ukazatelů
Příloha č. 4: Platební bilance
Příloha č. 5: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období
Příloha č. 6: Dopad změn nepřímých daní

Část III
Tisková zpráva má standardní obsah a vyplyne z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Petr Vojtíšek

Ředitel odboru: David Vávra

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

Část I

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na I. pololetí 2004. Obsahuje přílohy: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu, Aktuální vývoj inflace a dovozních cen, Vývoj veřejných rozpočtů v letech 1999 - 2003 a jejich vliv na kvantifikaci základních fiskálních ukazatelů, Platební bilance, Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období a Dopad změn nepřímých daní.

O b s a h

I. SHRNUTÍ …… 1

II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA ……. 7

II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí…….. 7

II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky……. 11

II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení současného hospodářského vývoje…….. 12

II.4 Vyznění prognózy……...….. 29

III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE ……. 43

Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu
Příloha č. 2: Aktuální vývoj inflace a dovozních cen
Příloha č. 3: Vývoj veřejných rozpočtů v letech 1999 - 2003 a jejich vliv na kvantifikaci základních fiskálních ukazatelů
Příloha č. 4: Platební bilance
Příloha č. 5: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období
Příloha č. 6: Dopad změn nepřímých daní

Tabulkové přílohy

I. SHRNUTÍ

I.1 Předpoklady a počáteční podmínky prognózy

Pro stanovení předpokladů o vývoji vnějšího prostředí ČNB standardně využívá publikaci Consensus Forecast, která shrnuje předpovědi celé řady zahraničních analytických týmů. Výhled růstu HDP v zemích EU se v nejnovějším vydání této publikace posunul směrem dolů. Naproti tomu očekávaný růst v kandidátských zemích se mírně zvýšil. Výhled růstu v Německu, které v prognóze slouží jako aproximace vývoje v zahraničí, byl oproti minulé prognóze přehodnocen směrem dolů z 1,8 % na 1,6 %. Zatímco výhled růstu spotřebitelských cen zůstává nezměněn na úrovni 1,2 %, došlo ke snížení u cen průmyslových výrobců z 0,8 % použitých v poslední prognóze na současných 0,5 %. V roce 2005 by potom růst německého HDP měl dosáhnout 1,7 %, při nezměněném růst cen ve výši 1,2 % a mírně zvýšené inflaci producentských cen kolem 1,2 %.

Cena ropy na světových trzích se v průběhu prvního čtvrtletí 2004 odchylovala o 17 % směrem nahoru od předpokladu použitého v poslední prognóze. Tato skutečnost je reflektována také v posunu předpovědi Consensus Forecast. Prognóza předpokládá úroveň cen uralské ropy kolem 28 USD za barel v nejbližším čtvrtletí a její postupný pokles k úrovni 26 USD za barel na počátku roku 2005.

Spolu s předpoklady o vnějším prostředí jsou pro prognózu důležitým vstupem předpoklady týkající se domácí ekonomiky. Vedle očekávaného působení fiskální politiky na ekonomiku sem patří zejména předpoklady o rovnovážných hodnotách klíčových makroekonomických veličin. Ty umožňují mimo jiné zhodnotit počáteční podmínky prognózy, tj. aktuální pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu a momentální nastavení měnových podmínek.

Vliv fiskální politiky je v prognóze odvozován na základě předpokladů o vývoji deficitu veřejných rozpočtů bez čistých půjček a dotací transformačním institucím. Jeho předpokládaná výše pro rok 2004 byla ve srovnání s poslední prognózou snížena z 5,1 % na 4,7 % HDP. Snížení schodku odráží výsledek hospodaření veřejných rozpočtů v roce 2003, kdy deficit dosáhl 4,5 % HDP, a očekávané zrychlení ekonomického růstu v roce 2004. Pro rok 2005 je očekáváno další mírné snížení schodku na cca 4,5 % HDP. Z těchto předpokladů je pak v prognóze odvozen kladný příspěvek fiskální politiky k růstu HDP v roce 2004 a neutrální vliv v roce 2005.

K důležitým východiskům prognózy patří předpoklady o úrovni rovnovážných hodnot klíčových makroekonomických veličin. Těmi jsou potenciální produkt, rovnovážné reálné úrokové sazby a rovnovážný reálný kurz. Protože v době od zpracování poslední prognózy nebyly zjištěny informace, které by vedly k přehodnocení základních ekonomických trendů, prognóza stejně jako lednu 2004 předpokládá v průběhu let 2004 a 2005 růst potenciálního produktu na úrovni kolem 2,5 %, nastavení jednoleté reálné rovnovážné úrokové sazby kolem 1,5 % ve stejném období a posilování rovnovážného reálného kurzu tempem přibližně 3 % v současnosti, s postupným poklesem k 2 % na konci roku 2006.

Uvedené předpoklady o rovnovážných hodnotách tří klíčových veličin společně s údaji o aktuálním vývoji ekonomiky umožňují mimo jiné odvodit počáteční podmínky prognózy, jimiž rozumíme především odhad současného nastavení měnových podmínek a odhad současného postavení ekonomiky v rámci hospodářského cyklu.

V současnosti lze měnové podmínky hodnotit jako uvolněné. Z hlediska jejich struktury je v souladu s poslední prognózou nastavení domácích reálných úrokových sazeb hodnoceno jako neutrální a nastavení reálného kurzu jako uvolněné. Vyšší než očekávaná průměrná depreciace nominálního kurzu v průběhu prvního čtvrtletí 2004 nicméně způsobila, že uvolnění reálného kurzu je vyšší než prognózované. Hodnocení nastavení měnových

podmínek vychází také z náhledu na jejich vývoj v minulosti, kdy docházelo k postupnému uvolňování kurzové složky již v průběhu roku 2003. V návaznosti na zmíněné uvolňování došlo k zastavení propadu mezery výstupu. Na základě očekávání zrychlení růstu HDP byl odhad záporné mezery výstupu pro první čtvrtletí 2004 mírně korigován směrem k uzavřenější mezeře výstupu (-1,5 %).

Výše popsané hodnocení počátečních podmínek prognózy lze ověřit pohledem na skutečný vývoj ekonomiky. Vývoj v prvním čtvrtletí 2004 ukázal, že přetrvávalo nízkoinflační prostředí, které je příznačné pro ekonomiky pohybující se pod svým potenciálem. Zejména v poptávkově citlivých segmentech spotřebního koše jsou stále patrné určité dezinflační tlaky.

K růstu hospodářské aktivity v druhé polovině roku 2003 přispěla především spotřeba domácností. Za její akcelerací stojí uvolněná úroková složka měnových podmínek v průběhu roku 2002 a rychlý růst reálných disponibilních příjmů. Uvolněnou úrokovou složku potvrzuje i pokles míry úspor v situaci dynamického růstu reálných příjmů domácností. Mírné zpomalení růstu spotřeby domácností v posledním čtvrtletí 2003 do značné míry potvrdilo tezi, že nezvykle rychlý růst této složky HDP v třetím čtvrtletí 2003 byl zčásti způsoben jednorázovým vlivem změn v zákoně o DPH. Také aktuální vývoj spotřebitelských úvěrů a peněžního agregátu M1 naznačují zpomalení spotřeby domácností ve srovnání s předchozím rokem, což lze chápat jako potvrzení přechodu úrokové složky z uvolněného na neutrální působení na počátku roku 2003.

Vývoj investiční aktivity soukromého sektoru se v průběhu roku 2003 pohyboval na hranici stagnace. Možným vysvětlením je jednak zhoršení finanční situace podniků počátkem roku 2003 v reakci na apreciační šok v průběhu roku 2002, dále také slabá zahraniční poptávka a pesimistická očekávání ohledně budoucího vývoje. Současný vývoj struktury peněžní zásoby by mohl být signálem zlepšování finanční situace podniků, což by odpovídalo postupnému uvolňování měnových podmínek v průběhu roku 2003. Uvolňování především kurzové složky měnových podmínek je také pravděpodobnou příčinou oživení růstu exportů a částečného snížení dovozních náročností v průběhu minulého roku.

I.2 Vyznění prognózy

Vyšší uvolnění měnových podmínek ve srovnání s očekáváním poslední prognózy stojí za posunem prognózy mezery výstupu směrem k jejímu uzavření již ve druhé polovině roku 2004. Při zachování předpokladu o růstu potenciálního produktu se posouvá nahoru také očekávaný růst HDP, který dle prognózy dosáhne přibližně 4 % v roce 2004 a 3,9 % v roce 2005. Současně je ve zmiňovaném období očekáván obrat ve vývoji zaměstnanosti.

Urychlení ekonomického růstu jde na vrub zejména uvolněnějšímu působení kurzové složky měnových podmínek a náběhu zahraničního oživení, zatímco úroková složka je ve srovnání s poslední prognózou mírně přísnější. Nastavení měnových podmínek a nabíhání ekonomického oživení v zahraničí se projeví ve výdajové struktuře růstu HDP tak, že na pozici hlavního faktoru ekonomického růstu vystřídají v roce 2004 spotřebu domácností investice. To bude platit i v roce 2005, kdy předpokládáme růst investic tempem 7 % dosažený i díky tomu, že růst inflačních očekávání povede k postupnému autonomnímu uvolňování úrokové složky měnových podmínek. V souladu s oživováním investiční aktivity prognóza předpokládá nejprve zastavení poklesu a poté postupný nárůst úvěrové emise bankovního sektoru směrem k nefinančním podnikům.

Naproti tomu dynamika spotřeby domácností bude v průběhu roku 2004 postupně zpomalovat. Příčinou tohoto zpomalení bude snížení růstu reálných disponibilních příjmů, dočasný růst nezaměstnanosti a také zpřísnění reálných úrokových sazeb, ke kterému došlo v průběhu roku 2003. Výpadek růstu reálných disponibilních příjmů vyplývá z vyšší inflace

ve srovnání s rokem 2003 při stagnaci tempa růstu agregátních nominálních mezd kolem 5 %. Jak v roce 2004, tak v roce 2005 je očekáván růst spotřebních výdajů domácností na úrovni kolem 4 %.

Ekonomické oživení v průběhu let 2004 a 2005 bude doprovázeno zlepšováním vývoje čistých exportů. Toto zlepšování vyplývá podobně jako u investiční aktivity z uvolněného působení kurzu a z postupného náběhu ekonomického oživení v zahraničí. Zatímco uvolněné působení kurzu povede spíše k poklesu dovozní náročnosti domácí poptávky, vývoz bude více reagovat na vývoj v zahraničí. Vyjádříme-li vývoj zahraničního obchodu v běžných cenách, potom je prognóza konzistentní se zlepšováním výkonové a obchodní bilance v letech 2004 a 2005.

Prognóza předpokládá postupné mírné posilování nominálního kurzu na celém predikčním horizontu. Vývoj nominálního kurzu je výsledkem předpokládaného vývoje úrokového diferenciálu a rizikové prémie. Mírné posilování nominálního kurzu vede spolu s nižší zahraniční inflací ve srovnání s poslední prognózou k nižší prognóze dovozních cen. Inflace dovozních cen sice zůstává zpočátku kladná, poměrně rychle však klesá a na konci roku 2004 jsou již u tohoto indikátoru očekávána záporná tempa růstu.

Popsaný vývoj reálné ekonomické aktivity, dovezené inflace a exogenních faktorů určují budoucí trajektorii inflace. Inflační tlaky vyplývající z uzavření mezery výstupu a jejího přechodu do kladných hodnot se začnou výrazněji projevovat již od konce roku 2004, což ve srovnání s poslední prognózou znamená změnu jak v časování, tak v intenzitě působení.

Vývoj inflace v průběhu roku 2004 bude nadto silně ovlivněn úpravami nepřímých daní souvisejícími nejen se vstupem do EU, ale také s vládní reformou veřejných financí. Od zpracování poslední prognózy došlo k řadě změn, které vedou ke zvýšení primárních i sekundárních dopadů těchto úprav. Celkový odhadovaný příspěvek daňových změn činí přibližně 1,2 p.b. oproti 0,9 p.b. předpokládaným v lednu. Vedle daňových změn bude inflace ovlivněna také dočasným zrychlováním růstu cen potravin v reakci na vývoj cen zemědělských cen výrobců. Tempa růstu cen potravin by měla kulminovat v průběhu letních měsíců 2004.

Vlivem rostoucí poptávky a sekundárních dopadů daňových úprav dosáhne korigovaná inflace bez pohonných hmot ke konci roku 2004 hodnot kolem 2,7 %. Ve srovnání s poslední prognózou se jedná o zvýšení o přibližně 1 p.b. Celková spotřebitelská inflace by se koncem roku 2004 měla pohybovat na úrovni 4,2 %.

V průběhu roku 2005 postupně vyprchá vliv úprav nepřímých daní a krátkodobého urychlení růstu cen potravin. Roli hlavního faktoru cenového vývoje tak převezme stále rostoucí poptávková inflace, jejíž proinflační působení budou tlumit klesající dovozní ceny. Celková inflace se tak v druhé polovině roku 2005 bude pohybovat kolem 3 %, tedy v blízkosti středu inflačního cíle.

Prognóza v souhrnu očekává urychlení ekonomického růstu k úrovni kolem 4 % v obou letech, v jehož pozadí bude poměrně rychlé uzavírání záporné mezery výstupu v průběhu roku 2004 a její přechod ke kladným hodnotám v roce 2005. Hlavním faktorem růstu však na rozdíl od roku 2003 nebude spotřeba domácností, ale soukromé investice a čistý export. Dosažení potenciální úrovně ekonomiky se odrazí v oživení poptávkových inflačních tlaků. Jejich dopad na inflaci bude výrazný zejména v průběhu roku 2005, kdy již odezní vliv vnějších faktorů v podobě úprav nepřímých daní. Souhrnné působení poptávkových vlivů a protisměrně působících dovozních cen povede k inflaci pohybující se v blízkosti středu inflačního cíle v druhé polovině roku 2005. S prognózou je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb. V této prognóze je - podobně jako v předchozích prognózách - použit

předpoklad, že na primární dopady v prognóze zahrnutých úprav nepřímých daní měnová politika nebude reagovat a že bude předcházet dopadům sekundárním[1].

Aktuální prognóza a její změny oproti 1. SZ

I.			1. SZ					
	Mezera výstupu	**4. SZ**	**-1.5**	-1.7				
	RIR gap	**4. SZ**	**-0.4**	0.1				
	RER gap	**4. SZ**	**-5.1**	-2.9				
	RMCI gap	**4. SZ**	**-1.0**	-0.4				
II.			2Q2004	3Q2004	4Q2004	1Q2005	2Q2005	3Q2005
	CPI	**4. SZ**	**2.9**	**4.0**	**4.1**	**3.5**	**3.3**	**3.0**
		1. SZ	2.6	3.4	3.3	2.6	2.5	2.6
	Mezera výstupu	**4. SZ**	**-0.8**	**-0.2**	**0.1**	**0.4**	**0.7**	**0.9**
		1. SZ	-1.4	-1.0	-0.4	0.1	0.6	0.9
	HDP	**4. SZ**	**4.0**	**4.2**	**4.9**	**4.2**	**3.7**	**3.4**
		1. SZ	3.0	2.9	3.9	4.1	4.2	4.0
	Implikované sazby	**4. SZ**	**2.5**	**2.9**	**3.3**	**3.5**	**3.7**	**3.4**
		1. SZ	2.0	2.2	2.6	3.0	3.4	3.7
III.			2004	2005				
	Průměrná nom. mzda ve sled. org.	**4. SZ**	**5.6**	**5.9**				
		1. SZ	5.8	5.8				
	Průměrná reálná mzda ve sled. org.	**4. SZ**	**2.3**	**3.8**				
		1. SZ	2.1	2.7				
	Míra nezaměstanosti*	**4. SZ**	**10.4**	**10.2**				
		1. SZ	10.4	9.8				
	BÚ/HDP v b.c.	**4. SZ**	**-5.7**	**-5.3**				
		1. SZ	-5.8	-				

*/ Registrovaná míra nezaměstnanosti ke konci období

Komentář k tabulce:

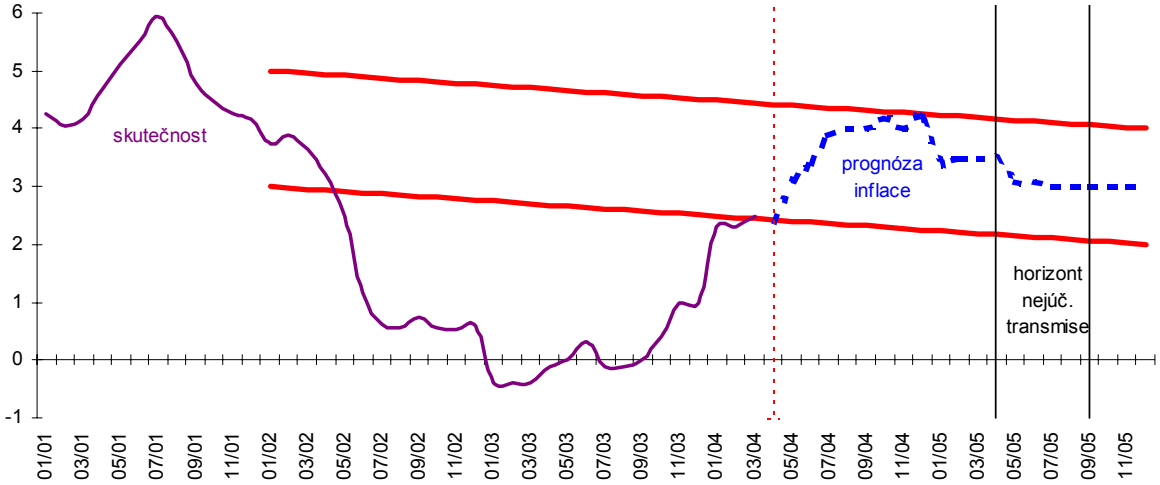
První blok tabulky zachycuje v prvním sloupci počáteční podmínky predikce, které jsou nezbytné pro její sestavení. Mezera výstupu vyjadřuje rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem, kdy záporná hodnota indikuje nižší úroveň skutečného produktu proti potenciálnímu produktu. RIR gap zobrazuje rozdíl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

Druhý blok obsahuje veličiny generované jádrovým predikčním aparátem a jejich srovnání s předchozí makroekonomickou prognózou.

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

[1] V aktuální prognóze měnová politika nereaguje také na bezprostřední sekundární dopady spojené se snížením základní sazby DPH z 22 na 19 %. Plné nesnížení cen v souvislosti s touto úpravou bylo v prostředí záporné mezery výstupu vyhodnoceno jako strukturální povahy. Tato úprava má nicméně pouze marginální význam pro vyznění prognózy.

Prognóza inflace (střed)



I.3 Alternativní scénáře

Nejistoty spojené se základním scénářem prognózy jsou koncentrovány do dvou oblastí. První z nich je nejistota spojená s výší sekundárních efektů úprav nepřímých daní vznikajících postupným prolínáním primárních dopadů přes inflační očekávání a mzdový vývoj. Základní scénář prognózy stejně jako v minulosti uvažuje omezení zmíněné propagace na pětinu standardní úrovně. Alternativní scénář potom variantně snižuje propagaci na nulu nebo zvyšuje na dvojnásobek. Zatímco se v obou variantách příliš nemění vyznění prognózy pro vývoj ekonomického růstu a inflace, výraznější odchylky je dosaženo při srovnání implikovaných trajektorií úrokových sazeb. První varianta vede ve srovnání se základním scénářem k nižší a druhá k vyšší trajektorii úrokových sazeb.

Druhá nejistota se dotýká uvolnění kurzové složky měnových podmínek z důvodu pouze dočasně pozorovaného posunu nominálního kurzu na úroveň kolem 33 Kč za euro. Alternativní scénář uvažuje s návratem kurzu k úrovni kolem 32 Kč za euro v druhém čtvrtletí roku 2004, což má za následek rychlé snížení rozsahu uvolnění reálného kurzu. Následkem je pozvolnější uzavírání mezery výstupu, slabší poptávkové inflační tlaky a tudíž nižší tlaky na zpřísňování měnové politiky.

I.4 Srovnávací tabulka změn v prognóze

Následující část shrnutí přináší nově srovnání současné a minulé prognózy mapující vliv jednotlivých faktorů, které byly ve srovnání s poslední prognózou změněny. Srovnávání je provedeno pro celkovou inflaci, korigovanou inflaci bez pohonných hmot, mezeru výstupu a tříměsíční úrokové sazby. Srovnání prognózy s prognózami jiných institucí je obsahem třetí kapitoly.

Prognóza meziroční inflace CPI je oproti lednové prognóze na celém predikčním horizontu vyšší a tomu odpovídá i vyšší trajektorie úrokových sazeb. Posun prognózy inflace je dán především přehodnocením efektů daňových úprav (viz řádek **Efekty daní**). Oproti minulé prognóze dochází nejen ke změně jejich časování, ale také ke zvýšení primárních a sekundárních dopadů daní. Tyto efekty se tak nejvýznamněji podílí na přehodnocení prognózy celkové inflace.Vzhledem k tomu, že měnová politika nereaguje na primární dopady daňových úprav a bezprostřední sekundární dopady spojené se snížením základní

sazby DPH z 22 na 19 %, je podíl daňových změn na přehodnocení trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou srovnatelný s vlivem volnějšího kurzu.

Dalším významným faktorem podílejícím se na změně prognózy jsou efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF (viz. řádek **Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF).** Krátkodobá prognóza z minulé SZ se sice naplnila a tak se výrazně nemění, ale kurz koruny vůči euru v minulém čtvrtletí neočekávaně deprecioval. Rychlejší uzavírání výstupové mezery z tohoto důvodu je pouze částečně eliminováno přehodnocením trajektorií exogenních veličin, resp. pesimističtějším očekáváním reálného růstu v eurozóně. Reakci úrokových sazeb na uvolněné měnové podmínky a na očekávání rychlejšího růstu inflace dále tlumí pokles zahraničních úrokových sazeb.

Ve srovnání s poslední prognózou nepřehodnocujeme rovnovážné trajektorie reálného kurzu a reálných sazeb a nemění se ani náhled na sílu intratemporální substituce (viz **Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu**). Počáteční odhad výstupové mezery se však posouvá mírně nahoru. Výchozí nastavení výstupové mezery tak spolu s uvolněnými měnovými podmínkami dále přispívá k růstu poptávkových tlaků na inflaci a vyžaduje konzistentní zvýšení úrokových sazeb.

Relativně velmi malý efekt mají změny expertních úprav a modelových mechanismů (viz **Efekty expertních úprav a změna modelu**). Podobně jako v 1. SZ byl v rámci expertních úprav převzat současný sklon výnosové křivky. Působení fiskálu zejména na historii je přehodnoceno směrem dolů. Expertní snížení importních cen v minulé predikci z důvodu vývoje euro-dolarového kurzu bylo v této prognóze promítnuto přímo do změny modelových rovnic. Protože se jedná o jedinou změnu střednědobého modelu a tato změna nahrazuje předchozí expertní úpravu jsou příslušné řádky v tabulce sečteny.

Celková meziroční inflace [%]	**04q2**	**04q3**	**04q4**	**05q1**	**05q2**	**05q3**
Efekty daní	0.4	0.6	0.7	0.8	0.5	0.3
Efekty expertních úprav a změna modelu	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF	-0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.0
Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Celkový posun oproti 1. SZ	0.3	0.6	0.8	0.9	0.8	0.5

Korigovaná meziroční inflace bez PH [%]	**04q2**	**04q3**	**04q4**	**05q1**	**05q2**	**05q3**
Efekty daní	0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.3
Efekty expertních úprav a změna modelu	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF	0.5	0.6	0.7	0.2	0.2	0.0
Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Celkový posun oproti 1. SZ	0.8	1.1	1.4	1.1	1.0	0.7

Mezera výstupu [%]	**04q2**	**04q3**	**04q4**	**05q1**	**05q2**	**05q3**
Efekty daní	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Efekty expertních úprav a změna modelu	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1
Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.0
Celkový posun oproti 1. SZ	0.7	0.7	0.5	0.3	0.1	0.0

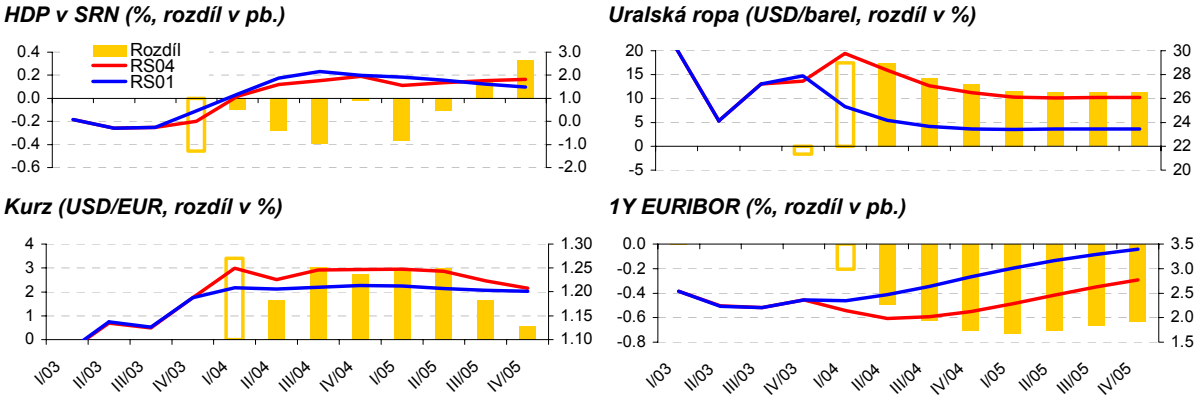
3 měsíční úroková sazba [%]	**04q2**	**04q3**	**04q4**	**05q1**	**05q2**	**05q3**
Efekty daní	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Efekty expertních úprav a změna modelu	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF	0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.4	-0.5
Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Celkový posun oproti 1. SZ	0.4	0.6	0.7	0.5	0.3	0.2

II. Makroekonomická prognóza

II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí

Základním východiskem predikce je předpoklad oživení zahraniční poptávky v roce 2004 a pokračování její dynamiky i v dalším roce. Měřeno efektivním ukazatelem očekávaného růstu HDP obchodních partnerů ČR to znamená nárůst efektivního ukazatele z 1,3 % v minulém roce na 2,5 % v tomto roce a 2,6 % v roce 2006. Výhled růstu HDP v EU se podle nejnovějšího CF 04 posouvá v letošním roce dále směrem dolů (cca o 0,2 p.b.) oproti předpokladu 1. SZ. V roce 2005 je již přehodnocení směrem dolů menší než 0,1 p.b. Naopak výhled růstu kandidátských zemí se letos o cca 0,3 p.b. zlepšuje a v příštím roce se mění jen mírně[2]. Posuny predikcí jsou v souladu s tím, že skutečnost 4. čtvrtletí 2003 v EU, 0,5 %a, byla nižší, než očekával scénář 1. SZ (0,7 %a)[3]. S tím koresponduje i vývoj v Německu, kde se rovněž očekávané oživení stále opožďuje. Naopak v kandidátských zemích činil skutečný růst ve 4. čtvrtletí 4,5 %a a byl téměř o 1 p.b. vyšší než předchozí scénář. Růst u velkých středoevropských obchodních partnerů, Slovenska a Polska, je však tažen převážně růstem čistého vývozu.

Změny scénářů základních exogenních veličin od minulé velké SZ



Vývoj v eurozóně

Konjunktura světové ekonomiky nabírá v současnosti na síle, avšak ekonomický vývoj je nadále nerovnoměrný. Nejednoznačný vývoj předstihových indikátorů naznačuje, že ekonomický růst eurozóny se i nadále zpožďuje[4]. CF z dubna 2004 je mírně pesimističtější v očekávání růstu v EMU (1,6 % letos a 2 % příští rok, pro 1. SZ byla předpověď pro letošní rok 1,8 %) než většina mezinárodních institucí (např. EK přehodnotila letošní výhled jen mírně z 1,8 na 1,7 %, a to kvůli rostoucímu zadlužení vlád). Finanční trhy spekulují na další snížení sazeb ECB. Stimulem by mohl být horší, než očekávaný výsledek růstu HDP za 1. čtvrtletí. Na druhé straně vývoj a perspektiva růstu hlavních obchodních partnerů jsou

[2] Detailní data o růstu HDP a inflaci včetně predikce CF pro jednotlivé země – obchodní partnery ČR lze nalézt v datové příloze č. 9.
[3] Podrobnější srovnání referenčních scénářů 1. a 4. SZ viz příloha.
[4] V březnu stagnovala ekonomická důvěra i důvěra spotřebitelů. Index PMI v průmyslu proti očekávání vzrostl (ve všech velkých zemích EU) na nejvyšší hodnotu od prosince 2000, stejný index pro odvětví služeb sice poklesl, ale stále se nachází v růstovém pásmu. U indexu dochází k přehodnocení vyhlídky budoucího vývoje při zachování současné situace.

příznivé a korekce kurzu USD i posílení jenu vůči EUR by měly znamenat oslabení efektivního kurzu eura s pozitivním dopadem do konkurenceschopnosti.

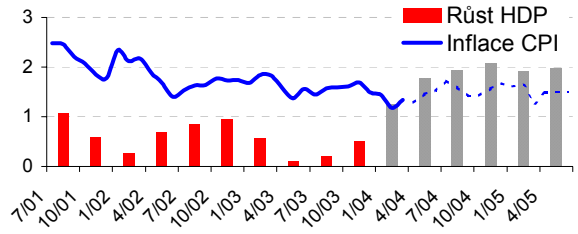
Situace v ***Německu*** je relativně horší než v eurozóně jako celku. Nezaměstnanost vzrostla, index podnikatelského klimatu Ifo již podruhé za sebou v březnu poklesl, ale neodchýlil se příliš od očekávání. Výrazný pokles (třetí v řadě) však zaznamenal index institucionálních investorů ZEW, když propadl z 69,9 na 57,6. Silné euro se promítlo do zastavení růstu indexu PPI, avšak inflace spotřebitelských cen byla v březnu vyšší zásluhou zvýšení daně na cigarety. Podle salda obchodní bilance se však zdá, že si ekonomika i přes silné euro udržuje exportní výkonnost.

CF stejně jako v případě eurozóny přehodnotil očekávaný růst HDP směrem dolů, oproti 1,8 %a v 1. SZ se aktuálně očekává růst v letošním roce 1,6 %a. Důvodem přehodnocení výhledu je pokračující stagnace domácí poptávky, zejména spotřeby domácností. Ty tak reagují na trvale vysokou a nelepšící se nezaměstnanost. Ekonomika stále zůstává závislá na vnější poptávce, jejíž výhled se sice zlepšuje, avšak silný kurz eura nutí podniky k úsporným opatřením, která ústí spíše v růst produktivity, než zvyšování zaměstnanosti. Výhled spotřebitelských cen zůstává beze změny na 1,2 %a, snižuje se však očekávaná inflace cen výrobců z 0,8 na 0,5 %, což je pravděpodobně důsledek silného eura. Teprve v roce 2005 se očekává postupný růst cen výrobců.

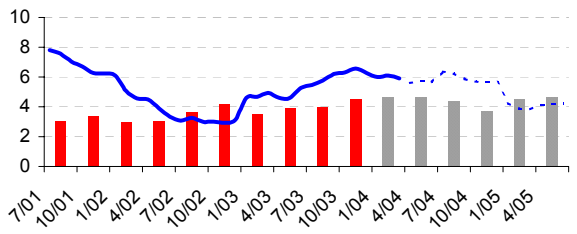
Spojené státy a Japonsko

Trh práce v ***USA*** v březnu vyslal investory dlouho očekávaný signál o promítnutí razantní konjunktury i do tvorby nových pracovních míst, když jejich počet překonal téměř trojnásobně poměrně vysoká očekávání. K příznivým zprávám patří i růst březnového indexu spotřebitelské důvěry. Dalším klíčovým ekonomickým údajem je inflace spotřebitelských cen, která v březnu činila meziměsíčně 0,5 % (místo trhem očekávaných 0,3 %) a meziročně tak dosáhla 1,7 % (očekávalo se 1,5 %). V reakci na to došlo k růstu úrokových sazeb a výnosů dluhopisů. Zdá se, že v ***Japonsku*** se oživení tažené exportem začíná přelévat i do domácí poptávky, což tlačí na příliv zahraničního kapitálu a na posilování jenu. Ratingová agentura S&P zvýšila hodnocení výhledu růstu japonské ekonomiky z negativní na stabilní.

Evropská unie



Kandidátské země EU



Vývoj ve středoevropském regionu

Přes dílčí odlišnosti v jednotlivých zemích lze konstatovat, že příznivý ekonomický vývoj pokračuje ve všech sledovaných středoevropských zemích. Na ***Slovensku*** je růst tažen převážně čistým vývozem, což pro české podniky znamená jenom zprostředkovaný stimul prostřednictvím subdodávek pro slovenské vývozce. Utlumená domácí poptávka (jak investice, tak spotřeba domácností následkem poklesu reálných mezd) nedává zatím příliš možností pro české vývozce na plné využití potenciálu tohoto trhu. Růst dále akceleruje v ***Polsku***, kde EK přehodnocuje výhled růstu pro letošní rok směrem vzhůru na 4,6 %a (ze

4,2 %), výhled pro rok 2005 zůstává 4,8 %a. I polský růst je tažen především zahraniční poptávkou, konkurenceschopnost výrobců byla podporována v minulých letech i oslabující měnou (která od roku 2001 oslabila vůči euru o téměř 40 %). Vliv kurzu lze pozorovat i na české obchodní bilanci, když přebytek z cca 16 mld. Kč v roce 2000 klesl na současných cca 6 mld. Ani v Polsku tudíž nemohou čeští exportéři zatím plně těžit z plnohodnotného oživení. Na rozdíl od předchozích zemí se na růstu HDP v ***Maďarsku*** podílí silně i domácí poptávka, pramenící z minulého vysokého růstu reálných příjmů. Tento impulz by však měl již odeznívat s letošním očekávaným nulovým růstem reálných mezd. Pro otevřenou ekonomiku ČR je důležitý také vývoj směnného kurzu u těchto zemí, které jsou jednak obchodními partnery ale také konkurenty na trzích EU. NBS využívá různé možnosti, jak zpomalit posilování ***slovenské koruny***[5], včetně zvyšování likvidity na trhu a postupného snižování úrokových sazeb (naposledy 26.3. o 0,5 p.b. na 5,5 %). Ministerstvo financí předpokládá postupné posilování směnného kurzu o 1,5 % ročně až do doby přijetí eura. Z pohledu české ekonomiky by pak nemělo docházet k výrazné ztrátě konkurenceschopnosti. Kurz polského ***zlotého*** v březnu korigoval prudký únorový propad, je však otázkou, zda již došlo k zastavení dlouhodobého trendu oslabování polské měny. S ohledem na předpoklad postupného snižování úrokových sazeb nelze očekávat další výrazné zhodnocení maďarského ***forintu***.

Vývoj jednoročního euriboru a kurzu dolaru vůči euru.

S posunem celé eurové výnosové křivky směrem dolů během 1. čtvrtletí a zmenšením jejího pozitivního sklonu došlo i k úpravě referenčního scénáře pro 4. SZ ve srovnání s 1. SZ[6]. Nový scénář předpokládá pro následující dva kvartály stabilitu jednoroční sazby na úrovni 2 % a následný mírný růst. Tento odhad založený na očištěných forwardových sazbách implikovaných swapovou křivkou o riziko, který byl proveden v březnu, je plně konzistentní s dubnovým výhledem CF pro 3M Euribor a pro výnos desetiletého německého Bundu. Poslední vývoj výnosových křivek, které se začátkem dubna posunuly o 20-30 b.b. výše v reakci na změnu ve výhledu americké ekonomiky, však ukazuje, že riziko nenaplnění referenčního scénáře pro 1Y Euribor pro nejbližší čtvrtletí je vychýleno směrem nahoru.

Kurz eura vůči dolaru byl v prvním čtvrtletí silnější proti předpokladu CF (1,24 oproti 1,21). A přestože během čtvrtletí euro postupně oslabovalo ze svého lednového maxima těsně u úrovně 1,30 až pod 1,20 v dubnu, respondenti CF předpokládají, že dolar bude mít tendenci oslabovat až do první poloviny roku 2005. Posílení dolaru začalo jako přirozená tržní korekce na jeho velmi rychlé oslabování koncem roku 2003. Nicméně po mnohem lepších než očekávaných makroekonomických indikátorech v USA začal trh spekulovat o tom, že Fed zvýší sazbu ne až koncem roku nebo v roce 2005, ale již srpnu. K růstu výnosů dluhopisů v USA přispívají i zprávy, že BoJ chce omezit objem devizových intervencí, čímž by následně poklesla poptávka po pevně úročených dluhopisech. To vedlo ke snížení nominálních i reálných rozpětí mezi eurovou a dolarovou výnosovou křivkou a k částečné

[5] I v případě Slovenska lze pozorovat citlivost českých vývozů na vzájemný směnný kurz, když zpevnění SKK vůči CZK bylo doprovázeno během roku 2003 zlepšením salda zahraničního obchodu o téměř 10 mld. Kč.

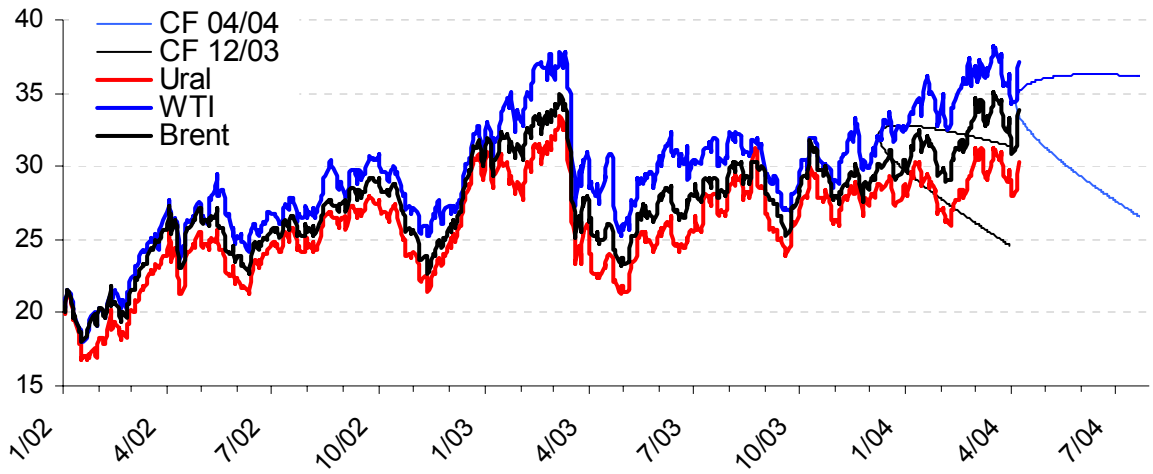
[6] Předpoklad referenčního scénáře z ledna o stabilitě jednoroční eurové sazby pro první čtvrtletí (2,4 p.b.) se nenaplnil, její průměrná hodnota byla nižší (2,15 p.b.). Pokles výnosové křivky souvisel s očekáváním části účastníků trhu, že ECB sníží úrokové sazby, aby reagovala na prudký růst kurzu eura.
Tato očekávání se objevila v CF poprvé v lednu, kdy euro dosáhlo k dolaru svého maxima, a od té doby postupně nabývala na intenzitě i přes to, že se kurz již stabilizoval a následně korigoval o cca 8-9 %. V dubnovém vydání CF přibližně ¼ respondentů očekává snížení sazeb ECB, neboť možnost uvolnění sazeb naznačoval i president ECB. Mezi důvody patří růst reálných sazeb spojených s poklesem inflačních očekávání a zhoršeným výhledem evropské ekonomiky.
Na finančním trhu se toto očekávání projevilo plochou výnosovou křivkou peněžního trhu, která se dokonce koncem dubna dočasně částečně invertovala.

změně tržního sentimentu. Riziko nenaplnění referenčního scénáře je tak pro nejbližší čtvrtletí mírně vychýleno směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj cen ropy

Skutečná cena uralské ropy v 1. čtvrtletí 2004 byla o 4,5 USD/barel vyšší, než předpokládala předpověď použitá pro referenční scénář 1. SZ (u WTI činil rozdíl 6 USD). Rozdíl činí 17 % původně předpokládané ceny. Jednotlivé měsíční předpovědi CF postupně posouvají očekávanou cenu ropy WTI směrem vzhůru, což zohledňuje i současný referenční scénář[7]. V něm je cena uralské ropy v roce 2004 vyšší cca o 15 % jak v korunovém, tak v dolarovém vyjádření, pro rok 2005 klesá rozdíl oproti minulému scénáři na cca 11 % v USD a cca 8 % v CZK (díky silnější koruně vůči USD). Střední hodnota předpovědi stále počítá s pozvolným poklesem cen v čase, rozptyl předpovědí jednotlivých analytiků však naznačuje, že určitá pravděpodobnost je přiřazena i variantě, že minimálně v horizontu 1 roku se mohou ceny ropy udržet i na současné úrovni[8].

Vývoj cen ropy na světových trzích a porovnání aktuální předpovědi CZ se scénářem z 1. SZ



[7] Zatímco fundamenty (rostoucí strategické zásoby ropy v USA, částečně posilněný dolar, očekávaný sezónní pokles poptávky a odložení platnosti ekologických norem na benzin v USA) táhnou cenu ropy spíše dolů, teroristický útok v Madridu a obnovení bojů v Iráku cenu vynesly opakovaně na další maxima. Růst ceny podporuje i rostoucí a cenově rigidní poptávka Číny, která se ve spotřebě této komodity dostala na 2. místo ve světě před Japonsko.

[8] Podle představitelů OPEC současný trh s ropou nereflektuje fundamentální faktory a je ovlivněn zejména spekulativními nákupy, které podle odhadu zvyšují aktuální cenu až o 8 USD na barel. Proto trh reaguje velice citlivě na každou nepříznivou politickou zprávu.

II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky

Vliv fiskální politiky státu na ekonomický vývoj je pro účely prognózy aproximován vývojem soustavy veřejných rozpočtů. Na tomto základě je propočtena změna fiskální pozice (fiscal stance) a kvantifikován tzv. fiskální impuls z titulu změny poptávkově relevantního salda. Tento metodický rámec hodnocení vývoje soustavy veřejných rozpočtů se oproti předchozím situačním zprávám nemění. Rovněž i nadále platí, že pro roky 2004 a 2005 je oficiální výhled MF o vývoji veřejných financí podroben expertní korekci, což je vedeno snahou získat co nejpravděpodobnější a nejpřesnější odhad budoucího vývoje fiskální politiky státu.

Oproti 1. SZ je pro rok 2004 snížen výhled deficitu vládního sektoru bez čistých půjček a dotací transformačním institucím z 5,1 % na 4,7 % HDP.[9] K hlavním faktorům tohoto snížení patří zejména nižší než očekávaný schodek roku 2003, který dosáhl 4,5 % HDP a očekávaná akcelerace ekonomického růstu. Ve skutečnosti nižší schodek rozpočtů v roce 2003 se odráží v novém odhadu změny fiskální pozice a fiskálního impulsu pro loňský rok (původně 0,8 p.b. vs. aktuálně 0,3 p.b. k dynamice reálného HDP). To otevírá prostor pro pravděpodobně expanzivnější působení jiných (nefiskálních) růstových impulsů (měnové podmínky, zahraničí apod.) na růst v roce 2003, což má implikace i pro prognózovaný vývoj reálné ekonomické aktivity v roce 2004 a 2005.

Odhady vývoje deficitu veřejných rozpočtů v letech 2004 a 2005, kdy by se měly realizovat první kroky vládní fiskální reformy, jsou však vlivem podstatných daňových změn značně nejisté. Podíl salda vládního sektoru na HDP v letošním roce by se měl pohybovat jen mírně nad úrovní roku 2003. Pro rok 2005 očekáváme pokles schodku vládního sektoru (bez čistých půjček a dotací TI) na cca 4,5 % HDP. Dodatečné příjmové zdroje plynoucí z uskutečněných daňových úprav budou velmi pravděpodobně použity na nové výdajové programy bez zásadnějšího dopadu do celkového salda. Klíčovým pro tento vývoj veřejných rozpočtů je přitom hospodaření státního rozpočtu (viz. **Hospodaření vládního sektoru a …**).

	2003			2004			2005		
	1.SZ	3.SZ	**4.SZ**	1.SZ	3.SZ	**4.SZ**	1.SZ	3.SZ	**4.SZ**
Deficit vládního sektoru (cash bez ČP a TI) v % HDP	5.3%	4.5%	**4.5%**	5.1%	5.0%	**4.7%**	4.8%	4.5%	**4.5%**
Deficit vládního sektoru (ESA 95) v % HDP	n.a.	n.a.	**12.9%**	n.a.	n.a.	**5.4%**	n.a.	n.a.	**4.1%**
Fiskální pozice (mzr. změna cykl. oč.prim.salda)	+0,9 p.b.	- 0,1 p.b.	**+0.2 p.b.**	-0,2 p.b.	+0,5p.b.	**+0,2 p.b.**	+0,3p.b.	+0,4 p.b	**+0,3 p.b.**
Aproximace fiskálního impulsu	+0,8 p.b.	+0,3 p.b.	**+0,3 p.b.**	+0,3 p.b.	+0,4 p.b.	**+0,2 p.b.**	-0,1p.b.	+0,0 p.b.	**+0,0 p.b.**

Box II.2.2 Hospodaření vládního sektoru a vývoj veřejného dluhu

Výše uvedený vývoj veřejných rozpočtů bude primárně výsledkem hospodaření státního rozpočtu, který představuje zhruba 2/3 všech výdajů veřejných rozpočtů. Pro letošní rok prognóza pracuje s předpokladem celkového deficitu ústřední vlády ve výši cca 100 mld. Kč. Oproti lednové úvaze, která očekávala schodek 115 mld. Kč, nyní předpokládáme vyšší příjmy zejména z titulu lepšího plnění nepřímých daní o 6 mld. Kč a nižší výdaje o cca 8 mld. Kč. V ostatních segmentech veřejných financí očekáváme v letošním roce obdobný vývoj jako v roce minulém. Pro mimorozpočtové fondy je očekáván v letošním roce deficit 22,7 mld. Kč (loni 20,3 mld. Kč), pro kraje a obce deficit 6,3 mld. Kč (loni 5,5 mld. Kč), pro zdravotní pojišťovny deficit 0,3 mld. Kč (loni 0,3 mld. Kč). Jistým rizikem je budoucí hospodaření Národního fondu, přes který bude realizována část transferů z EU. Pro letošní rok se předpokládá jeho přebytek ve výši cca 5,2 mld. Kč (loni přebytek 1,3 mld. Kč).

[9] Souhrnný náhled na výši deficitu v metodice GFS IMF a ESA95 je uveden v příloze č.7.

Deficitní vývoj vládního sektoru bude mít dopad na výši veřejného dluhu. I zde však jeho konkrétní výše bude ovlivněna metodikou výpočtu. Ve stávající GFS metodice by měl veřejný dluh dosáhnout koncem letošního roku 30,2 % HDP, v metodice ESA95 pak 38,5 % HDP. Zatímco GFS metodika pracuje pouze s explicitním dluhem státu a jeho složek, metodika ESA95 do něj zahrnuje i některé vydané a doposud nesplatné státní garance. Rozdíl dluhu mezi oběma metodikami v letošním roce činí v absolutní výši přibližně 220 mld. Kč. Varující je zejména dynamika zadlužování vládního sektoru – od roku 2000 se výše veřejného dluhu měřeného v metodice ESA95 zdvojnásobila a posunula se z 18 % na 38 % HDP. Ani dluh vykázaný v metodice ESA95 však nezahrnuje všechny vydané státní garance (některé závazky ČKA, FNM, záruky za EGAP). Pokud by tam byly zahrnuty, veřejný dluh by se vyšplhal koncem roku 2004 k cca 50 % HDP.

Na základě těchto informací predikce předpokládá, že příspěvek fiskální politiky státu k mzr. růstu reálného HDP na bázi mzr. změny poptávkově relevantního salda soustavy VR dosáhne v roce 2004 cca 0,2 p.b. (vůči cca 0,3 p.b. v 1. SZ). Tento velmi nízký pozitivní příspěvek fiskální politiky státu k mzr. dynamice HDP v roce 2004 vyvěrá z mírného navýšení poptávkově relevantního deficitu VR o 9,3 mld. na 94,0 mld. Kč.

V rámci výdajů na konečnou spotřebu vlády dochází oproti 1. SZ pro rok 2004 ke snížení tempa jejich nominální dynamiky růstu (z 5,4 % na 2,7 %). Předpoklad z 1. SZ o vývoji tempa růstu vládních kapitálových výdajů (růst o cca 10 %) zůstává zhruba zachován. Naopak se mění naše očekávání ohledně vývoje převážně strukturálně a systémově determinovaných transferů sektoru domácností (nárůst z 2,8 % na 5,1 %), kde dochází k promítnutí výplaty dodatečných sociálních transferů kompenzujících dopady daňových změn.

Pro rok 2005 predikce v souladu s 1. SZ očekává další snížení příspěvku fiskální politiky k růstu reálného HDP. Aktuální odhad fiskálního impulsu na rok 2005 je nulový, což odpovídá stabilizaci absolutní výše poptávkově relevantního salda na úrovni roku 2004. V rámci bezprostředních poptávkových výdajů očekáváme zpomalení růstu transferů domácnostem, slabé zvýšení nominální dynamiky spotřeby vlády a snížení tempa růstu vládních kapitálových výdajů ve srovnání s rokem 2004.

II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení současného hospodářského vývoje

Odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu je zprostředkován pomocí předpokladů o počáteční úrovni rovnovážných hodnot makroekonomických veličin HDP, reálného kurzu a reálných úrokových sazeb, které jsou shrnuty v tabulce 1.

Tabulka 1: Nastavení počátečních podmínek v 1.Q 2004 podle 1. SZ 2004 a 4. SZ 2004

1. Q 2004	1. SZ 2004	4. SZ 2004
RMCI	-0,4	-1,0
Úroková složka RMCI	-0,1	-0,1
Kurzová složka RMCI	-0,4	-0,9
Mezera výstupu	-1,7	-1,5
Reálná rovnovážná apreciace	3,0	3,0
Rovnovážná 1R sazba	1,5	1,5

Od zveřejnění lednové prognózy nebyly zjištěny žádné informace, které by vedly k zásadnímu přehodnocení vnímání základních ekonomických trendů, ani pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu. Na základě nových makroekonomických dat za 1. čtvrtletí 2004 však došlo k částečnému přehodnocení faktorů ovlivňujících následný průběh

hospodářského cyklu. Na základě tohoto přehodnocení se hospodářské oživení jeví mnohem pravděpodobnější a rychlejší než v 1. SZ.

Současné působení reálných měnových podmínek v ekonomice lze charakterizovat jako uvolněné. V souladu s makroekonomickou prognózou z ledna 2004 se jeví domácí úrokové sazby jako neutrální a celkové hodnocení úrokové a zejména kurzové části RMCI je uvolněné. Ačkoliv nové informace nevedly k přehodnocení odhadu rovnovážných trajektorií, kurzová složka je nyní oproti prognóze více uvolněná z důvodu neočekávané depreciace nominálního kurzu.

Nejistota v nastavení rovnovážných veličin není natolik výrazná, aby její dopady byly jednoznačně kvantitativně vyjádřeny formou alternativního scénáře. Nejistoty se soustřeďují především v možnosti uzavřenější výstupové mezery, respektive nižšího podhodnocení reálného kurzu.

V návaznosti na postupné uvolňování měnových podmínek během roku 2003 a mírný obrat ve vývoji zahraniční poptávky se zastavil i trend prohlubování mezery HDP patrný od počátku roku 2002. Tento průběh je téměř totožný s lednovou prognózou a konzistentní s pozorovaným cenovým vývojem, odhadnutými měnovými podmínkami a vývojem v zahraničí. Na základě aktuálních dat byl odhad mezery výstupu pro 1. čtvrtletí 2004 mírně zvýšen na 1,5 %. Mezera výstupu se tak začíná postupně uzavírat. Ačkoliv většina dostupné evidence podporuje tento názor o dosažení dna mezery výstupu, některé analýzy toto dno posouvají výše.

Bezprostřední vývoj výstupové mezery bude těžit z výrazně uvolněných měnových podmínek v minulosti, ke kterým se v průběhu roku přidá i obrat ve vývoji zahraniční poptávky. Významnou roli v očekávaném oživení bude hrát uvolněný kurz.

Inflace

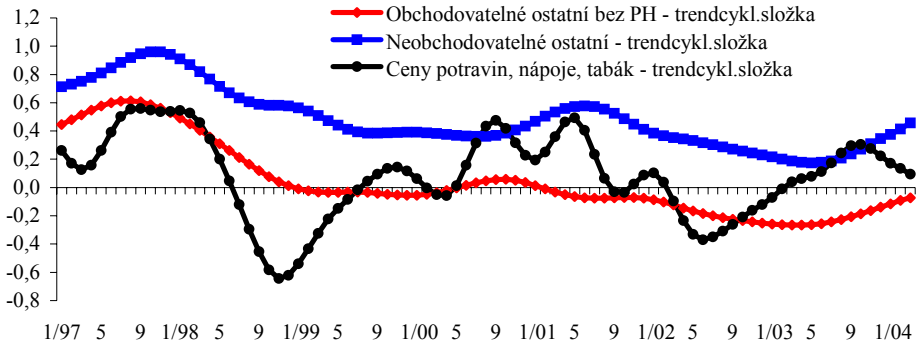
Cenový vývoj na počátku roku 2004 (viz **Příloha 2**) je ovlivněn skutečností, že ekonomika operuje již delší dobu pod svým potenciálem. Poloha ekonomiky v rámci hospodářského cyklu tak působí i nadále dezinflačním směrem zejména v poptávkově citlivých segmentech spotřebního koše. Tento vliv se odehrává na pozadí překlopení vývoje nominální kurzu do proinflačního vlivu po odeznění dopadů výrazné kurzové apreciace z roku 2002. Dovozní ceny však stále ještě nerostou, především díky znehodnocení dolaru (**Příloha 2**). Ve výsledku tedy převažuje dezinflační působení (především poptávkového prostředí), které je rozhodující zejména pro obchodovatelné komodity bez pohonných hmot a potravin, které dále stabilně klesají. Dezinflační tlaky mezery výstupu jsou dále hmatatelné i ve vývoji neregulovaných neobchodovatelných komodit v rámci spotřebitelského koše, kde pokračují relativně nízké meziroční růsty podobně jako v roce 2003.

V cenách potravin se projevuje obrat ve vývoji cen zemědělských prvovýrobců, kde přechod do kladné dynamiky růstu CZV v druhé polovině roku 2003 nachází odezvu zejména ve vývoji cen potravin rostlinného původu. Po stagnaci regulovaných cen v roce 2003 pozorujeme na počátku roku 2004 opět jejich hmatatelný růst. Absence administrativních zásahů v roce 2003 (změn nepřímých daní), která mj. přispívala k velmi nízkým hodnotám meziročního růstu spotřebitelských cen po většinu roku 2003, byla vystřídána nástupem

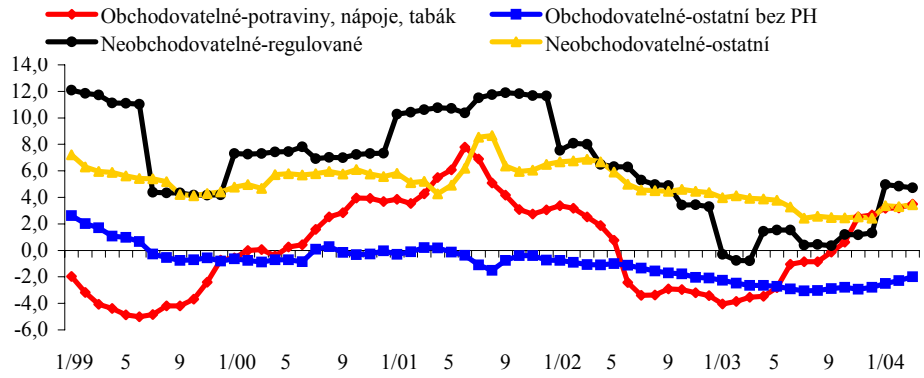
periody významných úprav nepřímého zdanění souvisejících s fiskální reformou a harmonizací s pravidly EU v této oblasti[10].

V nejbližším období lze očekávat obrat ve vývoji inflace nejen z důvodu očekávaných daňových úprav. Bezprostřední vývoj mezery výstupu začne snižovat intenzitu dezinflačního prostředí. Tento obrat potvrzují i trendové složky mzm. změn neobchodovatelných ostatních cen a obchodovatelných ostatních cen bez PH (vše čisté), které pokračují v déle trvajícím pozvolném růstu. Trendová složka obchodovatelných ostatních bez PH je ale nadále v záporných číslech, tj. ukazuje pokračování meziměsíčních poklesů cen v této skupině a fakt, že se zde zatím odpovídajícím způsobem neprojevuje proinflační vývoj indikátorů inflace pravděpodobně z důvodu setrvale záporné mezery výstupu. Zřejmě ze stejného důvodu klesá trendová složka cen potravin (čistých), přestože ceny zemědělských výrobců zaznamenávají výrazné růsty. Obrat se zdá přicházet i v cenových okruzích průmyslových výrobců (**Predikce CPV** – část II.4). Podnikatelský sentiment očekává další urychlování inflace produkčních cen (Příloha č. 4) a podobně i pozorovaný rychlý růst CZV z posledního období se zdá vytvářet podmínky pro rychlejší růst cen potravin, který se však zatím nedostavuje (**Predikce CZV** - část II.4).

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



Graf: Meziroční růst jednotlivých skupin cen (neočištěných o vliv změn daní, v %)



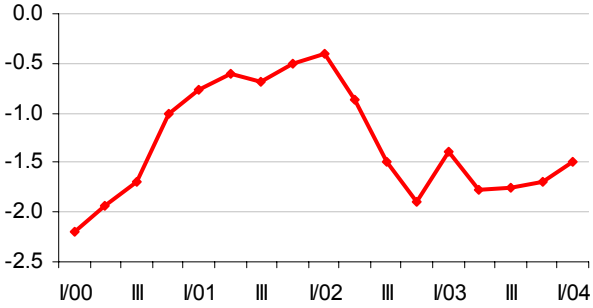
[10] Tyto úpravy ovlivňují cenový vývoj nejen skrze své primární dopady, ale mají rovněž dopady bezprostřední sekundární z titulu neproporcionálního promítání primárních dopadů do cen a dlouhodobé sekundární dopady spojené s inflační perzistencí a inflačními očekáváními (viz v minulosti popsaná metodologie ČNB při práci s cenovými dopady daňových úprav).

Reálné měnové podmínky

Současné nastavení měnových podmínek je odrazem vývoje v roce 2003, kdy docházelo k postupnému uvolňování reálných měnových podmínek, a to díky vývoji jejich kurzové složky. Do ní se promítala depreciace nominálního kurzu a nízká inflace. Naopak úroková složka měnových podmínek přes pokles nominálních sazeb působila v celém roce 2003 zhruba neutrálně, a to díky poklesu zpětně hledících inflačních očekávání. Kumulovaný efekt[11] působení jednotlivých složek měnových složek potvrzuje, že od roku 2002 ve změnách RMCI dominuje kurzová složka.

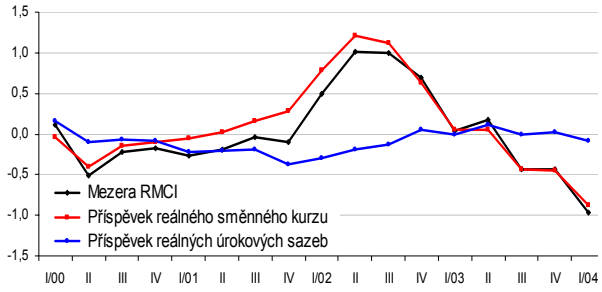
Výhled RMCI na nejbližší období ukazuje protisměrné krátkodobé tendence. Zatímco úroková složka se bude autonomně uvolňovat rychle rostoucí inflací, kurzová složka se bude ze stejného důvodu zpřísňovat, což bude dále podpořeno krátkodobým apreciačním vývojem nominálního kurzu.

Výstupová mezera



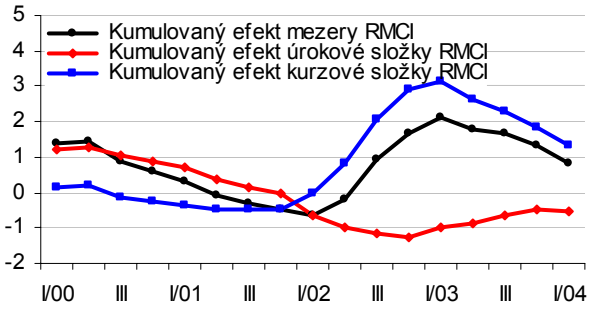
Pramen: ČNB

Index reálných měnových podmínek



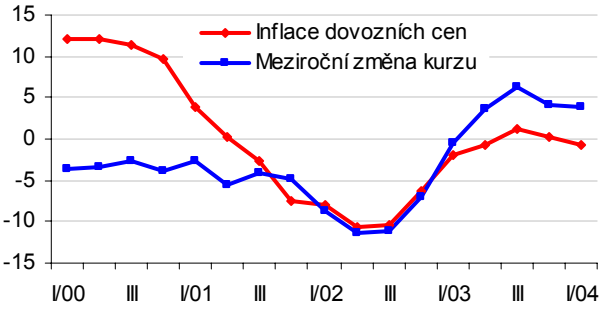
Pramen: ČNB

Kumulovaný efekt RMCI



Pramen: ČNB

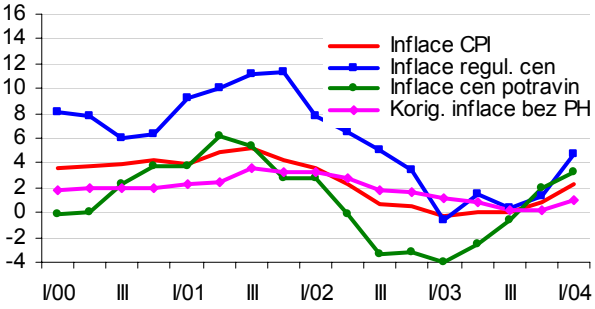
Dovozní ceny a kurz



Pramen: ČNB

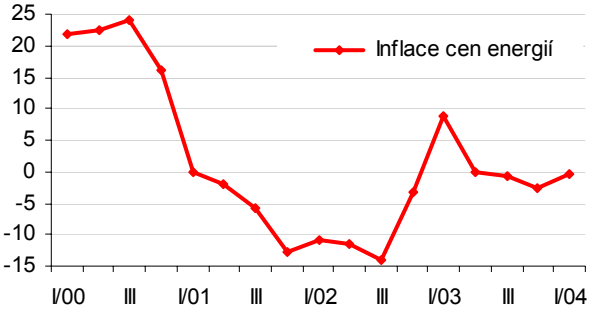
[11] Vývoj mezery výstupu je ovlivněn mnoha makroekonomickými faktory jako monetární politikou (resp. vývojem reálných měnových podmínek), fiskální politikou, vnějším prostředím, ale také svou vlastní zpožděnou hodnotou. Současná velikost mezery výstupu tak není determinována současným, ale minulým vývojem makroekonomických faktorů, které se postupně načítají. *Kumulovaný efekt RMCI* tak představuje čistý příspěvek historického vývoje reálných měnových podmínek na současnou velikost mezery výstupu (s opačným znaménkem). Ukazuje tedy vliv RMCI, který by měl být s mezerou výstupu korelován v tom samém okamžiku. Zobrazování RMCI v jejich kumulativní podobě má za cíl zpřehlednit kauzalitu a časovou souslednost v transmisním mechanismu.

Meziroční inflace



Pramen: ČNB

Meziroční inflace



Pramen: ČNB

Sazby

Vývoj úrokové složky měnových podmínek v prvním čtvrtletí 2004 odpovídal prognóze, což platí i pro její jednotlivé komponenty: 1R PRIBOR, sazby na nově poskytnuté úvěry a 1R EURIBOR. Domácí sazby se uvolňovaly a dostaly se z přísného nastavení na neutrální či mírně uvolněné Evropské sazby zůstávají uvolněné.

K uvolnění domácích reálných sazeb došlo především růstem inflačních očekávání začátkem roku 2004, nominální sazby vykazovaly jen minimální pohyb v závislosti na struktuře splatnosti. Zatímco sazby na peněžním trhu nadále stagnovaly, sazby s delší splatností se pohybovaly v závislosti na vývoji v zahraničí. Zhruba do poloviny dubna dlouhodobé sazby klesaly, poté však následovala mírná korekce směrem nahoru. Pokles sazeb však prozatím nebyl vykompenzován.

Výnosová křivka na peněžním trhu tak má i nadále mírně pozitivní sklon (spread 1R PRIBOR – 2T PRIBOR činí 0,3 procentního bodu k 22. 4.). Trajektorie úrokových sazeb konzistentní s makroekonomickou prognózou předpokládá téměř stejný spread, ovšem na vyšší výnosové hladině. U dlouhodobých sazeb spread mezi sazbami 5R a 1R dosahuje cca 1,4 procentního bodu.

Uskutečněné aukce státních dluhopisů měly vzhledem k očekávaným výsledkům na trh minimální dopad. Byly nabízeny SD s originálními splatnostmi 15R a 5R v nominálních objemech 6 a 5 mld. Kč. Dluhopisy byly bez problémů upsány při průměrných výnosech 4,99 % a 3,68 %. Neúspěchem však skončila již čtvrtá reverzní aukce, při které se Ministerstvo financí snaží odkoupit SD splatný v září tohoto roku. Investoři nejsou ochotni přistoupit na výnos, který odpovídá výnosu peněžního trhu.

Metodika propočtu klientských úrokových sazeb se od ledna 2004 změnila. Řada nově čerpaných úvěrů je nahrazena řadou nově poskytovaných úvěrů v souladu s výkazy ECB. Podle předběžných údajů za únor sazby z nových úvěrů dosahují 5,0 %. Reálné úrokové sazby z pohledu ex post klesají, z pohledu ex ante jednoznačný trend není patrný, záleží na zvoleném cenovém indexu.

Kurz

Reálný kurz měl v průběhu roku 2003 klíčový význam pro postupné uvolňování reálných měnových podmínek. Jeho další uvolnění v prvním čtvrtletí 2004 bylo neočekávané vlivem depreciace nominálního kurzu. Ta pokračovala oproti předpokladům minulé velké SZ a při zachování předpokladů z 1. SZ o vývoji reálného rovnovážného kurzu tak došlo k dalšímu uvolnění kurzové složky měnových podmínek.

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči euru byl v 1. čtvrtletí 2004 charakterizován výkyvy v intervalu 32,37 až 33,33 a dosáhl průměrné hodnoty 32,86 CZK/EUR. V meziročním srovnání byl slabší o 3,83 % a vůči referenčnímu scénáři 1. SZ (32 CZK/EUR) byla jeho průměrná úroveň slabší o 2,66 %. Tendence k oslabování odráží prohlubující se deficit běžného účtu platební bilance a omezení přílivu zahraničního kapitálu ve formě přímých zahraničních investic (zastavení prodejů státního majetku nerezidentům). Pohyby ve směru dočasného posilování v prvních třech měsících byly pravděpodobně iniciovány zájmem zahraničních investorů o doplnění svého portfolia o vybrané tuzemské akcie, případně lepším než očekávaným výsledkem obchodní bilance v únoru t.r.

Box II.3.2 Referenční scénář nominálního kurzu

Východiskem krátkodobého referenčního scénáře kurzu pro současnou predikci byl nárůst 10letého výnosového diferenciálu mezi českými a německými vládními dluhopisy zaznamenaný během posledního čtvrtletí, který odpovídá očekávanému trendovému znehodnocení koruny. V období říjen 2003 až únor 2004 docházelo k poklesu zůstatků na běžných korunových účtech nerezidentů (zejména cizích bank) v tuzemské bankovní soustavě, které klesly téměř na třetinu stavu z konce září 2003. Tento pokles naznačoval tak existenci order flow ven z koruny, což obecně znamená, že část oslabení koruny během uvedených měsíců nesouvisela s nárůstem výnosového diferenciálu, jinak by znehodnocení kurzu v porovnání se začátkem října bylo mírnější. Další tok ven z korunových pozic při tak nízkém stavu korunových zůstatků nerezidentů na běžných účtech, který by působil směrem k oslabování měny, není pravděpodobný. Kromě toho existují indicie o možnosti budoucích toků opačným směrem v případě konverzí narůstajících eurových zůstatků na účtech nerezidentů v tuzemsku. Působení těchto toků na devizovém trhu lze hodnotit jako neutrální až mírně pozitivní, což by nemělo vést k prohlubování znehodnocování kurzu koruny. Pro základní variantu predikce byl pro krátkodobý referenční výhled kurzu přijat interval 32,50 až 33,00 CZK/EUR.

Oznámení záměrů ČNB o prodeji výnosů z devizových rezerv z 9. dubna však vneslo do očekávání trhů nový prvek, eliminaci očekávání na znehodnocování kurzu koruny. Převládající interpretace je, že čím slabší bude kurz koruny, tím intenzivnější mohou být prodeje výnosů z rezerv. Některými obchodníky je to chápáno jako částečný „cap“ na kurz eura na úrovních, kde se nacházel při oznámení (mírně pod 33 korunami za euro). Ačkoliv se nejedná o plně srovnatelné jevy, je vnímání tohoto oznámení podobné ve vlivu na kurz koruny neočekávanému zvýšení krátkých sazeb nebo snížením rizikové prémie. (Dle dílčího průzkumu mezi malým počtem účastníků trhu by to odpovídalo nejméně 30 b.b.). Vliv tohoto opatření může být významný a přetrvávat v čase, proto situační zpráva obsahuje také kurzovou alternativu hodnotící vliv uvedeného dopadu na predikci inflace a měnověpolitické opatření.

Přes velký rozsah současného uvolnění reálného kurzu však graf zobrazující kumulovaný efekt působení složek RMCI na mezeru výstupu potvrzuje, že kurzová složka i přes své výrazné uvolnění v průběhu celého minulého roku v současnosti stále působí na poptávku protiinflačním směrem.

Trajektorie rovnovážného reálného kurzu a současné postavení reálného kurzu vůči své rovnovážné hodnotě je jednou z nejistot prognózy. Reálný kurz je dle některých indikátorů (**Alternativní odhady uvolnění reálného kurzu**, **Cenové přirážky**) v současnosti méně uvolněný. Zohlednění těchto ukazatelů by znamenalo výrazné snížení předpokládaného tempa rovnovážné reálné apreciace na minulosti k hodnotám kolem 2 % a změnu náhledu o působení reálného kurzu na reálnou ekonomickou aktivitu v minulosti. Reálný kurz by pak

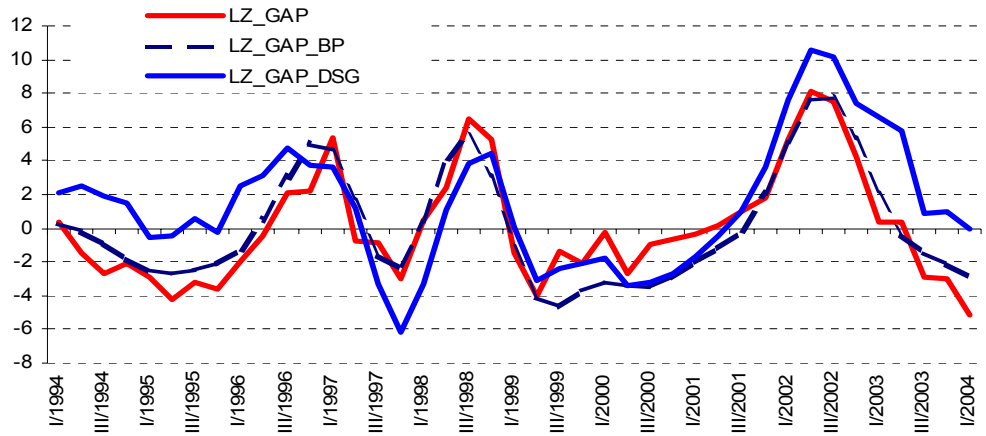
hrál i menší úlohu v nadcházejícím ekonomickém oživení. Evidence k takové změně se však nezdá být přesvědčivá. Úvahy o menší úloze reálného kurzu v nadcházejícím oživení se místo toho mnohem více soustřeďují na nejistotu spojenou s autonomním vývojem nominálního kurzu v následujících několika čtvrtletích. Úroveň z nominálního kurzu z 1. čtvrtletí je zhruba o 3 % znehodnocená vzhledem k minulé prognóze, která očekávala apreciační korekci. Nejnovější vývoj na devizovém trhu přitom může naznačovat, že k ní již došlo (**Referenční scénář nominálního kurzu**), což by snižovalo podhodnocení reálného kurzu očekávané v nejbližším období. Tyto nejistoty jsou podrobněji diskutovány v části III SZ.

Box II.3.3 Alternativní odhady uvolnění reálného kurzu

Graf ukazuje tři odhady mezery reálného kurzu: a) mezeru LZ_GAP odhadnutou pomocí strukturálního filtru, tak aby výsledný odhad kurzové mezery byl modelově konzistentní s odhady ostatních nerovnováh v ekonomice, b) mezeru LZ_GAP_BP odhadnutou prostřednictvím jednorozměrného band-pass filtru a c) mezeru LZ_GAP_DSG odvozenou z rozkladu reálného kurzu mezi disparitu a substituční složku. Na rozdíl od prvních dvou metod je v této poslední metodě filtrována (band-pass filter) pouze substituční složka. Složka kurzové disparity je '*deterministická*' v tom smyslu, že je vypočtena na základě strukturované úvahy a vychází z desagregovaných cenových dat pouze pro jednu periodu.

Hlavním rysem tohoto srovnání je jejich velmi dobrá shoda v období od druhé poloviny roku 1996 do druhé poloviny roku 2002. Na počátku a na konci zkoumaného vzorku se však výpověď jednotlivých metod rozchází. Pro aktuální nastavení kurzové mezery v prvním čtvrtletí 2004 indikuje LZ_GAP_DSG na rozdíl od benchmarkové metody jen velice málo uvolněný kurz.

Srovnání mezery reálného kurzu dle vybraných postupů



Technickým vysvětlením odlišného chování všech tří filtrů je *end-point* problém, jehož podstata spočívá v tom, že téměř každý filtr se na krajích datového vzorku potýká s nedostatkem informací o minulosti a budoucnosti. Jediným obecným řešením je nahrazení tohoto nedostatku dat strukturální informací o charakteru filtrované řady. Nicméně, velmi dobrá shoda mezi LZ_GAP a výsledkem jednorozměrné filtrace uvnitř datového vzorku ukazuje, že strukturální informace v Kálmánově filtru se projevuje jen slabě. Navíc Kálmánův filtr dává do souvislosti několik filtrovaných veličin, což může oslabit roli této strukturální informace při eliminaci *end-point* problému. Naopak, mezera LZ_GAP_DSG je kombinací deterministické a filtrované složky a čím větší podíl na celkové varianci této mezery bude mít variance deterministické složky, tím menší *end-point* problém bude.

Dalším intuitivní podporou pro výsledek na základě LZ_GAP_DSG je rozdílné chování takto odhadnuté mezery v období fixního a plovoucího směnného kurzu. Na rozdíl od zbylých dvou metod se zdá její variance menší při fixním kurzu. To je v souladu s tím, že v literatuře se uvádí, že přechod k plovoucímu nominálnímu kurzu má vliv na proměnlivost kurzu reálného.

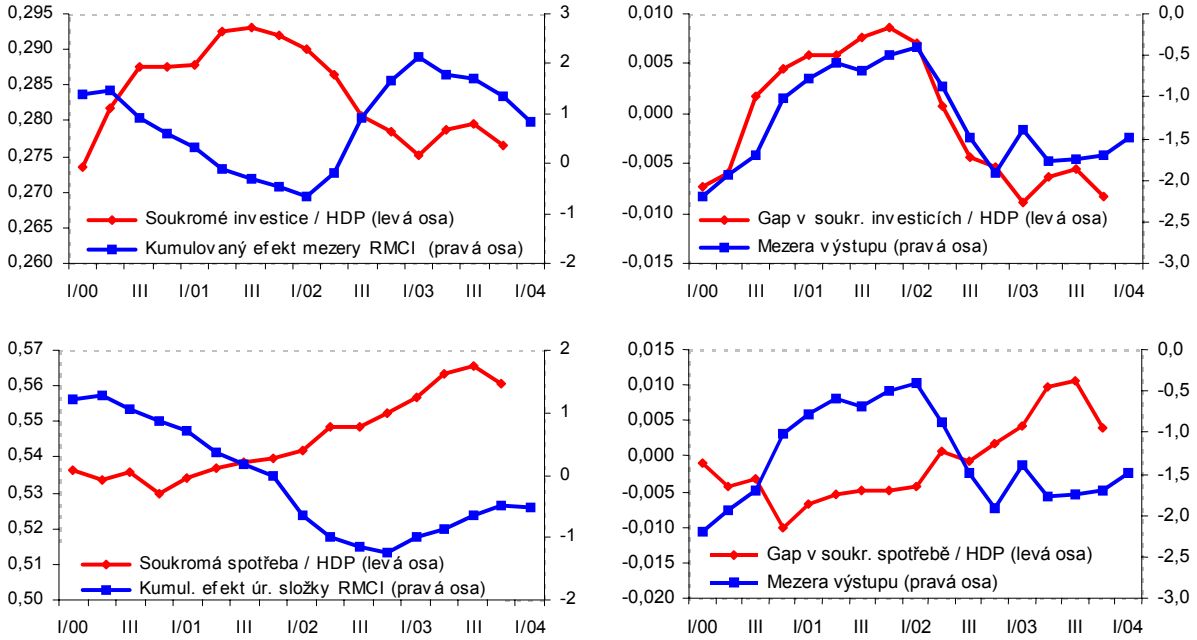
Vedle výše uvedeného existuje ještě teoretická možnost pro vysvětlení tohoto rozdílu, která vyplývá z toho, že zatímco LZ_GAP i LZ_GAP_BP vychází z reálného kurzu podle spotřebitelských cen, je LZ_GAP_DSG mezerou reálného kurzu podle cen výrobců. Rozdíl by pak mohlo vysvětlit cyklické chování B-S doplňku mezi těmito reálnými kurzy. Tento doplněk je podílem relativních cen obchodovaného a neobchodovaného zboží doma a v zahraničí. Vzhledem k deregulacím a jejich vlivu na relativní ceny, by tento faktor mohl přispět k vysvětlení úrovňového rozdílu mezi ukazateli mezer v letech 1994 až 1996.

Všechny metody odhadů indikují zápornou mezeru reálného kurzu, avšak významně se liší v její kvantifikaci. Rozpětí odhadů je mezi – 0,1 % a – 6 %, což naznačuje, že pro základní scénář predikce byla zvolena spíše krajní varianta. Tím je definováno jedno z rizik predikce a to možnost menšího podhodnocení reálného kurzu.

Hospodářský růst a trh práce

V roce 2003 došlo ke zrychlení tempa meziročního růstu reálného HDP a to především ve 2. polovině roku. Díky zmíněné akceleraci ekonomického růstu se jeho dynamika přiblížila tempu růstu potenciálního produktu, což se projevilo stabilizací úrovně záporné produkční mezery. Dominantním faktorem růstu domácí poptávky byla spotřeba domácností, zatímco spotřeba vlády vykázala reálnou stagnaci. K dynamice poptávky přispěl též výrazný růst tvorby fixních investic veřejného sektoru. Naproti tomu slabý růst oscilující na hranici stagnace vykázaly fixní investice soukromého sektoru.

Graf: Investice, spotřeba



Pramen: ČNB

U HTFK soukromého sektoru vyniká zřetelná procyklická vlastnost soukromé investiční aktivity, která vždy zdůrazňuje průběh hospodářského cyklu a přispívá k projevům kolísání ve vývoji reálné ekonomické aktivity. V první polovině roku 2003 tak podíl investic na HDP cyklicky klesal. Cyklický pokles byl pravděpodobně ovlivněn působením úrokové složky indexu měnových podmínek na pozadí slabé zahraniční poptávky a jejího pesimistického výhledu. Naopak v posledním období pozorujeme v souladu s dosažením dna mezery výstupu

i obrat v cyklickém vývoji investic, který je potvrzován i vývojem úvěrů nefinančních podniků (**Úvěry**). Jejich pozvolný nárůst indikuje očekávání ekonomického oživení doma i v zahraničí.

Box Úvěry

Dynamika úvěrů upravených o mimoměnové vlivy se zvýšila ze 7,2 % v lednu 2004 na 8,2 % v únoru 2004. Vývoj tak potvrdil, že tempo růstu úvěrů zůstává i přes mírné snížení v prosinci a lednu na vyšší úrovni. Z hlediska struktury však dochází ke změně, neboť dynamika úvěrů rostla u nefinančních podniků, zatímco u domácností se mírně snížila. Toto zpomalení bylo u úvěrů domácnostem zaznamenáno poprvé za poslední dva roky a potvrzuje předpokládanou změnu v působení úrokové složky měnových podmínek z uvolněné na neutrální na přelomu let 2002 a 2003. Případná změna trendu zadlužování domácností bude potvrzena teprve v delším časovém horizontu. Strukturu vývoje úvěrů ukazuje následující tabulka.

Vývoj úvěrů poskytovaných podnikům a domácnostem
(ze stavů ke konci čtvrtletí, neočištěno o mimoměnové vlivy)

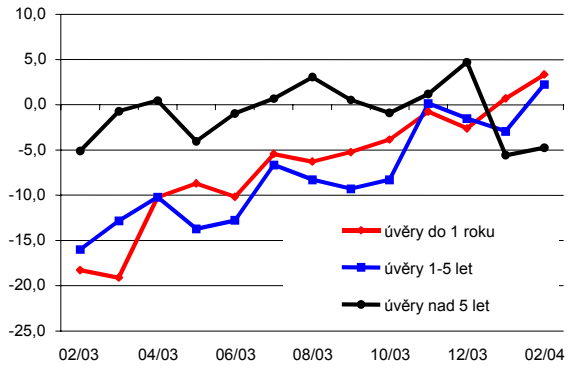
		Meziroční přírůstky v %					
	Podíl absolutních stavů na celkových úvěrech v %	I/03	II/03	III/03	IV/03	1/04	2/04
Nefinanční podniky	55,2	-12,4	-8,0	-4,5	-1,3	-3,0	-0,3
Úvěry do 1 roku	23,7	-19,8	-10,2	-5,7	-4,3	-0,6	2,5
Úvěry od 1 roku do 5 let	13,5	-13,5	-13,6	-9,8	-2,2	-3,0	2,1
Úvěry nad 5 roky	18,0	-0,4	-0,4	1,3	3,3	-6,2	-5,4
Domácnosti	30,7	28,8	29,0	29,1	31,8	32,5	31,0
Spotřebitelské úvěry	9,2	39,6	24,8	18,1	15,4	14,0	13,3
Úvěry na bydlení	19,1	36,8	37,1	41,7	45,2	47,3	45,1
Ostatní	2,4	-23,6	1,7	-4,4	14,1	12,7	11,4
Finanční instituce	13,9	-4,3	15,2	12,4	13,3	11,8	8,2
Ostatní	0,2	-9,7	-17,4	-4,8	-35,7	-46,4	-37,9

Poznámka: Údaje o podílech absolutních stavů na celkových úvěrech jsou dle posledních známých údajů za únor 2004.

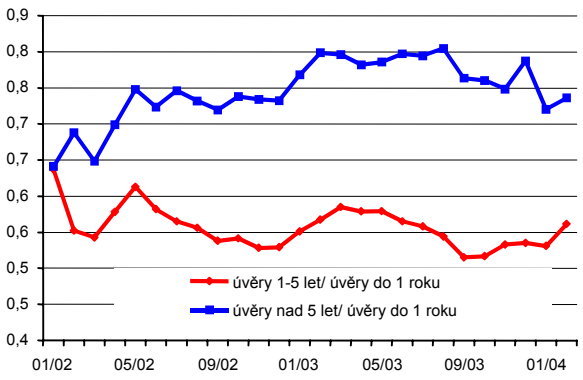
U úvěrů nefinančním podnikům pokračovalo v únoru 2004 postupné zastavování poklesu na - 0,3 %. Aktuální vývoj i nadále potvrdil oživování efektivní poptávky po úvěrech, přestože její prosazování zůstává pozvolné. Tento vývoj byl ovlivňován lepší finanční situací podniků projevující se zejména vyšším růstem výnosů oproti nákladům a očekáváním ekonomického růstu. Úvěry poskytnuté nefinančním podnikům pod zahraniční kontrolou meziročně poklesly o 10,1 %, zatímco úvěry nefinančním domácím podnikům vzrostly o 3,8 %. Nízká poptávka po úvěrech nefinančních podniků pod zahraniční kontrolou souvisela především s jejich nízkou investiční aktivitou a vývojem zahraniční poptávky. V roce 2003 klesal poměr čistých investic na hrubém zisku u nefinančních podniků celkem i podniků pod zahraniční kontrolou. Navíc podniky pod zahraniční kontrolou využívaly k financování svých ekonomických aktivit rovněž vlastní zdroje včetně reinvestovaného zisku ze zahraničí. Úvěry nefinančním domácím podnikům rostly i přes jejich nadále špatnou finanční situaci. Faktorem růstu mohou být výhledy na ekonomické oživení.

Podle časové struktury úvěrů nefinančním podnikům docházelo v únoru 2004 k růstu dynamiky krátkodobých a střednědobých úvěrů. Dlouhodobé úvěry v lednu a únoru 2004 po nárůstu zaznamenaném ve 2. pololetí 2003 meziročně poklesly. Vývoj časové struktury úvěrů je patrný z následujících grafů.

Časová struktura úvěrů nefinančním podnikům (v %)



Vývoj podílu střednědobých a dlouhodobých úvěrů na krátkodobých úvěrech nefinančních podniků (v %)



Meziroční přírůstek úvěrů poskytovaných domácnostem se snížil z 32,5 % v lednu 2004 na 31 % v únoru 2004. Uvedený vývoj se projevoval u úvěrů na bydlení a spotřebitelských úvěrů. Poptávka domácností po úvěrech zachycená trendovým růstem úvěrů však zůstává i nadále vysoká. I přes vyšší nezaměstnanost a růst inflace na počátku roku 2004 je podporovaná přetrvávající poptávkou domácností po investicích do bydlení a nabídkou nových úvěrových produktů. Na druhou stranu není brzděna působením úrokových sazeb. Dynamika úvěrů na bydlení dosáhla v únoru 2004 i přes mírné snížení 45,1 %. Na uvedeném vývoji se podílely hypoteční úvěry i úvěry ze stavebního spoření. Hypoteční úvěry mohou vedle investic domácností do nemovitostí ovlivňovat i jejich spotřební výdaje. K tomu může docházet v případě nákupu starších nemovitostí u původních vlastníků bytů a dále u příjemců bankovních půjček jištěných zástavou k nemovitosti, jejichž nabídku banky připravují.

Dynamika spotřebitelských úvěrů se v únoru 2004 obdobně jako v předchozím období snižovala ze 14 % v lednu 2004 na 13,3 % v únoru 2004. Vývoj spotřebitelských úvěrů byl v souladu se zpomalováním dynamiky spotřebních výdajů domácností ve 4. čtvrtletí 2003 a poklesem, resp. nižším růstem maloobchodních tržeb na počátku roku 2004.

Vysoký růst reálné spotřeby domácností byl výsledkem souběhu několika okolností. Podíl spotřeby domácností na HDP dlouhodobě trendově roste, což souvisí s konvergencí české ekonomiky k jejímu stálému stavu. Kolem tohoto trendu vznikají cyklické fluktuace, které jsou (v souladu s hypotézou vyhlazování spotřeby v rámci hospodářského cyklu) negativně korelovány s vývojem mezery výstupu. Tento vývoj jsme pozorovali i v roce 2003, kdy se mezera výstupu prohlubovala, ale podíl spotřeby na HDP cyklicky rychle rostl. Makroekonomická míra úspor klesala, což se projevilo i poklesem míry úspor domácností. Pokles míry úspor a růst spotřeby domácností zejména v prvním pololetí roku 2003 tak zřejmě reagoval na zpožděný vliv uvolněné úrokové složky měnových podmínek z 1. poloviny roku 2002. Tento vliv je rovněž konfirmován vývojem podílu ukazatelů peněžní zásoby M1 a M2 (**Peníze**).

Box peníze

Dynamika peněžního agregátu M2 se v únoru 2004 nadále zvyšovala na 7,2 % (M3 dle ECB 8,4 %). Růst peněžního agregátu M2 byl ovlivňován lepší finanční situací podniků a očekáváním ekonomického růstu. Podniky zejména poptávaly neobchodovatelné cenné papíry (viz. **Depozitní směnky**). Postupně se rovněž prosazoval úsporný motiv držby peněz domácností projevující se pozvolným zastavováním poklesu termínovaných vkladů. Vývoj peněžního agregátu M2 a jeho strukturu ukazuje následující tabulka.

Struktura peněžního agregátu M2 (průměry za čtvrtletí)

		Meziroční přírůstky v %					
	Podíl absolutních stavů na M2 v %	I/03	II/03	III/03	IV/03	1/04	2/04
M1	45,2	19,1	18,0	17,0	16,6	17,5	15,6
Oběživo	12,7	11,0	14,1	15,0	12,8	12,3	11,0
Netermínované vklady	32,5	22,8	19,7	17,8	18,1	19,7	17,6
M2-M1 (kvazi - peníze)	54,8	-5,8	-5,8	-2,2	-2,5	-0,4	1,1
Termínované vklady	40,6	-4,2	-6,4	-5,9	-5,2	-3,1	-1,9
Neobchodovatelné cenné papíry	6,4	-17,7	-12,2	10,2	9,4	26,7	38,4
Vklady v cizí měně	7,8	-5,7	1,4	10,9	4,8	-2,3	-4,7
M2	100,0	3,2	3,1	5,4	5,3	6,9	7,2

Z hlediska struktury peněžního agregátu M2 zůstává vysoká poptávka po úzkých penězích jako důsledek nízké úrovně úrokových sazeb. Meziroční dynamika peněžního agregátu M1 se však zpomalovala a v únoru 2004 dosáhla 15,6 %, což byla nejnižší hodnota za poslední rok. Uvedený vývoj byl zřejmý ve všech složkách. Mírné zpomalování dynamiky peněžního agregátu M1 bylo v souladu s nižším růstem spotřebních výdajů domácností ve 4. čtvrtletí 2003, poklesem maloobchodních tržeb v lednu 2004 a jejich nižším růstem oproti loňskému roku v únoru 2004. Pomalejší růst peněžního agregátu M1 v únoru 2004 signalizoval přetrvávání nižšího růstu spotřebních výdajů domácností v 1. čtvrtletí 2004. Pozorovaný vývoj peněžního agregátu M1 a také vývoj poměru M1/M2 potvrzuje přechod úrokové složky měnových podmínek z uvolněného na neutrální působení počátkem roku 2003.

Tato cyklická vlastnost reálné spotřeby domácností ve vztahu k cyklu v reálné ekonomické aktivitě byla dále zdůrazněna vývojem reálných mezd disponibilního důchodu, jehož vysoký růst ve stálých cenách vedl k nejvyššímu růstu reálných zdrojů domácností od roku 1999[12]. Vývoji v disponibilním důchodu dominoval cyklus v reálných mzdách, zatímco změny v zaměstnanosti byly méně výrazné, i ty však odpovídaly probíhající fázi hospodářského cyklu.

Identifikujeme rovněž přítomnost nesystematických vlivů ve spotřebě z titulu stimulace prodeje automobilů v důsledku nové právní úpravy DPH. Zejména v prvních třech čtvrtletích byl růst spotřeby domácností doprovázen i poměrně vysokým stupněm hodnocení spotřebitelského sentimentu. V prosinci 2003 se index spotřebitelského klimatu výrazněji zhoršil, což se odrazilo i ve snížení tempa růstu spotřebitelských výdajů. Na tento idiosynkratický vývoj v nejbližší době naváže i vliv přísnějších úrokových podmínek z počátku roku 2003, který bude působit na cyklický pokles spotřeby vzhledem k HDP. Tato tendence je už dobře patrná v poklesu dynamiky spotřebitelských úvěrů domácnostem (**Úvěry**).

Další zhoršení spotřebitelského klimatu v březnu 2004 rovněž naznačuje trend k poklesu tempa růstu spotřeby domácností. Ke zhoršení došlo u všech složek indexu spotřebního klimatu. Výrazné zhoršení bylo zaznamenáno u očekávané životní úrovně, dosavadního a očekávaného vývoje české ekonomiky.

Ve vývoji reálných mezd, které byly pro růst reálného disponibilního důchodu domácností rozhodující, se prosazovala tendence jejich souběhu s podílem reálné spotřeby na HDP. Vysoký růst reálných mezd v roce 2003 umožnil, že reálné zdroje na financování rychle rostoucí spotřeby domácností byly k dispozici. Bylo tomu tak přesto, že ve stejné době docházelo k poklesu míry úspor. Koincidence tohoto poklesu s cyklickou kulminací reálných mezd, tedy běžných příjmů, je silným indikátorem uvolněných úrokových podmínek z prvního pololetí roku 2002.

[12]Od tohoto období máme k dispozici data o růstu disponibilního důchodu z bilance příjmů a výdajů v národních účtech domácností.

Mzdový vývoj (**Aktuální vývoj na trhu práce**) je již delší dobu determinován relativní strnulostí nominálních mzdových kontraktů (i vlivem mezd v nepodnikatelské sféře), které vlivem vysoké volatility cenového pohybu vedou k značnému kolísání reálných mezd a jejich podílu na HDP. To je obzvláště pochopitelné vzhledem k obecné strnulosti mezd při dezinflačním průběhu pozorovaném od roku 2002. Od roku 1998 je cyklus vývoje podílu reálných mezd na HDP negativně korelován s vývojem mezery výstupu, což není jednoznačně interpretovatelné[13], nicméně bude zřejmě charakterizovat i následující vývoj, v němž přírůstek dynamiky nominálních mezd bude menší než změna inflace.

Box Aktuální vývoj na trhu práce

Průměrná mzda v podnikatelské sféře se ve 4. čtvrtletí 2003 zvýšila o 6,2 % (o 0,4 p.b. více oproti předpokladu 1. SZ). Setrvalý mzdový vývoj v průběhu roku 2003 skrývá rozdíly mezi odvětvími. V průmyslu se ve 4. čtvrtletí mzda zvýšila o 7,4 %. Vedle změn ve složení zaměstnaných je příznivý mzdový vývoj v průmyslu dán lepšími hospodářskými výsledky podniků v roce 2003 ve srovnání s očekáváním zaměstnanců. Pozitivní roli v tomto směru sehrál příznivější kurzový vývoj, který vytvářel prostor pro volnější mzdovou politiku. V každém případě je zřejmé, že zaměstnavatelé reagují na změny v poptávce především úpravou zaměstnanosti, přičemž mzdový vývoj vykazuje větší setrvalost.

Počet zaměstnanců se ve 4. čtvrtletí 2003 snížil o 0,5 p.b. výrazněji oproti predikci 1. SZ. Pokles zaměstnanosti se však dále neprohlubuje (-2,1 % ve 3. i 4. čtvrtletí 2003). Registrovaná nezaměstnanost je od počátku roku 2004 mírně vyšší oproti 1. SZ. Tento rozdíl je způsoben vyššími počty nově hlášených nezaměstnaných (vyplývá ze srovnání predikcí SARIMA na jeden měsíc dopředu a skutečnosti). Případný mimořádný sezónní efekt by vymizel v březnu, což se nestalo. Ze struktury nezaměstnaných podle vzdělání je zřejmé, že mezi nezaměstnanými výrazně přibývají osoby s nízkou kvalifikací (základní a střední vzdělání bez maturity). Vyšší přítoky do nezaměstnanosti jsou v tomto případě spíše známkou zvýšeného vlivu restrukturalizace, který je patrný především v průmyslu, kde se odráží efekty spojené s přílivem PZI.

Podle údajů VŠPS se v průmyslu výrazně snižuje počet zaměstnaných (-2,3% ve 4. čtvrtletí 2004). Vzhledem k tomu, že podniky pod zahraniční kontrolou zaměstnanost zvyšují, je pokles zaměstnanosti u domácích podniků ještě výraznější. Ty snižováním zaměstnanosti při strnulosti nominálních mezd směrem dolů zřejmě řeší svou stále neuspokojivou konkurenceschopnost (viz **Cenové přirážky**), která je nutí snižovat mzdové náklady. Protože zahraniční firmy poptávají zejména kvalifikované profese, zvyšuje se kvalifikační nesoulad mezi poptávkou po práci (počet registrovaných nezaměstnaných) a nabídkou práce (volná pracovní místa). Změna složení zaměstnanosti v průmyslu ve prospěch lépe odměňovaných profesí do určité míry vysvětluje nadprůměrný mzdový vývoj v tomto odvětví.

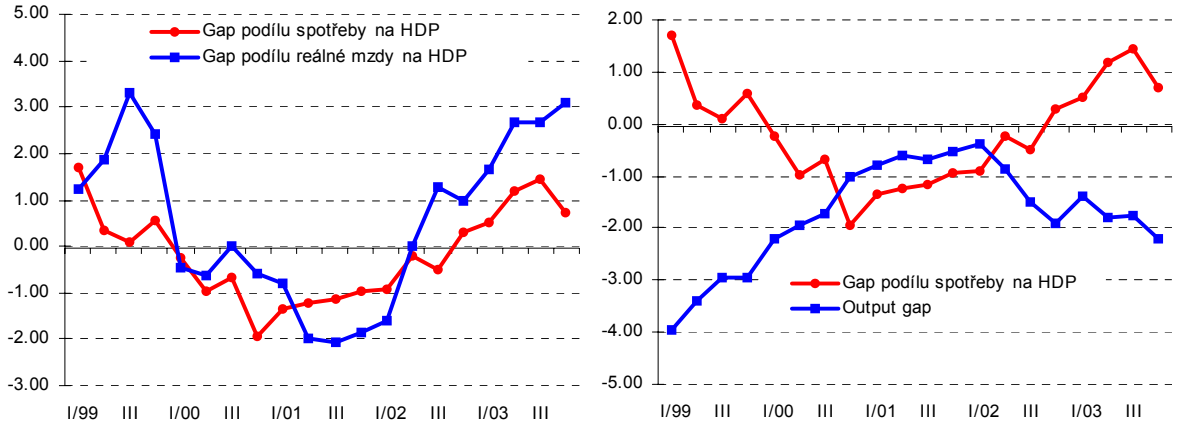
Počty nově hlášených uchazečů o zaměstnání mohou zvyšovat podnikatelé, kteří ruší živnosti v důsledku zvýšeného pojistného a zavedení minimální daně. Jelikož jde spíše o osoby, které podstatnou část příjmů nepřiznávají, můžeme předpokládat, že tyto osoby nepřispívají ke změně zaměstnanosti a nezaměstnanosti v metodice VŠPS.

Cyklická část vývoje zaměstnanosti je determinovaná vazbou na poptávkové prostředí v ekonomice. Fáze hospodářského cyklu však ovlivňuje celkový vývoj počtu zaměstnanců na pozadí dlouhodobě pozorovaného trendového poklesu agregátní zaměstnanosti. Tento trend dostává v posledním období akcent nepříznivého strukturálního vývoje na trhu práce, který je odrazem jeho vysokých rigidit.[14]

[13] Přesvědčivé vysvětlení tohoto jevu zatím není k dispozici, existující hypotézy o vlivu změny režimu devizového kurzu, rozdílné pružnosti nominálních mezd a cen či o vazbě na převládající charakter šoků v ekonomice nebyly zatím podrobeny řádné examinaci.

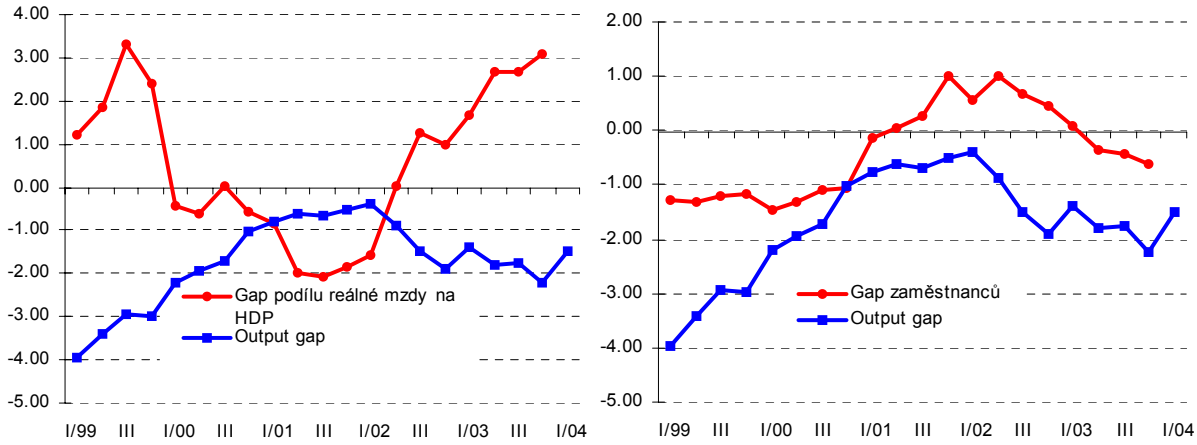
[14] Rostoucí nesoulad mezi nabídkou práce a poptávkou po ni vyvěrá z nízké kvalifikační a geografické flexibility pracovní síly, špatné návaznosti vzdělávacího systému na potřeby praxe zejména v průmyslu a štědrého sociálního systému nemotivujícího k pracovnímu uplatnění v rámci standardních pracovně-právních schémat. Opatření vlády v této oblasti zatím nepřinášejí kýžený efekt, jsou-li vůbec takový efekt z titulu své podoby a zaměření schopna přinést.

Graf: Vztah mezi vývojem reálných mezd a reálné spotřeby
Graf: Vazba podílu spotřeby na HDP na fázi hospodářského cyklu



Pramen: ČSÚ, ČNB

Graf: Vztah reálných mezd a fáze hospodářského cyklu
Graf: Vazba zaměstnanosti na fázi hospodářského cyklu

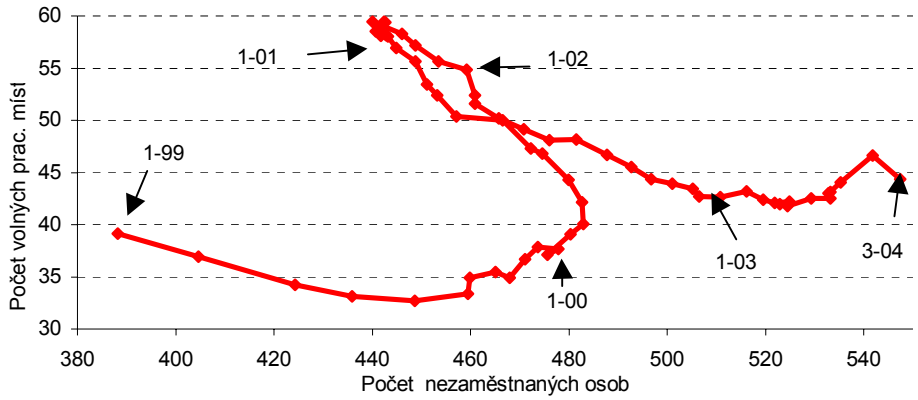


Aktuální vývoj na trhu práce (**Aktuální vývoj na trhu práce**) potvrzuje naše představy o cyklickém vztahu mezi reálnou ekonomickou aktivitou a zaměstnaností na bázi Okunova zákona (viz. obr.). Z důvodu transakčních nákladů (tzv. *hiring and firing costs*) a různých rozhodovacích a implementačních zpoždění, vývoj počtu zaměstnanců následuje trajektorii mezery výstupu se zpožděním 2 – 4 čtvrtletí. Dna v cyklickém vývoji zaměstnanosti tak bude dosaženo v první polovině roku 2004 v souvislosti s tím, jak záporná mezera výstupu kulminovala v druhém pololetí roku 2003.

Změnu trendu potvrzují též konjunkturní šetření. Analýza očekávání zaměstnanosti v průmyslu, stavebnictví, obchodě a vybraných službách (pokrývající cca 70 % zaměstnanců podle VŠPS) produkuje odhad meziročního poklesu počtu zaměstnanců včetně členů produkčních družstev v 1. a 2. čtvrtletí 2004 na úrovni -1,3 % a -0,8 %.

Dosažení dna hospodářského cyklu je pozorováno i na vztahu mezi počtem nezaměstnaných a volných pracovních míst. Tzv. Beveridgeova křivka se nachází ve stejné pozici jako při obratu v roce 2001. Výjimku z tohoto závěru pak tvoří poslední údaj, který však může být ovlivněn rostoucím kvalifikačním nesouladem mezi nabídkou a poptávkou, zejména v průmyslu (viz. **Cenové přirážky**).

Graf: Beveridgeova křivka



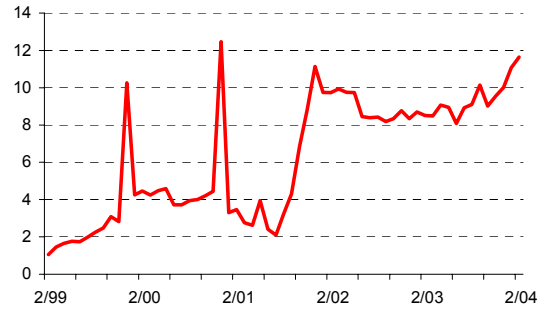
Pramen: MPSV, propočet ČNB

Pokles zaměstnanosti při růstu HDP v tempu kolem 3 % vedl k tomu, že i při setrvalých mzdových nárůstech došlo na agregátní úrovni k silnému snížení dynamiky nominálních mzdových nákladů a to zejména vlivem vývoje v průmyslu (**Aktuální vývoj na trhu práce**). To může být konkrétním projevem zhoršené konkurenceschopnosti průmyslu v roce 2002 dokumentovaném vývojem cenových přirážek (viz. **Cenové přirážky**), která firmy nutí snižovat osobní náklady propouštěním nebo snižováním dynamiky mezd. To byl jeden z konkrétních dopadů kulminující záporné mezery výstupu, který ilustruje nízké inflační tlaky v ekonomice. Pokles reálných jednotkových mzdových nákladů na NH úrovni potom indikuje, že výše popsaný vývoj nacházel svou pozitivní odezvu ve vývoji finančních výsledků hospodaření v podnikové sféře (**Depozitní směnky**).

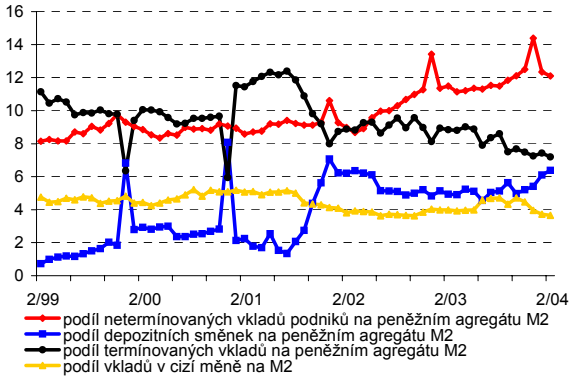
Box Depozitní směnky

Vysoká dynamika pokračovala u neobchodovatelných cenných papírů, které jsou součástí kvasi-peněz (zahrnují depozitní směnky a ostatní cenné papíry). Jejich meziroční přírůstek se v únoru 2004 zvýšil na 38,4 %. Podíl depozitních směnek na kvasi-penězích dosáhl 10,7 %, zatímco v červnu 2003 činil 7,3 % (průměr za 2. čtvrtletí 2003 - 12,2 %). Uvedené podíly jsou sice nízké, dochází však k jejich zvyšování a to u všech velkých bank. Vývoj depozitních směnek a struktury peněz podniků je patrný z následujících grafů.

Vývoj depozitních směnek
(podíly na kvasi penězích v %)



Struktura peněz podniků
(podíly na peněžním agregátu M2 v %)

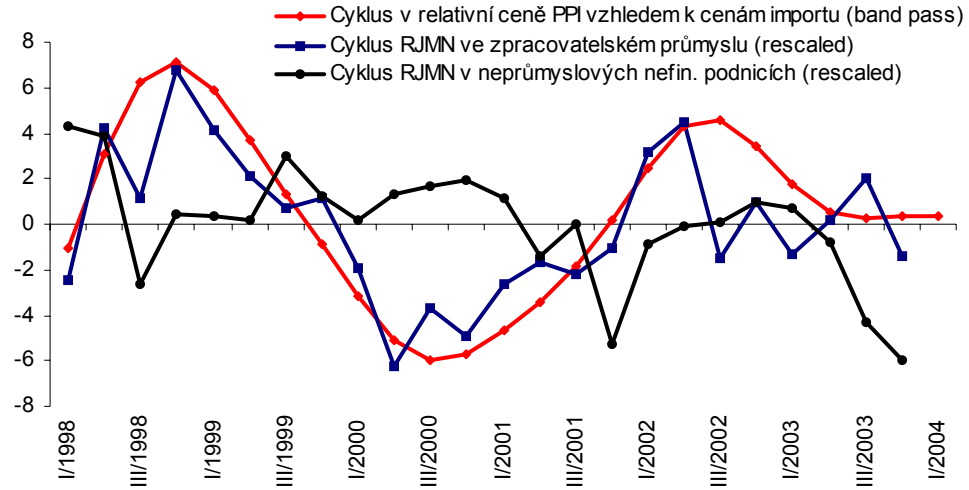


Depozitní směnky jsou vhodné zejména pro podniky s vysokými zůstatky na běžných účtech, které chtějí lépe zhodnocovat své dočasně volné finanční prostředky. Vyznačují se stanoveným intervalem splatnosti, minimální prodejní cenou a pevnou úrokovou sazbou, která je obecně vyšší než úrokové sazby na běžných účtech. Růst depozitních směnek se projevoval ve vyšším růstu peněz podniků a to i přes jeho stagnaci v únoru 2004 (v souvislosti s poklesem netermínovaných vkladů podniků). Uvedený vývoj tudíž mohl naznačovat vyšší tvorbu volných zdrojů podniků, které mohou být v budoucnu využity pro financování investic.

Výkyvy ve vývoji depozitních směnek koncem let 1999 až 2001 souvisely s krátkodobými přesuny zdrojů z termínovaných vkladů, neboť depozitní směnky nejsou součástí ročního příspěvku bank do Fondu pojištění vkladů. Ten byl do roku 2002 propočítáván podle stavu pohledávek vkladů k poslednímu dni v předchozím roce. Od května 2002 tento příspěvek představuje průměrný objem pojištěných pohledávek z vkladů bank propočítaný podle stavu pojištěných pohledávek a to z vkladů k poslednímu dni každého kalendářního měsíce v předchozím roce. Tím se výrazně snížilo riziko přesunů peněz mezi depozitními směnkami a termínovanými vklady patrné v minulosti vždy v závěru daného roku.

Reálné průměrné náklady práce lze chápat jako zástupnou veličinu pro reálné marginální náklady[15]. V uzavřené ekonomice se standardně předpokládá procyklický vývoj reálných marginálních nákladů. To je vysvětlováno tím, že na vrcholu ekonomické expanze se využívají výrobní faktory s nižší produktivitou. V malé otevřené ekonomice s rigiditami na trhu práce tomu však může být jinak, zejména pokud je ekonomika pod vlivem šoků do reálného kurzu. Například nadměrná reálná apreciace se projeví snížením cenové konkurenceschopnosti domácích firem exponovaných v mezinárodní soutěži. Pokud totiž firma (v monopolistické konkurenci) není schopna přizpůsobit cenu práce, kterou nakupuje, snížené ceně zahraničního zboží, je její optimální reakcí zvýšení relativní ceny svého produktu (např. sníží ceny méně než by odpovídalo poklesu importních cen). To je ovšem doprovázeno ztrátou reálného tržního podílu, poklesem ziskovosti a růstem RJMN. Znamená to cyklický pokles zaměstnanosti a výstupu. V důsledku toho lze pak pozorovat proticyklické chování RJMN.

Graf: Cyklus v RJMN a relativní ceně PPI k cenám dovozu



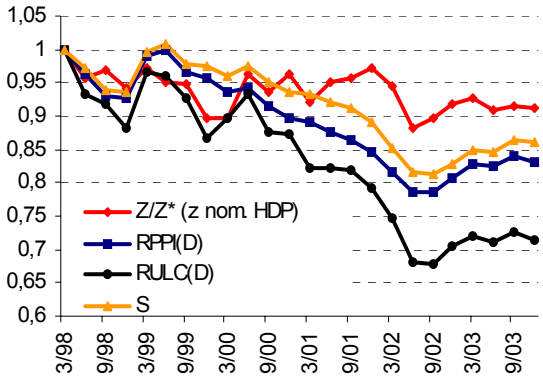
[15] Průměrné jednotkové náklady práce se za předpokladů, že zásoba kapitálu je v krátkém horizontu konstantní a že je použitá Cobb-Douglasová produkční funkce, liší od reálných marginálních nákladů pouze o konstantní faktor. Za těchto předpokladů by cyklické chování obou veličin mělo být stejné.

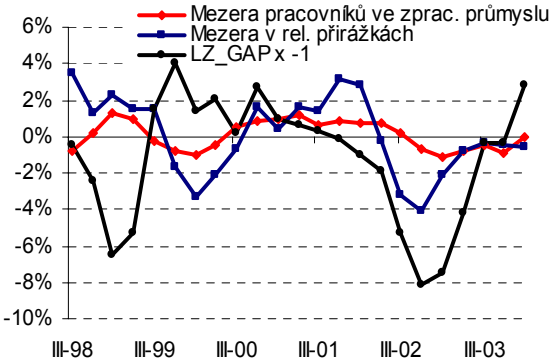
Tuto interpretaci ilustruje graf, který dává do souvislosti mezeru v relativní ceně, za kterou průmyslové podniky prodávají (PPI) vzhledem k importním cenám s cyklem v RJMN. Velmi dobrý soulad mezi těmito veličinami ukazuje, že klesající cena importovaného zboží představuje pro domácí firmy ve zpracovatelském průmyslu konkurenční tlak spíše než úlevu z nižších cen vstupů.

Tuto intuici potvrzuje i to, že cyklus v RJMN v neprůmyslových nefinančních podnicích probíhá zhruba opačně než je tomu u zpracovatelského průmyslu. Tyto podniky jsou méně vystaveny mezinárodní konkurenci a tak mohou více profitovat z nižších cen dovážených vstupů. Lze tudíž čekat, že cyklus v jejich RJMN bude spíše procyklický. Celkově nízká úroveň RJMN (neutrální ve zpracovatelském průmyslu) ukazuje na příznivou finanční situaci podniků a možnost dalšího zvyšování produkce bez výrazných inflačních tlaků. Zejména ve zpracovatelském průmyslu tato úroveň indikuje, že negativní dopady kurzového zhodnocení z roku 2002 na nákladovou konkurenceschopnost již odezněly. Za předpokladu platnosti diskutovaných cyklických vztahů je poslední známá úroveň RJMN konzistentní s výchozím předpokladem predikce o otevřené záporné mezeře výstupu v posledním čtvrtletí 2003.

Box Cenové přirážky

Ve čtvrtém čtvrtletí 2004 zůstala relativní cenová přirážka ve zpracovatelském průmyslu zhruba konstantní na svém dlouhodobém průměru. Došlo k tomu při dynamickém růstu produktivity práce z přidané hodnoty (o 8,2 % p.a. mezikvartálně, 6,5 % mzr.) a vyváženém vývoji cen a mezd, který vedl k zhruba stejnému znehodnocení reálného kurzu podle cen zboží i jednotkových nákladů práce (cca 3 % a 3,5 % mzr.).





Cyklický vývoj relativních cenových přirážek naznačuje možnost alternativního hodnocení kurzových podmínek z pohledu nabídkové strany ekonomiky. Zatímco mezera reálného kurzu na základě spotřebitelských cen již od poloviny roku 2003 indikuje uvolněný kurz, mezera relativních cenových přirážek ukazuje na přinejlepším neutrální podmínky na konci roku 2003.

Relativní cenové přirážky nad jednotkové náklady práce ve zpracovatelském průmyslu jsou indikátorem cenové konkurenceschopnosti domácí pracovní síly. Při jejich poklesu pod rovnovážnou úroveň je optimální reakcí firem snaha snížit osobní náklady a to buď snížením mezd nebo propuštěním méně produktivních pracovníků. Graf ukazuje na dobrou shodu v cyklickém chování relativních cenových přirážek a počtu pracovníků ve zpracovatelském průmyslu.

Graf ukazuje, že cyklus relativních cenových přirážek není nutně sladěný s cyklem reálného kurzu. Mezera v přirážkách je totiž rozdílem mezery reálného kurzu podle jednotkových nákladů práce (RULC) a mezery reálného kurzu podle cen zboží (RPPI) a tyto indikátory se mohou podle situace pohybovat spolu nebo proti sobě. Nicméně v roce 2002 byla záporná mezera v RULC větší než záporná mezera v RPPI. Nadhodnocení obou reálných kurzů podle cen zboží v roce 2002 bylo následkem pohybu nominálního kurzu, zhoršení cenových přirážek pak vyplynulo z menší flexibility nominálních mezd než cen, která vedla k většímu nadhodnocení RULC.

V důsledku nominální depreciace reálný kurz podle cen v druhé polovině roku 2003 znehodnotil nad svou trendovou hodnotu, avšak neutrální postavení relativních přirážek ukazuje, že ceny i mzdy na tuto depreciaci (a změny v produktivitě) reagovaly adekvátně. V této situaci přispívá kurz do inflace přímým kanálem, ale z pohledu jednotkových nákladů práce nedochází ani ke stimulaci ani k restrikci výstupu ve zpracovatelském průmyslu.

Neutrální pozice mezery relativních přirážek ukazuje, že existuje polštář pro tlumení možných inflačních tlaků, které by přicházely například z exogenního zvýšení poptávky. Zvýšení poptávky vede firmy ke zvyšování produkce a vzhledem ke klesajícím výnosů z rozsahu i k vyšším průměrným jednotkovým nákladům práce. Proto pokud k exogennímu zvýšení poptávky dojde v situaci podnormální úrovně relativní cenové přirážky mají firmy tendenci tlačit na zvýšení cen. Pokud je však cenová přirážka normální nebo nadnormální je firma méně nucena k promítání zvýšených jednotkových nákladů do cen.

Nejenom nákladová konkurenceschopnost, ale zejména postupné uvolňování kurzové složky přispělo k oživení růstu exportů, jejichž dynamika kulminovala v 2. polovině roku 2003. Volnější kurz zároveň působil na částečné snížení dovozní náročnosti agregátní poptávky v důsledku působení efektů intratemporální substituce. Příznivý vývoj zahraničního obchodu se projevil částečným snížením záporného příspěvku netto vývozu k růstu HDP.

Nehledě na negativní spotřebitelský sentiment a pomalý růstu domácí poptávky jako celku, lze počátkem roku 2004 počítat s rychlým růstem HDP, taženém skrze čistý export[16]. Meziroční dynamika zřejmě zůstane zachována na úrovni kolem 3%, ale mezikvartální růst lze v anualizovaném vyjádření očekávat nad 6%. Tento výhled je podpořen i analýzou předstihových a koincidenčních ukazatelů (viz. **Vývoj HDP v 1. čtvrtletí 2004…**). Pozitivní a zlepšující se podnikatelský sentiment potvrzují i konjunkturní šetření (viz Příloha č. 4).

Box Vývoj HDP v 1. čtvrtletí 2004 na základě předstihových a koincidenčních ukazatelů

Z dostupných výsledků metod na bázi předstihových a koincidenčních indikátorů a z faktorové analýzy cyklu HDP a jeho složek vyplývá, že růst reálného HDP se v 1. čtvrtletí 2004 pohyboval v intervalu 3,0 až 3,5 %. Průměr z přehledu výsledků konjunkturních metod v tabulce je ovlivněn odhadem vycházejícím z údajů za nabídková odvětví (CQE 2) udávajícím nižší dynamiku. Jeho výsledky jsou však spíše předběžné, neboť vycházejí pouze z dostupných odhadů ČSÚ za leden a únor. V mezikvartálním vyjádření vzrostl sezónně očištěný HDP oproti předchozímu čtvrtletí přibližně o 1,7 %.

Výsledky metod na bázi předstihových a koincidenčních ukazatelů

Metody	mzr. v %
CQE 1	3.5
SURE	3.0
CQE 2	2.0
LQE	3.2
průměr metod	**2.9**

[16] Předběžné výsledky obchodní bilance a bilance služeb (v běžných cenách) za leden až únor a vývoj cen zahraničního obchodu za leden a únor (meziroční změna směnných relací o 2,6 %) naznačují riziko odchylky ve směru vyššího záporného než současnou predikci očekávaného čistého vývozu, a to zejména v důsledku nižší úrovně celkového vývozu.

Předpoklady ekonomických mechanismů

Oproti minulé SZ došlo k několika drobným úpravám v predikčním aparátu. Byl posílen význam dolarového kurzu pro predikci importních cen prostřednictvím úpravy jádrového predikčního modelu a snížena propagace okamžitých sekundárních dopadů změn nepřímých daní skrze inflační očekávání na úroveň primárních dopadů. Dále bezprostřední sekundární dopady související s poklesem DPH byly posouzeny jako strukturální a nikoli cyklické. Proto byl tento efekt z měnověpolitické reakce výjimkován.

Zvýšením podílu dolarového kurzu v jádrovém modelu došlo ke zlepšení přesnosti střednědobé predikce importních cen. Změna reflektuje skutečnost, že podíl zboží obchodovaného v dolarech na celkových dovozech je zhruba 20 %. Přitom v importních cenách energií je zboží obchodovaného v dolarech 70% a ve zbytku importních cen 16%.

Podobně jako v minulé SZ byla zohledněna komunikační úloha měnové politiky ve způsobu promítání primárních dopadů harmonizačních úprav nepřímých daní do inflačních očekávání. Jedinou úpravou tak bylo sjednocení vnímání propagace sekundárních a primárních dopadů změn daní v ekonomice z důvodu zjednodušení jejich interpretace při velmi malém dopadu této změny na prognózu. Propagační mechanismus primárních a okamžitých sekundárních dopadů je v základním scénáři omezen na 20 % obvyklé výše.

Citlivostní analýza většího, resp. menšího promítání primárních dopadů změn nepřímých daní do ekonomiky je diskutována v rámci alternativních scénářů.

Trajektorie úrokových sazeb v prognóze nereaguje na primární inflační dopady těchto změn, podobně jako v minulých prognózách. Reaguje však na sekundární dopady: jak bezprostřední, tak časově rozložené. Výjimkou jsou pouze sekundární dopady související s poklesem DPH na 19 %. U těchto bezprostředních sekundárních dopadů předpokládáme, že obchodníci zlevní méně než jim primární dopad umožňuje. Vzhledem k současné fázi ekonomického cyklu (záporná mezera výstupu) je toto chování obchodníků spíše strukturálního než cyklického charakteru. Proto sekundární dopady spojené s poklesem DPH výjimkujeme.

II.4 Vyznění prognózy

HDP

Přes oddálení zahraniční konjunktury a nižší příspěvky fiskálu leží mezera výstupu oproti minulé predikci výše, a to zejména v roce 2004, na jehož konci by už mělo dojít k dosažení úrovně potenciálního produktu. Klíčový význam pro tento rozdíl a rychlost uzavírání mezery výstupu mají uvolněné reálné měnové podmínky, především v jejich kurzové složce, jejíž působení je v roce 2004 mnohem stimulativnější, než předpokládala minulá predikce. Naopak méně uvolněná je úroková složka, a to přes významně vyšší inflační očekávání (kompenzované růstem úrokových sazeb). Obě složky se postupně zpřísňují a koncem roku 2004 jsou už obě přísnější ve srovnání s minulou predikcí. Následný průběh výstupové mezery v roce 2005 je tak již obdobný. Reálné měnové podmínky nicméně zůstanou uvolněné až do roku 2006 a budou tak spolu se zahraniční konjunkturou vytvářet podmínky pro poptávkový inflační převis.

Srovnání predikce HDP a složek s 1. SZ

Rok 2004	meziroční růst			příspěvky k meziročnímu růstu v p.b.		
	1. SZ	4.SZ	Rozdíl	1. SZ	4.SZ	Rozdíl v p.b.
mzr v %						
Spotřeba domácností	4,5	4,0	-0,5	2,5	2,2	-0,3
Spotřeba vlády	0,8	0,0	-0,8	0,2	0,0	-0,2
Hrubá tvorba fixního kapitálu	4,5	6,5	2,0	1,5	2,2	0,7
mld. Kč						
Změna stavu zásob	27,3	33,0	5,7	-0,9	-0,5	0,5
Netto vývoz zboží a služeb	-186,0	-188,1	-2,1	-0,2	0,0	0,2
mzr v %						
HDP	3,1	4,0	0,9	3,1	4,0	0,9

Rok 2005	1. polovina roku 2005						rok 2005 - 4.SZ	
	meziroční růst			příspěvky k meziročnímu růstu v p.b.			růst	příspěvky
	1. SZ	4.SZ	Rozdíl	1. SZ	4.SZ	Rozdíl v p.b.	v %	v p.b.
mzr v %								
Spotřeba domácností	4,8	4,2	-0,6	2,7	2,3	-0,4	4,1	2,2
Spotřeba vlády	0,7	-1,4	-2,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	0,1
Hrubá tvorba fixního kapitálu	5,8	7,9	2,1	1,8	2,5	0,7	7,0	1,4
mld. Kč								
Změna stavu zásob	35,7	35,8	0,1	-0,3	0,3	0,5	35,6	-0,3
Netto vývoz zboží a služeb	-70,9	-69,3	1,6	-0,1	-0,7	-0,7	-200,2	-0,2
mzr v %								
HDP	4,2	4,1	-0,1	4,2	4,1	-0,1	3,9	3,9

Uzavírání mezery výstupu se bude projevovat ve zrychlování ekonomického růstu (zhruba 4 % v letech 2004 a 2005), což znamená významný nárůst oproti minulé predikci především v roce 2004. Tempo růstu potenciálu bude stagnovat kolem 2,5 %, podobně jako v minulé predikci. Přes velkou nejistotu o příčinách této stagnace, je zřejmé, že následuje útlum investiční aktivity pozorovaný v průběhu let 2002 a 2003, ale může být docela dobře pouze důsledkem přechodného urychlení růstu potenciálu v roce 2003 provázeném velkou volatilitou. Postupné urychlování temp růstu potenciálu je konzistentní s konvergenčními předpoklady o dlouhodobém růstu české ekonomiky a přichází se zpožděním po investičním vzepětí v letech 2004 a 2005.

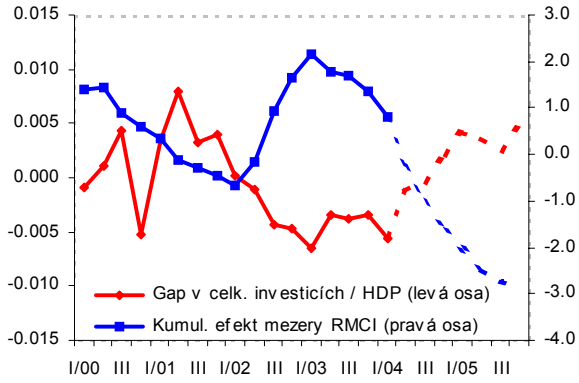
S prognózou ekonomické aktivity je nejbližším čtvrtletí konzistentní růst sezónně očištěné peněžní zásoby (M2) ve výši 2,7 % v reálném vyjádření. Po zohlednění prognózovaného vývoje inflace potom očekáváme růst sezónně očištěné nominální peněžní zásoby o 5,6 %.

Skladba složek reálných měnových podmínek se (kromě dalších faktorů) projeví i ve výdajové struktuře růstu HDP. Investiční aktivita bude reagovat rychleji na průběh cyklu a uzavírání mezery výstupu: v roce 2004 investice vystřídají spotřebu domácností jako hlavní poptávkový prvek růstu. V roce 2004 tak bude pokračovat oživování investiční aktivity, těžící zpočátku z volného reálného kurzu a zahraničního oživení, od roku 2005 pak i z vlivu uvolnění úrokové složky počátkem roku 2004. Tyto faktory se podepíší i na zlepšené finanční situaci podniků. Aktuální zpomalování dynamiky spotřeby domácností je odvozováno z předpokládaného snížení růstu reálných disponibilních příjmů domácností při vyšší inflaci, dočasného růstu nezaměstnanosti, a v neposlední řadě také zpřísněním reálných úrokových sazeb v průběhu roku 2003, vlivem poklesu inflačních očekávání. Tendence k poklesu tempa růstu spotřeby domácností je rovněž potvrzována dalším zhoršením spotřebitelského klimatu v březnu 2004 diskutovaném dříve.

Oživení růstu HTFK v letech 2004 a 2005 bude – vedle pokračujícího růstu vládních investic – podpořeno též obnovením dynamiky tvorby fixních investic soukromého sektoru, a to jak podniků, tak domácností. Investiční rozhodování podnikové sféry bude pozitivně ovlivněno oživením zahraniční konjunktury, která se promítne do zvýšení růstové dynamiky exportu. Stimulativně bude dále působit uvolněný devizový kurz a relativně příznivá úroková složka indexu reálných měnových podmínek. Anticipovaný vývoj mezery výstupu vzhledem k vypozorované souvislosti s vývojem investiční aktivity rovněž naznačuje obrat ve vývoji hrubé tvorby fixního kapitálu.

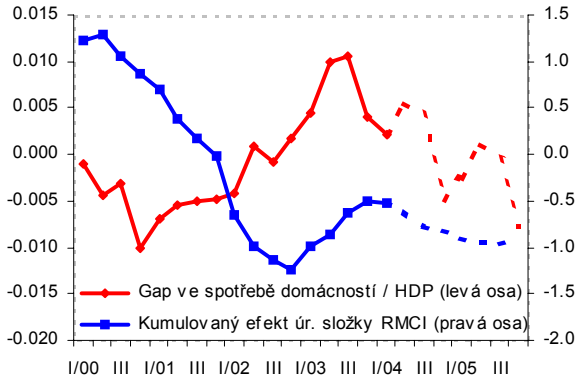
Graf: Vztah mezi vývojem investic a spotřeby a fází hospodářského cyklu na minulosti a v prognóze

Investice



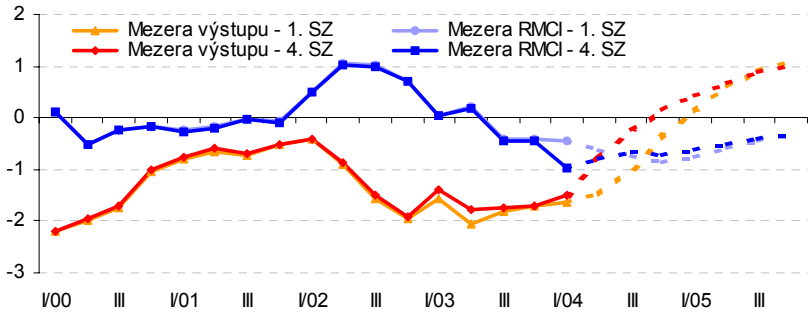
Pramen: ČNB

Spotřeba



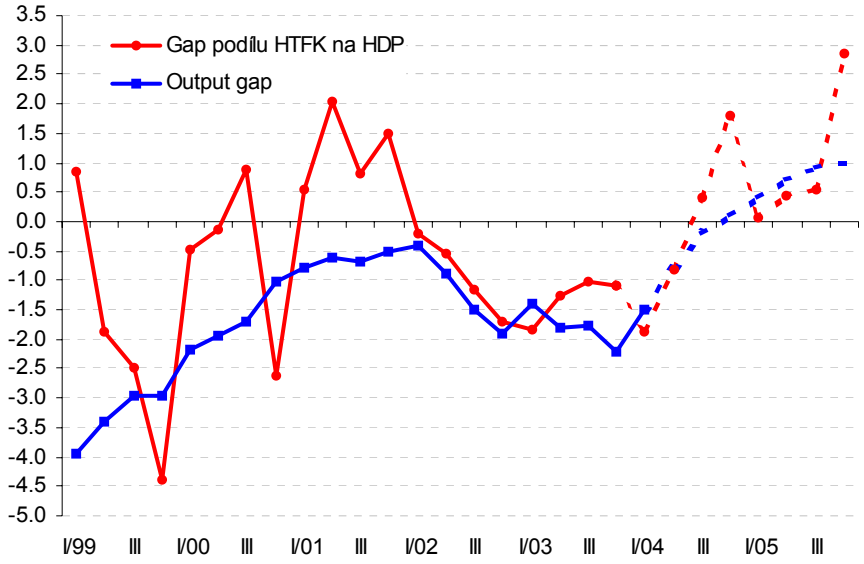
Pramen: ČNB

Mezera výstupu a RMCI



Pramen: ČNB

Graf: Vztah mezi vývojem investic a fází hospodářského cyklu na minulosti a v prognóze



Z hlediska zdrojů financování bude zvýšená tvorba fixního kapitálu podnikového sektoru v roce 2004 podporována zlepšenými hospodářskými výsledky z roku 2003 (signalizují překonání nepříznivých dopadů reálné kurzové apreciace v roce 2002 a nízké zahraniční poptávky skrze pokles růstu jednotkových mzdových nákladů) a pokračování růstu přílivu reálně alokovaných přímých zahraničních investic. Zvýšená investiční aktivita se však odrazí i v poptávce po externích zdrojích jejího financování. Je tak očekáváno zvýšení dynamiky úvěrů nefinančním podnikům, jejichž meziroční přírůstek dosáhne cca 4 %. I přes citelné zpomalení růstu fixních investic veřejného sektoru povede akcelerace soukromých investic k růstu agregátu HTFK v letech 2004 až 2005 přibližně o 7 %.

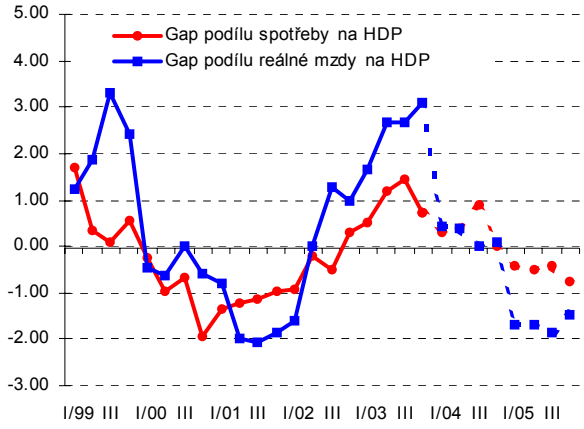
Cyklické zpomalení spotřeby na úkor investic se v letech 2004 a 2005 projeví růstem makroekonomické míry úspor, která se zřejmě odrazí i v mírnějším poklesu míry úspor sektoru domácností. S tímto vývojem by pak mělo souviset i mírnější tempo zadlužování domácností.

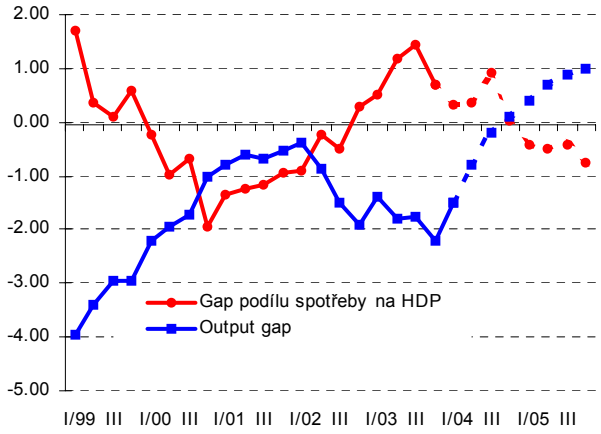
V souladu s očekávaným cyklickým zpomalením spotřebních výdajů je i zpomalování dynamiky úvěrů poskytovaných domácnostem. Jejich meziroční přírůstek by se měl snížit z 31,8 % v roce 2003 na cca 20 % v roce 2004, resp. z 60 mld. Kč v roce 2003 na cca 50 mld. Kč v roce 2004. Vedle přetrvávajícího poklesu dynamiky spotřebitelských úvěrů je předpokládáno rovněž snižování úvěrů na bydlení. Vývoj bude ovlivňován očekávaným nižším růstem reálných disponibilních příjmů domácností (včetně případných negativních dopadů změny DPH) a zvyšováním nákladů spojených s čerpáním úvěrů.

Zpomalení dynamiky spotřeby domácností bude na zdrojové stránce provázeno i útlumem reálných disponibilních příjmů. Zůstane tak zachován souhlasný průběh reálných mezd a spotřeby v rámci cyklu pozorovaný několik posledních let. Snížení tempa růstu průměrné nominální mzdy (jen z části kompenzované nižším poklesem počtu zaměstnanců v roce 2004 ve srovnání s rokem 2003) povede k mírnému snížení tempa růstu objemu mezd a platů v národním hospodářství. Opačně bude působit zvýšení tempa růstu sociálních transferů z veřejných rozpočtů z 3,8 % na 5,1 %. Tempo růstu nominálních zdrojů domácností se proto v roce 2004 příliš nezmění, vlivem rostoucí inflace však bude jeho reálný růst podstatně nižší

než v roce 2003. Nižší reálné zdroje pro financování spotřeby domácností s sebou přinesou nižší tempo růstu spotřebních výdajů oproti roku 2005.

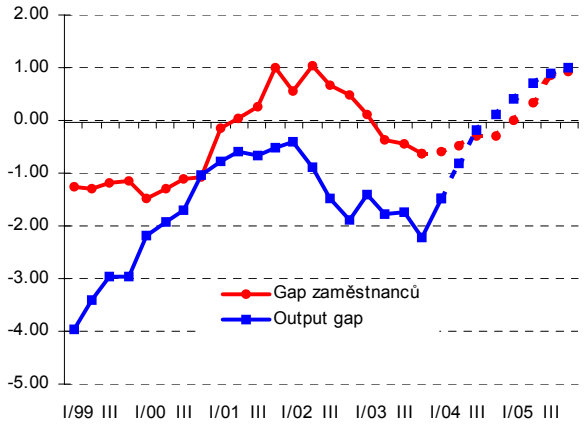
Graf: Vztah mezi vývojem reálných mezd a reálné spotřeby na minulosti a v prognóze
Graf: Vazba podílu spotřeby na HDP na fázi hospodářského cyklu na minulosti a v prognóze

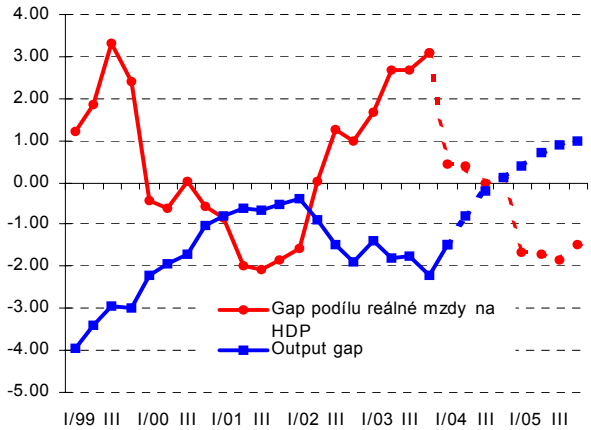




Uzavírání mezery výstupu na horizontu prognózy bude dominantním faktorem očekávaného obratu ve vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti v letech 2004 a 2005. V návaznosti na urychlený růst HDP v roce 2003 a na předpokládané pokračování tohoto vývoje v roce 2004 tudíž očekáváme obrat ve vývoji zaměstnanosti. Změnu trendu potvrzují také konjunkturní šetření diskutovaná dříve[17].

Graf: Vazba zaměstnanosti na fázi hospodářského cyklu na minulosti a v prognóze
Graf: Vztah reálných mezd a fáze hospodářského cyklu na minulosti a v prognóze





[17] Ta přináší i mírně optimističtější scénář ve srovnání s naší predikcí. Změnu trendu zaměstnanosti očekáváme ve srovnání s 1. SZ při nižších hodnotách meziročního poklesu počtu zaměstnanců. Výraznější zlepšování zaměstnanosti oproti 1. SZ je v souladu s rychlejším uzavíráním produkční mezery.

V důsledku prohlubujícího se nesouladu mezi nabídkou a poptávkou po pracovní síle (vztah dobře ilustruje tzv. Beveridgeova křivka) očekáváme méně pružnou reakci registrované nezaměstnanosti na zvýšenou poptávku po práci. Vyšší nabídka nově hlášených volných pracovních míst povede ke snižování krátkodobé nezaměstnanosti. Celková nezaměstnanost se začne snižovat až ve druhé polovině roku 2004. Průměrná hodnota míry registrované nezaměstnanosti bude v roce 2004 ve srovnání s 1. SZ o 0,2 p.b. vyšší.

Cyklické vlastnosti průměrné reálné mzdy a jejich negativní korelace s vývojem mezery výstupu budou zachovány. Vlivem zpoždění vývoje zaměstnanosti za reálnou ekonomickou aktivitou, přítomností dalších zpoždění ve vztahu mezi nezaměstnaností a nominální mzdou (viz. **Predikce nominálních mezd**) a vlivem kolísání tempa inflace je vývoj reálné mzdy resp. její podíl na HDP anticyklický ve vztahu k vývoji mezery výstupu.

Box Predikce nominálních mezd

Konkrétně mírně rostoucí průměrná registrovaná nezaměstnanost mírně oslabí tlaky na růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře. Inflační očekávání odborových svazů, která vstoupila do mzdových vyjednávání a která zohledňují mj. dopady úprav nepřímých daní, jsou stejná jako v 1. SZ. V podnikatelské sféře se průměrná mzda v roce 2004 podle prognózy zvýší o 5,8 % (-0,2 p.b. oproti 1. SZ). Výraznějšího růstu mezd může být dosahováno v odvětvích, kde pokračuje restrukturalizace. Spíše než o přímé zvyšování individuálních mezd půjde o snižování váhy domácích podniků v souvislosti s odchody některých z nich z odvětví.

V nepodnikatelské sféře se oproti 1. SZ predikce nemění. Ze skutečnosti SR za rok 2003 vyplývá, že došlo k přečerpání mzdových prostředků. To by vzhledem k rozpočtovanému objemu mzdových prostředků na rok 2004[18] znamenalo nižší meziroční růst průměrné mzdy. Podle usnesení vlády ze dne 28.3. bude vyplacen 13. plat ve výši 10 %, přičemž stále není jasná výše 14. platů. Z toho plynou určitá rizika, že průměrná mzda v nepodnikatelské sféře letos vzroste ve srovnání s predikcí méně. Příjmy státního rozpočtu se v letošním roce vyvíjejí příznivě. Z toho důvodu předpokládáme růst průměrné mzdy ve výši 5,0 %.

Očekávané ekonomické oživení bude v letech 2004 a 2005 doprovázeno postupným zlepšováním čistých exportů. To bude odrážet jak zlepšení zahraniční konjunktury, tak volné nastavení reálného kurzu od roku 2003, které se projeví i poklesem dovozní náročnosti domácí poptávky. Souhrou jednotlivých faktorů na straně dovozu i vývozu dojde k přechodnému vymizení záporného příspěvku netto vývozu k růstu HDP v roce 2004. V roce 2005 se po odeznění nejsilnější fáze uvolnění reálného kurzu a částečném zpomalení růstu vývozu opět projeví mírný záporný příspěvek netto vývozu. Negativní čistý vývoz je jinak (vyjádřeno ve stálých cenách 1995) obvykle dosahován vlivem trvale rostoucí úrovně domácí poptávky. Tak tomu ovšem nemusí být v případě běžných cen, kdy trvale se zlepšující směnné relace zejména vlivem vývozních cen budou působit směrem k poklesu negativního salda výkonové bilance v letech 2004 a 2005.

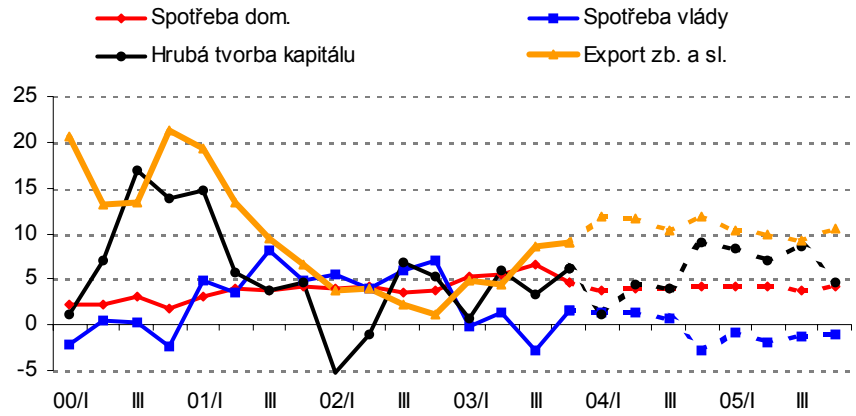
Predikce cen zahraničního obchodu založená na veličinách referenčního scénáře předpokládá pro rok 2004 další pozitivní vývoj směnných relací na úrovni 1,3 %, což oproti předchozímu roku představuje mírné zlepšení (při růstu vývozních cen o 0,5 % a poklesu cen dovozu o 0,8 %). Metodou čistého vývozu lze po konverzi cen zahraničního obchodu na deflátory

[18] Mzdové náklady rozpočtované za provedenou práci v organizačních složkách státu a v příspěvkových organizacích představují pro rok 2004 částku 109 mld. Kč. V této částce jsou zahrnuty i výdaje na platy a ostatní platby za provedenou práci pro regionální školství, které byly převedeny do působnosti krajů, resp. obcí. Nejsou v ní však zahrnuty výdaje zdravotnických zařízení, jejichž financování je napojeno na síť zdravotních pojišťoven, ani výdaje organizací, které své zaměstnance odměňují podle zákona č. 1/1992 Sb., o mzdě. V uvedených částkách proto nejsou zahrnuty ani prostředky na platy zaměstnanců vysokých, církevních a soukromých škol.

vývozu a dovozu očekávat schodek obchodní bilanci na úrovni cca 40 mld. Kč. Pro rok 2005 znamená propočet vycházející z čistého vývozu schodek obchodní bilance ve výši cca 31 mld. Kč a kladné směnné relace 0,8 %[19]. Předběžné výsledky obchodní bilance a bilance služeb i vývoj cen zahraničního obchodu za leden a únor ukazují na riziko odchylky predikce od odhadu založeného na čistém vývozu směrem k jeho prohloubení, a to zejména v důsledku nižší úrovně celkového vývozu.

Oživení dynamiky růstu domácích exportů z 2. poloviny roku 2003 bude pokračovat i v letech 2004 a 2005. Na růst vývozu bude příznivě působit především očekávané oživení konjunktury v zemích EU a střední Evropy. Do růstu exportu se promítne rovněž uvolnění kurzové složky indexu reálných měnových podmínek, které kulminovalo na přelomu let 2003 a 2004. Z pohledu nabídkové strany očekáváme pozitivní vliv pozvolné restrukturalizace v důsledku předchozího přílivu PZI projevující se v podobě růstu produktivity a zvyšování cenové i necenové konkurenceschopnosti domácích exportérů na zahraničních trzích. Růst vývozů zboží a služeb v letech 2004 a 2005 se bude pohybovat na úrovni 11,4 %, resp. 10 %.

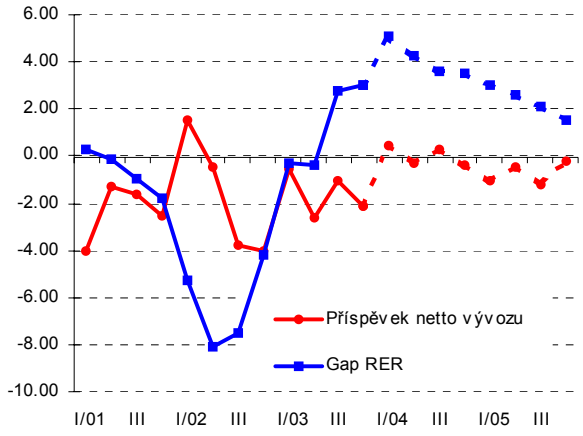
Vývoj komponent agregátní poptávky (meziročně v %)

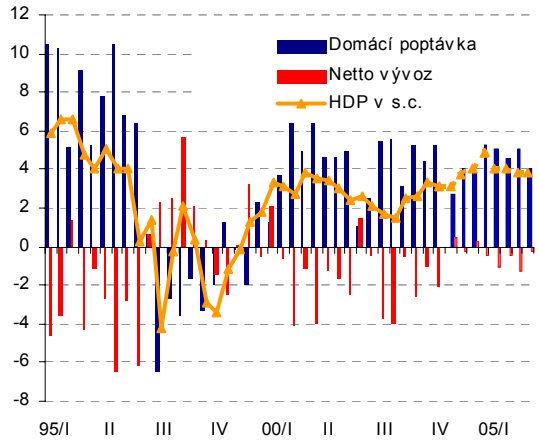


Dominantním faktorem vývoje dovozu v letech 2004 a 2005 bude i nadále struktura agregátní poptávky (ve smyslu celkové domácí poptávky a vývozu), resp. příspěvky jejích jednotlivých komponent k jejímu růstu. Uvolněný reálný devizový kurz bude působit na mírné snižování dovozní náročnosti komponent agregátní poptávky kanálem intratemporální substituce. Výsledkem působení uvedených faktorů bude mírné zrychlení růstu reálného dovozu zboží a služeb v roce 2004 na 10,1 %, resp. 9,6 % v roce 2005.

[19] Uvedená predikce obchodní bilance a cen zahraničního obchodu je v souladu s predikcí v rámci samostatného simultánního modelu obchodní bilance, která odhaduje růst směnných relací pro rok 2004 o 1,2 % a pokles deficitu na úroveň 50 mld. Kč.

Graf: Mezera reálného devizového kurzu versus příspěvek netto vývozu k růstu HDP
Graf: Příspěvky netto vývozu a domácí poptávky k růstu HDP (v p.b., HDP v %)





Výdaje na HDP (meziroční změny v %)

UKAZATEL	2002	I/03	II/03	III/03	IV/03	2003	I/04	II/04	III/04	IV/04	2004	I/05	II/05	I/05	II/05	2005
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	**2.0**	***2.5***	***2.6***	***3.4***	***3.1***	**2.9**	***3.2***	***3.8***	***4.1***	***4.8***	**4.0**	***4.1***	***4.0***	***3.8***	***3.8***	**3.9**
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	**3.1**	*3.8*	*4.7*	*5.9*	*6.5*	**5.2**	*6.9*	*7.3*	*6.4*	*7.8*	**7.1**	*7.5*	*6.8*	*6.6*	*6.7*	**6.9**
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA	**3.4**	*2.9*	*4.9*	*4.0*	*4.5*	**4.1**	*2.5*	*3.7*	*3.4*	*4.4*	**3.5**	*4.8*	*4.2*	*4.5*	*3.4*	**4.2**
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA	**3.2**	*3.2*	*4.0*	*4.4*	*4.0*	**3.9**	*3.6*	*4.1*	*4.2*	*4.2*	**4.1**	*4.7*	*4.1*	*3.8*	*4.0*	**4.1**
v tom:																
Spotřeba domácností	**3.9**	*5.3*	*5.5*	*6.7*	*4.6*	**5.5**	*3.8*	*4.0*	*3.9*	*4.2*	**4.0**	*4.2*	*4.2*	*3.8*	*4.2*	**4.1**
Spotřeba vlády	**5.7**	*-0.1*	*1.3*	*-2.9*	*1.6*	**0.0**	*1.3*	*1.4*	*0.8*	*-2.7*	**0.0**	*-0.8*	*-1.9*	*-1.4*	*-1.0*	**-1.3**
Spotřeba neziskových institucí	**6.8**	*4.6*	*2.5*	*1.6*	*1.1*	**2.4**	*0.7*	*1.3*	*0.6*	*3.0*	**1.5**	*1.4*	*2.7*	*0.9*	*2.8*	**2.0**
Hrubá tvorba fixního kapitálu	**0.6**	*1.5*	*3.1*	*4.7*	*4.8*	**3.7**	*4.8*	*5.9*	*6.6*	*8.1*	**6.5**	*8.7*	*7.1*	*6.3*	*6.3*	**7.0**
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	**4.3**	*5.0*	*6.9*	*8.6*	*9.5*	**7.6**	*10.5*	*10.9*	*8.8*	*10.3*	**10.1**	*10.6*	*9.5*	*9.3*	*9.1*	**9.6**
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	**2.8**	*4.8*	*4.4*	*8.5*	*9.0*	**6.7**	*11.9*	*11.7*	*10.3*	*11.8*	**11.4**	*10.3*	*9.9*	*9.2*	*10.5*	**10.0**
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mld. Kč)	**-163.5**	*-27.5*	*-36.4*	*-49.6*	*-74.7*	**-188.2**	*-25.7*	*-37.5*	*-48.5*	*-76.4*	**-188.1**	*-29.7*	*-39.6*	*-53.7*	*-77.2*	**-200.2**
PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP	**-10.6**	*-7.3*	*-8.9*	*-12.4*	*-19.1*	**-11.9**	*-6.6*	*-8.8*	*-11.6*	*-18.3*	**-11.4**	*-7.3*	*-9.0*	*-12.4*	*-17.8*	**-11.7**

Základní ukazatele trhu práce (mzr. změny v % pokud není uvedeno jinak)

UKAZATEL	2003	I/04	II/04	III/04	IV/04	2004	I/05	II/05	III/05	IV/05	2005
Zaměstnanost celkem	-0.7	-1.1	-0.9	-0.2	0.0	-0.5	0.2	0.5	0.6	0.5	0.4
z toho : zaměstnanci a)	-2.0	-1.6	-1.1	-0.7	-0.5	-1.0	-0.3	-0.1	0.3	0.4	0.1
ostatní zaměstnaní	6.4	1.1	0.1	2.4	2.4	1.5	2.6	2.9	1.9	0.8	2.0
Registrovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr za období	9.9	10.8	10.2	10.4	10.3	10.4	10.7	10.1	10.2	10.0	10.2
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr	7.8	8.3	8.1	7.8	7.8	8.0	7.9	7.5	7.0	7.1	7.4
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) b)	6.8	5.2	5.3	5.6	6.1	5.6	5.9	5.7	6.0	6.0	5.9
v Kč (nominální)	16917	16163	17983	17454	19846	17860	17120	19008	18501	21037	18915
(reálná)	6.7	2.8	2.2	1.6	2.0	2.1	2.4	2.4	2.9	2.9	2.7
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	6.0	6.1	5.2	5.5	6.3	5.8	6.2	6.3	6.1	6.1	6.2
v Kč (nominální)	16956	16586	17838	17682	19701	17939	17613	18962	18761	20903	19047
z toho: průmysl (nominální)	6.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
nepodnikatelská sféra (nominální)	9.8	3.1	5.5	5.9	5.7	5.0	5.0	3.6	5.7	5.7	5.0
v Kč (nominální)	16785	15111	18475	16646	20362	17624	15868	19136	17595	21523	.
Mzdy a platy v NH (nominální) c)	4.7	3.6	4.2	4.9	5.6	4.6	5.7	5.6	3.3	6.4	6.0
NJMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)	1.7	0.4	0.4	0.8	0.7	0.6	1.5	1.5	2.4	2.5	2.0
NJMN v průmyslu (nominální mzda na PP z tržeb)	-2.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
NHPP (HDP v s.c. na modifikované zaměstnané z VŠPS)	3.6	4.1	4.2	4.1	4.7	4.3	3.8	3.6	3.2	3.4	3.5

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočet ČNB

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

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

c) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnanci v NH

Devizový kurz a dovezená inflace

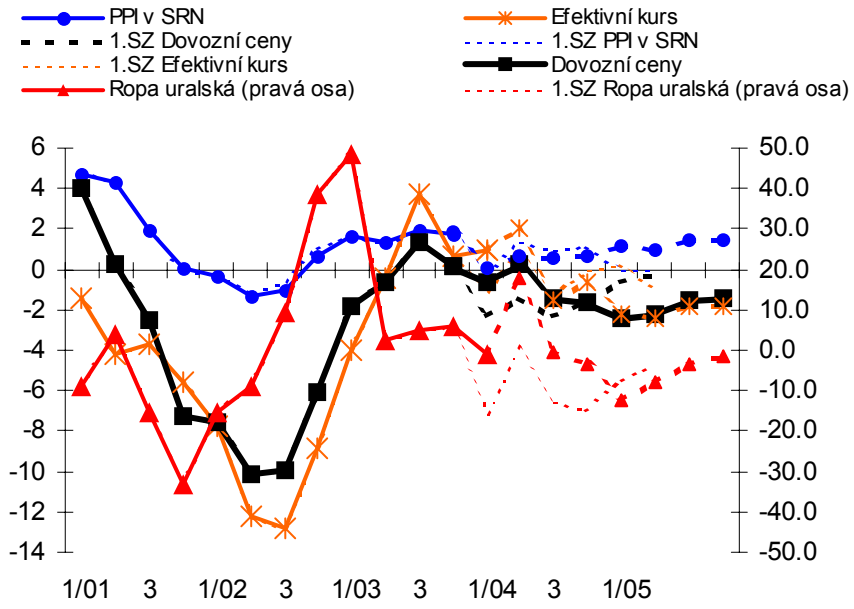
Základní scénář predikce počítá s apreciací nominálního kurzu na celém predikčním horizontu, což bude výsledkem růstu úrokového diferenciálu a postupného poklesu rizikové prémie. Očekávané zvyšování domácích úrokových sazeb v reakci na vývoj inflace při stagnaci resp. mírném růstu zahraničních úrokových sazeb tak převáží depreciační tlaky

plynoucí z relativně rychlého růstu domácí inflace v krátkém období. Počáteční reakce domácích sazeb a očekávání jejich dalšího růstu je tak klíčovým faktorem způsobujícím apreciaci nominálního resp. reálného kurzu a pokles dovezené inflace.

Apreciace nominálního kurzu spolu s nižší zahraniční inflací vede oproti minulé situační zprávě k nižší predikci dovozních cen. Vlivem historického vývoje nominálního kurzu je zpočátku predikce inflace dovozních cen kladná, rychle však klesá. Již koncem tohoto roku jsou dovozní ceny záporné a to více než v minulé predikci. Stejným tj. desinflačním směrem bude působit i zachování relativního zhodnocení eura vůči dolaru předpokládané v referenčním scénáři.

Predikce dovozních cen předpokládá (vyjma 2. čtvrtletí 2004) dlouhodobý trend postupného prohlubování jejich meziročních poklesů, avšak na úrovni, která nebude představovat výrazné protiinflační působení. Dominantní na dlouhodobý vývoj meziročních hodnot dovozních cen bude mít především apreciace devizového kurzu po celé období prognózy spolu s dlouhodobým poklesem cen energetických surovin, zatímco zahraniční inflace bude po celé prognózované období působit mírně proinflačně. Z hlediska jednotlivých komponent dovozních cen však bude jejich vývoj značně diferencovaný. Jestliže u cen dovážených energetických surovin prognóza předpokládá výrazný pokles (protiinflační vývoj kurzu k USD a dolarových cen surovin), u ostatních dovážených výrobků vyjma potravin se předpokládá velmi mírný meziroční pokles cen (apreciace devizového kurzu převáží nad kladným příspěvkem zahraniční inflace). Naopak u cen dovážených potravin bude pokračovat relativně rychlý meziroční růst cen díky vyšší zahraniční inflaci u zemědělských a potravinářských produktů.

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



Predikce jednotlivých segmentů dovozních cen (mzr. v %)

	1/04	2	3	4	1/05	2	3	4
Dovozní ceny	-0.6	0.4	-1.4	-1.5	-2.4	-2.3	-1.5	-1.4
Dovozní ceny bez energií a potravin	-0.1	0.2	-0.6	-0.8	-1.1	-1.2	-1.1	-1.2
Dovozní ceny potravin	4.4	6.6	5.5	4.6	2.9	1.6	0.8	0.2
Dovozní ceny energiií	-7.5	-1.7	-12.7	-12.0	-17.3	-14.2	-7.1	1.2

Inflace

Obrat ve vývoji makroekonomických veličin, který přináší tato prognóza, bude patrný i ve vývoji inflace. Hmatatelné poptávkové inflační tlaky související s rychlým překmitem mezery výstupu do kladných hodnot budou aktivovány již na přelomu let 2004 a 2005, což je oproti 1. SZ změna jak v časování, tak v intenzitě působení na cenový vývoj.

Box Predikce regulovaných cen

V 1. SZ 2004 jsme predikovali meziroční růst regulovaných cen ke konci roku 2004 6,2 %, nyní predikujeme 4,7 %.

Kromě malé lednové chyby (telefonní poplatky) se predikce na rok 2004 změnila z následujících důvodů:
- v roce 2004 se velmi pravděpodobně již nebude zvyšovat regulované nájemné (predikce 1. SZ předpokládala 10 % růst v červenci),
- snížení DPH z 22 na 19 % od 1. května 2004 (představuje pokles cen dotčených položek o cca 2,5 %, např. elektřina, plyn),
- od 1. 4. bude snížena cena zemního plynu o cca 3,5 %,
- upřesnění predikcí dalších položek s drobnými dopady do inflace.

V roce 2004 bude mít podle našeho odhadu nejvyšší dopad do inflace růst telefonních poplatků (DPH leden), růst cen elektřiny (leden), růst poplatku za televizi (odhadujeme červenec) a růst cen tepla (průběžně).

Ke konci roku 2005 jsme predikovali meziroční růst regulovaných cen 2,1 %, nyní predikujeme 2,3 %. Jedinou významnější změnou proti predikci v 1. SZ je zvýšení predikce růstu regulovaného nájemného ze 7 % na 10 % a přesunutí tohoto pohybu z července na leden – jedná se vlastně o odsun zvýšení neuskutečněného v roce 2004. V roce 2005 bude mít podle našeho odhadu nejvyšší dopad do inflace zvýšení regulovaného nájemného, růst cen tepla a vodného a stočného.

Nadto bude vývoj inflace v roce 2004 silně determinován zvýšením příspěvku administrativních vlivů k růstu cenové hladiny v řádu kolem 1,7 p.b. oproti roku 2003 (v 1. SZ 1,9 p.b.) Tento příspěvek bude vyvěrat za prvé z daňových harmonizačních změn u spotřebních daní a DPH v rámci reformy veřejných financí. Zde predikce po zhodnocení nových informací předpokládá příspěvek primárních dopadů k mzr. růstu cen ke konci roku 2004 ve výši 0,76 p.b. (vs. 0,63 p.b. v 1. SZ). S tím spojené bezprostřední sekundární dopady jsou oproti prognóze z 1. SZ vlivem jiné struktury daňových změn odhadovány rovněž o 0,15 p.b. vyšší, takže celkový příspěvek změn daní potom činí 1,21 p.b. (oproti 0,94 p.b. v 1. SZ). Podrobnější diskuzi těchto dopadů obsahuje box **Dopad změn nepřímých daní**. Rovněž zrychlení růstu regulovaných cen (4,7 % mzr. růstu ke konci roku 2004) bude působit ve směru celkově rychlejšího vzlínání cenové hladiny v roce 2004, i když zde se predikce oproti 1. SZ snižuje (1. SZ mzr. růst 6,2 % v prosinci 2004). V dalších letech by se měl příspěvek administrativních opatření do inflace stabilizovat pod 1 procentním bodem (**Predikce regulovaných cen**).

Z domácí povahou převážně nákladových faktorů ovlivní trajektorii inflace v roce 2004 dále zejména ceny zemědělských výrobců (**Predikce CZV**). Jejich strmý růst v počátku roku 2004 se bude postupně promítat do zrychlování mzr. hodnot cen potravin v rámci čisté inflace, jejichž dynamika růstu bude kulminovat v letních měsících roku. S očekávaným zklidněním cen na trhu zemědělské produkce po nové sklizni se bude postupně zpomalovat i mzr. růst cen potravin, k čemuž rovněž přispěje loňská vysoká srovnávací základna. Ke konci roku 2004 by potraviny měly dosáhnout mzr. růstu ve výši 3,7 % (vs. 2,5 % v 1. SZ).

Box Predikce CZV

Ceny zemědělských výrobců v prvním čtvrtletí 2004 pokračovaly v trendu výrazné akcelerace cenového růstu, započatého v druhé polovině roku 2003. Jestliže v prosinci 2003 činil meziroční růst cen zemědělských výrobců 8 %, v únoru 2004 to bylo již 13,4 %. Na této akceleraci cenového růstu se v prvním čtvrtletí téměř výhradně podílely produkty rostlinné výroby, jejichž ceny se meziročně zvýšily až na 41,3 % v únoru 2004. Výraznější cenový nárůst se sice týkal většiny komodit rostlinné výroby, avšak nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu cen měl vývoj cen obilovin (v únoru o 30,6 %) a dále cen brambor (116,4 %). Výrazná odchylka prognózy (6 %) a skutečnosti (13,8 %) u cen zemědělských výrobců v prvním čtvrtletí 2004 jde téměř výhradně na vrub produktů rostlinného původu, kde prognóza 1. SZ uvažovala se zastavením růstu cenové hladiny na počátku letošního roku, zatímco ceny zejména obilovin a brambor dále pokračovaly ve svém vzestupném trendu.

Hlavní příčinou výrazného nárůstu cen komodit rostlinné výroby v druhé polovině loňského roku i na počátku roku letošního byla změna poměru mezi nabídkou a poptávkou na trhu agrárních komodit v důsledku nepříznivých klimatických podmínek pro zemědělskou výrobu v roce 2003, přičemž tento stav nepanoval pouze v ČR, ale i v okolních zemích. Důsledkem byla nižší produkce zejména obilovin, olejnin, brambor a dalších rostlinných produktů. K výraznému snížení nabídky došlo především u obilovin (v ČR podle odhadu meziročně o 16 %). Rovněž v ostatních evropských zemích byla sklizeň obilovin v roce 2003 ze stejných důvodů nízká a z pohledu tuzemských producentů tak došlo k výraznému zlepšení možností vývozu obilovin, což umožňovalo i dlouhodobější oslabování kurzu koruny vůči euru. Možnost uplatnit tuzemskou produkci v zahraničí za vyšší ceny než v tuzemsku pak v kombinaci se slabou nabídkou na domácím trhu vedla k prudké akceleraci cen na domácím trhu. Naproti tomu cenový vývoj živočišných produktů i v prvním čtvrtletí (-2,2 % mzr. v únoru) nevybočil výrazně od trendu tří předchozích čtvrtletí, kdy se ceny převážně pohybovaly mírně pod úrovní srovnatelného období předchozího roku, zejména díky dlouhodobější převaze nabídky nad poptávkou. V souhrnu tak vývoj cen zemědělských výrobců za předchozí 3. čtvrtletí vytvářel předpoklady pro výrazný růst cen jak v navazujícím potravinářském průmyslu, tak i návazně ve spotřebitelských cenách potravin.

Aktuální vývoj za duben (údaje z Plodinové burzy Brno) již ukazuje na zastavení růstu cenové hladiny u rozhodujících zemědělských produktů, resp. již jejich mírný pokles (u obilovin vlivem zavedení vývozních licencí). Rovněž u termínových kontraktů na zahraničních burzách došlo i k mírnému poklesu termínovaných cen. Predikce cen zemědělských výrobců předpokládá, že ve zbývajících čtvrtletích již nebude pokračovat další růst cenové hladiny u produktů rostlinné výroby a naopak v druhé polovině roku dojde k poklesu cen vlivem uplatnění domácí produkce z nové sklizně a souběžnému poklesu cen i v zahraničí. Naopak u živočišné výroby lze očekávat mírný růst cen některých produktů, zejména v souvislosti se změnou tržního pořádku souvisejícího se vstupem do EU. V souhrnu v meziročním vyjádření bude výše naznačený vývoj znamenat postupné snižování dosavadního vysokého meziročního růstu CZV a tím i postupné odeznění aktuálních výrazných proinflačních tlaků u cen potravin.

Predikce cen zemědělských výrobců (mzr. v %)

1/2003	2	3	4	1/2004	2	3	4
-14.9	-9.2	1.2	5.0	13.8	12.2	4.7	0.6

Avizované relativně rychlé uzavírání záporné mezery výstupu v roce 2004 bude spojeno s adekvátním odezníváním dezinflačních tlaků vyplývajících z poptávkového prostředí v ekonomice. Zrychlující se hospodářský růst tažený uvolněnými reálnými měnovými podmínkami a zahraničním oživením bude postupně generovat zvyšující se poptávkové tlaky v ekonomice. S tímto počítá prognóza i přesto, že k růstu HDP a obratu v hospodářském cyklu přispějí zejména investice a čisté vývozy.

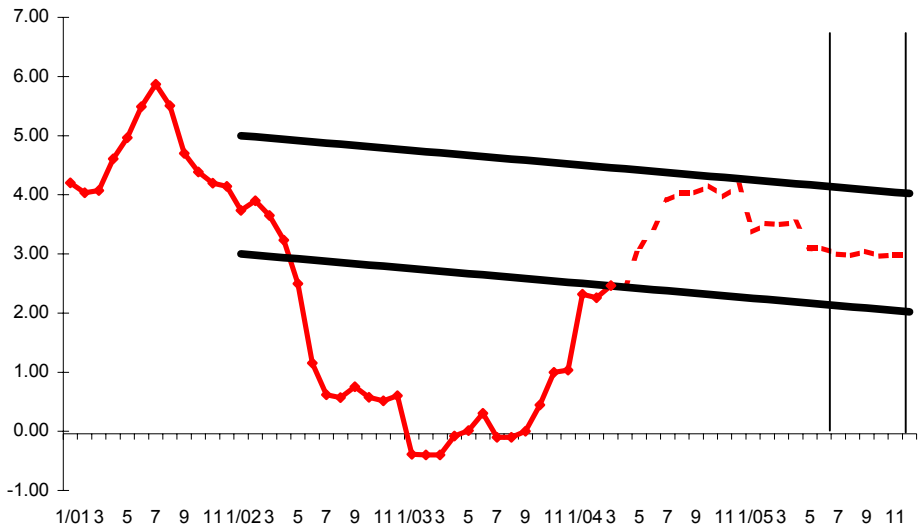
Optikou vývoje korigované inflace bez pohonných hmot bude potom cenový růst vlivem zejména poptávkového prostředí a sekundárních dopadů daní zrychlovat na hodnotu 2,7 % ke konci roku 2004 (vs. 1,6 % v 1. SZ). Bude se tomu tak dít i v podmínkách, kdy dovozní ceny bez energií a potravin budou vytvářet převážně dezinflační tlaky z titulu svého meziročního poklesu.

Vývoj cen pohonných hmot bude i nadále dominantně určován vývojem cen dovážených energetických surovin a kurzem Kč/USD. Bez vlivu primárních dopadů změn daní dosáhne jejich růst ke konci roku 2004 hodnot 2,8 % oproti předpokladům 1. SZ ve výši –3,1 %.

Stále rostoucí poptávková inflace v roce 2005 naváže na vyprchávající vliv administrativních zásahů (daní a deregulací) a převezme roli hlavního faktoru určujícího cenový vývoj. Proti urychlení inflace z titulu domácího poptávkového prostředí budou částečně působit dovozní ceny, jejichž dynamika bude stlačována zejména očekávanou nominální apreciací devizového kurzu Kč/EUR.

Kladná a otevírající se výstupová mezera v roce 2005 a 2006 spolu s působením persistence a inflačních očekávání (do nichž částečně prosákne zrychlení inflace v roce 2004 z titulu administrativních vlivů) zabrání výraznějšímu sestoupení hladiny inflace v letech 2005 a 2006 po odeznění jednorázových vlivů. Inflace se tedy bude v tomto období za předpokladu absence výraznějších nabídkových šoků (ropa, CZV apod.) stabilizovat okolo středu intervalu inflačního cíle ČNB.

Graf: Predikce inflace



Predikce Cen průmyslových výrobců

Predikce cen průmyslových výrobců předpokládá zrychlení jejich meziročního růstu a to jak ve srovnání s rokem 2003, tak i s prognózou z 1.SZ 2004. Hlavní příčinou vyššího růstu cen průmyslových výrobců v roce 2004 je zejména růst cen u elektřiny, vody a tepelné energie pro podniky, zatímco prognóza z 1.SZ počítala s meziroční stagnací cen v těchto odvětvích. Podobně dále působí rychlý růst cen kovů na světových trzích a rychlejší než očekávané tempo růstu cen zemědělských výrobců, které se bezprostředně promítá do vývoje cen v potravinářském průmyslu. Naproti tomu vývoj dovozních cen je ve srovnání s předchozí prognózou v prvním pololetí 2004 méně dezinflační, zatímco v druhém pololetí je vliv dovozních cen na ceny výrobců přibližně stejný – vyjma druhého čtvrtletí je však po celé prognózované období (včetně roku 2005) příspěvek dovozních cen k růstu CPV mírně záporný, stejným směrem bude působit i mzdová náročnost výroby.

Ve zbývající části roku 2004 tak předpokládáme udržení růstu CPV na úrovni vyšší než 2 %. V závěru roku 2004 a zejména v roce 2005 bude postupně odeznívat vliv aktuálně vysokých cen zemědělských výrobců, mírně se prohloubí meziroční pokles dovozních cen a odezní vliv aktuálně rostoucích cen energií pro podnikovou sféru, což v souhrnu povede ke zpomalení růstu cen průmyslových výrobců na úroveň okolo 1 %. Jestliže v současnosti se rozhodující měrou na růstu CPV podílí sektor potravinářský průmysl a výroba energií pro

podniky, jejichž příspěvek k meziročnímu růstu CPV se bude v budoucnu snižovat, pak u ostatního průmyslu (zpracovatelský průmysl bez potravin a ropy) se i přes permanentní mírně dezinflační vliv cen dovozu bude jejich příspěvek k mzr. růstu CPV (a zejména podíl mzr. růstu CPV) postupně zvyšovat v průběhu predikovaného období v návaznosti na uzavírání produkční mezery.

Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %)

1/2003	2Q	3Q	4Q	1/2004	2Q	3Q	4Q	1/2005	2Q
-0.6	-0.8	-0.3	0.4	1.7	2.6	2.8	2.2	1.2	1.0

Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

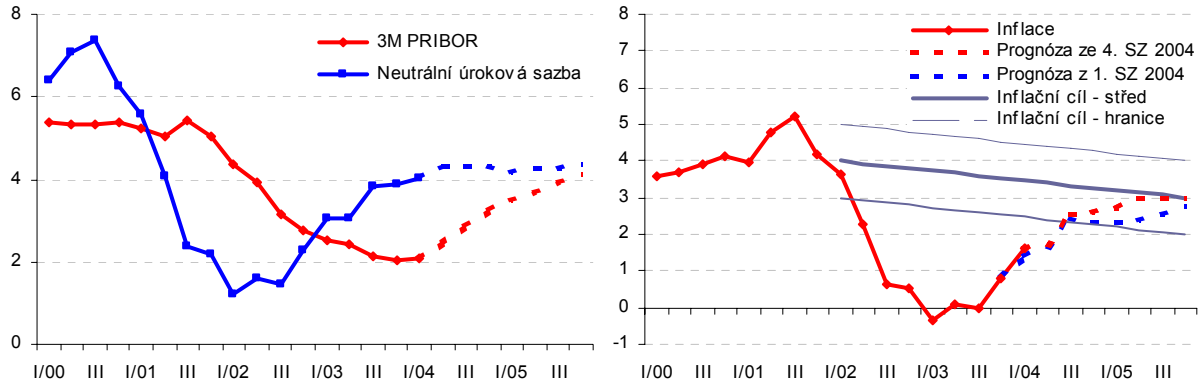
S makroekonomickou predikcí je konzistentní postupný růst úrokových sazeb až k hranici politicky neutrální úrovně. Oproti minulé prognóze leží implikovaná trajektorie nominálních sazeb výše a nutnost zvýšit sazby se přesouvá z konce tohoto roku do jeho první poloviny. Tato změna oproti minulé prognóze souvisí s posunem predikce střednědobých poptávkových faktorů (mezera výstupu) směrem vzhůru a zejména pak s růstem primárních a sekundárních efektů daňových úprav.

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

Fundamentální charakteristiky ekonomiky předpokládají setrvalou hodnotu reálných rovnovážných úrokových sazeb. Ty spolu s růstem inflačních očekávání očištěných o primární dopady změn nepřímých daní vedou k politicky neutrálním úrokovým sazbám na úrovni kolem 4,5 %. Zvýšení sekundárních efektů změn nepřímých daní spojené s jejich jiným časovým rozložením a strukturou pak znamená růst politicky neutrální sazby oproti minulé situační zprávě. Politicky neutrální sazba je cca o 0,5 p.b. vyšší než uvažovala 1. SZ a její růst vytváří autonomní tlaky na zvyšování úrokových sazeb.

Podobně je tomu i v případě očekávaného průběhu hospodářského cyklu a návratu inflace do cíle. Rychlé uzavírání produkční mezery z důvodu uvolněných měnových podmínek vede již v příštím roce k pozitivním poptávkovým tlakům. To spolu s průsakem dopadů změn nepřímých daní do tržních inflačních očekávání vyvolává tlak na růst sazeb.

Graf: Nominální sazby a inflace, na kterou MP reaguje



Pramen: ČNB, ČSÚ

Rostoucí trajektorie krátkých úrokových sazeb se promítne do ekonomiky jak prostřednictvím svého vlivu na reálné roční peněžní a klientské úvěrové sazby, tak i prostřednictvím kurzového kanálu. Avšak i přes relativně rychlý růst úrokových sazeb zůstávají reálné měnové podmínky na horizontu prognózy uvolněné v obou složkách.

V úrokové složce měnových podmínek budou vznikat autonomní tlaky na její uvolnění v návaznosti na růst inflačních očekávání a inflace. Pohyb úrokových sazeb tak bude pouze neutralizovat rychlý růst tržních inflačních očekávání. Ke zmírňování uvolnění měnových podmínek dochází pouze v jejich kurzové části. Apreciace nominálního kurzu vyvolaná reakcí měnové politiky přivede spolu s růstem domácí inflace reálný kurz blíže jeho rovnovážné úrovni a zmírní jeho uvolnění. Působení měnové politiky přes přímý kurzový kanál tak umožní stabilizovat inflaci na středu cílového pásma v horizontu nejúčinnější transmise.

III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE

Alternativní scénáře prognózy vyplývají na jedné straně z rizik identifikovaných v průběhu přípravy prognózy. Na druhé straně jsou alternativními scénáři také prognózy nezávislých institucí, které v sobě implicitně obsahují prognózu chování centrální banky. Srovnáním předpokladů a trajektorií jednotlivých veličin mohou i tyto prognózy pomoci identifikovat rizika budoucího vývoje, tak jak jsou vnímána jinými subjekty. Důležitá je interpretace externích prognóz pohledem predikčního aparátu ČNB. Alternativní scénáře vyplývající z analýzy rizik v průběhu zpracování základního scénáře jsou představeny v první části kapitoly, externí prognózy potom v části druhé.

III.1 Rizika základního scénáře

V průběhu zpracování prognózy byly identifikovány dva rizikové okruhy. Prvním z nich je riziko spojené se změnami dopadů nepřímých daní do inflace, resp. jejich průsakem do inflačních očekávání. Druhé riziko se týká role kurzu při prognóze obratu reálné ekonomické aktivity a jeho budoucího působení na výstupovou mezeru.

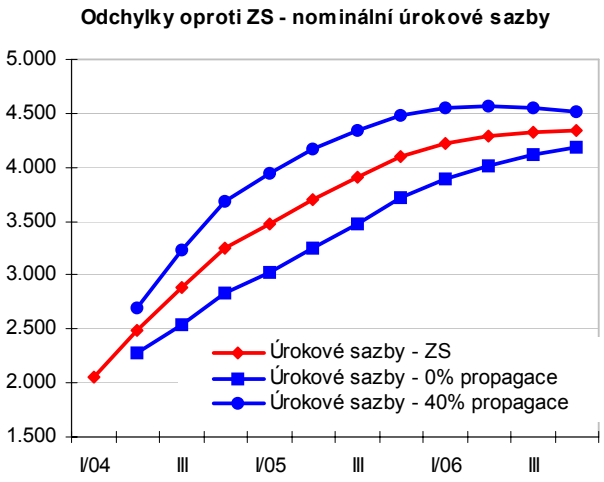
Alternativa 1: Daňové úpravy a jejich propagace

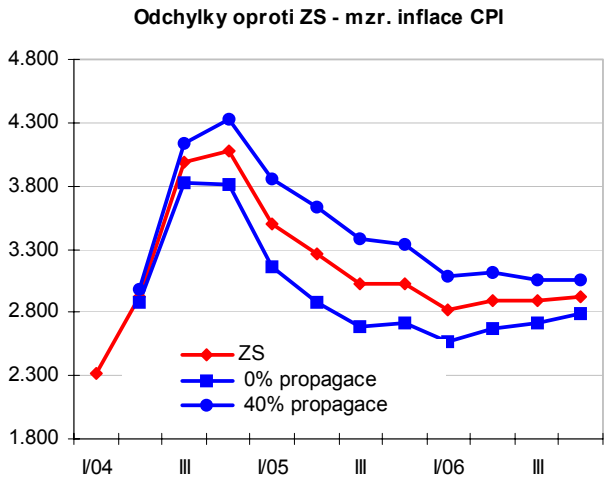
Oproti předcházející prognóze dochází v základním scénáři ke zvýšení primárních a sekundárních dopadů změn nepřímých daní a úpravám v jejich časování. Vyznění predikce pro měnovou politiku a zejména její odpočet od lednového výhledu je však významně ovlivněn předpoklady o promítání daňových změn do inflačních očekávání. V základním scénáři je zabudován předpoklad, že inflace vyvolaná změnami daní se promítá do očekávání pětkrát méně než je obvyklé. Zatímco základní scénář prognózy předpokládá propagaci primárních a sekundárních dopadů daní stejně jako v lednové prognóze, pracuje alternativa ve svých dvou variantách se dvěma extrémními případy. V první variantě je propagace dvojnásobná proti ZS a v druhé pak nulová. Tato citlivostní analýza ukazuje významnost předpokladu o propagaci daňových úprav v základním scénáři z hlediska měnové politiky.

První varianta pracuje se zvýšenou propagací jak primárních tak i sekundárních efektů daní do inflace. Propagace je expertně zvýšena na 40 % a reprezentuje tak případ zvýšeného průsaku daňových efektů do inflačních očekávání. Zvýšení propagace oproti základnímu scénáři způsobuje růst inflačních očekávání a tím i inflace. Se scénářem jsou tak konzistentní vyšší úrokové sazby cca o 0,5 p.b. oproti základnímu scénáři. Růst nominálních úrokových sazeb kompenzuje dopad nárůstu inflačních očekávání do reálných úrokových sazeb a tím i měnových podmínek. Ty zůstávají přibližně stejné jako v základním scénáři a nemění se tak prognóza reálné ekonomické aktivity.

Druhá varianta předpokládá aktivní komunikaci, kredibilitu a plnou úspěšnost CB při ovlivňování inflačních očekávání a počítá tak s nulovou propagací daňových změn. Primární a ani sekundární efekty se v této variantě dále nepropagují a mají tak charakter pouze dočasné výchylky bez průsaku do inflačních očekávání. Stejně jako v předchozím případě se průběh mezery výstupu a jím generované poptávkové inflace v nejbližším roce oproti základnímu scénáři příliš nemění. Dopady do celkové inflace a úrokových sazeb jsou ovšem odlišné. Inflace se snižuje z důvodu poklesu v inflačních očekávání, která zároveň pohybují úrovní politicky neutrální sazby a ovlivňují průběh reakce úrokových sazeb. Sazby konzistentní s touto variantou sice stále rostou, jsou ale nižší o cca 0,5 p.b.

Trajektorie úrokových sazeb a inflace zachycují následující grafy:





Alternativa 2: Kurz a reálná ekonomická aktivita

Alternativa popisuje nejistotu týkající se rychlosti obratu ve vývoji reálné ekonomické aktivity resp. prognózované rychlosti uzavírání výstupové mezery. Základní scénář pracuje s uvolněnými měnovými podmínkami zejména v jejich kurzové složce, a to na celém horizontu prognózy. Budoucí vývoj reálného kurzu je přitom dán nejen vývojem domácí a zahraniční cenové hladiny, ale především trajektorií nominálního kurzu. Nejistota působení reálného kurzu popsaná v této alternativě je tak nejistotou týkající se budoucího vývoje nominálního kurzu.

V alternativním scénáři se nominální kurz v prvním čtvrtletí prognózy autonomně vrací zpět na hodnotu 32 CZK/EUR. Jeho nominální depreciace v minulém čtvrtletí je hodnocena pouze jako přechodná odchylka. Vlivem přehodnocení trajektorie nominálního kurzu na první čtvrtletí prognózy se snižuje budoucí uvolnění reálného kurzu, a to na polovinu oproti základnímu scénáři. Děje se tak přitom zcela autonomně bez nutnosti reakce úrokových sazeb. Naplnění této nejistoty implikuje méně uvolněné měnové podmínky a tím i pomalejší uzavírání mezery výstupu v průběhu letošního roku. Adekvátně s tím i nižší inflační tlaky a menší tlak na zvyšování úrokových sazeb. Alternativa se v podstatě vrací zpět k lednové prognóze a predikuje uzavření výstupové mezery koncem roku 2004 s tlakem na růst úrokových sazeb v druhé polovině roku 2004.

Při zpracování integrované prognózy byla také diskutována hypotéza počátečního méně uvolněného reálného kurzu a tím i jeho menšího příspěvku k oživení reálné ekonomické aktivity. Přehodnocení počátečního nastavení kurzové složky měnových podmínek by však vyžadovalo snížení tempa rovnovážné reálné apreciace a přísnější působení reálného kurzu v apreciační periodě na přelomu let 2001 a 2002. Toto přehodnocení by implikovalo počáteční více otevřenou mezeru výstupu, což je v rozporu s robustním hodnocením pozice v rámci hospodářského cyklu a odporuje také pozorovanému vývoji obchodní bilance. Riziko reálného kurzu se tak netýká jeho počátečního uvolnění.

Tabulka 1 - Srovnání alternativy 2 se základním scénářem predikce

	04q2	04q3	04q4	05q1	05q2	05q3	05q4
Celková meziroční inflace (%)							
Základní scénář (ZS)	2,9	4,0	4,1	3,5	3,3	3,0	3,0
Alternativa 2	2,9	3,8	3,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Mezera výstupu (%)							
Základní scénář (ZS)	-0,8	-0,2	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0
Alternativa 2	-0,8	-0,5	-0,2	0,2	0,5	0,8	1,0
3měsíční úroková sazba (%)							
Základní scénář (ZS)	2,5	2,9	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1
Alternativa 2	2,2	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,6
Kurz (CZK/EUR)							
Základní scénář (ZS)	32,6	32,4	32,2	32,1	31,9	31,6	31,4
Alternativa 2	32,0	32,0	32,0	31,9	31,7	31,5	31,3

Poznámka: Kurz CZK/EUR je v alternativě 2 fixován jen v 2Q2004. Následný vývoj je endogenní. Setrvání na 32 CZK/EUR je náhodné.

III.2 Externí prognózy

Srovnání externích prognóz s prognózou ČNB je prováděno za pomoci dvou zdrojů, a sice anketního zjišťování ČNB nazývaného Inflační očekávání finančních trhů (IOFT) a předpovědi Eastern Europe Consensus Forecast. Vedle těchto dvou zdrojů lze pro srovnání dvakrát ročně využít také prognózy Ministerstva financí (**Box Srovnání prognóz ČNB s MF**). Srovnávání prognóz postupuje po jednotlivých dostupných veličinách s cílem co možná nejvíce sledovat strukturu druhé kapitoly.

Shrnutí srovnání vyznívá následovně. Analytici očekávají pomalejší oživení ekonomické aktivity, které je pravděpodobně způsobeno očekáváním apreciovanější trajektorie kurzu. Pomalejší oživení a apreciovanější kurz (přímý kanál) následně vedou k očekávání nižší inflace, což je konzistentní s pozdější očekávanou reakcí ČNB. Vedle apreciovanějšího kurzu může být nižší prognóza vývoje HDP a inflace dána také vyšším vlivem možného odložení oživení v zahraničí, respektive odlišnými předpoklady o dopadech úprav DPH.

HDP

Analytici v letech 2004 a 2005 očekávají ve srovnání se základním scénářem nižší tempo růstu HDP. Ačkoli analytici předpokládají odlišné načasování a intenzitu ekonomického růstu, očekávání ohledně směru vývoje hlavních složek HDP je u obou skupin totožné. Oproti zpomalení domácí spotřeby budou stát rostoucí investice a přes uvolněný devizový kurz i vyšší čisté exporty.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: HDP (%)

Datum vzniku prognózy	rok 2004			rok 2005		
	ČNB	finanční trh	CF	ČNB	finanční trh	CF
1/04	3,1	3,2	3,3	4,1	3,6	3,8
2/04		3,2			3,6	
3/04		3,3	3,3		3,7	3,8
4/04	4,0	3,3		3,9	3,6	

Analytiky očekávané zpoždění růstu HDP může být způsobeno očekáváním apreciovanější úrovně kurzu CZK/EUR, dále pak nejistotou ohledně budoucí fiskální politiky a možným předpokládaným pomalejším oživením německé ekonomiky.

Alternativní scénář 2 uvažující nominální kurz na úrovni 32 CZK/EUR do konce roku 2004 je konzistentní s růstem HDP pro letošní rok ve výši 3,8 %, což se více přibližuje očekávání analytiků.

Box Srovnání prognóz ČNB s MF

Ministerstvo financí (MF) obvykle na jaře a na podzim přichází s novou makroekonomickou prognózou. Dubnový scénář prognózy je v souladu se zadáním pro sestavení Konvergenčního programu založen na předpokladech o vývoji ekonomického okolí převzatých z Jarní prognózy Evropské komise (duben 2004).

Srovnání prognóz ČNB s MF: HDP a CPI (%)

	HDP		CPI	
Predikce pro roky	**ČNB**	**MF**	**ČNB**	**MF**
2004	4,0	2,8	3,4	3,1
2005	3,9	3,1	3,3	2,8
2006	3,4	3,3	2,9	2,5

MF pro následující roky očekává ve srovnání se základním scénářem nižší růst HDP i inflace. Hlavní rozdíly v hodnocení prognózy ekonomického růstu MF a základního scénáře spočívají v nastavení hlavních determinant vývoje netto vývozů a jejich příspěvku k růstu HDP. Zatímco prognóza MF stojí na předpokladu postupné trendové apreciaci nominálního kurzu CZK/EUR a explicitně neoznačuje reálný kurs za jeden z hlavních faktorů růstu, základní scénář počítá naopak v roce 2004 s výrazným prorůstovým působením uvolněné kursové složky reálných měnových podmínek. To se v základním scénáři projeví vyšším růstem exportu (ve srovnání s prognózou MF). Zmíněný vývoj zahraničního obchodu povede v roce 2004 podle základního scénáře ke kladnému příspěvku čistých vývozů k růstu HDP a společně s vyšším růstem výdajů na soukromou spotřebu bude generovat rychlejší růst HDP, než předpokládá prognóza MF.

Zrychlené uzavírání mezery výstupu v roce 2004 společně s administrativními úpravami cen povede oproti prognóze MF k vyšší inflaci. Prognóza MF se tak více přibližuje alternativnímu scénáři ČNB s apreciovanější trajektorii nominálního kurzu.

Měnový kurz

Očekávaná trajektorie kurzu CZK/EUR je pravděpodobně jedním z hlavních důvodů rozdílného vnímání budoucího vývoje HDP, inflace a úrokových sazeb mezi analytiky a základním scénářem. Analytici v ročním horizontu očekávají oproti základnímu scénáři apreciovanější kurz až o 1,3 %.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: kurz CZK/EUR

Datum vzniku prognózy	horizont 1R			rok 2005	
	ČNB	finanční trh	CF	ČNB	CF
1/04	32,2	31,4	32,0	31,7	31,9
2/04		31,9	32,0		31,8
3/04		31,8	32,0		31,9
4/04	32,1	31,7	32,3	31,8	32,2

Důvodem analytiky očekávané rychlejší apreciace (i přes vývoj v 1Q2004) by mohlo být nedávné prohlášení ČNB o zamýšleném postupném prodeji části výnosů z devizových rezerv. Zatímco základní scénář neodráží apreciaci kurzu v reakci na oznámení (podle něj se jedná pouze o dočasný výkyv a tržní síly by měly kurz opět vrátit k hodnotám v 1Q2004), analytici očekávají, že kurz udrží silnější úroveň i v budoucnu.

Nejistotu do interpretace, že rozdíl ve vnímání oživení je dán předpokládanou trajektorií kurzu vnáší výhled analytiků v Eastern Europe CF, který je blízko prognóze ČNB[20]. Je proto možné, že analytici posuzují jinak i transmisi kurzového vývoje do HDP a inflace. Navíc z dostupných údajů nelze zjistit kurzovou trajektorii v následujících měsících, která je pro vyznění prognózy ČNB oproti například alternativě 2 rozhodující.

Inflace

Inflační očekávání analytiků se již podruhé za sebou mírně snížila. Tato skutečnost je pravděpodobně způsobena tím, že úpravy regulovaných cen a daňové úpravy k 1. 1. 2004 se nepromítly do cenové hladiny v takovém rozsahu, jak se původně předpokládalo. Zdá se, že klesají i inflační rizika spojená dočasnou nejistotou ohledně změn sazeb DPH od 1. 5. 2004. Tento fakt se však netýká ostatních subjektů, především domácností. Jejich očekávání jsou značně pesimističtější. Ve srovnání se základním scénářem analytici prognózují nižší inflaci o 0,7 procentního bodu. Rozdíl může být způsoben jednak rozdílnými dopady květnových úprav DPH, ale také exogenními vlivy (prostřednictvím apreciovanějšího kurzu, příp. i pomalejšího oživení v eurozóně). Tím se spíše blíží alternativě apreciovaného kurzu na úrovni 32 Kč/EUR.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: inflace (%)

	horizont 1R				horizont 3R		
	ČNB	finanční trh	podniky	domácnosti	finanční trh	podniky	domácnosti
1/04	2.5	2.9			2.9		
2/04	2.4	3.2			2.8		
3/04	2.8	3.0	3.3	4.9	2.8	3.1	4.9
4/04	3.5	2.8			2.9		

Úrokové sazby

Tržní predikce úrokových sazeb se také mírně snížily. To je důsledkem postupně se měnících názorů trhu na načasování prvního zvýšení sazeb ČNB a současné situace na světových trzích. V nejbližším období se změna nastavení měnové politiky ČNB neočekává. Analytici uvádějí, že inflace sice v posledních měsících roste a reálné úrokové sazby jsou záporné, pro ponechání sazeb na současné úrovni však podle nich hovoří fakt, že inflace je výrazně ovlivněna administrativními změnami. Podle analytiků bude pro rozhodování ČNB důležitý další vývoj inflačních očekávání a případné sekundární dopady úpravy daní. Květnové a červnové výsledky inflace by tak mohly vést k mírnému zvýšení repo sazby okolo poloviny roku. Pokud však růst hospodářství bude slabší a sekundární efekty daňových úprav se neprojeví, předpokládá se i nadále období stability úrokových sazeb. Dříve široce očekávané zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu v červenci by se proto mohlo odsunout až na konec tohoto roku, další zvýšení by následovalo na počátku roku 2005. Sklon výnosové křivky by přitom měl zůstat zachován. Argumentem pro odklad zpřísnění měnové politiky by mohlo být

[20] Je však potřeba také vzít v úvahu datum zjišťování. Zjišťování CF proběhlo již před 9.4., kdy ČNB oznámila úmysl prodávat části výnosů z devizových rezerv, zatímco zjišťování IFOT až po tomto datu.

i snížení sazeb ECB. Ve srovnání se základním scénářem analytici očekávají v horizontu 12 měsíců nižší krátkodobou úrokovou sazbu o 0,8 procentního bodu.

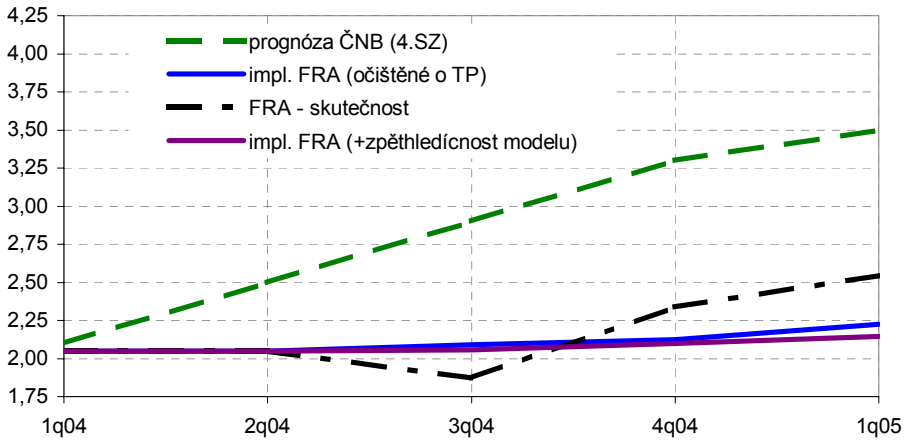
Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: úrokové sazby (%)

	horizont 1R				
	ČNB 3M PRIBOR	CF 3M PRIBOR	finanční trh 2T REPO	ČNB 12M PRIBOR	finanční trh 12M PRIBOR
1/04	2.6	2.7	2.5	2.8	3.0
2/04			2.6		3.0
3/04		2.8	2.7		3.1
4/04	3.5		2.6	3.6	2.9

Pozn.: Vzhledem k nejistotě trhu ohledně budoucího načasování změn MP sazeb považujeme pro zjednodušení očekávání spreadu mezi 2T REPO a 3M PRIBOREM v ročním horizontu za zanedbatelné. To umožňuje realizovat hrubé porovnání predikce trhu a trajektorie sazeb konzistentní s prognózou.

Následující graf přináší srovnání trajektorie úrokových sazeb konzistentní se základním scénářem, sazeb FRA, trajektorie úrokových sazeb implikovaných tvarem výnosové křivky a konečně opět trajektorie úrokových sazeb implikovaných tvarem výnosové křivky po zohlednění vyšší zpěthledícnosti agentů (dle QPM).

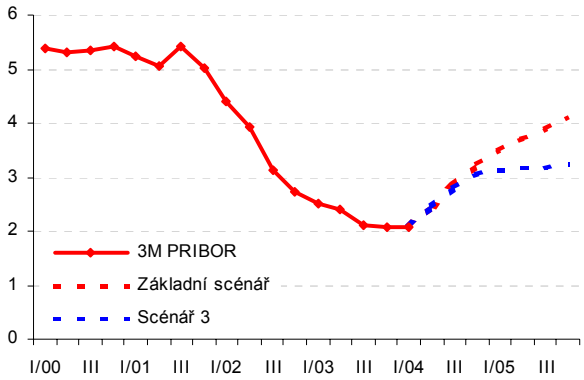
Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem(k 20.4.2004)



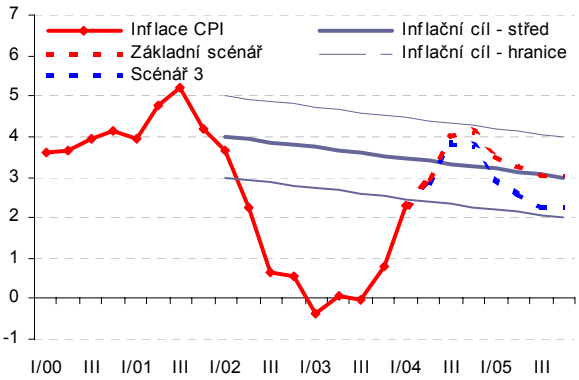
Z grafu je patrné očekávání finančních trhů ohledně výrazně pozvolnějšího růstu krátkodobých úrokových sazeb.

Prognózy analytiků se svým vyzněním přibližují k alternativnímu scénáři 2. Pokud by se skutečný vývoj blížil očekávání analytiků avšak měnová politika by sledovala trajektorii sazeb konzistentní se základním scénářem, došlo by k jejímu nadměrnému zpřísnění. Následující grafy ukazují srovnání základního scénáře a scénáře (v grafech označen jako scénář 3) ve kterém se ekonomika vyvíjí dle alternativního scénáře 2, ale měnová politika reaguje v 2Q2004 dle základního scénáře. Později (3Q2004) si svou chybu uvědomí a další zvyšování sazeb je již pozvolnější.

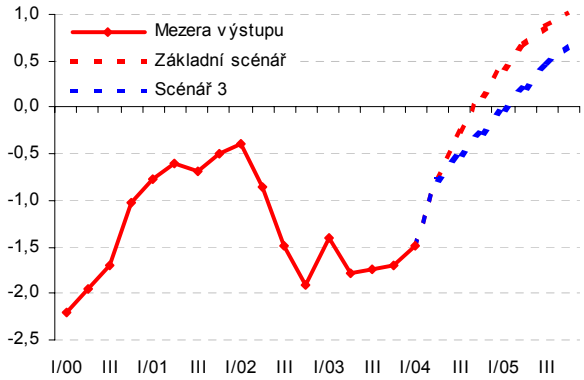
Úroková sazba



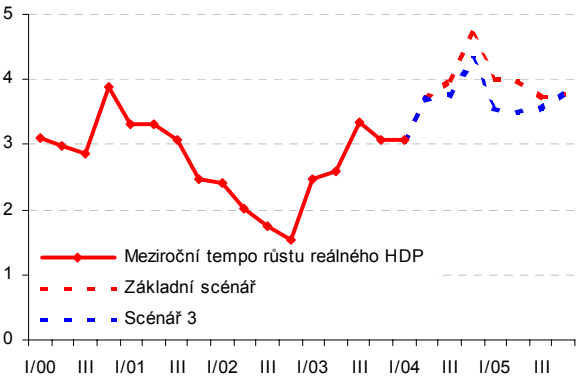
Meziroční inflace CPI



Mezera výstupu



Růst HDP



Výsledkem scénáře je pomalejší uzavírání mezery výstupu a snížení inflace ke spodní hraně inflačního cíle v druhé polovině roku 2005.

Příloha č. 1

Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Schodek státního rozpočtu za leden až březen 2004 dosáhl hodnoty 7,8 mld. Kč. Oproti únoru t.r., kdy schodek činil přibližně 2,9 mld. Kč, tak došlo k jeho prohloubení téměř o 5,0 mld. Kč, a to při růstu příjmové i výdajové strany. V nárůstu výdajů v březnu hrála rozhodující roli úhrada části ztráty ČKA a v předstihu realizovaná dotace do územních rozpočtů.

Ve srovnání s prvním čtvrtletím předchozího roku je schodek státního rozpočtu menší přibližně o 24,0 mld. Kč (deficit za leden až březen 2003 činil 31,8 mld. Kč). Tento výsledek je založen především na vysoké růstové dynamice příjmové strany, když v prvním čtvrtletí 2004 vzrostly celkové příjmy státního rozpočtu meziročně téměř o 18 %. Nárůst výdajové strany ve stejném období byl jen nevýrazný (2,3 %).

V pozadí vysoké dynamiky příjmů SR stojí zejména příznivý vývoj daňového inkasa v prvním čtvrtletí letošního roku (u DPH a spotřebních daní), ale též mimořádný jednorázový příjem od ČSOB v lednu t.r. jako úhrada vládní záruky související s prodejem IPB ve výši 4,7 mld. Kč. Inkaso DPH za první čtvrtletí vzrostlo meziročně o 35,0 %, inkaso spotřebních daní o 35,7 %. Ve stejném období se výrazně zvýšily i příjmy z výběru DPFO - meziročně o 12,9 %, zatímco výběr DPPO stagnoval (zřejmě i v důsledku snížení sazby z 31 % na 28 % v roce 2004, umožňující nižší platby záloh). V podstatě shodný vývoj daňových příjmů v prvním čtvrtletí 2004 na úrovni celého vládního sektoru je ilustrován v následující tabulce.

Meziroční srovnání celostátních daňových příjmů za první čtvrtletí 2004:

	meziroční změna v mld Kč			meziroční změna v %		
	I.Q 2002	I.Q 2003	I.Q 2004	I.Q 2002	I.Q 2003	I.Q 2004
Daňové příjmy celkem	7,7	8,0	22,5	8,1	7,8	20,2
z toho: DPH	-0,8	0,6	11,1	-2,4	1,8	33,4
spotřební daně	-0,6	0,5	6,2	-3,1	2,7	34,9
DPPO	6,1	4,5	0,0	55,3	26,3	0,0
DPFO	2,5	2,3	4,0	9,6	8,0	13,1

Pramen: MF ČR

Pokračování trendu vyšší meziroční dynamiky daňových příjmů i v březnu, tedy po předpokládaném vyprchání podstatné části „efektu předzásobení“ spotřebitelů v závěru loňského roku, naznačuje možnost prolongace rostoucího trendu daňových příjmů ze čtvrtého čtvrtletí 2003 do letošního roku. Rozhodující pro potvrzení této úvahy bude vývoj hospodaření státního rozpočtu ve druhém čtvrtletí.

V nárůstu výdajů dominovala v předstihu realizovaná dotace ve výši 10,0 mld. Kč z kapitoly MŠMT, směřovaná na přímé náklady na vzdělávání do rozpočtů obcí a krajů na celé druhé čtvrtletí. Další mimořádné výdaje představovala úhrada části ztráty ČKA za rok 2002 ve výši 7,4 mld. Kč, realizace záruky za České dráhy (1,2 mld. Kč) a splacení jistiny a úroků ČMZRB (0,6 mld Kč). Na tzv. důchodovém účtu vznikl ke konci března deficit ve výši 4,4 mld. Kč, a to i přes zvýšení sazby pojistného na důchody z 26 % na 28 % počínaje 1. 1. 2004. Nicméně zlepšení lze spatřovat v tom, že ve srovnání s prvním čtvrtletím loňského roku je schodek důchodového účtu nižší přibližně o 4,3 mld. Kč.

Výsledky hospodaření základních složek ústřední vlády za první čtvrtletí 2004 (mld. Kč):

	SR 2004 zákon	Skut. březen /03	Skut. březen /04	Rozdíl	
				3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření	**-115,0**	-31,8	**-7,8**	24,0	107,2
v tom: úhrada ČKA	-19,0	0,0	**-7,4**	-7,4	11,6
čerpání úvěru EIB	-9,9	0,0	**0,0**	0,0	9,9
operace státních aktiv	-1,4	1,5	**0,5**	-1,0	1,9
vlastní běžné hospodaření SR	-84,7	-33,3	**-0,9**	32,4	83,8

Pramen: účty vedené u ČNB

Příloha č. 2

Aktuální vývoj inflace a dovozních cen

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 1.SZ	skutečnost	predikce 1.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	**březen 2004**	-0,1	0,1	2,2	2,5
Regulované ceny		0,0	0,0	4,2	4,7
Čistá inflace		-0,2	0,1	1,2	1,4
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		-0,1	0,1	3,7	3,2
Korigovaná inflace - čistá		-0,2	0,1	-0,1	0,6
Primární dopady změn daní v nereg. cenách v p.b.		*0,00*	*0,00*	*0,46*	*0,35*

Spotřebitelské ceny v březnu 2004 meziměsíčně vzrostly o 0,1 %. Tento růst je výsledkem stagnace cen regulovaných cen a korigované inflace bez PH, mírného růstu cen potravin a 3 % růstu cen pohonných hmot. Za celé první čtvrtletí se predikce celkové inflace odchýlila o cca 0,3 p.b. (měřeno porovnáním mzr. indexů v březnu). Váhově méně významná odchylka v predikci regulovaných cen byla způsobena plným promítnutím zvýšení DPH do regulovaných telefonních poplatků, přičemž při predikci jsme v souladu s názorem Českého telekomunikačního úřadu očekávali, že bude růst těchto poplatků mírně nižší na úkor marží. U primárních dopadů změn daní se skutečnost od predikce lišila kvůli nesnížení DPH u kávy, čaje a cukrovinek (cca 0,2 p.b.) a kvůli odsunutí primárního dopadu zvýšení cen tabákových výrobků (cca 0,3 p.b.). Podle zákona byla sice spotřební daň u tabákových výrobků zvýšena od 1.1.2004, avšak (např. i z důvodu opoždění tisku nových kolků) během prvního čtvrtletí ještě nedošlo k faktickému placení vyšších daní a tedy zatím ani nenastaly primární a sekundární dopady této změny daní. S platností od 1. 1. 2004 došlo (co se týče položek spotřebního koše) ke zvýšení spotřebních daní u pohonných hmot, tabákových výrobků, u lihu a nepatrně u vína. DPH bylo zvýšeno z 5 na 22 % u telefonních poplatků, služeb souvisejících s bydlením, vodou ředitelných barev, poplatku za technickou kontrolu a u sepsání závěti.

Odchylka v predikci cen potravin (čistých, ke konci března) byla z větší části způsobena rozložením zvýšení cen alkoholických nápojů do více měsíců v důsledku velkého předzásobení. Zbývající odchylka již není vzhledem k volatilitě cen potravin významná. V prvním čtvrtletí byl výrazně vyšší růst cen zemědělských výrobců ve srovnání s předpoklady 1. SZ, avšak do března se to zatím v cenách potravin nijak významně neprojevilo. Příčiny nám nejsou zcela zřejmé, očekáváme, že k tomu dojde se zpožděním.

Váhově nejvýznamnější odchylka od predikce byla zaznamenána u korigované inflace (0,7 p.b.). Cca 0,2 p.b. z této odchylky bylo způsobeno rychlejším růstem cen pohonných hmot v návaznosti na rychlý růst cen ropy, se kterým scénářové veličiny nepočítaly. Dalších cca 0,2 p.b. byl důsledek vyšších než očekávaných sekundárních dopadů změn sazeb DPH v neobchodovatelných ostatních cenách – kombinace inflačních očekávání a růstu nákladů souvisejících se zvýšením DPH u telefonních poplatků a služeb, které nejsou ve spotřebním koši: účetních služeb, poradenských služeb, právních služeb, pronájmů apod. Zbytek chyby cca 0,3 p.b. pravděpodobně naznačuje mírně vyšší zrychlování korigované inflace bez PH než očekávala 1. SZ.

Dovozní ceny v únoru meziročně klesaly již třetí měsíc, tentokrát o 0,2 % (v lednu o 0,3 %). Po stejnou dobu se výrazně snižovaly i ceny nerostných paliv, v únoru o 13,5 % (především ropy). Tentokrát však nebyl důvodem pokles nominálních dolarových cen ve sledovaném období, ale naopak vysoké ceny v únoru roku 2003, kdy se zvyšovaly také ceny na komoditních burzách především v souvislosti s očekávaným válečným konfliktem v Iráku. Ceny nerostných paliv měly v lednu i v únoru největší vliv na pokles celkového indexu cen

dovozu. Ceny strojů a dopravních prostředků se v únoru snížily o 0,4 %, naopak nejvíce se zvýšily dovozní ceny surovin (o 5,5 %, zejména u rud kovů). Největší vliv na zmírnění poklesu celkového indexu cen dovozu však měl růst cen polotovarů o 3,7 %, zejména pak neželezných kovů. Zvýšení cen těchto kovů je zároveň v souladu s jejich dlouhodobým cenovým růstem na světových komoditních burzách.

Meziroční poklesy dovozních cen v lednu (–0,3 %) a únoru 2004 (-0,2 %) byly nižší než činila jejich čtvrtletní predikce z 1. situační zprávy (-2,3 %). Rozdíl mezi prognózou z 1. SZ a vykázanou skutečností za ledna a únor je do značné míry zapříčiněn vyššími dolarovými cenami neenergetických surovin a více depreciovaným kursem vůči EURu. Ceny dovážených energetických surovin se vyvíjely podle prognózy (výrazné odchylky vývoje cen dovážených energetických surovin a kursu Kč/USD od predikce se vzájemně vykompenzovaly). U ostatních dovážených položek (polotovarů vyjma kovů i dovážených hotových výrobků) byl vývoj v prvních dvou měsících letošního roku v souladu s predikcí z 1. SZ.

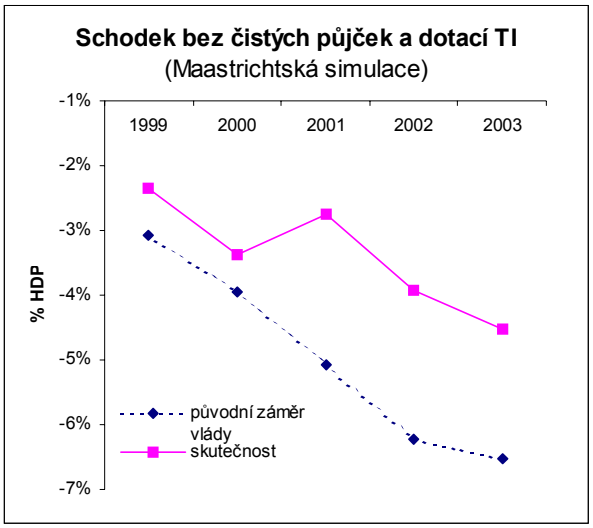
Příloha č. 3

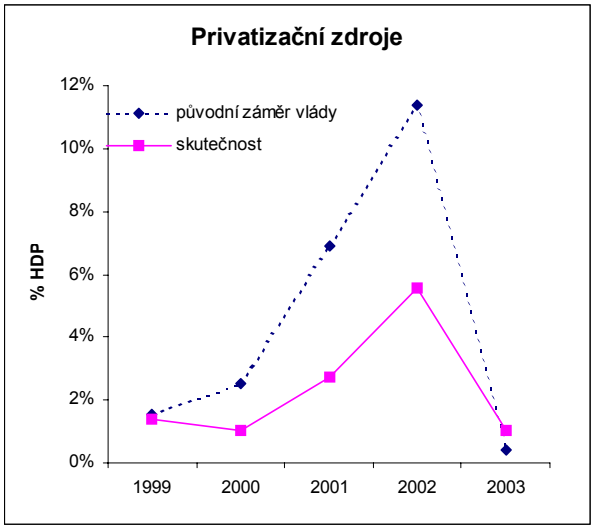
Vývoj veřejných rozpočtů v letech 1999 – 2003 a jejich vliv na kvantifikaci základních fiskálních ukazatelů

Vývoj veřejných rozpočtů v letech 1999 – 2003 byl charakterizován prohlubujícím se deficitním hospodařením a s tím souvisejícím nárůstem státního dluhu.[1] Tento vývoj je důsledkem dlouhodobě neřešených strukturálních problémů veřejných financí, expanzivní fiskální politiky státu a postupných úhrad transformačních ztrát. Cílem předkládaného textu však není komplexní analýza strukturálních problémů veřejných financí v ČR, ale posouzení některých dílčích otázek, které se k této problematice vztahují a byly diskutovány Bankovní radou při projednávání 3. SZ. V prvé části materiálu věnujeme pozornost vyhodnocení rozpočtovaného a skutečného vývoje veřejných financí v letech 1999 – 2003, s cílem posoudit kvalitu rozpočtového procesu v ČR. Ve druhé části je pozornost zaměřena na hodnocení rozpočtovaného a skutečného fiskálního vývoje z pohledu kvantifikace fiskální pozice a fiskálního impulsu.

Analýza rozpočtovaného a skutečného vývoje veřejných financí

Hospodaření veřejných financí v uplynulých letech vykazovalo určité charakteristické rysy, mezi které lze zařadit prohlubující se deficitnost a značnou závislost na mimořádných privatizačních zdrojích. Posledně zmiňovaný fakt je důsledkem vzniku celé řady mimorozpočtových institucí (státními fondy počínaje a důsledky reformy veřejné správy, tj. rušením okresů a vznikem vyšších samosprávných celků konče). Následující dvojice grafů znázorňuje vývoj maastrichtské simulace salda v letech 1999 – 2003 a výši privatizačních příjmů ve stejném časovém úseku dle původních záměrů rozpočtu a následné skutečnosti.





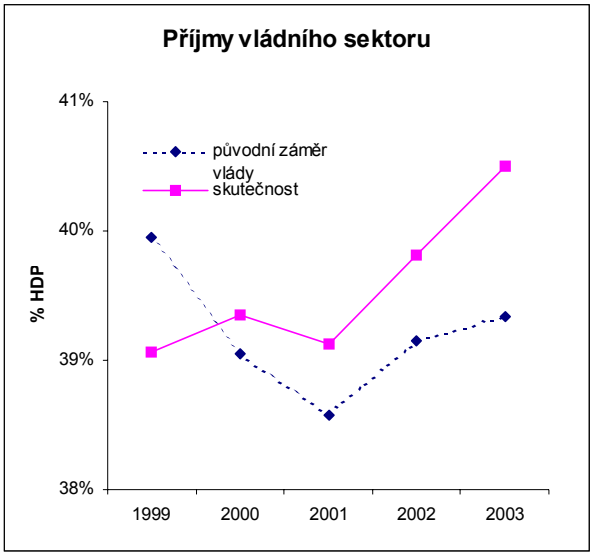
Z levého grafu salda vládního sektoru je patrné, že vláda systematicky plánuje horší výsledek, než je ve skutečnosti realizován. Tento graf znázorňuje původní očekávání vlády v okamžiku sestavování rozpočtu na další rok, neboť rozpočtový proces v sobě obsahuje i mapování pravděpodobného vývoje mimorozpočtových složek státu. Poprvé se záměry vlády a skutečnost výrazně rozešly v roce 2001, kdy došlo k meziročnímu poklesu vládních

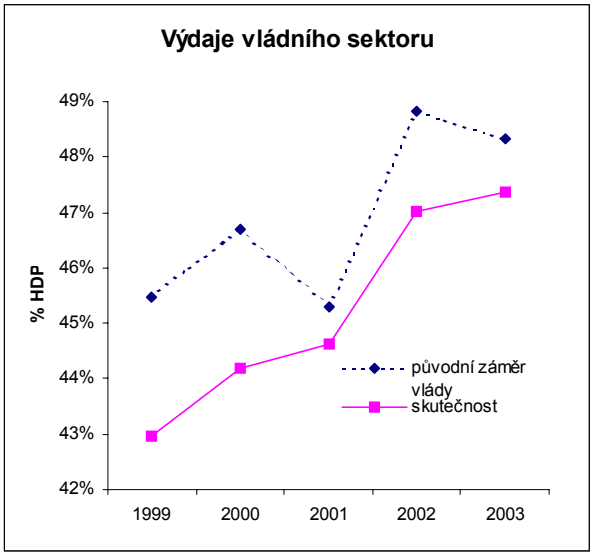
[1] Toto období bylo zvoleno s ohledem na skutečnost, že od roku 1999 lze pozorovat výraznější nárůsty schodků veřejných financí.

investic. Nárůst rozdílu mezi *ex ante* záměrem vlády a *ex post* skutečností, který byl v letech 1999 a 2000 zhruba konstantní, lze od roku 2001 přičíst vlivu nenaplnění naplánovaných běžných výdajů na úrovni státního a místních rozpočtů a nesplnění investičních záměrů ze strany státních mimorozpočtových fondů. Určitá část predikční chyby vznikala i vlivem agregace nově vzniklých subjektů (tedy zejména u státních fondů dopravy a bydlení a krajů), u kterých neexistovala minulá historie, na základě které by bylo možné si utvořit věrohodnější představu o jejich výdajových možnostech a skutečném chování. ČNB již od roku 2003, MF nově od predikce na letošní rok, expertně krátí určitým *error-korekčním mechanismem* některé očekávané výdaje mimorozpočtových institucí na základě předchozí zkušenosti.

Privatizační příjmy dosáhly svého vrcholu v roce 2002 a rovněž očekávání vlády o jejich výši se ve většině zkoumaných let rozcházela s následně realizovaným inkasem. Na základě pravého grafu na předchozí straně lze provést zobecnění tvrzením, že privatizační příjmy ve sledovaném období dosáhly zpravidla zhruba poloviny původního vládního očekávání. S privatizačními příjmy je doposud v predikci ČNB pracováno jako s čistě exogenní veličinou, kterou přebíráme od MF. Jejich vliv bude v následujících letech výrazně slábnout a bude tedy i klesat velikost možné chyby. Místo nich však vzroste váha transferů z/do rozpočtu EU, které jsou v současné době těžce predikovatelné, neboť jejich výše bude odvislá jak od politické vůle, tak od připravenosti domácích subjektů a kvality jejich projektů. Řada transferů bude vyžadovat spolufinancování vládního sektoru – v některých případech bude nutné financování v celé míře a tok prostředků z EU bude až s jistým časovým zpožděním.

Následující dvojice grafů dokumentuje přístup MF k rozpočtovému procesu. Příjmy vládního sektoru jsou z opatrnostních důvodů spíše podceňovány, u výdajů je tomu naopak. Z obou grafů je patrný nárůst vlivu státu v ekonomice, levý graf koresponduje zvyšování daňové zátěže, kterého jsme v posledních letech svědky. To s sebou přináší zejména (obtížně měřitelné, v teorii však přesvědčivě zdokumentované) mikroekonomické důsledky pojené s celkovou nižší efektivitou ekonomiky jako celku.



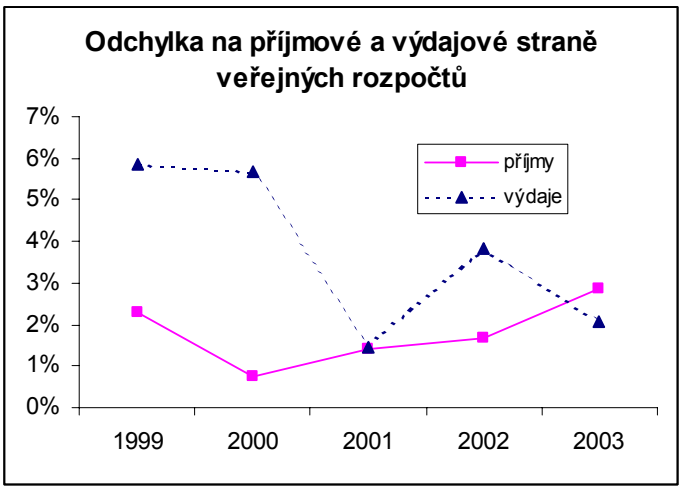


Trendy příjmů a výdajů naznačené v předchozí dvojici grafů by měly pokračovat i v letošním roce. Mediálně prezentované výdajové škrty mají spíše hypotetický charakter, což je patrné i z faktu, že podíl výdajů vládního sektoru na HDP by měl v letošním roce dále vzrůst a přiblížit se cca 48 % HDP (u příjmů očekáváme letos růst na cca 41 % HDP). Co vláda na příjmové straně dodatečně (zejména z nepřímých daní) vybere, to bude s největší

pravděpodobností utraceno na nových (zpravidla sociálních) výdajích. Jádrem reformy tak je spíše redistribuce zdrojů mezi veřejným a privátním sektorem a v rámci privátního sektoru redistribuce mezi skupinami, které se podílí na tvorbě produktu, a skupinami, které zdroje nevytvářejí. Zásadnější systémové změny (reforma penzijního systému, zdravotnictví) mají tendenci být odkládány do budoucna.

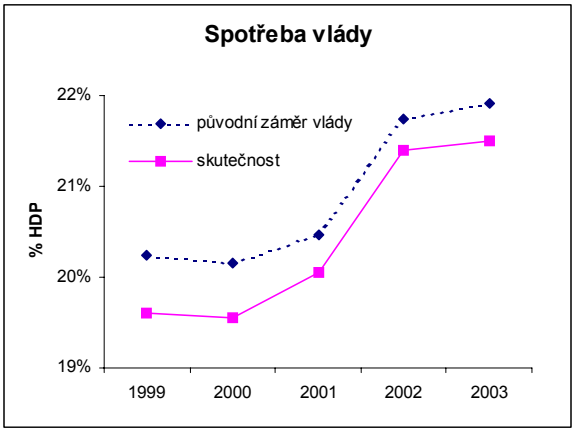
Relativní vyjádření chyby[2] na straně příjmů a výdajů vládního sektoru přináší následující tabulka a graf:

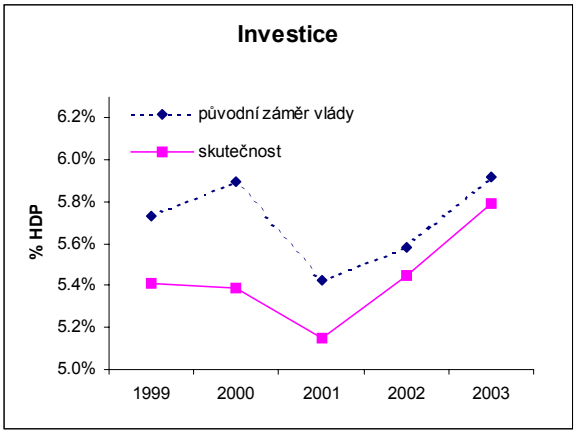
rok	1999	2000	2001	2002	2003
příjmy	2.3%	0.8%	1.4%	1.7%	2.9%
výdaje	5.9%	5.7%	1.4%	3.8%	2.1%



Chybovost odhadu příjmové a výdajové strany vládního sektoru se v jednotlivých letech zkoumaného období lišila. Ve většině případů byla odchylka mezi původním záměrem a skutečností výrazně větší na straně výdajů, v letech 2001 a 2003 však byly odchylky na obou stranách prakticky srovnatelné. Intuitivně by se dalo očekávat, že vláda bude hůře předpovídat budoucí příjmy, které může ovlivnit jen nepřímo např. prostřednictvím změn daňových zákonů, skutečnost ale ukazuje, že větších odchylek je zpravidla dosahováno na straně výdajů. Loňské odchylce v příjmech ve výši 2,9 % odpovídá v absolutním vyjádření 28 mld. Kč a odchylce ve výdajích 2,1 % pak 24 mld. Kč. Bohužel se v predikci celkového fiskálního salda obě odchylky sčítají a způsobují, že skutečnost se lišila od původního záměru z roku 2002 o 52 mld. Kč, tedy cca 2 % HDP.

Celkové výdaje vládního sektoru je možné dále rozložit na výdaje související se spotřebou vlády a investice, tak jak zachycuje následující dvojice grafů.





[2] jako poměr absolutní hodnoty rozdílu mezi původním záměrem a následnou skutečností relativně ke skutečnosti – tj. [abs(záměr-skutečnost)]/skutečnost

Spotřeba vlády se v roce 2003 v poměru k HDP udržovala na stejné úrovni jako v roce předešlém, zatímco podíl investic na HDP se mírně zvýšil. Dramatický nárůst pozorovatelný na pravém grafu je nicméně výsledkem jednotek na ose y, kde u investic dochází ke změně na desetinném místě, zatímco u spotřeby vlády na levém grafu se jedná o změny v řádu procentních bodů. Nutno podotknout, že investiční aktivita veřejného sektoru nemusí mít zcela efektivní charakter – jako příklad mohou posloužit výdaje na projekt Internet do škol, kde si stát kupoval předražené služby, či dálnice D47 nebo nákup luxusních limuzín pro krajské hejtmany a policii ČR.

Z jiného úhlu pohledu, pokud zkoumáme, na které úrovni vládního sektoru bylo dosahováno největších odchylek mezi původními záměry a následnou skutečností, zjišťujeme, že u běžných výdajů je zdrojem zejména státní rozpočet a místní rozpočty a v oblasti investičních výdajů pak mimorozpočtové fondy (zejména fondy dopravní infrastruktury a bydlení).[3]

Hodnocení rozpočtovaného a následného fiskálního vývoje pomocí ukazatelů fiskální pozice a fiskálního impulsu

Kvantifikovat dopad působení vládního sektoru na ekonomický vývoj je značně obtížné vlivem různého mikroekonomického působení příjmových a výdajových opatření na jednotlivé komponenty HDP. Důležitější než objem příjmů/výdajů bývá jejich konkrétní struktura, ta však není z agregátních dat vždy patrná. Z tohoto důvodu se snažíme alespoň popsat působení fiskální politiky pomocí sady několika vybraných ukazatelů. Patří k nim jednak různě definované saldo vládního sektoru (např. Maastrichtská simulace - saldo bez čistých půjček a dotací transformačním institucím, vládní saldo v metodice ESA95, poptávkově relevantní saldo) a analytické ukazatele fiskální pozice a fiskálního impulsu.[4] Důležitější než samotná výše konkrétních indikátorů je zpravidla směr, kterým indikátor míří.

Každý z indikátorů je založen na odlišných předpokladech a poskytuje kvalitativně odlišnou (a často komplementární) informaci.[5] Je proto v praxi časté, že ne všechny indikátory budou ukazovat stejný směr působení fiskální politiky. Pro lepší posouzení fiskální politiky státu je proto nutné posuzovat indikátor v kontextu toho, co naznačují indikátory ostatní, tak aby byl získán maximálně plastický obraz situace. Smyslem různých indikátorů je přinést dodatečnou informaci o skutečném vývoji a umožnit posouzení fiskálního vývoje komplexněji.

Změna salda nebo jeho struktury obvykle vyvolá i změnu ostatních odvozených fiskálních indikátorů. Rekapitulujeme-li pohled na fiskální vývoj v roce 2003, zjistíme, že na začátku roku (4. SZ) jsme očekávali deficit v pojetí Maastrichtské simulace ve výši 5,1 % HDP a jemu odpovídala fiskální pozice +0,6 p.b a fiskální impulz +0,6 p.b., tedy pro-

[3] na straně příjmů nemá díky sdílení většiny daní mezi rozpočty tento rozklad význam provádět

[4] Fiskální pozice (fiscal stance) je ukazatel, který měří meziroční změnu cyklicky očištěného salda vládního sektoru (zpravidla na úrovni primárního salda, tedy salda s vyloučením nákladů na dluhovou službu). Indikuje, zda fiskální politika působila spíše restriktivně, expanzivně nebo neutrálně.
Aproximace fiskálního impulsu je analytický koncept, který odhaduje krátkodobý efekt příspěvku změny poptávkově relevantního salda k dynamice HDP. Změna fiskálního impulsu souvisí buď s meziroční změnou samotného salda, nebo je vyvolána změnou jeho struktury.

[5] rovněž metoda výpočtu obdobného indikátoru se může mezi jednotlivými institucemi lišit v závislosti, jaké fiskální saldo je k výpočtu použito, jak je určena pozice ekonomiky v rámci cyklu, apod.

cyklické působení fiskální politiky a kladný příspěvek do dynamiky HDP. V závěru roku (10. SZ) jsme náš odhad deficitu upravili na 5,3 % HDP. Tomuto nastavení odpovídala fiskální pozice +0,9 p.b. a fiskální impuls +0,8 p.b., tj. opět pro-cyklická fiskální politika a kladný příspěvek do dynamiky HDP. Nárůst hodnoty jak fiskální pozice, tak fiskálního impulsu je způsoben tím, že oba indikátory jsou založeny na meziroční změně; vlivem nových informací získaných v průběhu roku 2003 kleslo saldo roku 2002 z 4,5 % (v 4. SZ) na 3,9 % HDP (v 10. SZ), čímž se zvýšil i meziroční rozdíl sald roku 2002 a 2003 v 10. SZ s následnou implikací do obou indikátorů.

Hodnocení roku 2004 na základě pohledu obsaženého v 10. SZ minulého roku (založeného na reflexi informací obsažených v návrhu státního rozpočtu na rok 2004) kvantifikovalo schodek 5,1 % HDP a korespondující fiskální pozici -0,2 p.b. a fiskální impuls +0,3 p.b. Tato fiskální pozice by indikovala mírně proti-cyklickou fiskální politiku, její příspěvek by měl však stále mít kladný vliv na dynamiku HDP. Ale obě veličiny se nacházejí blízko nuly a v obecné rovině by proto bylo vhodnější fiskální politiku považovat za neutrální.

Fiskální hodnocení tohoto roku obsažené ve stávající SZ změnilo nepatrně odhad schodku na 4,7 %. Vlivem jeho mírně odlišné struktury a faktu, že byl snížen i loňský deficit (z 5,1 % v loňské 10. SZ na stávající úroveň), došlo k nárůstu fiskální pozice na +0,2 p.b. a k zanedbatelnému poklesu fiskálního impulsu z +0,3 p.b. rovněž na +0,2 p.b. pro rok 2004. Hodnocení fiskální politiky v tomto roce založené na těchto dvou indikátorech tak lze považovat za obdobné jako v loňské 10. SZ. Hodnoty blízké nule svědčí o jejím zhruba neutrálním působení na ekonomický vývoj.

Následující tabulka přináší shrnutí pohledů na fiskální vývoj během roku 2003. Pro ilustraci jsou zrekapitulovány odhady pro roky 2002 – 2004 o celkovém saldu (na úrovni Maastrichtské simulace), fiskální pozici a aproximaci fiskálního impulsu obsažených v loňských velkých SZ[6]:

Rekapitulace fiskálních indikátorů SZ během roku 2003

	2002			2003			2004		
	4.SZ	7.SZ	**10.SZ**	4.SZ	7.SZ	**10.SZ**	4.SZ	7.SZ	**10.SZ**
Deficit vládního sektoru v % HDP	4.5%	3.9%	**3.9%**	5.1%	4.8%	**5.3%**	5.3%	4.5%	**5.1%**
Fiskální pozice	+1,5 p.b.	+1,2 p.b.	**+1,2 p.b.**	+0,6 p.b.	+0,2 p.b.	**+0,9 p.b.**	+0.1 p.b.	-0,5 p.b.	**-0,2 p.b.**
Aproximace fiskálního impulsu	+0,9 p.b.	+0,5 p.b.	**+0,5 p.b.**	+0,6 p.b.	+0,8 p.b.	**+0,8 p.b.**	+0,5 p.b.	+0,3 p.b.	**+0,3 p.b.**

Změny výše fiskálního salda (v aktuálním i předchozím roce), změny jeho struktury a změny odhadu pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu jsou tři základní faktory, které determinují změny námi používaných fiskálních indikátorů – fiskální pozici a aproximaci fiskálního impulsu. Na základě nových informací jsou indikátory průběžně aktualizovány a doplněny do SZ. Rozdíly ve zveřejněných fiskálních záměrech vlády a následné skutečnosti vedou k zpřesňování našich odhadů fiskálních indikátorů během roku. V obecné rovině platí, že fiskální indikátory kvantifikované v měsících, které následují po projednání návrhu státního rozpočtu, jsou výrazně ovlivněny artikulovaným záměrem vlády, v průběhu roku však přibývá informací o skutečné realizaci původních záměrů a dochází tak k aktualizaci na základě empiricky pozorovatelné skutečnosti.

[6] pro přehlednost je vynechána 1. SZ loňského roku

Závěr

Při hodnocení fiskálního vývoje je vhodné posuzovat všechny dostupné fiskální indikátory společně. Koncepty fiskální pozice a aproximace fiskálního impulsu jsou modelově závislé veličiny, jedná se tedy o proměnné, které nelze přímo pozorovat a jsou závislé na našem modelovém vidění světa. Spíše než důraz na jejich absolutní výši by měla být věnována pozornost naznačovanému směru působení. Naproti tomu deficit vládního sektoru (v dané metodice) je veličinou objektivně měřitelnou a lze tedy snadno *ex post* kvantifikovat chybu jejího odhadu.

Příloha č. 4

Platební bilance

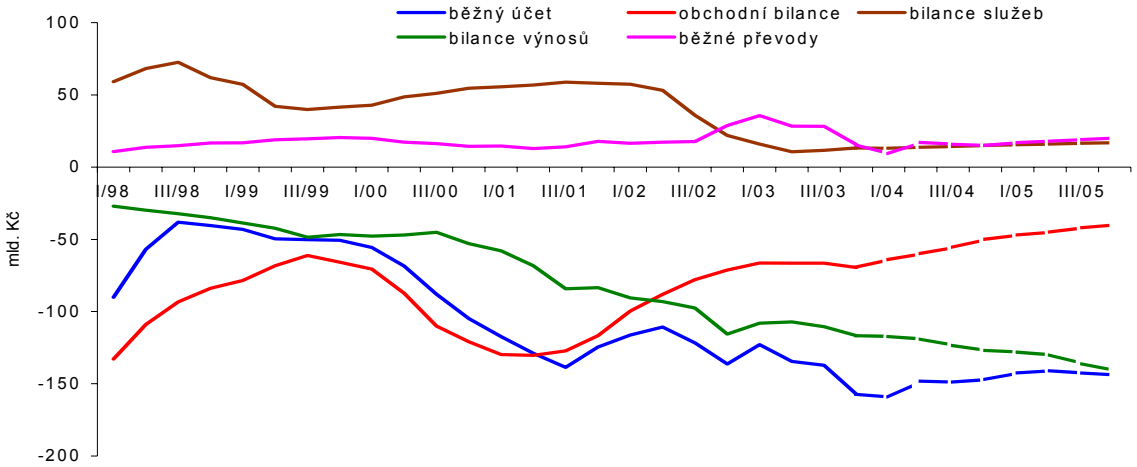
1. Běžný účet

Vývoj a predikce běžného účtu a jeho komponent (mld. Kč)

	2003	2004	2004	2005
mld. Kč	skutečnost	1. SZ	4. SZ	4. SZ
běžný účet	**-157.2**	**-148**	**-147**	**-144**
obchodní bilance	-69.4	-50	-50	-40
bilance služeb	13.2	20	15	17
bilance výnosů	-116.6	-133	-127	-141
běžné převody	15.6	15	15	20

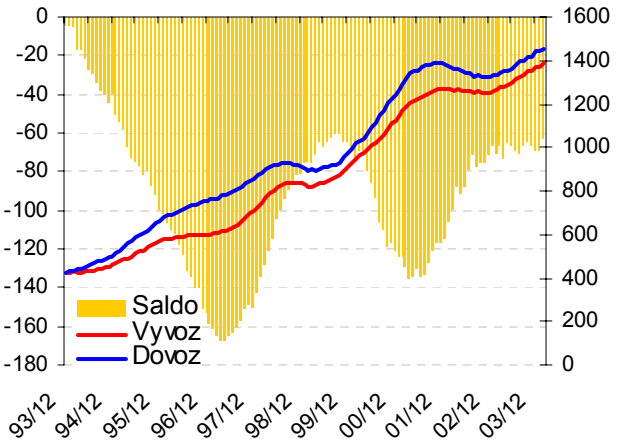
V roce 2004 dosáhne schodek běžného účtu platební bilance výše 147 mld. Kč, což znamená jeho meziroční snížení o 10 mld. Kč. Pro rok 2005 lze očekávat stabilizaci deficitu běžného účtu na úrovni 144 mld. Kč. Uvedená predikce bude výsledkem snižování schodku obchodní bilance a prohlubování deficitu bilance výnosů při mírném zlepšení přebytků bilance služeb a běžných převodů. Podíl běžného účtu na HDP dosáhne v roce 2004 –5,7 % (meziroční snížení o 0,8 procentního bodu) a v roce 2005 – 5,3 %.

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

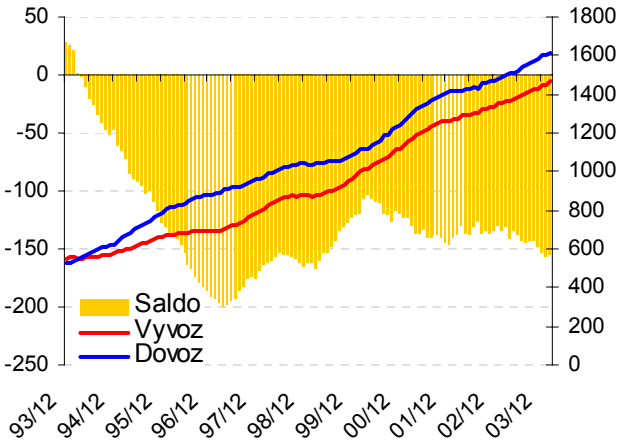


1.1 Obchodní bilance

Obchodní bilance (mld. Kč, roční data)

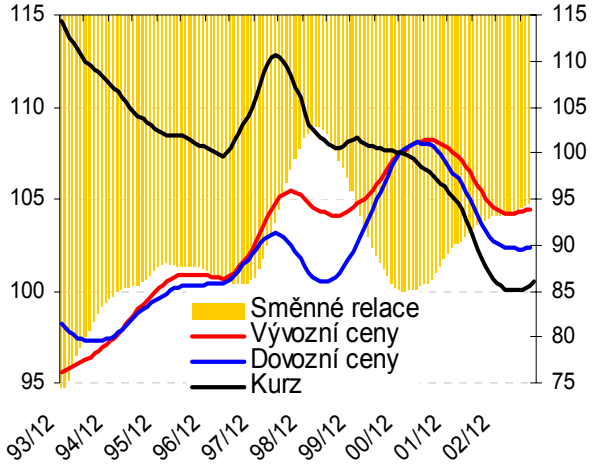


Obchodní bilance (mld. Kč, ceny 2000)



Obchodní bilance se od roku 1993 postupně zhoršovala a největší deficit zaznamenala v roce 1997 (přes 160 mld. Kč). Po přechodném zlepšení následovalo další zhoršení v roce 2001 na téměř 140 mld. Kč. V letech 2002 až 2003 pak došlo k opětovnému poklesu deficitu a jeho stabilizaci na cca –70 mld. Kč. V reálném vyjádření (v cenách roku 2000) jsou jak vývoz, tak dovoz stabilnější kolem rostoucího trendu než jejich nominální ekvivalenty. Reálný deficit (v cenách 2000) se počátkem roku 2004 pohyboval mírně pod úrovní 150 mld. Kč.

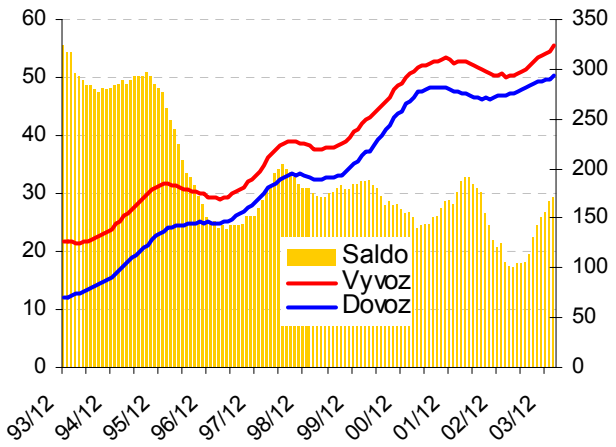
Směnné relace, vývozní a dovozní ceny



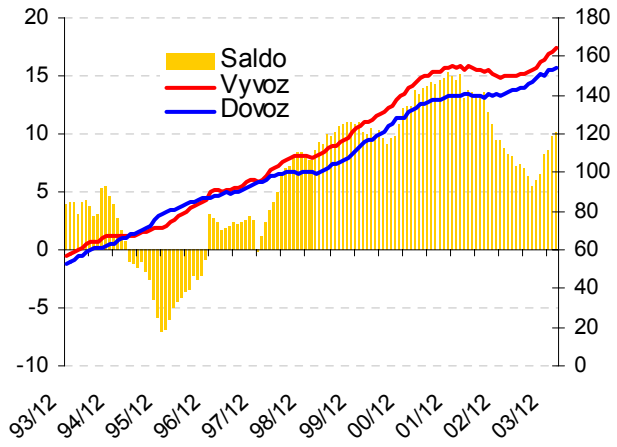
Volatilita nominálního vývozu a dovozu jde tak na vrub především kurzového a cenového vývoje, když deficit je od roku 1997 poměrně dobře korelován s vývojem směnných relací. Vývozní a dovozní ceny do roku 1996 jdou proti vývoji posilujícího efektivního směnného kurzu. Vysvětlením může být hypotéza, že v tomto období ceny nezohledňovaly dostatečně růst kvality obchodovaného zboží, u vývozu lze přijmout i argument, že původně dumpingové ceny výrobců, snažících se proniknout na nové trhy, se postupně začaly přibližovat ke své reálné tržní hladině. V následujících třech letech sice již lze pozorovat jistou korelaci cen zahraničního obchodu s uvolněným kurzem, trendově však i nadále zůstává vývoj cen a kurzu protisměrný. Až od roku 2000 můžeme pozorovat vývoj cen v souladu s kurzovým vývojem, což by mohlo znamenat, že v tomto období již ceny dosáhly své reálné úrovně a jejich vývoj je převážně určován vývojem směnného kurzu. Přesto i v tomto období pokračuje trendové zlepšování směnných relací.

Celkový vývoj obchodní bilance je však výsledkem rozmanitého vývoje v jednotlivých skupinách SITC. Jednotlivé skupiny jsou odlišné jednak v reakci na poptávku, kurz a zahraniční investice, ale i svým významem (objemem obratu zboží). Tři skupiny SITC (6 - výrobky podle materiálu, 7 - stroje a přepravní zařízení a 8 - různé průmyslové výrobky) tvoří v současné době přibližně 78 % obratu zahraničního obchodu a vytváří celé kladné saldo. Obrat ve skupinách výrobky podle materiálu a ostatní průmyslové výrobky relativně vůči celku klesá, představuje však v současnosti asi 33 % obratu. Z grafu je také patrné, že uvedené skupiny jsou citlivé na vývoj kurzu a zahraniční poptávku.

Výrobky podle materiálu (mld. Kč, roční data)

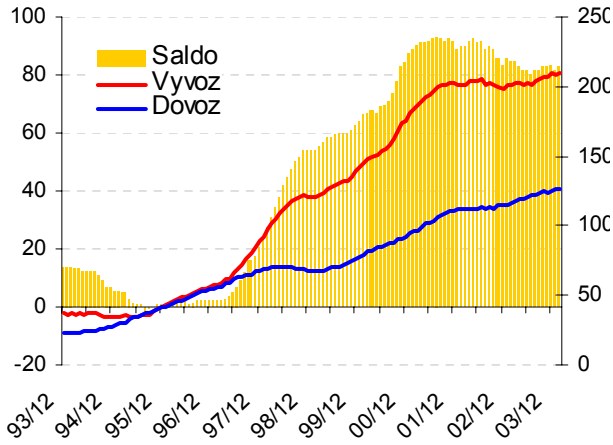


Ostatní průmyslové výrobky (mld. Kč)

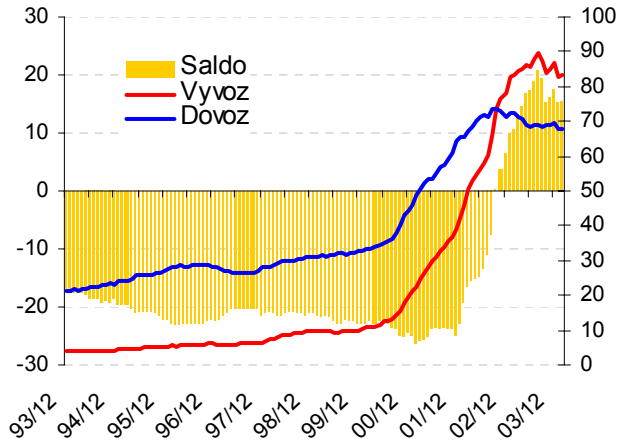


průběžně rostoucí z 33 na současných 46 %. Tato skupina představuje také odvětví s výrazným přílivem PZI, u nichž lze předpokládat významné nabídkové efekty. Tyto efekty dokládá vývoj vybraných podskupin SITC 7, silniční vozidla a kancelářské stroje (viz grafy).

Silniční vozidla (mld. Kč, roční data)

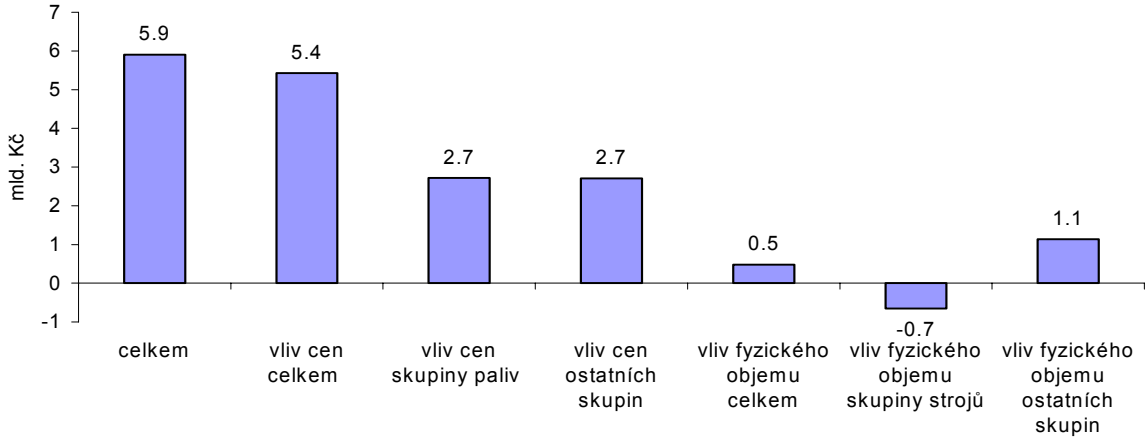


Kancelářské stroje (mld. Kč, roční data)



Za leden až únor 2004 vykázala obchodní bilance přebytek ve výši 3,4 mld. Kč. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku došlo k meziročnímu zlepšení salda o 5,9 mld. Kč. Z komoditního pohledu bylo z rozhodující části důsledkem únorového meziročního růstu přebytku ve skupině strojů. Současně bylo ovlivněno příznivým vývojem směnných relací (s celkovým dopadem 5,4 mld. Kč). Příznivý cenový vliv se přitom z poloviny promítl ve snížení schodku skupiny minerálních paliv. Příspěvek k meziročnímu zlepšení salda z pohledu reálného objemu zbožové výměny byl jen málo významný (0,5 mld. Kč). Zatímco u skupiny strojů a dopravních prostředků došlo k mírnému meziročnímu zhoršení salda (o 0,7 mld. Kč), reálné saldo zbývajících skupin jako celku se naopak zlepšilo (o 1,1 mld. Kč). Rozhodující vliv na tuto skutečnost měla skupina 6 – tržní výrobky tříděné podle materiálu.

Rozklad faktorů meziroční změny salda obchodní bilance za leden až únor 2004 (v mld. Kč)



Predikce obchodní bilance je odvozována třemi základními přístupy: (i) odvozením od čistého vývozu, (ii) samostatnými ekonometrickými modely a (iii) strukturální analýzou (podle

jednotlivých tříd SITC). Na základě výše uvedených odhadů a s ohledem na předběžné údaje o vývoji obchodní bilance za leden až únor je predikce celkového schodku obchodní bilance za rok 2004 na úrovni cca 50 mld. Kč.

Predikce obchodní bilance (v mld. Kč) dle vybraných predikčních postupů

	2004	**2005**
Odvození z čistého vývozu	-40	-31
Model „skupina paliv a ostatní“	-60	-60
Model mzr. temp růstu vývozu a dovozu	-69	-75
Model simultánního odhadu	-50	-40
Model SARIMA	-33	
Strukturální analýzy	-47	-31

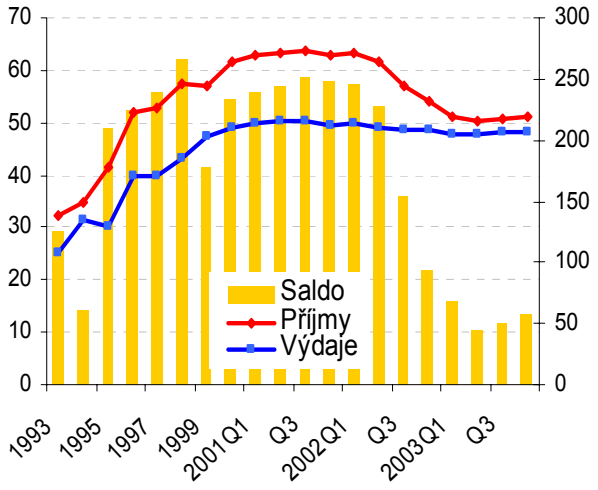
K meziročnímu snížení schodku obchodní bilance vůči roku 2003 (69 mld. Kč) o cca 19 mld. Kč přispěje především očekávané oživení vnější poptávky (očekávaný růst HDP SRN o 1,6 %). Příznivě bude působit také vliv cenového vývoje, kde se předpokládá kladná směnná relace na úrovni 1,3 %, a to i přes očekávaný růst ceny ropy uralské o cca 3,2 % a zemního plynu o 6,3 %. Kromě toho bude ještě doznívat příznivý dopad kurzového vývoje CZK z předchozího roku, kdy se při mírné mzr. depreciaci kurzu CZK/EUR o 2,2 % očekává apreciace kurzu CZK/USD o 7,0 % (pozitivní efekt vyšší váhy dovozu než vývozu realizovaných v USD). K prohlubování schodku bude naopak působit předpokládaný zvýšený nárůst investičních dovozů. Dopad snížení tempa růstu HDP SRN (ve srovnání s 1. SZ o 0,2 procentního bodu) bude kompenzován dalším růstem konkurenceschopnosti, zejména strojírenské a elektrotechnické produkce.

Predikce obchodní bilance na rok 2005 přihlíží k předpokladu mírného snižování elasticity dovozu na změnu komponent agregátní poptávky ve smyslu intratemporální substituce. Na snižování schodku bude současně působit pokračující příznivý růst vnější poptávky (růst HDP SRN o 1,7 %) a přes určité zmírnění také kladná meziroční změna směnných relací (na úrovni cca 0,8 %, při meziročním poklesu ceny ropy a stagnaci ceny zemního plynu, avšak současné mírně hlubší apreciaci kurzu CZK/EUR než kurzu CZK/USD). Uvedené předpoklady vedou k mzr. zlepšení obchodní bilance za rok 2005 o cca 10 mld. Kč (deficit 40 mld. Kč).

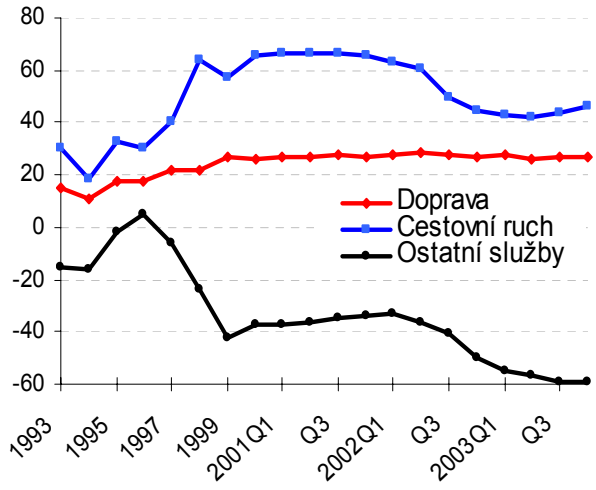
1.2 Bilance služeb

Bilance služeb po celé období od roku 1993 přispívá do platební bilance kladným saldem. Od roku 1995 do roku 2000 zaznamenaly jak příjmy, tak výdaje bilance služeb stabilní trendový růst, který se v roce 2001 zastavil. Pro období 1995 až 2001 se přebytek bilance služeb udržel na stabilní úrovni kolem 55 mld. Kč. K zásadní změně došlo v roce 2002, kdy výdaje pokračovaly ve stagnaci, ale příjmová strana začala ve třetím čtvrtletí výrazně klesat. Pohled do základní struktury bilance služeb naznačuje, že snížení přebytku bilance služeb je způsobeno značným poklesem přebytku bilance cestovního ruchu při dalším prohloubení deficitu ostatních služeb obchodní a neobchodní povahy. Bilance dopravy, která je další základní složkou bilance služeb**,** představuje její stabilizující prvek (z hlediska příjmů a výdajů zahrnuje bilance dopravy velice stabilní dopravu potrubní a jen mírně volatilní dopravu ostatní). Od roku 1999 se kladné saldo bilance dopravy pohybuje v rozmezí cca 26 – 28 mld. Kč. Predikce zachovává v letech 2004- 05 mírný trendový růst jak příjmů, tak výdajů s výsledným saldem pro oba roky 27 mld. Kč.

Bilance služeb (mld. Kč, roční data)

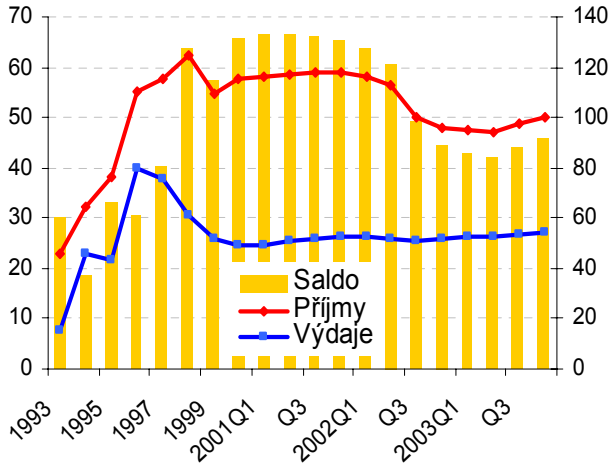


Saldo bilance jednotlivých složek (mld. Kč)

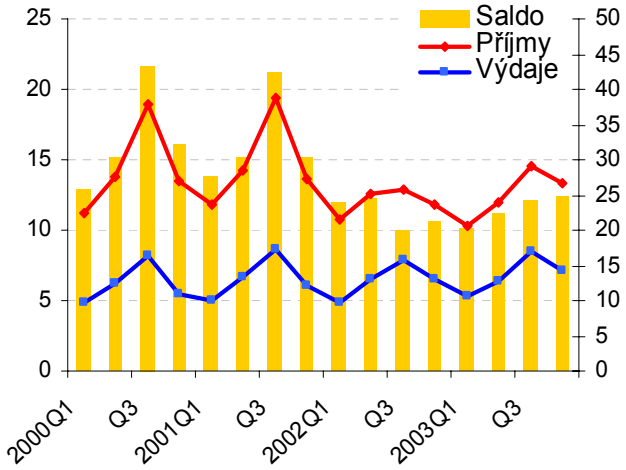


Bilance cestovního ruchu není k dispozici v podrobnějším členění. Představuje ale největší položku, která v letech 2000 – 2001 stabilně přispívala ke kladnému saldu BS hodnotami cca 65 mld. Kč. Ve třetím čtvrtletí 2002 však došlo ke zlomu na straně příjmů. Převážnou část propadu lze připsat na vrub povodní, jejichž následky přetrvaly až do konce roku 2002. Vzhledem k pokračujícím nižším příjmům i v roce 2003 lze mezi další faktory zařadit ekonomickou recesi v EU (především v Německu), silný kurz koruny vůči dolaru[1] a nepříznivou bezpečnostní situaci ve světě. Pro předpověď lze přijmout hypotézu, že opožďující se ekonomické oživení v eurozóně a jen pomalu se zotavující celosvětový turistický průmysl budou i nadále bránit příjmům, aby se v nejbližším období vrátily zpět na hodnoty z období 2000 – 2001. Základním východiskem predikce je, že roční saldo bude v této složce v letošním roce stagnovat přibližně na úrovni roku 2003 (tj. 48 mld. Kč) a v příštím roce se mírně zvýší na 50 mld. Kč (což je stále výrazně méně, než 65 mld. Kč v letech 2000-2001).

Cestovní ruch (mld. Kč, roční data)



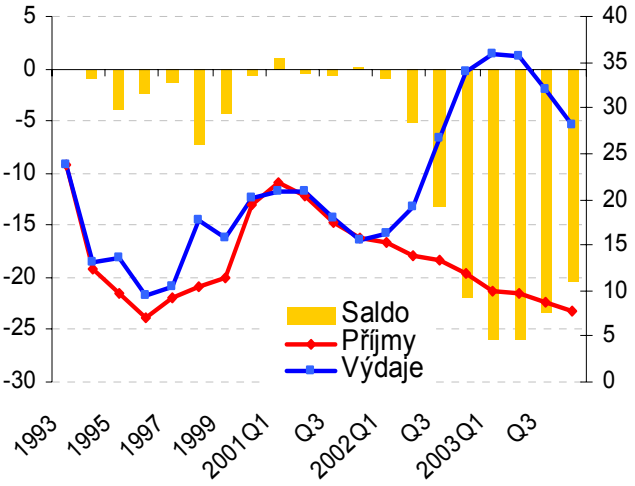
Cestovní ruch (mld. Kč, čtvrtl. data)



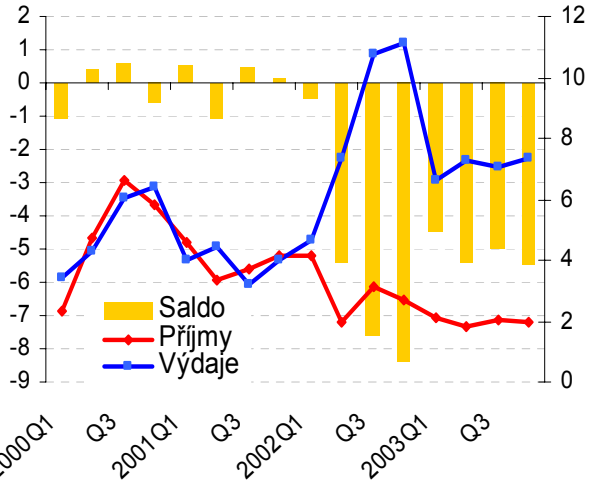
[1] Přestože příjmy i výdaje na cestovní ruch jsou značně sezónní a volatilní, lze ekonometricky podpořit hypotézu, že alespoň trendově příjmy pozitivně závisí na bohatství zemí, odkud se rekrutuje většina přijíždějících turistů (měřeno růstem jejich HDP), a naopak negativně ovlivňuje tyto příjmy relativní růst domácích cen (zahrnující jak relativní cenový vývoj, tak relativní kurzové pohyby) vzhledem k alternativním destinacím v Polsku, Maďarsku a na Slovensku. Výdaje na cestovní ruch pak jsou pozitivně ovlivňovány domácím bohatstvím (měřeno českým HDP).

Bilance ostatních služeb obchodní a neobchodní povahy tvoří další (a druhou nejvýznamnější) skupinu, která na rozdíl od předchozích dvou prakticky po celé období od roku 1993 vykazovala záporné saldo příjmů a výdajů. V letech 1997 – 99 vzrostl roční deficit[2] o 36 mld. Kč. Od roku 1999 se deficit postupně mírně snižoval z –42 mld. Kč na –33 mld. Kč na počátku roku 2002. Pak ale došlo k dalšímu zlomu a deficit začal opět narůstat až na téměř 60 mld. Kč ve 4. čtvrtletí 2003.

Fin., poj. a spoj. služby (mld. Kč, roční data)



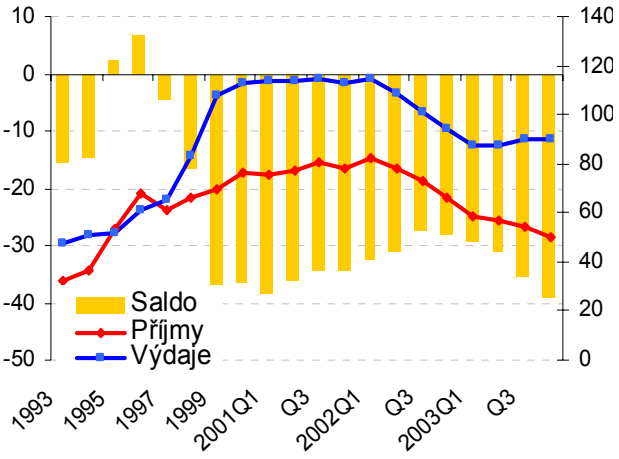
Fin., poj. a spoj. služby (mld. Kč, čtvrtl.)



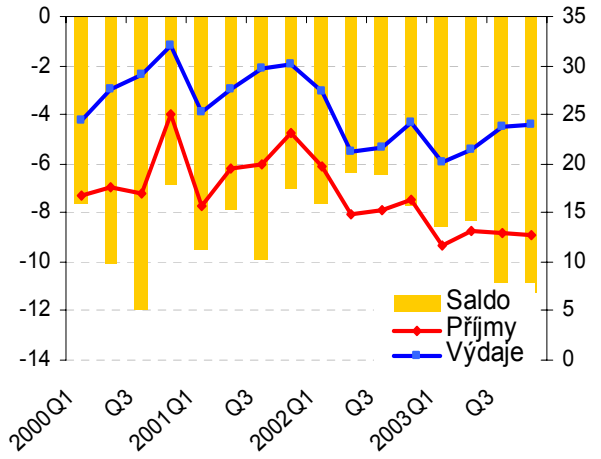
Pro lepší identifikaci možných příčin lze vycházet z podrobnější struktury této značně heterogenní skupiny. Celou skupinu lze rozdělit na dvě podskupiny s rozdílným vývojem. Do první lze zařadit finanční, spojové a pojišťovací služby, druhá podskupina je tvořena zbývajícími službami. Rozhodující podíl na zhoršení deficitu bilance ostatních služeb mají spojové služby (z nichž převážnou část tvoří telekomunikační a radiokomunikační služby), finanční služby a služby v oblasti pojištění. V těchto skupinách docházelo k pokračování předchozího trendového poklesu příjmů, ale zároveň k výraznému růstu výdajů, který může znamenat přechod zprivatizovaných firem na služby svých zahraničních mateřských společností, ale také například „skrytou“ formu převodu zisku. Nicméně pohled na čtvrtletní data ukazuje, že u všech tří skupin došlo po předchozím masivním růstu následně k poklesu výdajů. U zbytku ostatních služeb obchodní a neobchodní povahy je patrná podobnost ve vývoji příjmů a výdajů s určitou tendencí k prohlubování deficitu ve druhé polovině 2003. Nicméně čtvrtletní údaje naznačují stabilitu v posledních dvou čtvrtletích 2003.

[2] Zejména v důsledku zhoršení bilance ostatních obchodních služeb a v rámci této skupiny se jednalo o dále nespecifikované „jiné služby obchodní povahy“. Výrazný pokles bilance však byl prakticky kompenzován současným rychlým růstem kladného salda ve službách cestovního ruchu.

Zbytek ostatních služeb (mld. Kč, roční data)



Zbytek ostatních služeb (mld. Kč, čtvrtl.)



Vzhledem ke značné nejistotě lze pro predikci zvolit jako východisko dosaženou úroveň výdajů a příjmů a nepředpokládat další rozevírání rozdílu mezi příjmovou a výdajovou stranou ostatních služeb. Záporné saldo ve skupině ostatních služeb by tak mělo zůstat v letošním i příštím roce na srovnatelné úrovni roku 2003 (-60 mld. Kč).

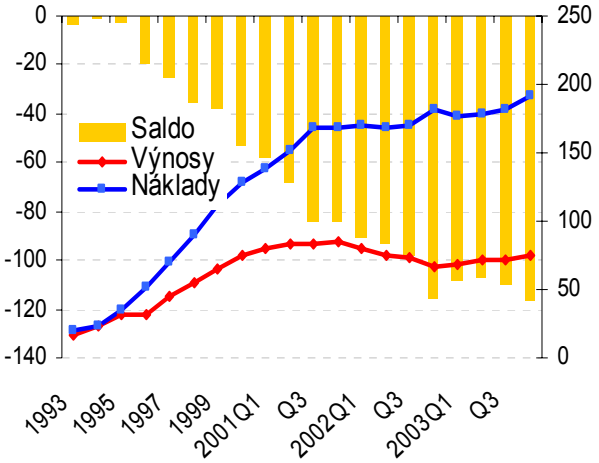
Struktura dat, jejich dostupnost a nesystematická variabilita neumožňují jednoznačnou kvantitativní analýzu. Očekávaný vývoj bilance služeb proto podléhá velkému stupni nejistoty[3]. Zatímco u cestovního ruchu je mírné zlepšení pravděpodobné v závislosti na ekonomickém oživení zemí EU a snižování bezpečnostního napětí, u ostatních služeb je otázkou, s jakou intenzitou se budou nadále prosazovat tzv. privatizační a integrační vlivy. Pro rok 2004 i 2005 lze očekávat mírné meziroční zlepšení přebytku bilance služeb v rozsahu 2 mld. Kč, tj. 15 mld. a 17 mld. Kč.

1.3 Bilance výnosů

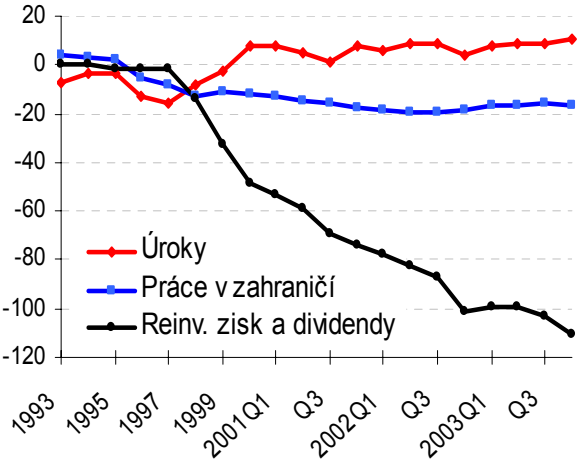
Ve vývoji bilance výnosů, který byl do roku 1995 vyrovnaný, se začala ve druhé polovině devadesátých let až do současnosti prosazovat téměř lineární tendence narůstání deficitu této bilance. Od roku 1996 začaly náklady systematicky předstihovat výnosy a deficit bilance výnosů dosáhl v roce 2003 úrovně 117 mld. Kč, což bylo o 47 mld. více než deficit obchodní bilance.

[3] Údaje o bilanci služeb zpracovává ČNB na základě výkazů obchodních bank. Obchodní banky sledují platby svých klientů podle deklarovaného účelu. Chybí však zásadní informace o tom, jací klienti, komu a za jaké konkrétní služby platbu prováděli. Proto zatím vývoj bilance služeb (zejména ostatních obchodních a neobchodních) zůstává rozsáhlou zbytkovou a velmi heterogenní položkou, jejíž další vývoj je prakticky nemožné s dostatečnou mírou spolehlivosti předpovědět.

Bilance výnosů celkem (mld. Kč, roční data)

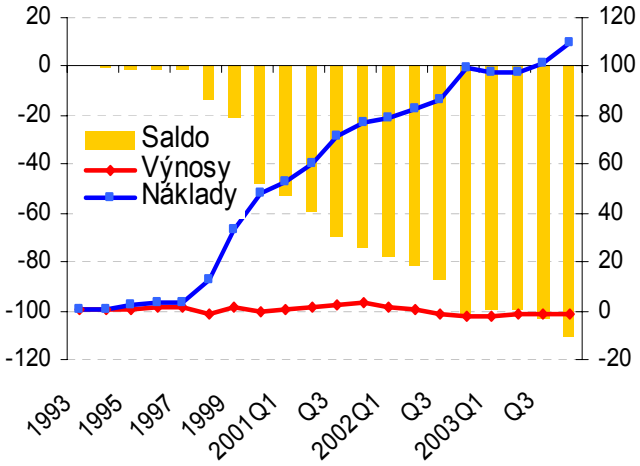


Bilance výnosů – složky (mld. Kč)



Od roku 1997 pravidelně narůstal podíl nákladů z přímých investic na celkovém saldu bilance výnosů a saldo bilance výnosů z přímých investic se tak stalo dominující složkou celkového vývoje bilance výnosů. V součtu za poslední čtyři čtvrtletí činil ve 4. čtvrtletí 2003 podíl salda výnosů z přímých investic přibližně 97 % celkového salda. Na deficit celkové bilance výnosů dále působí ještě deficitní výnosy z faktoru práce, které jsou stabilní a v průměru dosahovaly od roku 1998 hodnoty -16 mld. Kč. Deficitní výnosy z faktoru práce byly částečně kompenzovány přebytkem výnosů z ostatních investic a výnosů z portfoliových investic. Z uvedených faktů vyplývá, že klíčová role v analýze bilance výnosů patří vývoji výnosů a nákladů z přímých investic.

Bilance výnosů z přímých investic (v mld. Kč, roční data)



Od roku 1998 začalo docházet k rychlému rozevírání „nůžek“ mezi výnosy a náklady z přímých investic, které bylo výhradně způsobeno růstem nákladů při neměnné úrovni výnosů. Proto je účelné zaměřit analýzu na faktory, které podmiňovaly vývoj pouze výdajové strany, tedy výnosy z investovaných přímých zahraničních investic v ČR. Výnosy plynoucí do zahraničí z investovaných přímých zahraničních investic v ČR se ve statistice platební bilance sledují v členění na výnosy z investic do základního jmění podniků, které se dále rozpadají na repatriované dividendy a reinvestované zisky a na úroky plynoucí z dlouhodobých úvěrových vztahů mezi zahraniční mateřskou a domácí dceřinou společností.

Obecně existuje velké množství faktorů ovlivňujících výnosy z PZI. Tyto faktory mohou být rozděleny do třech základních skupin na objemové a kvantitativní faktory, specifické a kvalitativní charakteristiky hostitelské země a konečně časové charakteristiky životního cyklu PZI. Kvantitativní faktory souvisejí s relativní zásobou PZI v hostitelské ekonomice a ziskovostí nerezidenty vlastněných domácích podniků. Druhá skupina faktorů souvisí např. s vnímáním rizikovosti hostitelské země, s vládní politikou investičních pobídek v hostitelské zemi, s rozdíly ve zdanění dividend v hostitelské a mateřské zemi, s dostupností alternativních cest přesunu finančních prostředků z hostitelské země např. stanovováním vnitřních cen

v rámci nadnárodní společnosti, prodejem „odborných“ služeb vlastněnému podniku, výplatou manažerských odměn nebo příspěvků zahraniční centrále za vedení a propagaci nadnárodní společnosti jako celku. Další specifické faktory souvisí např. s dostupností jiných způsobů financování investičních potřeb vlastněného podniku v hostitelské zemi. Třetí základní faktor (životní cyklus PZI) souvisí s časovým rozložením efektů plynoucích z realizace PZI v hostitelské zemi[4].

Pro konkrétní prognózu PZI byla použita kvantifikace tří základních ekonomických faktorů, které bezprostředně ovlivňují vývoj výnosů z PZI v ČR: (i) rozsah celkové zásoby PZI v základním jmění domácích podniků a její budoucí vývoj, (ii) dynamika tvorby zisků z PZI v jednotlivých odvětvích a ekonomice jako celku a (iii) průběh životního cyklu PZI s důrazem na vývoj poměru reinvestovaných zisků a repatriovaných dividend, který ovlivňuje vztah bilance výnosu běžného účtu a přímých investic na straně finančního účtu.

Celková zásoba PZI v české ekonomice dosáhla na konci roku 2003 hodnoty 1,2 bil. Kč (48 mld. USD, 51 % HDP ČR) při zanedbatelném objemu českých přímých investic v zahraničí. Od začátku roku 1998 do konce roku 2003 vzrostla zásoba PZI v ČR bezmála čtyřnásobně při průměrném ročním nárůstu o 150 mld. Kč. Predikce na rok 2004 počítá s nárůstem celkové zásoby PZI na hodnotu převyšující 1,3 bil. Kč a dalším zvýšením dynamiky přílivu PZI v roce 2005. Z odvětvového hlediska se dominantním sektorem přílivu PZI staly služby (54% podíl na celkové zásobě PZI) reprezentované zejména odvětvími finančního zprostředkování, dopravou a telekomunikacemi, obchodem a opravami. Průmysl celkem dosáhl přibližně 44% podílu na celkové zásobě PZI a z toho na zpracovatelský průmysl připadal přibližně 36% podíl[5] s nejvýznamnějším zastoupením automobilového průmyslu a průmyslu výroby chemických, pryžových a plastových výrobků. Z celkové zásoby PZI tvořily „původní“ investice do základního kapitálu přibližně 69 %, investice ve formě reinvestovaných zisků 18 % a dlouhodobé úvěry mezi zahraniční mateřskou a domácí dceřinou společností (ostatní kapitál) tvořily 13 %.

Celková ziskovost měřená v jednotlivých odvětvích pod zahraniční kontrolou byla relativně stabilní. V souhrnu dosahoval podíl čistého zisku na vlastním kapitálu (ROE) přibližně 13 %. K růstu zisků podniků pod zahraniční kontrolou přispěl v letech 2002 a 2003 zejména nárůst zisků v bankovním sektoru, zatímco ziskovost průmyslových odvětví a zpracovatelského průmyslu zvláště dosahovala s výjimkou roku 2000 relativně stabilní úrovně[6]. Vedle propočtu výnosnosti PZI přímo na úrovni podniků lze výnosnost PZI spočítat z minulých údajů bilance výnosů a k ní příslušné investiční pozice. Tato výnosnost PZI na „makroúrovni“ dosahovala v minulosti také relativně stabilních hodnot přesahujících 10 %. Výnosnost ostatního kapitálu (úvěry od zahraniční mateřské společnosti) dosahovala přibližně 5 %.

[4] Přímí zahraniční investoři navíc nemusejí okamžitě repatriovat vyplacené dividendy zpět do mateřské země, ale mohou je uložit na účtech bank nebo investovat do finančních instrumentů (akcií, vládních nebo podnikových obligací, nemovitostí apod.) v hostitelské zemi, což dále komplikuje analýzu dopadů výnosů z PZI na vnější rovnováhu ekonomiky.

[5] Podle dostupných statistických dat nepřesahují ani v ostatních evropských zemích PZI do zpracovatelského průmyslu hranici 50 % a dlouhodobě dochází k poklesu podílu PZI ve zpracovatelském průmyslu na celkové zásobě PZI.

[6] Jednorázový růst zisků bankovního sektoru souvisel s privatizací velkých českých polostátních bank a je do budoucna pravděpodobně již neopakovatelný, takže růst výnosnosti PZI nebude na rozdíl od růstu celkové zásoby PZI v české ekonomice pravděpodobně určujícím faktorem rostoucího odlivu výnosů z české ekonomiky.

Ziskovost v podnicích pod zahraniční kontrolou a výnosnost PZI na „makroúrovni“

v %	1999	2000	2001	2002	2003
Odvětvová výnosnost (ROE)					
Průmysl	18,4	25,4	17,7	18,2	17,6
Zpracovatelský průmysl	19,0	26,4	18,3	19,5	18,0
Finanční zprostředkování[a)]	ztráta	10,2	17,2	32,0	28,8
Celkem[b)]	17,5	18,0	17,1	20,8	19,8
Celkem (po zdanění)b)	12,0	12,4	11,8	14,3	13,6
Výnosy z PZI (t) k investiční pozici (t-1)					
Základní kapitál	8,8	9,0	10,2	11,9	10,6
Ostatní kapitál	5,6	5,8	5,8	4,3	4,1

[a)] Odhad na základě vývoje v bankovním sektoru
[b)] 1999 bez bankovního sektoru

Pravděpodobně nejobtížnější částí ohodnocení budoucích finančních toků z PZI je analýza předpokládaného rozdělení výnosů z PZI na repatriované a reinvestované zisky, která přímo souvisí z dopředu jen velmi těžko odhadnutelným rozhodnutím zahraničních investorů o užití jimi vytvořeného zisku. Časové rozložení finančních toků plynoucích z realizace PZI je u konkrétní investice spojena s průběhem životního cyklu PZI. Průběh tohoto cyklu pomáhá určit jak předpokládanou míru výnosnosti PZI, tak i rozdělení realizovaných výnosů z PZI mezi repatriované a reinvestované zisky. Podíl reinvestovaných zisků na celkových výnosech z PZI v základním kapitálu je v tranzitivních zemích vyšší ve srovnání s vybranými členskými státy EU[7]. Intuitivně lze také předpokládat odlišné chování zahraničních investorů, kteří investují do sektoru služeb (investice pro obsluhu domácí ekonomiky) a zahraničních investorů, kteří investují do zpracovatelského průmyslu (exportně orientované investice). Životní cyklus PZI investovaných do sektoru služeb bude pravděpodobně kratší a „cesta“ zahraničního investora k zhodnocení vložené investice v podobě odlivu výnosů z PZI do zahraničí také rychlejší.

Prognóza výnosů z PZI a jejich struktura[a)]

v mld. Kč	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Výnosy z PZI v zákl.kapitálu	11,2	32,5	47,7	74,2	97,0	112,2	117,8	132,3
Reinvestované zisky	5,8	23,9	36,9	57,8	64,3	67,3	70,7	66,1
Vyplacené dividendy	5,4	8,6	10,8	16,4	32,7	44,9	47,1	66,1
Podíl reinvestic na výnosech, v %	52	73	77	78	66	60	60	50

[a)] Předpokládané výnosy z PZI byly spočítány na základě odhadnuté zásoby PZI v základním kapitálu podniků v roce 2004 (1195 mld. Kč) a jejich předpokládané výnosnosti pro období 2003 až 2004 na úrovni 11,1 %.

Predikce celkové bilance výnosů předpokládá další prohloubení jejího deficitu, který bude z největší části ovlivněn odlivem výnosů z PZI (124 mld. Kč v roce 2004 a 139 mld. Kč v roce 2005). Významnou položku ve výnosech z PZI budou i nadále tvořit reinvestované zisky. V roce 2002 poklesl podíl reinvestovaných zisků ve prospěch vyplacených dividend na úroveň 66:34. V souvislosti s průběhem „dozrávaní“ PZI a strukturou celkové zásoby PZI, ve které převažují investice do služeb, lze odhadovat další pokles poměru reinvestovaných zisků k vyplaceným dividendám na 60:40 v letech 2003 a 2004 a další posun ve prospěch vyplacených dividend na 50:50 v roce 2005. Absolutní objem reinvestovaných zisků by při

[7] Téměř modelový vývoj podílu reinvestovaných zisků zaznamenalo Finsko, kde se v průběhu sedmiletého pozorovaného období vystřídala jak fáze růstu jejich podílu na celkových výnosech s vrcholem v roce 1998, tak fáze postupného poklesu tohoto podílu.

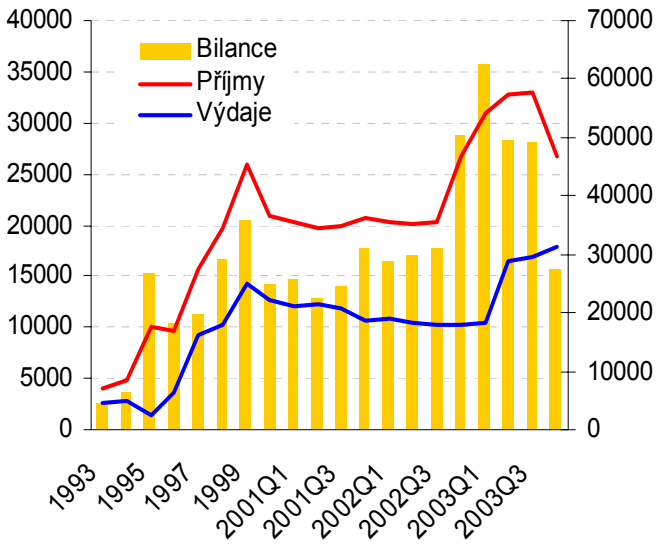
předpokládaném růstu celkových výnosů z PZI potom dosáhl v roce 2003 67 mld. Kč, v roce 2004 71 mld. Kč a v roce 2005 66 mld. Kč. V souvislosti se vstupem do EU prognóza dále předpokládá mírné zlepšení bilance pracovních příjmů.

v mld. Kč	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Saldo	**-35,1**	**-46,7**	**-53,0**	**-83,5**	**-115,6**	**-123,3**	**-127,3**	**-140,7**
pracovní příjmy	-12,6	-11,2	-12,0	-17,3	-18,3	-16,4	-14,0	-13,0
přímé investice	-13,8	-35,7	-53,6	-78,4	-105,5	-120,6	-124,3	-139,0
z toho: základní kapitál	-13,8	-32,1	-48,2	-71,7	-99,3	-114,3	-117,8	-132,3
ostatní kapitál		-3,6	-5,4	-6,7	-6,2	-6,3	-6,5	-6,7
portfoliové investice	-9,1	-11,5	-7,5	-9,1	-5,2	3,6	8,7	9,9
ostatní investice	0,4	11,7	20,1	21,2	13,4	10,1	2,3	1,4

Pozn.: Barevná pole představují predikci na základě vývoje minulé výnosnosti a předpokládaného vývoje investiční pozice.

1.4 Běžné převody

Běžné převody (v mil. Kč, roční data)



Roční klouzavý úhrn salda běžných převodů byl po celé období od roku 1993 kladný. V roce 1995 přesáhl přebytek hranici 10 mld. a až do druhé poloviny roku 2002 osciloval kolem 15 mld. Kč. Na přelomu let 2002 a 2003 došlo v důsledku mimořádných příjmů zejména v souvislosti s úhradou povodňových škod k výraznému zvýšení přebytku na úroveň zhruba 30 mld. Kč. Tento pozitivní vývoj byl však následně kompenzován mimořádným výdajem z důvodu neúspěšné arbitráže s CME a přebytek poklesl v závěru roku 2003 na svoji průměrnou úroveň.

V případě běžných převodů lze očekávat pokračování přebytku v podobném rozsahu jako v předchozích letech, a to s převažující vahou toků vládních příjmů a výdajů. V roce 2004 predikce předpokládá přebytek běžných převodů na úrovni cca 15 mld. Kč. V roce 2005 jeho zvýšení v důsledku dodatečných příjmů z fondů EU o cca 5 mld. na 20 mld. Kč.

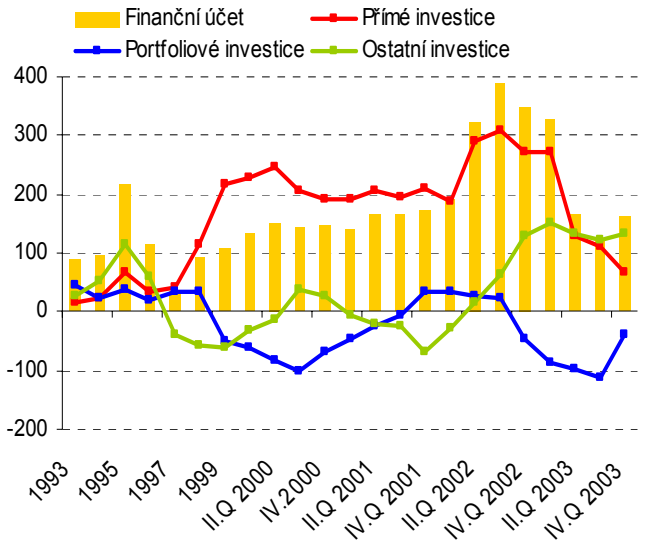
2. Finanční účet

Vývoj a predikce vybraných komponent finančního účtu (mld. Kč)

	2003	2004	2004	2005
mld. Kč	skutečnost	1. SZ	4. SZ	4. SZ
finanční účet	163,9			
přímé investice	66,4	162	128	170
portfoliové investice	-37,7	-60	-33	-25

V roce 2004 by měl čistý příliv přímých investic dosáhnout 128 mld. Kč. Příliv PZI bude činit 136 mld. Kč. V přehodnocení prognózy se promítlo snížení odhadu reinvestovaných zisků na 70 mld. Kč v roce 2004 a odklad privatizace Severočeských dolů. Úprava prognózy byla navíc ovlivněna rozhodnutím RWE o snížení základního kapitálu v Transgasu o 7,3 mld. Kč v letošním roce. Meziroční růst přílivu PZI by měl být v roce 2005 ovlivněn privatizací Telecomu. Prognóza počítá s poklesem deficitu portfoliových investic a mírnou změnou jejich struktury ve prospěch majetkových cenných papírů. Předpokládaný čistý odliv portfoliových investic by se měl snížit vlivem rozhodnutí vlády o emisi zahraničních dluhopisů (1 mld. eur).

Finanční účet a jeho složky (mld. Kč)



Od roku 1998 byl celkový přebytek finančního účtu významně ovlivňován čistým přílivem přímých investic, zatímco docházelo víceméně k vzájemné kompenzaci salda bilance portfoliových a ostatních investic. Od měnové krize v roce 1997 docházelo k růstu přebytku na finančním účtu s maximem v roce 2002 (390 mld. Kč). V roce 2003 pak přebytek finančního účtu poklesl v souvislosti s poklesem přílivu PZI.

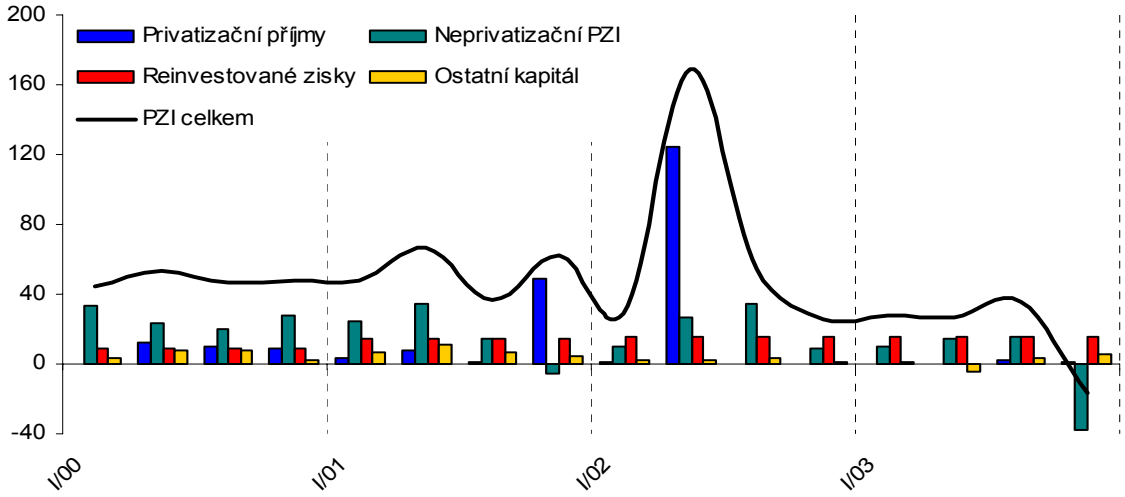
2.1 Přímé investice

Čistý příliv přímých investic dosáhl v roce 2003 hodnoty 66 mld. Kč, což je nejnižší hodnota od roku 1997 (41 mld. Kč). Ve 4. čtvrtletí 2003 došlo k čistému odlivu přímých investic v hodnotě 22,8 mld. Kč. Příliv přímých investic do ČR (PZI) se ve srovnání s předchozími lety v roce 2003 snížil na hodnotu 73 mld. Kč zejména kvůli vývoji ve 4. čtvrtletí, kdy došlo k čistému odlivu PZI v hodnotě 16 mld. Kč[1]. Oproti předchozím rokům nedošlo k žádným významným prodejům státního majetku do rukou zahraničních investorů a na celkovém přílivu PZI vzrostl významně podíl reinvestovaných zisků. Reinvestované zisky jsou v roce 2003 odhadovány na 62 mld. Kč, když v roce 2002 dosáhly úrovně 64 mld. Kč. Příliv úvěrů

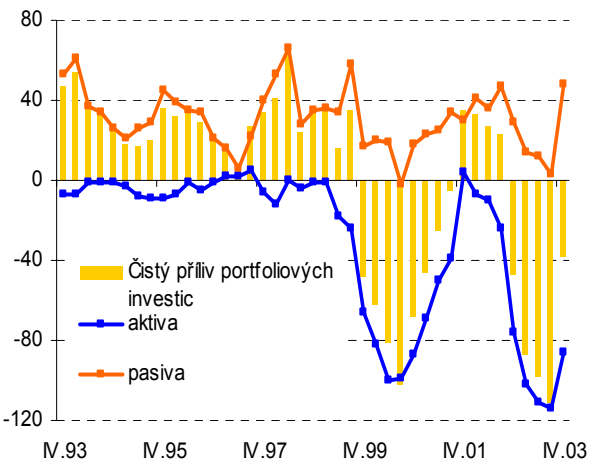
[1] Zahraniční vlastníci prodali majetkové podíly v Eurotelu a v Českém Telecomu v celkové hodnotě 49 mld. Kč

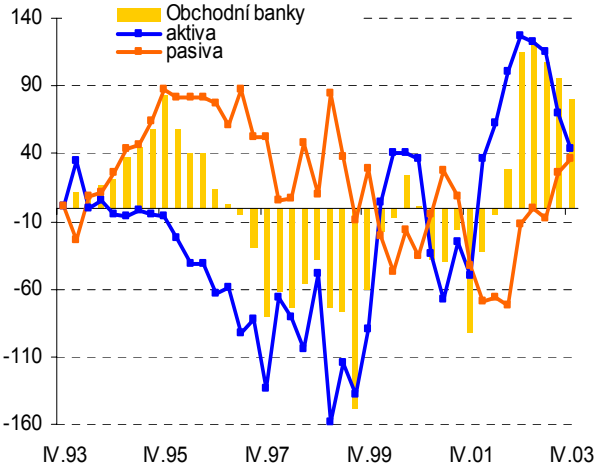
v rámci nadnárodních společností (ostatní kapitál) činil v roce 2003 6 mld. Kč, což je pouze mírný pokles ve srovnání s předchozím rokem. V prvních měsících roku 2004 tvořil odhad reinvestovaných zisků více než polovinu z celkového přílivu PZI.

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



2.2 Portfoliové a vybrané složky ostatních investic (mld. Kč)



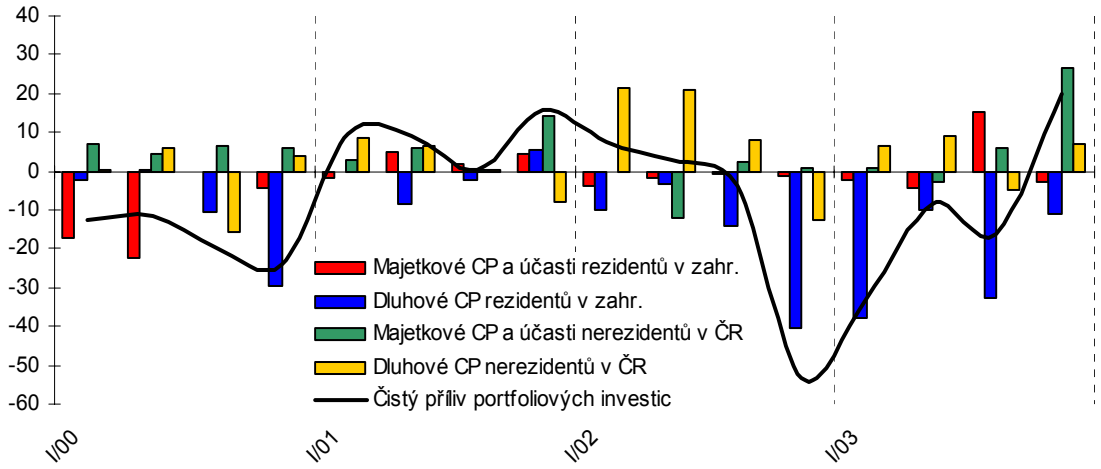


Vývoj portfoliových investic byl od roku 1999 ovlivňován zejména aktivitami rezidentů. V první fázi rezidenti investovali zejména do zahraničních majetkových cenných papírů a v druhé fázi do zahraničních dluhopisů. V rámci ostatních investic akumulovaly v 90. letech obchodní banky svá aktiva v zahraničí, v posledních dvou letech pak docházelo k jejich výraznému čerpání.

Čistý odliv portfoliových investic dosáhl v roce 2003 hodnoty 37,7 mld. Kč, což představuje meziroční pokles deficitu o 9 mld. Kč. V průběhu celého roku 2003 pokračoval odliv finančních prostředků rezidentů do zahraničních dluhových cenných papírů (celkem 91,5 mld. Kč). První měsíce roku 2004 pak byly charakteristické následným inkasem z prodeje zahraničních dluhopisů z portfolia tuzemských investorů a výraznějším zájmem rezidentů o zahraniční majetkové cenné papíry. Příliv portfoliových investic ve 4. čtvrtletí 2003 byl způsoben jednorázovým nákupem akcií Českého Telecomu drobnými zahraničními

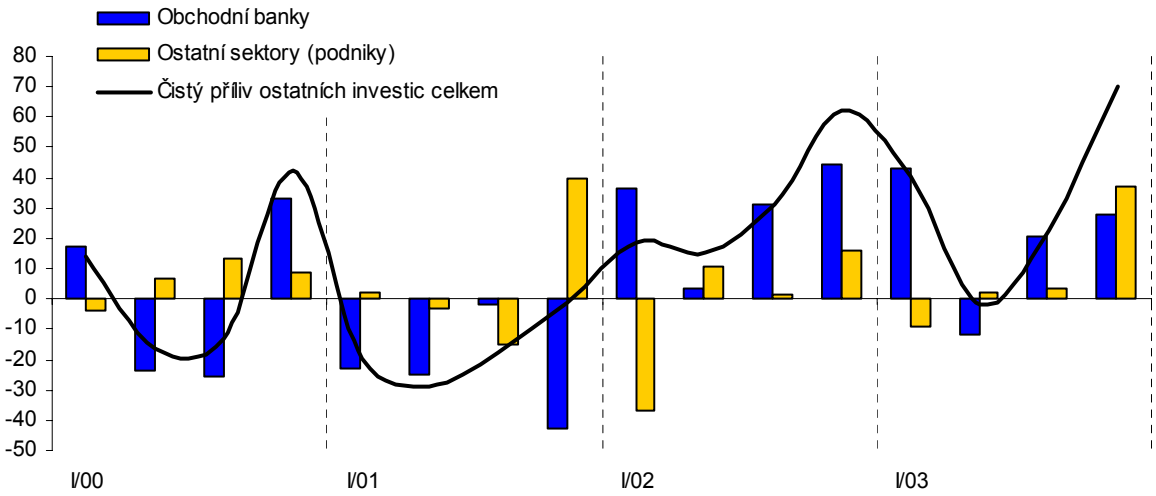
investory. Nákup českých majetkových cenných papírů nerezidenty pokračoval i v roce 2004, zatímco docházelo k odprodeji českých dluhových cenných papírů.

Portfoliové investice (mld. Kč)



Vývoj na účtu ostatních investic představoval v posledním období doplňkové toky zejména k portfoliovým investicím. V roce 2003 dosáhl čistý příliv ostatních investic 131,4 mld. Kč, což je o 3,4 mld. Kč více než v předchozím roce. Na celkovém přílivu ostatních investic se promítlo zejména 4. čtvrtletí 2003, kdy došlo k čerpání zahraničního syndikovaného úvěru Českým Telecomem na nákup majetkového podílu v Eurotelu od zahraničního vlastníka. Obchodní banky se podílely zejména na přílivu krátkodobých finančních prostředků. V prvních měsících roku 2004 došlo k čistému odlivu ostatních investic, který byl způsoben zejména splácením krátkodobých závazků bankovním sektorem.

Ostatní investice – vybrané položky (mld. Kč)



Příloha č. 5

Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období
(č. 20)

A. Shrnutí

Ve výhledu na **2. čtvrtletí** letošního roku se nálada podnikových manažerů **dále zlepšila** a míra jejich optimismu **vzrostla**. Hlavní barometr konjunkturního klimatu – index všeobecné obchodní situace – **stoupl druhé čtvrtletí po sobě** jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve stavebnictví, přičemž rozhodující impulsy k jeho růstu přicházely ze zvyšující se zásoby práce (stavu zakázek) a z očekávaných vyšších dodávek pro export i pro vnitřní trh.

Pokračující zlepšování ekonomických vyhlídek je v obou odvětvích provázeno očekáváním **vyššího růstu cen**, ve zpracovatelském průmyslu s přibližně stejnou dynamikou jako v 1. čtvrtletí, ve stavebnictví by měl být vzestup cen výrazně rychlejší.

B. Zpracovatelský průmysl

1. **Index všeobecné obchodní situace** dosáhl pro 2. čtvrtletí 2004 hodnoty 109 bodů, tj. o 5 bodů více než v 1. čtvrtletí. Index se tak druhé čtvrtletí za sebou pohybuje opět v pásmu převážně pozitivních očekávání (jestliže vážený počet pozitivních a negativních odpovědí manažerů je vyrovnaný, má index hodnotu 100 bodů, převažují-li pozitivní odpovědi, pohybuje se index v intervalu 101-200 bodů, mají-li převahu negativní odpovědi, klesá hodnota indexu pod 100 bodů).

   Úhrnný **objem zásoby práce**, tj. stavu smluvně potvrzených zakázek, byl podle posledních údajů z konce ledna o 15,5 % vyšší než ve stejném období loňského roku, z toho k provedení v tuzemsku o 12,3 % vyšší. Objem nových zakázek vzrostl meziročně o 9,9 %.

   Průměrná **míra využití kapacit** činila v 1. čtvrtletí letošního roku 81,6 %, což bylo o 1,2 bodu více než ve 4. čtvrtletí 2003.

   Také dílčí konjunkturní indexy **dodávek, tržeb** a očekávané **finanční situace** zaznamenaly ve výhledu na 2. čtvrtletí pozitivní vývoj, třebaže s výjimkou dodávek zůstaly pod úrovní 2. čtvrtletí 2003.

   Pokud jde o **zaměstnanost**, manažeři počítají s jejím dalším snižováním, dynamika poklesu by se však měla zmírnit.

2. Konjunkturní index **cen průmyslových výrobců** dosáhl pro 2. čtvrtletí hodnoty 113 bodů, když 15 % manažerů soudí, že ceny dále porostou, na rozdíl od 3 % manažerů, podle nichž by se ceny měly snížit. Ostatní manažeři předpokládají nezměněnou hladinu cen. Proti 1. čtvrtletí konjunkturní index poklesl o 2 body.

C. Stavebnictví

1. Index **všeobecné obchodní situace** stoupl ze 108 bodů v 1. čtvrtletí na 121 bodů pro 2. čtvrtletí 2004 (+ 13 bodů). K posílení indexu přispěla převaha pozitivních očekávání spojených s relativně vysokou zásobou práce, která se ke konci ledna zvedla meziročně o 24,2 %, z toho k provedení v tuzemsku o 26,8 %. Stav zakázek pro bytovou výstavbu vzrostl meziročně o 55,7 %.

2. Konjunkturní index **cen stavebních prací** se proti 1. čtvrtletí zvýšil o 23 bodů na 156 bodů. Vzestup indexu byl ovlivněn vyšším počtem respondentů (59 % ve 2. čtvrtletí ve srovnání se 33 % v 1. čtvrtletí), podle jejichž názoru by se dynamika cen měla v průběhu 2. čtvrtletí urychlit.

D. Objem inkas a plateb v cizích měnách.

Podle výsledků šetření provedeného v souboru respondentů konjunkturního šetření činil ve 4. čtvrtletí loňského roku podíl plateb realizovaných v cizích měnách mezi tuzemskými subjekty (rezidenty) na celkovém objemu plateb mezi těmito subjekty **4,4 %.** Na straně inkas dosáhl tento podíl **0,5 %.**

Příloha č. 6

Dopad změn nepřímých daní

Kromě dopadů v lednu 2004 (popsáno v kapitole II.3) v predikci předpokládáme dopady plynoucí z opožděného zvýšení cen tabákových výrobků rozložené mezi měsíce duben až červen (primární dopad 0,319 p.b., okamžitý sekundární minimální –0,02 p.b.) a dopady změn zákona o DPH, který by měl platit od 1. 5. 2004. K tomuto datu by měly být přeřazeny do základní (vyšší) sazby DPH drobné služby (čistírny, prádelny, kadeřnictví, kosmetika, opravny), dále stravovací služby mimo školních jídelen a měla by být snížena základní sazba DPH z 22 na 19 %. Primární dopad květnových změn do inflace v neregulovaných cenách by tak měl být 0,085 p.b. (bez odsunutého dopadu změn cen tabákových výrobků), okamžité sekundární dopady do inflace v neregulovaných cenách odhadujeme ve výši cca + 0,3 p.b. Od ledna 2005 by měly být do základní sazby přesunuty ubytovací služby (primární dopad 0,034 p.b., okamžitý sekundární cca 0,01 p.b.).

Dopady změn nepřímých daní do neregul. cen	**Primární dopady v nereg. cenách v p.b.**	**Okamžité sekundární dopady v p.b.**	**Celkem v p.b.**
1. SZ 2004 základní scénář			
od 1.1. 2004	0,46	0,23	0,69
od 1.5. 2004	0,17	0,08	0,25
celkem v mzr. ke konci roku 2004	**0,63**	**0,31**	**0,94**
od 1.1. 2005	0,00	0,00	0,00
celkem v mzr. ke konci roku 2005	0,00	0,00	0,00
1. SZ 2004 alternativní scénář (+ přesun stravovácích služeb do vyšší sazby *)			
od 1.1. 2004	0,46	0,23	0,69
od 1.5. 2004	1,17	-0,22	0,95
celkem v mzr. ke konci roku 2004	**1,63**	**0,01**	**1,64**
od 1.1. 2005	0,00	0,00	0,00
celkem v mzr. ke konci roku 2005	0,00	0,00	0,00

*) zvýšení DPH u ubytovacích a stravovacích služeb: 1 p.b. primární dopad, -0,3 p.b. okamž. sek. dopad

4. SZ 2004 (promítnutí nových rozhodnutí, včetně snížení základní sazby DPH, odsun zdražení cigaret)					
od 1.1. 2004	0,35	*	0,05	**	0,40
zpoždění zvýšení cen tab. výr. (duben-červen)	0,32		-0,02		0,30
částečné zpoždění zvýšení cen alk. náp.	0,00		0,08		0,08
od 1.5. 2004	0,09		0,34		0,42
celkem v mzr. ke konci roku 2004	**0,76**		**0,45**		**1,21**
od 1.1. 2005 ***)	0,03		0,01		0,04
celkem v mzr. ke konci roku 2005	0,03		0,01		0,04

*) proti 1. SZ: odsun doapadu zvýšení cen cigaret, nesnížení DPH u cukrovinek, kávy, čaje, koření

**) odhad, proti první SZ nižší hlavně z důvodu nesnížení DPH u cukr., kávy, čaje, koření

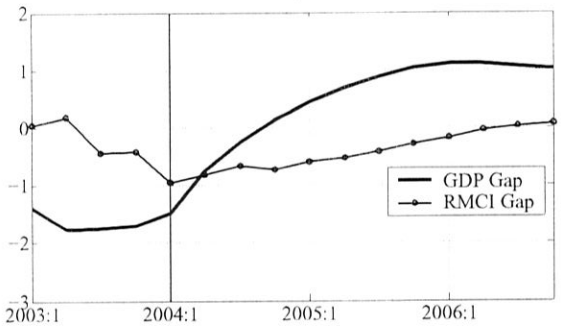
***) zvýšení DPH u ubytovacích služeb

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

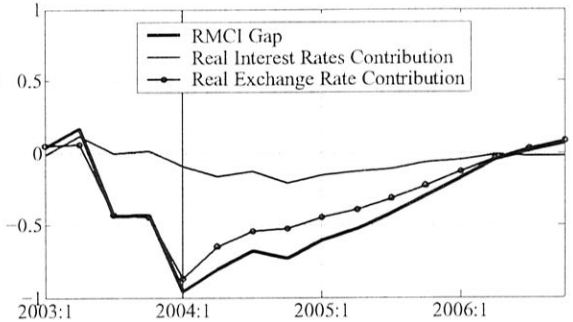
April 2004 Forecast Round

Baseline

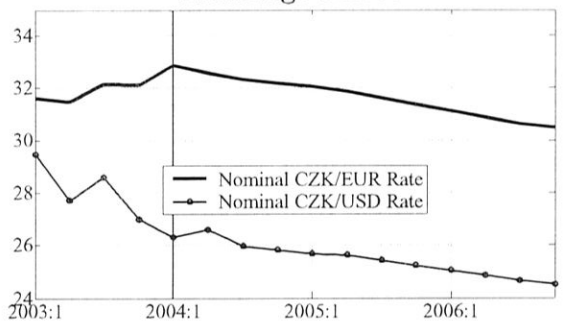
Real Activity Measures



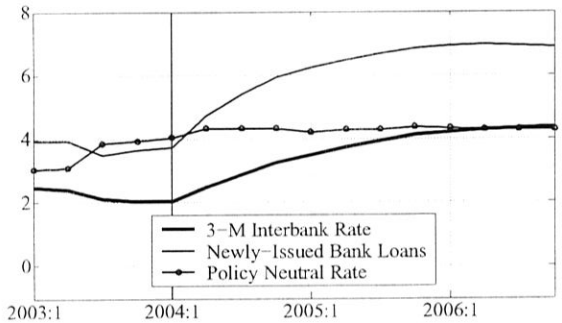
Real Monetary Conditions



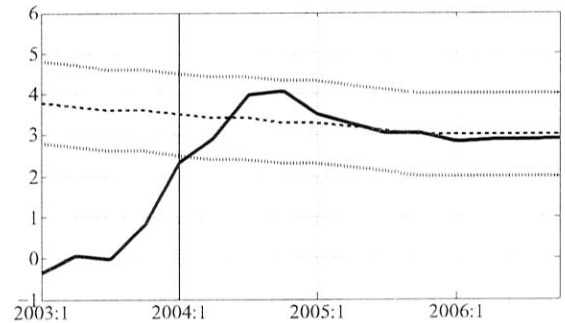
Exchange Rates



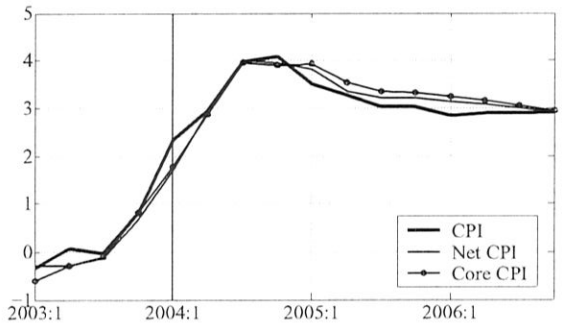
Nominal Interest Rates



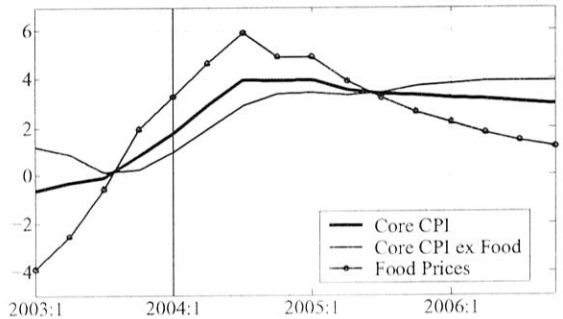
Inflation Target



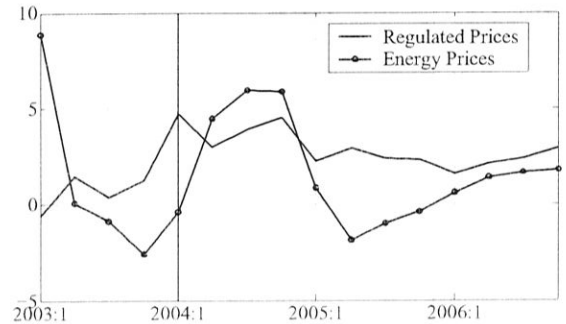
Year-On-Year Inflation Components (1)



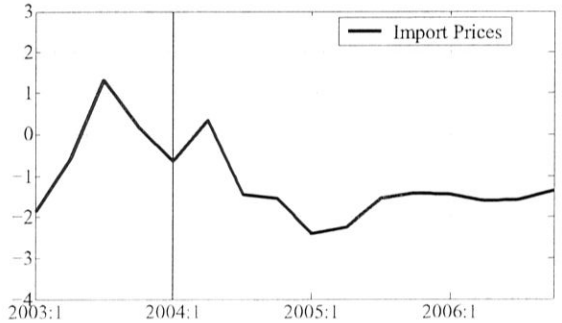
Year-On-Year Inflation Components (2)



Year-On-Year Inflation Components (3)



Year-On-Year Import Inflation



Příloha č. 1

April 2004 Forecast Round

Baseline

		2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4
CPI	% pa y-o-y	-0.4	0.1	-0.0	0.8	2.3	2.9	4.0	4.1	3.5	3.3	3.0	3.0	2.8	2.9	2.9	2.9
	% pa q-o-q	0.2	1.2	-0.4	2.3	6.2	3.7	3.8	2.7	3.9	2.7	2.9	2.7	3.1	2.9	2.9	2.8
	level	109.4	109.8	109.6	110.3	112.0	113.0	114.1	114.9	116.0	116.8	117.6	118.4	119.3	120.2	121.1	121.9
Real GDP	% pa y-o-y	2.5	2.6	3.3	3.1	3.1	3.7	4.0	4.7	4.0	4.0	3.7	3.8	3.8	3.7	3.4	3.3
	% pa q-o-q	6.3	1.4	3.6	0.9	6.4	3.9	4.9	3.6	3.6	3.7	4.0	3.8	3.5	3.3	3.1	3.2
	level	393.7	395.1	398.7	399.6	406.0	410.0	415.0	418.8	422.6	426.5	430.8	434.9	438.8	442.5	445.9	449.5
Unemployment Rate	%	9.7	9.9	10.0	10.1	10.3	10.6	10.5	10.4	10.3	10.4	10.2	10.1	9.8	9.6	9.4	9.2
Nominal Interest Rates																	
3-Month Interbank Rate	% pa	2.5	2.4	2.1	2.1	2.1	2.5	2.9	3.3	3.5	3.7	3.9	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3
Policy Neutral Rate	% pa	3.0	3.1	3.8	3.9	4.0	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
Policy Misalignment	pp	0.4	0.4	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1-Year Interbank Rate	% pa	2.5	2.4	2.2	2.1	2.3	2.7	3.1	3.4	3.6	3.9	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4	4.4
Newly-Issued Bank Loans	% pa	3.9	3.9	3.5	3.6	3.7	4.7	5.4	5.9	6.2	6.5	6.7	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9
Euro 1-Year Interbank Rate	% pa	2.5	2.2	2.2	2.4	2.1	2.0	2.0	2.1	2.3	2.5	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4
Nominal Exchange Rates																	
CZK/EUR	% pa y-o-y	-0.4	3.5	6.3	4.0	3.9	3.6	0.6	0.4	-2.4	-2.3	-2.2	-2.6	-2.9	-3.1	-3.1	-2.9
	% pa q-o-q	10.1	-1.9	8.8	-1.0	9.6	-3.1	-3.0	-1.7	-2.0	-2.5	-2.8	-3.1	-3.3	-3.2	-2.8	-2.5
CZK/EUR	level	31.6	31.5	32.2	32.1	32.9	32.6	32.4	32.2	32.1	31.9	31.6	31.4	31.1	30.9	30.7	30.5
CZK/EUR Risk Premium	% of Exchng Rate	2.7	2.7	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
CZK/USD	% pa y-o-y	-18.6	-16.3	-6.9	-12.5	-10.8	-4.2	-9.2	-4.3	-2.3	-3.6	-2.0	-2.3	-2.5	-3.1	-3.1	-2.9
	% pa q-o-q	-18.2	-23.6	12.6	-22.4	-10.5	4.3	-9.2	-2.0	-2.3	-1.1	-2.8	-3.1	-3.3	-3.2	-2.8	-2.5
	level	29.5	27.7	28.6	27.0	26.3	26.6	26.0	25.8	25.7	25.6	25.4	25.2	25.0	24.8	24.7	24.5

Legend
Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.
pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series
pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

		2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4
Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms																	
Real GDP Gap	% of Actual Value	-1.4	-1.8	-1.7	-1.7	-1.5	-0.8	-0.2	0.1	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
Real GDP Gap Lag	pp	-1.7	-1.3	-1.6	-1.6	-1.5	-1.3	-0.7	-0.2	0.1	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
RMC Index Lag	pp	-0.7	-0.0	-0.2	0.4	0.4	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.0
Foreign Demand Gap	pp	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.1
Expert Judgement	pp	1.4	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Indicators of Real Monetary Conditions																	
RMC Index		-40.5	-40.3	-40.8	-40.7	-41.1	-40.8	-40.6	-40.5	-40.3	-40.1	-39.9	-39.7	-39.5	-39.3	-39.1	-39.0
Equilibrium RMC Index		-40.5	-40.4	-40.3	-40.3	-40.1	-40.0	-39.9	-39.8	-39.7	-39.6	-39.5	-39.4	-39.3	-39.2	-39.2	-39.1
RMC Index Gap		0.0	0.2	-0.4	-0.4	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.0	0.0	0.1
Real Interest Rates Gap Contribution		-0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Real Exchange Rate Gap Contribution		0.1	0.1	-0.4	-0.4	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.1
Real 3-Month Interbank Rate	% pa	1.9	2.8	1.8	1.7	1.0	0.7	0.9	0.3	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.5	1.4	1.5
Equilibrium Rate	% pa	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Rate Gap	% pa	0.5	1.4	0.5	0.4	-0.3	-0.7	-0.5	-1.1	-0.8	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.0	-0.1	-0.0
Real 1-Year Interbank Rate	% pa	1.8	2.5	1.8	1.9	1.3	0.9	1.0	0.5	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.5	1.6
Equilibrium Rate	% pa	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Rate Gap	% pa	0.3	1.0	0.4	0.5	-0.1	-0.5	-0.5	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	% pa	3.3	4.0	3.1	3.4	2.7	2.9	3.3	3.0	3.3	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1	4.0	4.0
Equilibrium Rate	% pa	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9
Rate Gap	% pa	-0.5	0.3	-0.6	-0.3	-1.0	-0.8	-0.4	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
Euro Real 1-Year Interbank Rate	% pa	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	0.8	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
Equilibrium Rate	% pa	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Rate Gap	% pa	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	-0.6	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Real CZK/EUR Exchange Rate	level	30.1	29.9	30.6	30.5	30.9	30.4	30.0	29.8	29.4	29.1	28.8	28.5	28.2	27.8	27.6	27.4
	% pa y-o-y	1.1	4.4	7.4	4.4	2.5	1.8	-2.1	-2.4	-4.8	-4.2	-4.0	-4.3	-4.3	-4.5	-4.3	-4.0
Equilibrium Real Exchange Rate	level	30.2	30.0	29.8	29.6	29.4	29.1	28.9	28.7	28.6	28.4	28.2	28.1	27.9	27.8	27.6	27.5
	% pa y-o-y	-3.8	-3.4	-3.1	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.7	-2.6	-2.5	-2.4	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0
Exchange Rate Gap	% of Actual Value	0.3	0.4	-2.8	-3.0	-5.1	-4.3	-3.6	-3.5	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.2	0.2	0.5

Legend
Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.
pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series
pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

Inflation Determinants I

Baseline

		2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4
Inflation Target	% pa y-o-y	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Inflation Deviation from Target	pp	-1.9	-1.7	-0.9	-0.7	-0.6	-0.2	-0.1	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inflation Expectations	% pa y-o-y	0.6	-0.4	0.3	0.4	1.0	1.8	2.0	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	2.8	2.9	2.9
Inflation Expectations	% pa q-o-q	0.7	-0.1	0.4	0.3	1.0	1.8	2.1	2.9	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	2.8	2.9	2.9
Year-on-Year CPI Inflation Components																	
CPI	% pa y-o-y	-0.4	0.1	-0.0	0.8	2.3	2.9	4.0	4.1	3.5	3.3	3.0	3.0	2.8	2.9	2.9	2.9
Net CPI	% pa y-o-y	-0.3	-0.3	-0.1	0.7	1.7	2.9	4.0	4.0	3.8	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9
Core CPI	% pa y-o-y	-0.6	-0.3	-0.1	0.8	1.8	2.9	3.9	3.9	3.9	3.5	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0
Core CPI ex Food*	% pa y-o-y	1.2	0.9	0.1	0.2	1.0	1.9	2.9	3.4	3.4	3.3	3.4	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9
Food Prices	% pa y-o-y	-3.9	-2.5	-0.6	1.9	3.2	4.7	5.9	4.9	4.9	3.9	3.2	2.6	2.2	1.8	1.5	1.2
Energy Prices	% pa y-o-y	8.9	0.1	-0.9	-2.6	-0.4	4.5	5.9	5.8	0.9	-1.9	-1.0	-0.4	0.6	1.4	1.7	1.8
Regulated CPI	% pa y-o-y	-0.6	1.5	0.4	1.3	4.7	3.0	3.9	4.5	2.3	2.9	2.4	2.4	1.6	2.1	2.4	2.9
Import Prices	% pa y-o-y	-1.9	-0.6	1.3	0.2	-0.6	0.4	-1.4	-1.5	-2.4	-2.3	-1.5	-1.4	-1.5	-1.6	-1.6	-1.4
Import Prices ex Energy and Food	% pa y-o-y	-3.3	-0.8	0.8	0.2	-0.1	0.2	-0.6	-0.8	-1.1	-1.2	-1.1	-1.2	-1.4	-1.5	-1.5	-1.3
Import Food Prices	% pa y-o-y	-5.7	-5.3	-1.5	1.2	4.4	6.6	5.5	4.6	2.9	1.6	0.8	0.2	-0.3	-0.7	-0.9	-1.0
Import Energy Prices	% pa y-o-y	12.2	3.6	7.7	-1.0	-7.5	-1.7	-12.7	-12.0	-17.3	-14.2	-7.1	-4.0	-2.6	-2.5	-2.4	-1.9
German CPI	% pa y-o-y	1.1	0.9	1.0	1.2	1.0	1.2	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
Price of Oil	% pa y-o-y	39.6	2.4	4.7	5.6	-1.1	16.4	-0.5	-3.6	-13.1	-8.7	-3.7	-1.5	-0.1	0.4	0.6	1.0
Weighted Contributions to CPI Inflation																	
CPI	% pa y-o-y	-0.4	0.1	-0.0	0.8	2.3	2.9	4.0	4.1	3.5	3.3	3.0	3.0	2.8	2.9	2.9	2.9
Net CPI	pp	-0.2	-0.2	-0.1	0.6	1.3	2.3	3.2	3.1	3.0	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
Core CPI	pp	-0.5	-0.2	-0.1	0.6	1.4	2.2	3.0	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3
Core CPI ex Food*	pp	0.6	0.4	0.1	0.1	0.5	1.0	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
Food Prices	pp	-1.1	-0.7	-0.2	0.5	0.8	1.2	1.5	1.3	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
Energy Prices	pp	0.2	0.0	-0.0	-0.1	-0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Regulated CPI	pp	-0.1	0.3	0.1	0.3	1.0	0.6	0.8	0.9	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6

Legend
Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor
pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series and seasonal adjustment.
pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series
* Korigovaná inflace bez PH

Inflation Determinants II

Baseline

		2003:1	2003:2	2003:3	2003:4	2004:1	2004:2	2004:3	2004:4	2005:1	2005:2	2005:3	2005:4	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4
Weighted Contributions in Core P. C. Ex Food* – log terms																	
Core CPI ex Food*	% pa q-o-q	0.3	0.3	-0.6	1.0	3.4	3.9	3.3	2.9	3.6	3.5	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8
Core CPI Lag	pp	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.4	1.2	1.4	1.2	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Inflation Expectations	pp	0.3	-0.0	0.2	0.1	0.4	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
Import Prices ex Energy and Food	pp	-0.7	-0.2	0.2	0.0	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Real Eq. Appreciation	pp	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
Real GDP Gap	pp	-1.2	-0.9	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0	-0.5	-0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Expert Judgement	pp	0.3	-0.0	-1.0	1.1	2.6	1.7	0.5	-0.4	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune Weight		0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Weighted Contributions to Food Prices – log terms																	
Food Prices	% pa q-o-q	-1.8	1.2	0.2	8.2	3.4	6.8	5.2	4.1	3.5	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9
Food Prices Lag	pp	-0.9	-0.8	0.5	0.1	3.8	1.6	3.1	2.4	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
Inflation Expectations	pp	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Import Food Prices	pp	-1.9	-1.8	-0.5	0.4	1.5	2.2	1.9	1.6	1.0	0.5	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
Real GDP Gap	pp	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Expert Judgement	pp	1.3	4.1	0.4	7.9	-1.7	3.0	-0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune Weight		0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Legend
Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.
pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series
pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series
* Korigovaná inflace bez PH

Referenční scénáře exogenních faktorů pro 4. situační zprávu na základě 4. Consensus Forecast z dubna 2004

Zahraniční cenový vývoj	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	Údaje dodává	Zdroj
ceny průmyslových výrobců v SRN (v %) [1]	1,7	1,4	2,0	1,8	0,0	0,7	0,6	0,7	1,1	1,0	1,3	1,4	odbor 414	Consensus Forecasts 4 z 5. 4. 2004
spotřebitelské ceny v SRN (v %) [1]	1,1	0,9	1,0	1,2	1,0	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	odbor 414	Consensus Forecasts 4 z 5. 4. 2004
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	34,0	29,0	30,2	31,2	35,2	32,9	30,9	30,1	29,6	29,5	29,5	29,5	odbor 414	Consensus Forecasts 4 z 5. 4. 2004
cena ropy - uralská (USD/barel) [2]	30,1	24,1	27,2	27,5	29,8	28,4	27,1	26,5	26,1	26,1	26,1	26,1	odbor 414	0,5Ural(t-1)+1,1WTI-0.658WTI(t-1) [2]
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)	48,6	2,4	4,8	5,7	-1,1	17,5	-0,5	-3,6	-12,2	-8,1	-3,6	-1,5	odbor 414	ČNB
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m^3) [3]	116,0	127,2	128,1	126,4	126,9	132,85	134,5	134,4	133,7	132,78	132,1	131,6	odbor 414	0,9plyn(t-1) + 0,5ural(t-1) [3]
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)	19,0	38,6	39,4	22,6	9,4	4,4	5,0	6,3	5,3	-0,1	-1,8	-2,0	odbor 414	ČNB

Zahraniční poptávka	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	Údaje dodává	Zdroj
HDP v SRN (mzr. v %)	0,1	-0,3	-0,3	0,0	1,1	1,6	1,8	2,0	1,5	1,7	1,8	1,8	odbor 414	Consensus Forecasts 4 z 5. 4. 2004

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/03	II/03	III/03	IV/03	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	Údaje dodává	Zdroj
nominální kurz USD za 1 EUR	1,073	1,135	1,124	1,188	1,249	1,226	1,246	1,247	1,248	1,243	1,223	1,208	odbor 414	Consensus Forecasts 4 z 5. 4. 2004
nominální kurz CZK za 1 USD	29,48	27,74	28,61	27,01	26,30	26,59	26,01	25,91	25,72	25,50			odbor 414	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR [4]	31,63	31,48	32,17	32,09	32,86	32,60	32,40	32,30	32,10	31,70				konsensus měnové sekce
1 Y EURIBOR [5]	2,54	2,24	2,20	2,36	2,14	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,8	odbor 414	odvozeno z fowardů

Ostatní vybrané indikátory	2000	2001	2002	2003	2004	Údaje dodává	Zdroj
saldo veřejných rozpočtů bez čistých půjček a dotací transformačním institucím (% HDP)	-3,4	-2,8	-3,9	-4,5	-4.7	odbor 413	ČNB
saldo veřejných rozpočtů bez čistých půjček a dotací transformačním institucím (% HDP) [6]	-3,4	-2,8	-3,9	-4,5	-5.2	odbor 413	MF
poptávková část schodku (mld. CZK)	56,7	51,0	72,3	84,7	94,0	odbor 413	ČNB
průměrná mzda v nepodnikové sféře (mzr., v %) [7]	2,1	9,6	9,9	9,8	5,0	odbor 412	ČNB
neprivatizační přímé zahraniční investice (mld. CZK) [8]	157,4	153,8	152,0	120,2	123,0	odbor 414	ČNB
privatizační přímé zahraniční investice (mld. CZK)	35,0	60,8	125,7	3,0	13,0	odbor 414	ČNB

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

Poznámky:

[1] odhady pro čtvrtletí odvozeny na základě predikce pro celorok, sezonně očištěné řady

[2] cena ropy uralské je EC multiplikativním způsobem odvozena od ceny ropy WTI: 0,5*cena Uralské ropy v (t-1) + 1,1*cena WTI v čase t - 0,658*cena WTI v (t-1)

[3] cena plynu je odvozena z minulých hodnot ceny plynu a uralské ropy: 0,9 * cena plynu v (t-1) + 0.5 * cena uralské ropy v (t-1)

[4] scénář předpokládá plnění dohody ČNB a vlády pokud jde o sterilizaci příjmů z prodeje státního majetku; hodnoty pro prvních šest čtvrtletí jsou stanoveny na základě konsensu měnové sekce pro NTF; s výjimkou prvního čtvrtletí je vývoj kurzu endogenní

[5] propočet je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y za období 14 dní před publikací Consensus Forecast. Pro maturity 3M a 10Y se forwardy statisticky neliší od předpovědi CF. Poslední aktualizace: 6.1.2004

[6] odhad pro rok 2004 na základě Koncepce reformy veřejných rozpočtů 2003 - 2006, kterou vláda projednala 23.6.2003. Poslední aktualizace: leden 2004

[7] mzdy zahrnuté dle MF ČR v ústředním státním rozpočtu a mzdy odhadnuté ČNB ve fondech sociálního zabezpečení a soukromých neziskových organizací (nadace, církevní školy apod.). Poslední aktualizace: leden 2004.

[8] pro statistiku platební bilance sníženo o nákup 49% podílu Eurotelu Telecomem (26 mld. Kč) a prodej podílu TelSource v Telecomu (22 mld. Kč) v roce 2003. Poslední aktualizace: leden 2004

Příloha č. 2

Datum aktualizace: 5. 4. 2004

Porovnání referenčních scénářů 4. situační zprávy k 1. SZ

Zahraniční cenový vývoj	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
ceny průmyslových výrobců v SRN (v p.b.)	-0,08	-0,30	-0,37	-0,46	-0,18	-0,24	-0,06	0,07
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)	0,09	-0,03	-0,05	-0,01	-0,22	-0,15	-0,20	-0,23
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	6,15	5,35	4,06	3,55	3,13	3,00	3,00	3,00
(v %)	*21,15*	*19,43*	*15,10*	*13,36*	*11,82*	*11,33*	*11,32*	*11,32*
cena ropy - uralská (USD/barel)	4,43	4,21	3,39	3,05	2,71	2,63	2,65	2,65
(v %)	*17,48*	*17,43*	*14,32*	*13,01*	*11,57*	*11,25*	*11,31*	*11,32*
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m^3)	-4,4	3,56	7,77	10,10	11,2	11,80	12,18	12,47
(v %)	*-3,36*	*2,75*	*6,13*	*8,13*	*9,18*	*9,76*	*10,16*	*10,47*

Zahraniční poptávka	I/04	II/04	III/03	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
HDP v SRN (mzr. v p.b.)	-0,10	-0,28	-0,40	-0,02	-0,37	-0,11	0,14	0,33

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
nominální kurz USD za 1 EUR	0,041	0,020	0,037	0,033	0,035	0,036	0,020	0,007
(v %)	*3,4*	*1,66*	*3,04*	*2,75*	*2,9*	*3,01*	*1,65*	*0,55*
nominální kurz CZK za 1 USD	-0,2	0,06	-0,46	-0,47	-0,7	-1,02		
(v %)	*-0,7*	*0,21*	*-1,73*	*-1,77*	*-2,5*	*-3,83*		
nominální kurz CZK za 1 EUR	0,86	0,60	0,40	0,30	0,10	-0,30		
(v %)	*2,68*	*1,88*	*1,25*	*0,94*	0,31	*-0,94*		
1 Y EURIBOR (v p.b.)	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6

Fiskální a mzdový vývoj	2002	2003	2004
saldo veřejných rozpočtů bez čistých půjček a dotací transformačním institucím (% HDP)	**0,0**	0,8	0,4
saldo veřejných rozpočtů bez čistých půjček a dotací transformačním institucím (% HDP)	**0,0**	2,1	1,0
poptávková část schodku (mld. CZK)	**0,0**	-24,5	-27,7
průměrná mzda v nepodnikové sféře (mzr., v %)	**0,1**	0,0	0,0
neprivatizační přímé zahraniční investice (mld. CZK)	**1,5**	-24,8	-27,0
privatizační přímé zahraniční investice (mld. CZK)	**-1,0**	0,0	-7,0

Poznámky:
Kladné hodnoty rozdílu znamenají, že došlo ke zvýšení skutečných nebo očekávaných hodnot oproti 1. SZ.

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

Popis modelových reziduí v Základním scénáři 4. SZ 2004

Popis obsahuje souhrn všech reziduí vložených do modelu v současné predikci. Rezidua lze rozdělit do dvou skupin. První skupina obsahuje rezidua související s přebíráním NTF na krátkém konci integrované predikce. Druhá skupina pak zahrnuje vložení dodatečných informací do modelového rámce. Úpravy v 4. SZ souvisí pouze s popisem daňových úprav, s popisem fiskálního impulsu a výnosové křivky. Změna primárních a sekundárních efektů daňových změn oproti minulé prognóze je popsána v boxu **Dopad změn nepřímých daní**.

Reziduum = Skutečnost – Modelová rovnice

Korigovaná inflace bez PH

2004Q2	fixace na krátkodobou predikci
2004Q2: 2005Q2	změny nepřímých daní k 1.1.2004, 1.5. 2004 a k 1.1.2005, snížení běžné modelové propagace na 20 % (zpožděný člen v rovnici) : 2,0; 0,5; -0,4; 0,3; -0,1 %

Inflace cen potravin

2004Q2	fixace na krátkodobou predikci
2004Q2:2004Q4	změny nepřímých daní k 1.1.2004, 1.5.2004 a k 1.6.2004, snížení běžné modelové propagace na 20% (zpožděný člen v rovnici) : 2,8; -0,0; -0,4%

Inflace cen PH

2004Q2	fixace na krátkodobou predikci
2004Q2:2004Q3	změny nepřímých daní k 1.1.2004 a 1.5.2004, snížení běžné modelové propagace na 20% (zpožděný člen v rovnici) : -3.7; -1,4 %

Inflace regulovaných cen

2004Q2:2005Q4	scénář vývoje regulovaných cen

Úroková sazba na nově poskytnuté úvěry

od 2004Q2	zohlednění pozorovaného tvaru výnosové křivky

Politicky neutrální úroková míra a inflace měnovém pravidle

2003Q1:2004:Q4	snížení o primární efekty zvýšení nepřímých daní -0,7; -1,2; -1,4; -1,4; -0,8; -0,3; -0,0; -0,0%

Inflační očekávání

2003Q1:2006Q1	snížení o primární vliv změny nepřímých daní na 20% oproti běžné modelové propagaci q-o-q: -0,3; -0.1; -0.6; -0.9; -1.0; -1.0; -0.4; -0.2; -0,0; -0,0 % y-o-y: -0,1; -0,1; -0,1; -0,1; -0,0; -0,6; -0.9; -1.0; -1.0; -0.4; -0.2; -0,0; -0,0 %

Směnný kurz

2004Q2	fixace dohodnutého referenčního scénáře

Mezera výstupu

2003:2005	fiskální impuls (0,28 % HDP pro rok 2003, 0,21 % pro rok 2004 a 0,0 % v roce 2005)

HDP

2004Q1:2005Q4	fixace na integrované predikci

Měnový přehled

(stavy ke konci období v mld. Kč)

AKTIVA	12/02	1/03	2/03	3/03	4/03	5/03	6/03	7/03	8/03	9/03	10/03	11/03	12/03	1/04	2/04
Čistá zahraniční aktiva	912,9	912,3	918,9	906,0	882,4	865,8	904,6	869,9	882,3	853,1	861,2	844,6	822,0	840,6	836,8
ČNB	710,6	712,2	721,4	722,0	696,4	686,6	709,6	716,6	727,7	700,2	702,1	692,7	687,5	712,4	697,4
Obchodní banky	202,3	200,1	197,5	184,0	186,0	179,2	195,0	153,3	154,6	152,9	159,1	151,9	134,5	128,2	139,4
Čistá domácí aktiva	734,4	730,8	724,7	715,8	774,1	792,7	741,8	813,9	822,9	840,5	843,7	878,4	941,3	916,4	924,9
Domácí úvěry	911,1	901,4	915,2	909,2	958,6	999,3	984,4	994,3	1004,7	994,8	996,5	1034,5	1080,2	1097,1	1090,9
Čistý úvěr vládnímu sektoru	189,9	171,7	189,5	180,2	220,9	274,9	246,4	251,3	251,5	243,5	231,6	246,5	294,7	310,8	302,5
Čistý úvěr vládě	207,4	188,3	206,1	197,2	230,5	284,4	260,9	266,4	269,0	259,3	255,4	268,6	306,6	322,1	313,8
Čistý úvěr FNM	-17,5	-16,6	-16,6	-17,0	-9,6	-9,5	-14,5	-15,1	-17,5	-15,8	-23,8	-22,1	-11,9	-11,3	-11,3
Úvěry podnikům a domácnostem celkem	721,2	729,7	725,7	729,0	737,7	724,4	738,0	743,0	753,2	751,3	764,9	788,0	785,5	786,3	788,4
Úvěry v Kč	620,0	632,7	632,2	636,0	644,3	632,9	645,4	651,5	659,2	660,3	673,2	688,3	689,3	691,1	690,2
- podniky	442,5	451,6	449,0	449,6	453,9	439,9	447,5	447,3	449,6	449,0	453,0	465,0	454,6	450,8	449,9
- domácnosti	177,5	181,1	183,2	186,4	190,4	193,0	197,9	204,2	209,6	211,3	220,2	223,3	234,7	240,3	240,3
Úvěry v cizí měně	101,2	97,0	93,5	93,0	93,4	91,5	92,6	91,5	94,0	91,0	91,7	99,7	96,2	95,2	98,2
- podniky	99,9	95,8	92,3	91,8	92,3	90,5	91,6	90,5	93,1	90,1	90,8	98,8	95,3	94,2	97,2
- domácnosti	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
PASIVA															
Peněžní agregát M2	1647,3	1643,1	1643,6	1621,8	1656,5	1658,5	1646,4	1683,8	1705,2	1693,6	1704,9	1723,0	1763,3	1757,0	1761,7
Peněžní agregát M1	692,3	671,9	688,9	683,6	699,2	711,4	718,4	732,7	744,8	752,6	762,8	782,7	809,5	789,6	796,6
Oběživo	197,8	197,6	201,7	205,9	208,5	211,4	215,2	216,2	218,2	219,4	221,3	224,7	221,4	222,0	223,8
Neterminované korunové vklady	494,5	474,3	487,2	477,7	490,7	500,0	503,2	516,5	526,6	533,2	541,5	558,0	588,1	567,6	572,8
- domácnosti	270,9	285,5	295,9	295,2	302,9	308,9	313,8	320,0	327,6	329,6	331,5	335,2	327,2	342,8	350,6
- podniky	221,1	186,6	188,8	180,6	185,6	188,4	186,0	194,1	196,0	200,6	206,5	215,4	253,7	216,8	213,2
- pojišťovny	2,5	2,2	2,5	1,9	2,2	2,7	3,4	2,4	3,0	3,0	3,5	7,4	7,2	8,0	9,0
Korunové vklady celkem	1224,1	1217,0	1216,4	1194,8	1219,3	1222,0	1204,9	1226,7	1241,2	1231,1	1243,7	1256,9	1303,7	1287,2	1288,0
Kvazi-penize	955,0	971,2	954,7	938,2	957,3	947,1	928,0	951,1	960,4	941,0	942,1	940,3	953,8	967,4	965,1
Terminované korunové vklady	729,6	742,7	729,2	717,1	728,6	722,0	701,7	710,2	714,6	697,9	702,2	698,9	715,6	719,6	715,2
- domácnosti	568,0	570,9	567,9	561,3	561,4	557,5	554,4	553,2	551,4	549,1	546,8	545,7	558,7	560,0	560,6
- podniky	125,7	138,4	137,0	134,7	141,4	139,2	122,0	132,6	138,6	119,0	122,8	121,5	120,8	123,2	119,4
- pojišťovny	35,9	33,4	24,3	21,1	25,8	25,3	25,3	24,4	24,6	29,8	32,6	31,7	36,1	36,4	35,2
Depozitní směnky a ost. dluhopisy	79,6	84,5	81,2	79,6	86,8	84,7	75,0	84,9	87,4	95,4	85,0	89,7	95,5	107,1	112,4
Vklady v cizí měně	145,8	144,0	144,3	141,5	141,9	140,4	151,3	156,0	158,4	147,7	154,9	151,7	142,7	140,7	137,5
- domácnosti	79,4	78,5	78,8	77,8	76,1	74,4	76,0	77,2	78,2	74,3	74,7	74,7	73,0	75,1	73,1
- podniky	66,4	65,5	65,5	63,7	65,8	66,0	75,3	78,8	80,2	73,4	80,2	77,0	69,7	65,6	64,4
Ostatní čisté položky	176,7	170,6	190,5	193,4	184,5	206,6	242,6	180,4	181,8	154,3	152,8	156,1	138,9	180,7	166,0
z toho:															
- nezúčtované položky mezi klienty a obch. bankami	54,3	53,5	61,7	61,3	55,6	40,6	58,4	44,2	38,9	50,1	45,5	65,8	45,0	53,5	59,7
- cenné papíry nakoupené od nebankovních subjektů	-38,0	-36,5	-38,7	-34,3	-32,2	-32,0	-33,9	-37,3	-36,6	-33,5	-35,5	-35,6	-33,7	-31,6	-29,7
- kapitál a rezervy bank	163,0	158,9	171,6	169,8	153,6	141,9	155,7	168,4	183,0	155,9	160,7	155,8	144,5	168,1	158,5
- emise obligací a ost. cenných papírů	43,5	45,2	45,3	44,5	41,9	41,9	37,6	36,7	38,8	38,7	38,8	43,6	48,6	35,2	35,4
- závazky vůči vládnímu sektoru netto x/	3,1	-18,9	-10,6	-6,5	-7,0	-6,6	-7,6	-4,5	-4,7	-12,1	-10,0	-9,0	-4,3	-13,7	-23,8
Celkem	225,9	202,2	229,3	234,8	211,9	185,8	210,2	207,5	219,4	199,1	199,5	220,6	200,1	211,5	200,1

Peněžní agregát L	1696,0	1686,2	1682,3	1658,6	1687,6	1687,7	1670,8	1708,6	1726,8	1717,8	1728,5	1745,5	1787,0	1778,7	1790,2
SPP v portfoliu domácích nebankovních subjektů	48,7	43,1	38,7	36,8	31,1	29,2	24,4	24,8	21,6	24,2	23,6	22,5	23,7	21,7	28,5

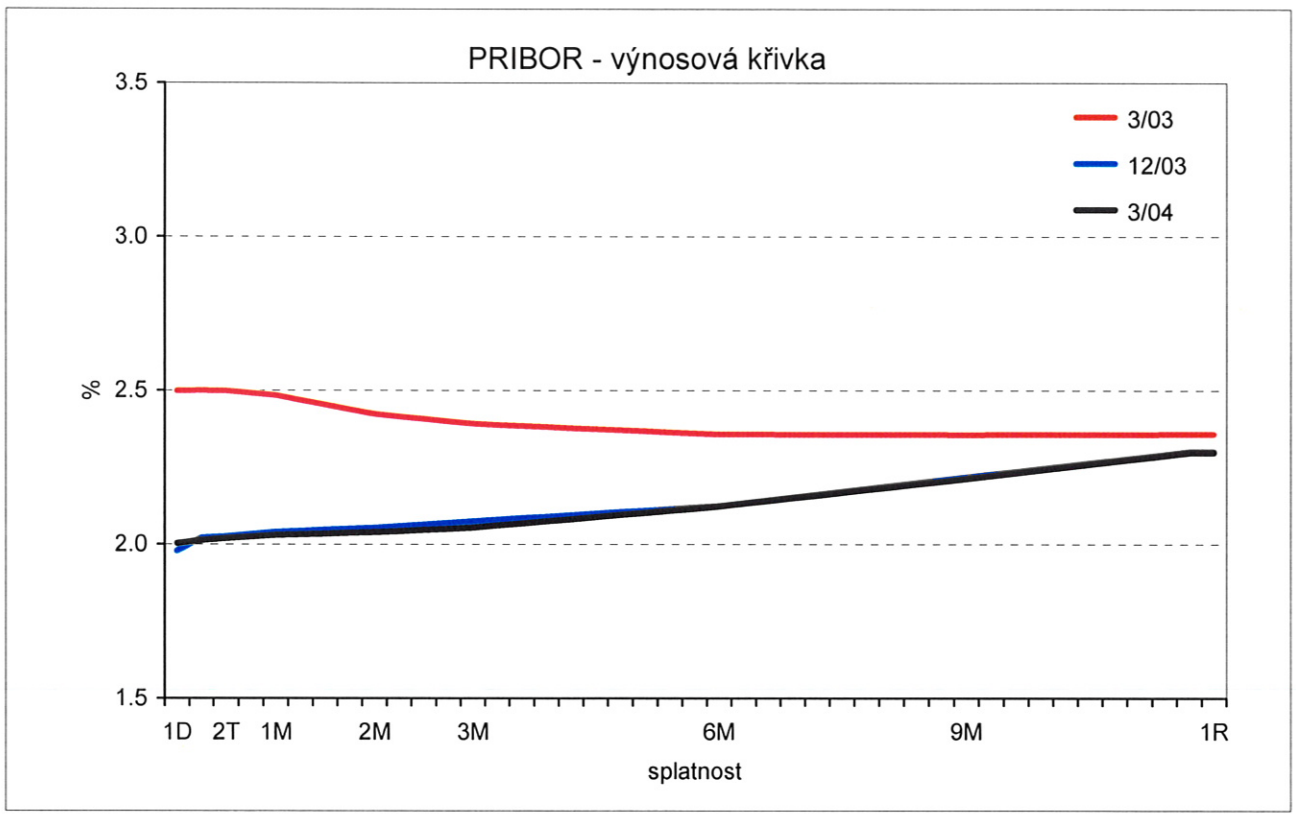
Odpisy (realizované)	117,6	118,4	118,5	118,7	118,9	119,2	119,3	119,3	119,5	119,7	120,3	120,5	121,3	121,4	121,6

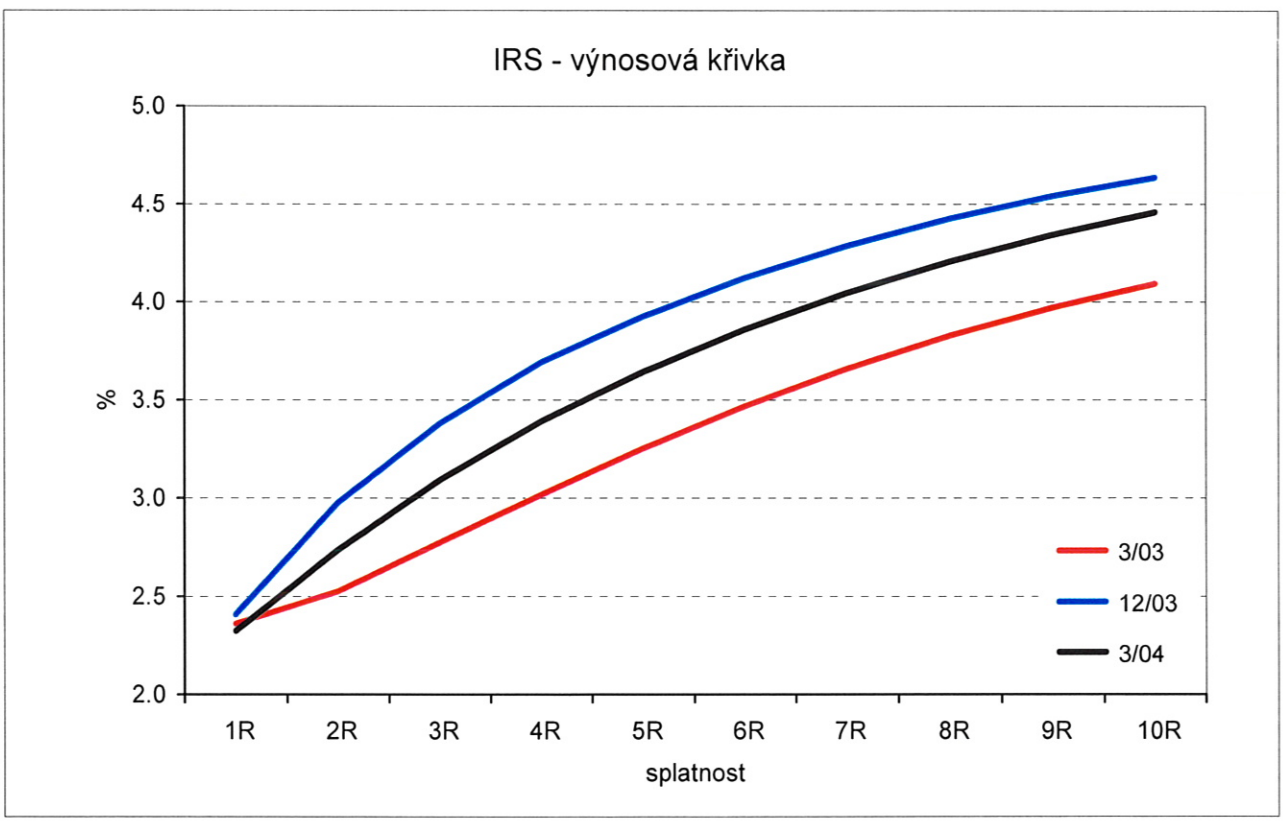
Meziroční změny v %															
M1	18,6	17,2	19,8	20,2	20,0	17,6	16,3	18,3	16,4	16,2	15,9	16,9	16,9	17,5	15,6
M2	3,2	3,3	3,7	2,5	3,1	2,1	4,2	5,6	5,1	5,5	4,2	4,6	7,0	6,9	7,2
L	3,2	2,8	2,5	1,0	1,4	-0,3	1,5	3,0	2,6	3,2	2,1	2,8	5,4	5,5	6,4

Pen.agregát M2 minus vklady v cizí měně **v mld. Kč**	1501,5	1499,1	1499,3	1480,3	1514,6	1518,1	1495,1	1527,8	1546,8	1545,9	1550,0	1571,3	1620,6	1616,3	1624,2
meziroční změna **v %**	4,4	4,5	4,5	3,3	3,8	2,6	3,4	5,0	4,3	5,3	3,6	4,5	7,9	7,8	8,3
Pen.agregát L minus vklady v cizí měně **v mld. Kč**	1550,2	1542,2	1538,0	1517,1	1545,7	1547,3	1519,5	1552,6	1568,4	1570,1	1573,6	1593,8	1644,3	1638,0	1652,7
meziroční změna **v %**	4,3	4,0	3,2	1,6	1,9	0,0	0,5	2,2	1,6	2,8	1,3	2,5	6,1	6,2	7,5

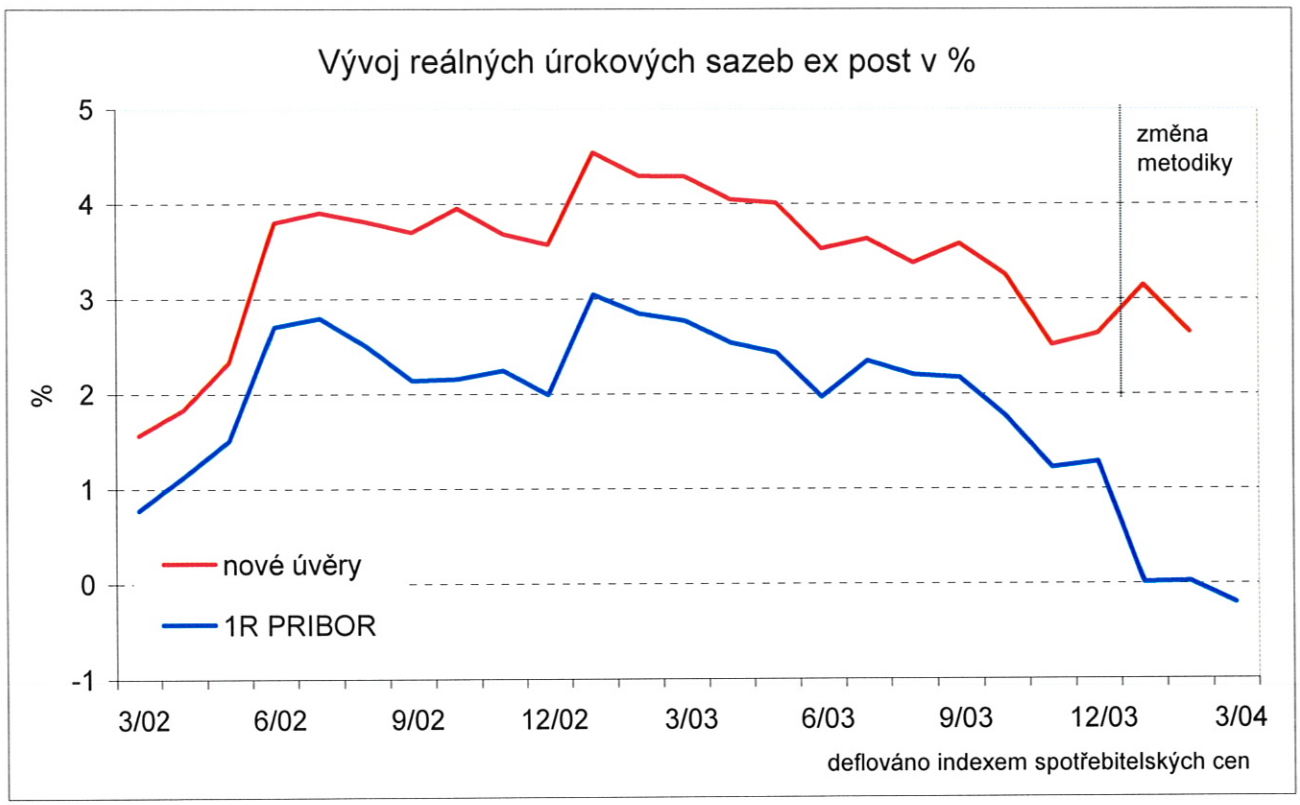
Poznámky:
M1=oběživo plus neterminované korunové vklady; M2=M1 plus kvazi-peníze; L=M2 plus SPP
*/ Předběžná data.
x/ Pozice bank vůči vládnímu sektoru nezahrnutá do čistého úvěru vládě.

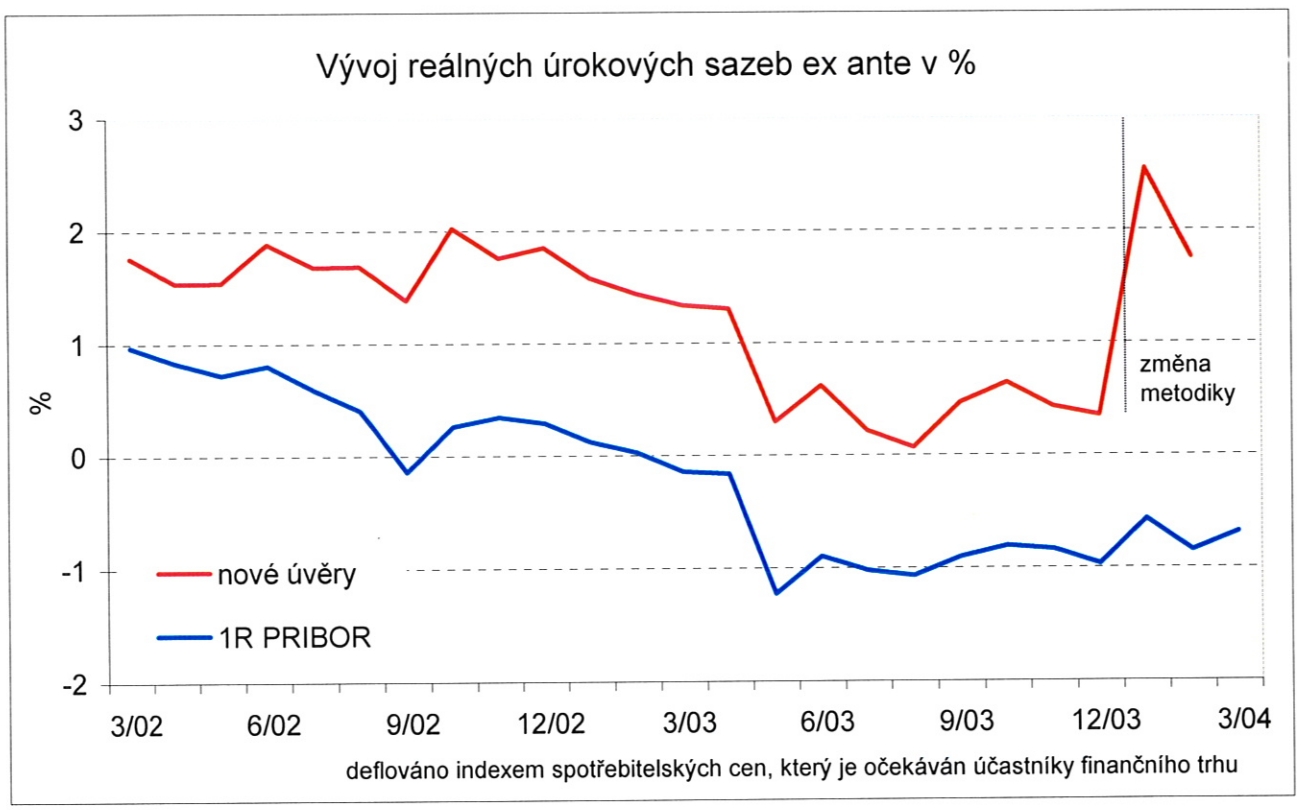
Vývoj výnosových křivek





Vývoj reálných úrokových sazeb





Pozn.: Od ledna 2004 došlo k metodické změně vykazování úrokových sazeb z nových úvěrů. Nově čerpané úvěry jsou nahrazeny nově poskytovanými úvěry, pro které je rozhodující datum uzavření smlouvy, což lépe reflektuje poptávku po úvěrech při dané úrokové sazbě. Tento přístup je v souladu s metodikou ECB.

Sestavil Ing. Syrovátka, tel. 4303

VÝVOJ VEŘEJNÉHO SEKTORU

Hospodaření veřejného sektoru

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Údaje dle ČNB							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-66,8	-59,9	-89,5	-109,2	-118,7	-122,0	-116,0
- podíl schodku na HDP v %	-3,4	-2,8	-3,9	-4,5	-4,7	-4,5	-4,0
Údaje dle MF ČR							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-66,8	-59,9	-89,5	-109,2	-132,9	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,4	-2,8	-3,9	-4,5	-5,2	.	.
- schodek v mld. Kč - REFORMA 6/2003	-66,8	-59,9	-89,5	-145,7	-139,0	-129,0	-116,0
- podíl schodku na HDP v % - REFORMA 6/2003	-3,4	-2,8	-3,9	-6,2	-5,5	-4,8	-4,0
Metodika ESA 95 - acrual **)							
Údaje dle ČNB							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-96,7	-149,8	-154,6	-328,5	-145,3	-114,5	-115,8
- podíl schodku na HDP v %	-4,5	-6,4	-6,4	-12,9	-5,4	-4,1	-4,0
Údaje dle MF ČR							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-96,7	-149,8	-154,6	-328,5	-166,8	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-4,5	-6,4	-6,4	-12,9	-6,2	.	.
- shodek v mld. Kč - PEP 6/2003	-90,5	-134,5	-152,7	-180,6	-147,4	-127,5	-115,8
- podíl schodku na HDP v % - PEP 6/2003	-4,6	-6,2	-6,7	-7,6	-5,9	-4,8	-4,0

Fiskální pozice ***)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Metodika GFS IMF - cash *) v p.b.	2,9	-0,1	1,2	0,2	0,2	0,3	.
Metodika ESA 95 - acrual **) v p.b.	4,4	2,5	0,0	6,5	-7,9	1,0	.

Fiskální impuls ****)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Poptávkové saldo v mld. Kč	-56,8	-50,6	-72,3	-84,7	-94,0	-94,0	.
Poptávková změna v mld. Kč	-24,1	6,2	-21,7	-12,4	-9,3	0,0	.
Aproximace fiskálního impulsu v p.b.	0,54	-0,14	0,49	0,28	0,21	0,00	.

Veřejný dluh

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Údaje dle ČNB							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč	332,4	514,4	562,6	671,8	790,5	912,5	1028,5
- podíl dluhu na HDP v %	16,7	23,7	24,7	27,9	31,1	33,8	35,6
Údaje dle MF ČR							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)	332,4	404,5	444,5	554,3	694,8	.	.
- podíl dluhu na HDP v % (bez ČKA)	16,7	18,6	19,5	23,0	27,3	.	.
- dluh v mld. Kč - REFORMA 6/2003	.	.	619,0	722,2	862,6	1014,9	1127,7
- podíl dluhu na HDP v % - REFORMA 6/2003	.	.	27,2	30,5	34,3	37,7	38,4
Metodika ESA 95 - acrual **)							
Údaje dle MF ČR							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč	391,1	585,5	695,6	956,2	1032,5	.	.
- podíl dluhu na HDP v %	18,2	25,2	28,9	37,6	38,5	.	.
- dluh v mld. Kč - PEP 6/2003	.	.	614,5	731,2	857,1	1007,3	1127,6
- podíl dluhu na HDP v % - PEP 6/2003	.	.	27,0	30,8	34,2	37,7	39,4

Poznámky:

*) Saldo zachycuje peněžní příjmy a výdaje očištěné o čisté půjčky a dotace transformačním institucím. Saldo se orientuje na provedené peněžní toky. Jedná se o tzv. "simulaci Maastrichtského kritéria".

**) Saldo zachycuje jak peněžní, tak nepeněžní transakce vládního sektoru a vychází z národních účtů. Zachycuje transakce na předpisovém, akruálním přístupu.

***) Ukazatel měří meziroční změnu cyklicky očištěného primárního salda a indikuje působení fiskální politiky. Propočty vycházejí z metodiky "cash" a údajů ČNB a z metodiky ESA 95).

****) Fiskální impuls je analytický koncept, který odhaduje krátkodobý efekt příspěvku změny poptávkově relevantního salda veřejných rozpočtů k dynamice HDP. Propočty vycházejí z "cash" metodiky a údajů ČNB.

STRUKTURÁLNÍ INDIKÁTORY EKONOMIKY

Ukazatel	Rok					Čtvrtletí 2002				Čtvrtletí 2003				Čtvrtl. 2004
	1999	2000	2001	2002	2003	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.
Nabídková strana ekonomiky (mzr. změna v %, podíl v %)														
Index průmyslové produkce	-3,1	5,4	6,5	4,8	5,8	4,1	4,9	5,6	4,7	6,3	5,0	6,0	6,1	5,5
Index PP ve zpracovatelském průmyslu	-2,6	5,0	7,5	5,4	5,8	5	5,7	5,6	5,2	6,1	4,8	6	6,2	6,0
Jednotkové mzdové náklady v průmyslu	.	.	.	.	.	3,0	0,6	-1,4	-3,3	-4,4	-2,4	-4,3	-1,7	x
Stavební výroba	-6,5	5,3	9,6	2,5	8,9	3,7	2,8	0,2	3,8	-0,7	4,9	16,3	11,7	9,0
Tržby v maloobchodu	2,9	4,1	4,5	2,9	5,0	3,9	2,2	1,9	1,8	3,2	5,7	7,7	3,6	2,0
Podíl dovozu na agregátní poptávce	0,78	0,88	0,97	1,00	1,04	0,98	0,95	0,97	1,10	1,01	0,98	1,01	1,16	x
Sektor nefinančních podniků a korporací (mzr. změna v %, podíl v %)														
Hospodářský výsledek	-5,8	139,0	15,9	24,9	15,3	29,2	24,3	-19,2	10,8	-10,0	19,8	81,2	18,6	x
Rentabilita tržeb	2,4	4,4	4,3	5,0	5,0	7,4	6,4	3,0	2,8	6,3	7,7	5,7	2,9	x
Rentabilita vlastního jmění	4,4	8,6	8,6	9,7	10,6	3,5	3,1	1,4	1,4	3,0	3,9	2,9	1,6	x
Rentabilita nákladů	2,1	3,9	3,9	4,6	5,0	6,9	6,0	2,8	2,5	6,0	7,1	5,3	2,7	x
Podíl vlastních zdrojů na pasivech	48,7	49,3	49,5	50,9	.	51,4	51,2	50,8	50,8	51,9	51,7	51,8	.	x
Podíl mezd na přidané hodnotě	55,1	51,9	52,1	54,2	52,7	.	.	.	.	.	.	.	.	x
Procento ziskových podniků	.	.	.	.	64,9	.	.	.	.	.	.	.	.	x
Konjunkturní indikátory ekonomického růstu (odhad růstu HDP v %)														
Nabídková strana	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	2,8
Spotřebitelský a podnikatelský sentiment	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	3,1
Indikátor sklonu k dovozu	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	2,7
Ukazetele finančního hospodaření domácností (v mld. Kč)														
Hrubé úspory	91,0	91,5	72,6	76,1	74,0	14,7	22,6	18,9	19,9	16,2	25,1	16,2	16,5	x
Čistý přírůstek nefinančních aktiv	70,0	72,1	68,5	75,2	77,0	19,8	20,3	20,0	15,2	19,5	19,9	20,4	17,2	x
Čistý přírůstek finančních aktiv	76,4	100,2	133,8	80,0	102,6	22,9	24,0	12,0	21,0	28,9	29,0	20,6	24,1	x
Čisté zvýšení finančních pasiv	45,2	69,6	117,3	65,6	89,7	27,4	10,5	12,1	15,6	31,5	10,3	24,1	23,7	x
z toho: půjček	5,1	10,3	16,8	39,4	56,9	6,3	8,7	10,0	14,4	8,9	11,4	13,2	23,4	x
Změna čistého jmění	31,1	30,6	16,6	14,3	12,9	-4,5	13,4	-0,1	5,4	-2,6	18,6	-3,5	0,4	x
Ukazetele finančního hospodaření domácností (v % na hrubém disponibilním důchodu)														
Hrubé úspory	8,3	8,0	6,0	6,1	5,6	5,0	7,2	6,0	6,1	5,3	7,6	4,8	4,9	x
Čistý přírůstek nefinančních aktiv	6,4	6,3	5,7	6,0	5,9	6,8	6,5	6,3	4,7	6,3	6,1	6,1	5,1	x
Čistý přírůstek finančních aktiv	7,0	8,8	11,1	6,4	7,8	7,8	7,7	3,8	6,5	9,4	8,8	6,2	7,1	x
Čisté zvýšení finančních pasiv	4,1	6,1	9,8	5,3	6,8	9,4	3,4	3,8	4,8	10,2	3,1	7,2	7,0	x
z toho: půjček	0,5	0,9	1,4	3,2	4,3	2,2	2,8	3,2	4,4	2,9	3,5	4,0	6,9	x
Změna čistého jmění	2,8	2,7	1,4	1,1	1,0	-1,5	4,3	0,0	1,7	-0,8	5,7	-1,0	0,1	x
Indikátory finančního zdraví domácností (v %)														
Finanční pasiva[1] / disponibilní důchod	33,4	38,0	45,9	49,5	54,0	198,0	188,8	189,6	189,7	211,0	200,2	204,4	208,4	x
Finanční bohatství[2] / disponibilní důchod	103,6	101,6	98,1	95,6	92,0	401,2	380,1	373,9	366,4	386,9	367,0	360,4	355,3	x
Finanční pasiva / finanční aktiva[1]	24,4	27,2	31,9	34,1	37,0	33,0	33,2	33,6	34,1	35,3	35,3	36,2	37,0	
Půjčky[1] / disponibilní důchod	10,3	10,7	11,6	14,4	18,0	49,8	49,4	51,7	54,9	61,0	60,4	63,4	69,4	x
Placené úroky / disponibilní důchod	1,9	1,7	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	2,1	x
Placené úroky / likvidní aktiva[3]	2,4	2,1	2,0	2,2	2,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	x
Zaměstnanost (VŠPS* mzr. změna v %)														
Celková zaměstnanost v NH	-2,1	-0,7	0,4	0,8	-0,7	0,0	0,9	1,2	1,1	0,5	-0,6	-1,1	-1,4	-1,1
z toho: zemědělství a rybolov	-7,3	-2,6	-6,4	1,2	-6,5	-0,4	1,7	1,3	2,4	-4,1	-8,4	-6,8	-6,6	x
průmysl a stavebnictví	-4,0	-2,3	1,7	0,0	-1,3	0,8	0,3	-0,2	-0,8	-1,0	-1,1	-1,5	-1,6	x
z toho: zpracovatelský průmysl	-2,5	-2,0	2,6	0,9	-1,8	2,0	0,9	0,6	-0,1	-1,3	-1,5	-1,8	-2,7	x
služby celkem	-0,1	0,6	0,1	1,6	0,4	-0,4	1,5	2,5	2,8	2,0	0,7	-0,3	-0,7	x
Nezaměstnanost (VŠPS* podíl v %, mzr. změna v %)														
Míra nezaměstnanosti[4]	8,7	8,8	8,1	7,3	7,8	7,7	7,0	7,2	7,3	7,6	7,5	8,0	8,1	8,3
Počet nezaměstnaných v tis. osob	454,1	454,5	418,3	374,1	399,1	391,9	357,8	371,9	374,9	388,3	384,7	409,1	414,5	426,9
z toho: do 6 měsíců	167,8	132,5	117,3	111,8	119,7	118,8	97,8	115,0	115,7	124,8	110,8	117,2	126,0	x
od 6 - 12 měsíců	109,6	93,1	76,0	73,6	79,7	68,0	79,2	76,0	71,2	69,5	79,8	87,2	82,3	x
nad 12 měsíců	163,6	214,8	215,8	190,9	198,8	207,1	182,8	183,3	190,2	192,9	192,6	204,4	205,2	x
Podíl dlouhodobé nezaměstnanosti[5]	36,0	47,3	51,6	51,0	49,8	52,8	51,1	49,3	50,7	49,7	50,1	50,0	49,5	x
Míra participace[6]	61,0	60,4	60,0	59,8	59,4	59,5	59,6	59,9	60,0	59,5	59,4	59,4	59,4	x
Míra registrované nezaměstnanosti	8,6	9,0	8,5	9,2	9,9	9,3	8,7	9,3	9,5	10,1	9,5	10,0	10,0	10,8
Mzdy a příjmy (mzr. změna v %)														
Průměrná nominální mzda zaměst. celk.[7]	8,4	6,4	8,7	7,2	6,8	7,1	7,7	7,4	6,7	7,3	6,8	6,3	7,0	5,2
z toho: zemědělství, myslivost, lesnictví	4,0	7,2	9,4	3,5	3,2	7,4	4,3	4,6	-1,1	1,8	4,0	2,9	4,1	x
průmysl	6,7	7,2	7,0	5,5	6,5	6,2	5,5	5,6	5,0	5,6	6,4	6,4	7,4	x
stavebnictví	5,4	5,9	8,4	7,0	7,5	6,6	8,3	7,2	6,2	5,5	7,1	6,4	10,3	x
obchod	8,1	10,3	8,3	6,3	4,6	6,6	6,3	6,2	6,3	5,7	5,2	4,5	3,4	x
doprava	8,2	8,8	8,2	8,0	5,9	8,6	8,8	8,5	6,3	4,8	5,4	7,5	5,8	x
finanční zprostředkování	9,5	10,6	13,7	8,4	5,2	15,8	7,5	5,3	5,1	3,0	6,5	7,6	4,0	x
veřejná správa a obrana	11,8	1,7	9,2	9,9	7,8	5,7	11,2	11,9	10,3	12,1	7,7	5,7	6,5	x

Pramen: ČSÚ, MPSV, ČNB, vlastní výpočty

*/ výběrové šetření pracovních sil

1) stavová veličina ke konci období

2) finanční bohatství = finanční aktiva - finanční pasiva, stavová veličina ke konci období

3) likvidní aktiva tvoří oběživo a vklady, stavová veličina ke konci období

4) podíl nezaměstnaných osob na celkové pracovní síle

5) podíl počtu dlouhodobě nezaměstnaných (nad I rok) na celkovém počtu nezaměstnaných osob

6) podíl počtu zaměstnaných a nezaměstnaných osob (pracovní síly) na počtu všech osob 15-tiletých a starších

7) jedná se o mzdy zúčtované k výplatě, nikoli skutečně vyplacené

Odbor fiskálních a strukturálních analýz: M.Kalous l. 3496, J.Čutková l. 4390, A.Vlášková l. 2956

Vývoj inflace v roce 2003 - varianta střed

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	**0,6**	**0,2**	**-0,1**	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**-0,2**	**-0,5**	**0,1**	**0,5**	**0,2**
Regulované ceny	17,97	20,45	**0,1**	**0,3**	**0,2**	**1,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**-0,4**	**0,0**	**0,0**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,03*	*0,06*	*0,03*	*0,23*	*-0,01*	*0,01*	*0,00*	*0,00*	*0,01*	*-0,09*	*0,00*	*0,00*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Čistá inflace	82,03	79,55	**0,7**	**0,2**	**-0,2**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**-0,1**	**-0,6**	**0,3**	**0,5**	**0,3**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,55*	*0,14*	*-0,13*	*-0,03*	*-0,04*	*0,05*	*0,03*	*-0,11*	*-0,49*	*0,22*	*0,39*	*0,20*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,37	**0,8**	**-0,2**	**-0,2**	**0,1**	**0,4**	**0,6**	**-1,7**	**-1,0**	**0,6**	**0,7**	**1,6**	**0,8**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,22*	*-0,05*	*-0,05*	*0,04*	*0,10*	*0,16*	*-0,44*	*-0,25*	*0,16*	*0,18*	*0,42*	*0,22*
korigovaná inflace	54,35	53,18	**0,6**	**0,3**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,3**	**-0,2**	**0,9**	**0,3**	**-1,2**	**0,1**	**-0,1**	**0,0**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,33*	*0,18*	*-0,07*	*-0,06*	*-0,14*	*-0,11*	*0,47*	*0,15*	*-0,65*	*0,03*	*-0,03*	*-0,02*

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	**0,6**	**0,8**	**0,7**	**0,9**	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,3**	**0,5**	**0,8**	**1,0**
Regulované ceny	17,97	20,45	**0,1**	**0,4**	**0,6**	**1,7**	**1,6**	**1,7**	**1,7**	**1,7**	**1,8**	**1,3**	**1,3**	**1,3**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,03*	*0,09*	*0,12*	*0,35*	*0,34*	*0,34*	*0,35*	*0,35*	*0,36*	*0,27*	*0,27*	*0,27*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Čistá inflace	82,03	79,55	**0,7**	**0,9**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**-0,1**	**0,2**	**0,7**	**1,0**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,55*	*0,68*	*0,55*	*0,53*	*0,49*	*0,53*	*0,56*	*0,46*	*-0,04*	*0,18*	*0,57*	*0,77*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,37	**0,8**	**0,6**	**0,4**	**0,6**	**1,0**	**1,6**	**-0,1**	**-1,1**	**-0,5**	**0,2**	**1,8**	**2,7**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,22*	*0,17*	*0,12*	*0,15*	*0,26*	*0,42*	*-0,03*	*-0,28*	*-0,12*	*0,06*	*0,48*	*0,70*
korigovaná inflace	54,35	53,18	**0,6**	**1,0**	**0,8**	**0,7**	**0,4**	**0,2**	**1,1**	**1,4**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,1**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,33*	*0,51*	*0,44*	*0,37*	*0,23*	*0,12*	*0,59*	*0,74*	*0,08*	*0,12*	*0,08*	*0,06*

2003	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100					Rok 2003						
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,1**	**0,0**	**0,3**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,4**	**1,0**	**1,0**
Regulované ceny	17,97	20,45	**-0,3**	**-0,8**	**-0,8**	**1,4**	**1,5**	**1,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**1,2**	**1,2**	**1,3**
(podíl na růstu sp.cen)			*-0,07*	*-0,15*	*-0,16*	*0,29*	*0,31*	*0,32*	*0,08*	*0,09*	*0,08*	*0,24*	*0,24*	*0,27*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Čistá inflace	82,03	79,55	**-0,4**	**-0,2**	**-0,2**	**-0,5**	**-0,4**	**0,0**	**-0,2**	**-0,1**	**0,0**	**0,3**	**0,9**	**1,0**
(podíl na růstu sp.cen)			*-0,32*	*-0,17*	*-0,15*	*-0,38*	*-0,30*	*-0,01*	*-0,19*	*-0,10*	*-0,01*	*0,20*	*0,70*	*0,77*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,37	**-4,1**	**-3,8**	**-3,5**	**-3,5**	**-2,8**	**-1,0**	**-0,9**	**-0,9**	**-0,1**	**0,6**	**2,5**	**2,7**
(podíl na růstu sp.cen)			*-1,06*	*-1,06*	*-0,97*	*-0,94*	*-0,76*	*-0,28*	*-0,22*	*-0,22*	*-0,04*	*0,16*	*0,66*	*0,70*
korigovaná inflace	54,35	53,18	**1,5**	**1,7**	**1,5**	**1,1**	**0,9**	**0,5**	**0,1**	**0,2**	**0,0**	**0,1**	**0,1**	**0,1**
(podíl na růstu sp.cen)			*0,74*	*0,89*	*0,82*	*0,56*	*0,46*	*0,27*	*0,04*	*0,12*	*0,02*	*0,04*	*0,04*	*0,06*
Roční klouz. průměr	x	x	**1,5**	**1,1**	**0,8**	**0,5**	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,1**
Průměr od počátku roku	x	x	**-0,4**	**-0,4**	**-0,3**	**-0,3**	**-0,2**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**	**0,1**	**0,1**

2003

předch.m.=100														
Korigovaná inflace bez PH **)	51,30		**0,6**	**0,2**	**-0,2**	**0,0**	**-0,1**	**-0,1**	**1,0**	**0,2**	**-1,4**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
Ceny pohonných hmot	3,05		**1,6**	**2,3**	**1,4**	**-1,5**	**-2,8**	**-2,4**	**-0,9**	**1,2**	**1,6**	**-0,9**	**-0,6**	**-0,7**

st. obd. m.r. = 100														
Korigovaná inflace bez PH **)	51,30		**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**1,0**	**0,6**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**
Ceny pohonných hmot	3,05		**6,1**	**10,5**	**11,4**	**1,9**	**-0,5**	**-1,2**	**-0,5**	**0,6**	**-2,5**	**-2,9**	**-2,8**	**-2,0**

**) predikce korigované inflace bez PH je dopočtena z predikce cen PH a z predikce korigované inflace pomocí stálých vah ve spotřebním koši

Zpracoval: Mgr. Murárik, I.4398

09:10 19.4.2004 Inflace_prilohy

Příloha č. 9

Vývoj inflace v roce 2004 - varianta střed

2004	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100 31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,8	0,2	0,1	0,2	0,6	0,4	0,5	0,0	-0,5	0,2	0,2	0,4
Regulované ceny	17,93	20,75	3,7	0,2	0,0	-0,4	-0,3	0,1	0,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
(podíl na růstu sp.cen)			*0,76*	*0,04*	*0,01*	*-0,08*	*-0,06*	*0,02*	*0,18*	*0,02*	*0,02*	*0,00*	*0,02*	*0,02*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,35*	*0,00*	*0,00*	*0,10*	*0,27*	*0,04*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Čistá inflace	82,07	79,25	0,9	0,1	0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,3	0,2	0,5
(podíl na růstu sp.cen)			*0,74*	*0,09*	*0,10*	*0,14*	*0,44*	*0,30*	*0,29*	*0,00*	*-0,50*	*0,24*	*0,19*	*0,37*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	1,0	-0,2	0,1	0,5	1,1	0,7	-1,1	-0,6	0,3	0,5	0,3	0,9
(podíl na růstu sp.cen)			*0,26*	*-0,05*	*0,02*	*0,14*	*0,30*	*0,19*	*-0,29*	*-0,16*	*0,08*	*0,14*	*0,08*	*0,24*
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,9	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2	1,1	0,3	-1,1	0,2	0,2	0,2
(podíl na růstu sp.cen)			*0,48*	*0,14*	*0,08*	*0,01*	*0,14*	*0,11*	*0,58*	*0,16*	*-0,58*	*0,11*	*0,11*	*0,13*

2004	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100 31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,8	2,0	2,1	2,3	2,9	3,3	3,8	3,8	3,3	3,5	3,8	4,2
Regulované ceny	17,93	20,75	3,7	3,9	4,0	3,6	3,2	3,3	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7
(podíl na růstu sp.cen)			*0,76*	*0,80*	*0,81*	*0,72*	*0,66*	*0,68*	*0,87*	*0,89*	*0,91*	*0,92*	*0,94*	*0,96*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,35*	*0,35*	*0,35*	*0,45*	*0,72*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*
Čistá inflace	82,07	79,25	0,9	1,0	1,2	1,4	1,9	2,3	2,7	2,7	2,0	2,3	2,6	3,1
(podíl na růstu sp.cen)			*0,74*	*0,84*	*0,94*	*1,08*	*1,54*	*1,85*	*2,14*	*2,15*	*1,62*	*1,87*	*2,07*	*2,45*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	1,0	0,8	0,9	1,4	2,6	3,3	2,2	1,6	1,9	2,4	2,7	3,7
(podíl na růstu sp.cen)			*0,26*	*0,22*	*0,24*	*0,38*	*0,69*	*0,89*	*0,59*	*0,43*	*0,51*	*0,65*	*0,74*	*0,99*
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,9	1,2	1,3	1,3	1,6	1,8	2,9	3,2	2,1	2,3	2,5	2,7
(podíl na růstu sp.cen)			*0,48*	*0,62*	*0,69*	*0,70*	*0,85*	*0,96*	*1,55*	*1,72*	*1,11*	*1,22*	*1,33*	*1,46*

2004	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100 31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	Rok 2004 30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	2,3	2,3	2,5	2,4	3,1	3,4	3,9	4,0	4,0	4,2	4,0	4,2
Regulované ceny	17,93	20,75	5,0	4,9	4,7	3,2	2,9	3,0	3,9	4,0	4,0	4,5	4,6	4,7
(podíl na růstu sp.cen)			*1,01*	*0,99*	*0,96*	*0,65*	*0,61*	*0,62*	*0,80*	*0,82*	*0,83*	*0,93*	*0,94*	*0,96*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,35*	*0,35*	*0,35*	*0,45*	*0,72*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*	*0,76*
Čistá inflace	82,07	79,25	1,2	1,2	1,4	1,7	2,3	2,6	2,9	3,1	3,1	3,1	2,8	3,1
(podíl na růstu sp.cen)			*0,96*	*0,92*	*1,15*	*1,33*	*1,81*	*2,08*	*2,34*	*2,46*	*2,44*	*2,47*	*2,27*	*2,45*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	2,8	2,8	3,2	3,5	4,3	4,4	5,0	5,4	5,1	4,9	3,6	3,7
(podíl na růstu sp.cen)			*0,75*	*0,75*	*0,83*	*0,93*	*1,13*	*1,18*	*1,20*	*1,37*	*1,33*	*1,31*	*0,96*	*0,99*
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,4	0,3	0,6	0,7	1,3	1,7	1,9	1,9	2,0	2,2	2,4	2,7
(podíl na růstu sp.cen)			*0,21*	*0,17*	*0,32*	*0,39*	*0,68*	*0,90*	*0,90*	*1,00*	*1,11*	*1,18*	*1,31*	*1,46*
Roční klouz. průměr	x	x	0,3	0,5	0,8	1,0	1,3	1,5	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4
Průměr od počátku roku	x	x	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4

*) Od 1.1.2004 zvýšení spotřební daně u lihovin, pohonných hmot a vína a přesuny položek mezi sazbami DPH, v dubnu až květnu zvýšení spotřebních daní u tabákových výrobků, od 1.5. 2004 dále přesuny položek mezi sníženou a základní sazbou DPH (převažuje zvyšování DPH u služeb) a snížení základní sazby DPH z 22 na 19 %.

předch.m.=100 2004														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		1,0	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,3	1,1	0,3	-1,2	0,2	0,2	0,3
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		-0,8	-0,6	3,0	2,1	0,7	-1,3	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2

st. obd. m.r. = 100														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		0,6	0,7	0,9	0,9	1,3	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	2,5	2,7
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		-4,5	-7,0	-5,4	-2,2	1,3	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	2,3	2,8

**) predikce korigované inflace bez PH je dopočtena z predikce cen PH a z predikce korigované inflace pomocí stálých vah ve spotřebním koši

Zpracoval: Mgr. Murárik, I.4398

09:10 19.4.2004 Inflace_prilohy

Příloha č. 10

Vývoj inflace v roce 2005 - varianta střed

2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,0	-0,4	0,2	0,2	0,4
Regulované ceny	17,93	20,53	1,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1
(podíl na růstu sp.cen)			*0,27*	*0,04*	*0,01*	*0,00*	*0,00*	*0,04*	*0,04*	*0,00*	*0,04*	*0,00*	*0,00*	*0,02*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,03*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Čistá inflace	82,07	79,47	1,0	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,0	-0,6	0,2	0,3	0,5
(podíl na růstu sp.cen)			*0,77*	*0,24*	*0,08*	*0,19*	*0,21*	*0,32*	*0,33*	*0,00*	*-0,45*	*0,16*	*0,23*	*0,37*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,87	1,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,6	-1,3	-0,6	0,1	0,2	0,2	0,8
(podíl na růstu sp.cen)			*0,38*	*0,08*	*0,03*	*0,08*	*0,11*	*0,16*	*-0,35*	*-0,16*	*0,03*	*0,05*	*0,05*	*0,21*
korigovaná inflace	54,39	52,59	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	1,3	0,3	-0,9	0,2	0,3	0,3
(podíl na růstu sp.cen)			*0,39*	*0,16*	*0,05*	*0,11*	*0,11*	*0,16*	*0,68*	*0,16*	*-0,48*	*0,11*	*0,17*	*0,16*

2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,1	1,4	1,4	1,6	1,9	2,2	2,6	2,6	2,2	2,3	2,6	3,0
Regulované ceny	17,93	20,53	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3
(podíl na růstu sp.cen)			*0,27*	*0,31*	*0,32*	*0,33*	*0,33*	*0,37*	*0,41*	*0,41*	*0,46*	*0,46*	*0,46*	*0,48*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*
Čistá inflace	82,07	79,47	1,0	1,3	1,4	1,6	1,9	2,3	2,7	2,7	2,1	2,3	2,6	3,1
(podíl na růstu sp.cen)			*0,77*	*1,01*	*1,09*	*1,28*	*1,49*	*1,82*	*2,16*	*2,16*	*1,69*	*1,86*	*2,09*	*2,47*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,87	1,4	1,7	1,8	2,1	2,5	3,1	1,8	1,2	1,3	1,5	1,7	2,5
(podíl na růstu sp.cen)			*0,38*	*0,46*	*0,48*	*0,57*	*0,67*	*0,84*	*0,48*	*0,32*	*0,34*	*0,40*	*0,45*	*0,67*
korigovaná inflace	54,39	52,59	0,7	1,0	1,1	1,3	1,5	1,9	3,2	3,5	2,6	2,8	3,1	3,4
(podíl na růstu sp.cen)			*0,39*	*0,55*	*0,60*	*0,71*	*0,82*	*0,98*	*1,68*	*1,84*	*1,35*	*1,46*	*1,64*	*1,80*

2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100					Rok 2005						
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	3,4	3,5	3,5	3,5	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Regulované ceny	17,93	20,53	2,3	2,3	2,3	2,7	3,0	3,1	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3
(podíl na růstu sp.cen)			*0,47*	*0,47*	*0,48*	*0,56*	*0,62*	*0,64*	*0,50*	*0,48*	*0,50*	*0,50*	*0,48*	*0,48*
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			*0,44*	*0,44*	*0,44*	*0,34*	*0,07*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*	*0,03*
Čistá inflace	82,07	79,47	3,1	3,3	3,2	3,3	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1
(podíl na růstu sp.cen)			*2,46*	*2,60*	*2,58*	*2,63*	*2,40*	*2,42*	*2,46*	*2,46*	*2,51*	*2,42*	*2,47*	*2,47*
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,87	4,1	4,6	4,6	4,4	3,6	3,5	3,3	3,3	3,0	2,7	2,6	2,5
(podíl na růstu sp.cen)			*1,09*	*1,22*	*1,22*	*1,17*	*0,97*	*0,94*	*0,87*	*0,86*	*0,81*	*0,73*	*0,70*	*0,67*
korigovaná inflace	54,39	52,59	2,6	2,6	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,4
(podíl na růstu sp.cen)			*1,36*	*1,38*	*1,36*	*1,46*	*1,43*	*1,48*	*1,59*	*1,60*	*1,70*	*1,70*	*1,77*	*1,80*
Roční klouz. průměr	x	x	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2
Průměr od počátku roku	x	x	3,4	3,4	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2

*) Od 1.1.2005 přesun ubytovacích služeb do základní (vyšší) sazby DPH.

předch.m.=100 2005														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		-1,9	-0,3	-0,2	1,0	0,3	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		0,0	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1

st. obd. m.r. = 100														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		2,6	2,6	2,8	3,1	3,0	3,0	3,3	3,2	3,5	3,5	3,6	3,6
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		1,7	2,0	-1,1	-2,2	-2,5	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9	-0,9	-0,3	0,0

**) predikce korigované inflace bez PH je dopočtena z predikce cen PH a z predikce korigované inflace pomocí stálých vah ve spotřebním koši

Zpracoval: Mgr. Murárik, l.4398

09:10 19.4.2004 Inflace_prilohy

Příloha č. 11

Vnější prostředí: vývoj inflace spotřebitelských cen a HDP, efektivní indikátory, předpověď dle Consensus Forecast

(mzr., %) (CF 5. 4. 2004, EECF 15.3. 2004)

Inflace CPI	7/03	8/03	9/03	10/03	11/03	12/03	1/04	2/04	3/04	4/04	5/04	6/04	7/04	8/04	9/04	10/04	11/04	12/04	1/05	2/05	3/05	4/05	5/05	6/05	III	IV	I/04	II	III	IV	I/05	II	2002	2003	2004	2005
Německo	0,9	1,1	1,1	1,3	1,4	1,1	1,2	0,8	1,1	1,1	1,3	1,3	1,5	1,3	1,2	1,1	1,3	1,4	1,1	1,3	0,8	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	1,0	1,2	1,3	1,3	1,1	1,2	1,4	1,1	1,2	1,2
Velká Británie	2,9	3,0	2,8	2,7	2,4	2,6	2,4	2,2	2,5	2,0	2,1	2,4	2,7	2,5	2,2	2,4	2,6	2,6	3,0	2,9	2,4	2,3	2,3	2,3	2,9	2,6	2,4	2,2	2,5	2,5	2,8	2,3	2,2	2,8	2,4	2,4
Francie	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,7	1,3	1,7	1,9	1,9	2,1	2,0	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	2,0	2,2	1,7	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	1,9	2,1	1,8	1,6
Itálie	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,1	2,1	2,7	2,5	2,3	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,5	2,7	2,1	2,1
Španělsko	2,9	3,0	3,0	2,6	2,8	2,7	2,4	2,1	2,6	2,0	2,3	2,5	3,3	3,0	2,9	2,5	2,3	2,3	3,2	3,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,9	2,7	2,3	2,2	3,1	2,4	3,0	2,4	3,0	3,1	2,5	2,5
Nizozemsko	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,2	1,2	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6	1,5	0,7	1,0	1,4	2,2	2,2	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3	2,1	1,9	1,2	1,3	1,2	1,5	1,8	1,3	3,3	2,1	1,3	1,4
Švédsko	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	0,7	-0,4	-0,1	0,4	0,6	1,0	1,4	1,5	0,9	1,0	1,3	1,3	1,7	2,1	1,4	1,5	1,6	1,7	1,6	1,3	0,1	0,6	1,3	1,2	1,7	1,6	2,2	1,9	0,8	1,8
Belgie	1,5	1,8	1,9	1,6	1,9	1,8	1,7	1,3	1,1	1,4	1,9	1,7	1,7	1,5	1,3	1,8	1,8	2,0	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,4	1,7	1,5	1,9	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7
Rakousko	1,2	1,3	1,4	1,1	1,3	1,2	1,1	1,4	1,0	1,2	1,3	1,2	1,4	1,3	1,2	1,5	1,5	1,4	1,5	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,4	1,5	1,8	1,4	1,3	1,5
Dánsko	1,9	1,7	1,9	1,4	1,5	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	1,1	1,2	2,0	2,2	1,6	2,0	2,0	2,3	2,5	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,0	1,0	1,9	2,1	2,0	1,8	2,4	2,1	1,5	1,9
Finsko	0,4	0,6	0,6	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,4	0,6	1,2	1,1	0,9	1,1	1,3	1,3	1,7	1,3	1,2	1,3	1,4	1,4	0,6	0,5	0,1	0,4	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5	0,9	0,7	1,5
Řecko	3,7	3,3	3,4	3,2	3,4	3,1	3,0	2,5	2,1	2,2	2,1	2,5	4,8	5,1	3,4	3,2	3,3	3,1	4,0	4,5	2,9	2,8	2,8	2,7	3,5	3,2	2,5	2,3	4,4	3,2	3,8	2,8	3,6	3,6	3,1	2,9
Portugalsko	2,9	2,8	3,1	3,0	2,5	2,4	2,3	2,1	2,7	2,1	1,6	2,0	2,4	2,5	2,5	2,1	2,1	2,1	2,3	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,9	2,6	2,4	1,9	2,5	2,1	2,4	2,1	3,6	3,3	2,2	2,2
Irsko	3,1	3,2	2,9	2,3	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7	2,0	2,2	3,1	2,7	2,6	3,0	3,2	3,0	3,6	2,9	2,2	2,2	2,2	2,2	3,1	2,1	1,8	2,0	2,8	3,0	2,9	2,2	4,6	3,5	2,4	2,3
Evropská unie	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	2,1	1,9	1,8	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	1,8	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,2	1,8	1,8
Švýcarsko	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	1,1	0,9	0,8	0,3	0,6	0,7	1,1	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	0,4	0,5	0,1	0,1	0,9	0,5	1,1	1,0	0,6	0,6	0,4	1,1
Norsko	1,5	2,1	2,1	1,6	1,4	0,7	-1,8	-1,7	-0,4	0,5	1,0	1,5	1,9	1,7	1,3	1,5	1,5	1,6	2,0	2,0	1,5	1,6	1,7	1,9	1,9	1,2	-1,3	1,0	1,6	1,5	1,8	1,7	1,3	2,5	0,7	2,0
USA	2,1	2,1	2,3	2,0	1,8	1,9	1,9	1,7	1,2	1,6	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7	1,9	2,3	2,6	2,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	1,9	1,6	1,9	1,8	2,3	2,0	1,9	1,6	2,3	1,9	1,9
Japonsko	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,9	-0,3	-0,2	-0,2
Kanada	2,2	2,1	2,2	1,6	1,6	2,0	1,2	0,7	0,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,8	1,7	1,8	1,9	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	2,1	1,7	0,9	1,5	1,5	1,8	1,7	1,7	2,2	2,8	1,4	1,8
Slovensko	8,7	9,2	9,5	9,6	9,8	9,2	8,3	8,5	8,1	8,0	8,1	7,7	8,8	7,9	7,3	7,4	7,3	7,2	4,8	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	9,1	9,5	8,3	7,9	8,0	7,3	4,4	4,4	3,1	8,6	7,9	4,2
Polsko	0,7	0,7	0,9	1,2	1,6	1,7	1,7	1,7	1,9	1,5	1,7	2,1	2,7	3,3	3,1	2,7	2,6	2,6	2,4	2,6	2,4	2,8	2,8	2,8	0,8	1,5	1,8	1,8	3,0	2,6	2,5	2,8	1,9	0,8	2,3	2,8
Maďarsko	4,7	4,7	4,7	4,9	5,6	5,6	6,6	7,1	6,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,6	7,5	7,2	7,0	7,3	5,4	4,6	4,4	5,4	5,2	5,1	4,7	5,4	6,8	6,3	7,3	7,2	4,8	5,3	5,3	4,7	6,9	4,8
Slovinsko	5,6	5,9	5,5	5,7	5,5	5,3	5,1	4,9	4,8	4,6	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	5,7	5,5	4,9	4,5	4,2	4,0	3,9	3,8	7,5	5,6	4,4	3,8

Eff.inflace CPI	7/03	8/03	9/03	10/03	11/03	12/03	1/04	2/04	3/04	4/04	5/04	6/04	7/04	8/04	9/04	10/04	11/04	12/04	1/05	2/05	3/05	4/05	5/05	6/05	III	IV	I/04	II	III	IV	I/05	II	2002	2003	2004	2005
Evropská unie	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,4	1,2	1,3	1,3	1,5	1,5	1,7	1,6	1,4	1,4	1,6	1,7	1,6	1,6	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,8	1,6	1,5	1,5
Přistupující EU	5,5	5,8	6,2	6,3	6,6	6,3	6,0	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	6,4	6,2	5,9	5,7	5,6	5,6	4,2	3,9	3,8	4,1	4,2	4,2	5,8	6,4	6,0	5,7	6,2	5,7	4,0	4,2	3,8	5,4	5,9	4,0
Ostatní vyspělé	1,4	1,4	1,5	1,4	1,2	1,2	0,9	0,8	0,6	0,7	0,9	1,0	1,4	1,2	1,0	1,0	1,4	1,5	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,2	0,8	0,9	1,2	1,3	1,4	1,2	1,1	1,6	1,0	1,3
Ostatní	9,5	9,2	9,0	9,1	9,1	8,7	7,9	7,6	6,9	6,9	7,1	7,4	7,6	8,1	8,2	7,8	7,2	7,0	6,6	6,6	6,6	6,4	6,3	6,2	9,2	8,9	7,5	7,1	8,0	7,4	6,6	6,3	11,4	9,4	7,5	6,2
Asie	6,4	6,1	5,9	6,1	6,6	6,3	5,2	5,1	4,3	4,5	4,8	5,5	5,8	5,8	5,6	5,1	4,1	4,1	4,2	4,4	4,3	3,9	3,8	3,6	6,1	6,3	4,9	4,9	5,7	4,4	4,3	3,8	8,8	6,5	5,0	3,7
Bývalý SS	12,7	12,3	12,2	12,1	11,6	11,3	10,7	10,2	9,6	9,5	9,4	9,4	9,5	10,5	11,0	10,7	10,5	10,1	9,2	8,9	9,1	9,0	8,9	8,9	12,4	11,7	10,2	9,4	10,3	10,5	9,1	8,9	13,5	12,2	10,1	8,8
Svět celkem	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	2,8	2,6	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,9	2,8	2,6	2,6	2,6	2,7	2,4	2,4	2,1	2,3	2,3	2,3	2,8	2,9	2,5	2,5	2,8	2,7	2,3	2,3	2,8	2,8	2,6	2,3

Růst HDP	I/99	II	III	IV	I/00	II	III	IV	I/01	II	III	IV	I/02	II	III	IV	I/03	II	III	IV	I/04	II	III	IV	I/05	II	III	IV	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Německo	0,9	1,1	2,3	3,3	3,0	4,5	3,0	1,9	1,9	0,8	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,3	-0,3	0,0	1,0	1,6	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,9	3,1	1,0	0,2	-0,1	1,6	1,7
Velká Británie	2,7	2,6	2,6	3,2	4,0	4,3	3,9	2,9	2,5	2,2	1,8	2,0	1,4	1,4	1,9	1,9	1,9	2,2	2,2	2,7	3,1	3,3	3,1	2,9	2,8	2,7	2,5	2,4	3,1	2,8	3,8	2,1	1,6	2,2	3,1	2,6
Francie	2,9	2,7	3,2	4,2	4,6	4,6	3,9	3,8	3,2	2,2	2,3	0,6	0,8	1,4	1,3	1,3	0,7	-0,3	-0,2	0,5	1,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	3,6	3,2	4,2	2,1	1,2	0,2	1,7	2,1
Itálie	0,9	1,0	1,5	3,1	3,4	3,3	3,2	2,8	2,6	2,1	1,4	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,2	0,5	0,1	0,7	1,1	1,1	1,5	1,6	1,8	2,0	2,2	1,7	1,6	3,2	1,7	0,4	0,3	1,1	1,9
Španělsko	3,4	4,6	4,1	4,7	5,2	4,7	3,8	3,3	3,1	2,6	3,2	2,5	2,2	2,1	1,8	2,1	2,3	2,3	2,4	2,7	2,8	2,9	3,0	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	4,4	4,2	4,2	2,8	2,1	2,4	2,9	3,1
Nizozemsko	3,5	3,7	4,1	4,8	4,0	3,9	3,3	2,5	1,9	1,7	1,0	0,4	0,1	0,2	0,5	0,1	-0,1	-1,1	-1,3	-0,4	0,2	1,1	1,5	1,5	1,7	2,0	2,2	2,5	4,3	4,0	3,4	1,2	0,2	-0,7	1,1	2,1
Švédsko	4,9	3,8	4,4	5,3	5,1	5,2	4,5	2,8	2,5	0,8	0,0	0,5	1,1	3,3	2,5	1,5	1,8	0,6	1,7	2,4	2,2	2,4	2,5	2,9	2,4	2,4	2,4	2,4	3,7	4,6	4,4	0,9	2,1	1,6	2,5	2,4
Belgie	1,4	1,6	4,1	5,5	4,4	4,6	3,0	3,0	2,6	1,5	0,5	-1,6	-0,6	0,3	1,0	2,1	1,4	0,6	0,8	1,3	1,4	2,0	1,9	1,8	2,1	2,2	2,4	2,5	2,1	3,2	3,7	0,7	0,7	1,0	1,8	2,3
Rakousko	1,5	2,1	3,7	3,4	4,4	4,0	2,5	3,2	2,0	0,4	0,9	-0,2	0,3	2,0	1,2	1,4	1,4	0,4	1,0	0,8	1,1	1,5	1,7	2,1	2,0	2,2	2,4	2,6	3,9	2,7	3,5	0,8	1,3	0,9	1,6	2,3
Dánsko	1,7	3,1	2,3	3,5	2,2	3,2	3,4	2,5	2,3	1,6	1,4	0,9	1,9	1,2	0,6	0,4	0,3	-0,1	-0,4	0,3	0,7	1,7	2,3	2,5	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,8	2,3
Finsko	3,7	4,0	3,0	3,0	5,9	4,5	5,5	4,8	3,1	0,6	0,6	0,0	-0,6	3,7	2,7	3,3	2,4	1,5	2,1	1,5	2,7	2,5	2,4	3,2	3,0	3,1	3,3	3,4	4,9	3,4	5,2	1,1	2,3	1,9	2,7	3,2
Řecko	3,2	3,3	3,5	3,7	4,3	4,5	4,5	4,5	4,2	4,1	4,0	3,9	3,7	3,7	3,8	3,9	4,6	4,7	4,8	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,4	3,1	2,9	2,6	3,4	3,4	4,4	4,0	3,8	4,7	4,2	3,0
Portugalsko	4,9	4,4	3,5	2,6	3,0	2,5	4,2	3,8	1,7	2,5	0,8	2,0	2,0	2,0	-0,4	-1,6	-1,6	-2,4	-0,8	-0,8	0,3	0,6	1,5	2,4	1,9	2,2	2,4	2,7	4,6	3,8	3,4	1,7	0,5	-1,4	1,2	2,3
Irsko	10,9	7,5	11,6	14,9	8,2	12,9	8,8	10,9	12,1	7,1	4,8	1,8	5,4	7,1	7,3	7,5	0,4	2,5	-0,4	2,5	4,9	0,8	7,0	1,6	4,2	4,5	4,7	5,0	8,4	11,2	10,2	6,3	6,8	1,3	3,5	4,6
Evropská unie	2,3	2,3	2,9	3,8	4,0	4,4	3,6	3,0	2,6	1,8	1,7	1,0	0,8	1,1	1,2	1,3	1,0	0,5	0,7	0,9	1,6	2,1	2,1	2,3	2,1	2,2	2,2	2,3	2,9	2,8	3,8	1,8	1,1	0,8	2,0	2,2
Švýcarsko	0,9	0,9	1,6	2,8	3,5	3,6	3,2	2,5	2,0	1,3	0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,5	0,4	-0,3	-0,8	-0,7	-0,2	1,1	1,8	2,0	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,4	1,5	3,2	0,9	0,1	-0,5	1,8	2,0
Norsko	1,8	-0,5	3,0	4,2	3,9	3,9	2,3	1,5	1,9	3,1	2,7	2,9	0,9	2,4	0,9	1,2	0,5	-1,1	1,0	0,5	2,9	3,4	3,2	3,3	2,9	2,8	2,8	2,7	2,1	2,1	2,9	2,6	1,4	0,2	3,2	2,8
USA	4,2	4,4	4,4	4,7	4,1	4,8	3,5	2,2	1,9	0,2	0,0	0,0	1,2	1,8	3,0	2,8	2,1	2,4	3,6	4,3	4,9	5,2	4,2	4,1	4,0	3,8	3,6	3,4	4,2	4,4	3,7	0,5	2,2	3,1	4,6	3,7
Japonsko	-0,8	1,1	0,0	0,4	2,1	2,2	3,1	3,8	3,2	1,1	-0,4	-2,3	-3,1	-0,9	1,0	1,7	2,7	2,4	2,0	3,6	3,5	3,2	3,2	2,1	2,2	1,9	1,5	1,2	-1,2	0,2	2,8	0,4	-0,3	2,7	3,0	1,7
Kanada	4,7	5,6	5,9	5,9	5,8	5,6	5,5	4,2	3,1	2,4	0,9	1,4	2,5	3,1	4,0	3,5	2,7	1,5	1,1	1,6	1,8	2,8	3,2	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5	4,1	5,5	5,3	1,9	3,3	1,7	2,7	3,3
Slovensko	0,7	2,2	-0,1	3,2	1,6	1,8	2,4	2,1	3,4	2,9	3,9	4,9	4,0	4,0	4,3	5,3	4,2	3,8	4,2	4,7	4,6	5,0	4,4	3,2	4,6	4,7	4,7	4,8	4,2	1,5	2,0	3,8	4,4	4,2	4,3	4,7
Polsko	1,8	3,0	4,9	6,1	6,0	5,1	3,0	2,7	2,3	0,8	0,8	0,2	0,6	1,0	1,6	2,1	2,2	3,8	3,9	4,7	5,0	4,4	4,6	4,4	4,7	4,7	4,7	4,7	4,9	4,0	4,1	1,0	1,3	3,7	4,6	4,7
Maďarsko	3,3	3,3	4,1	5,7	6,7	5,8	4,5	4,1	4,2	4,2	3,9	3,2	3,2	3,2	3,7	3,9	2,7	2,5	2,9	3,6	3,6	3,6	3,1	2,5	3,6	3,8	4,0	4,1	4,9	4,1	5,2	3,9	3,5	2,9	3,2	3,9
Slovinsko	3,4	7,1	4,5	5,8	5,9	3,5	5,5	3,7	3,2	2,6	3,3	2,8	3,7	1,6	3,6	3,9	2,0	3,8	1,6	1,8	3,2	3,5	3,8	3,9	3,7	3,8	3,8	3,9	3,8	5,2	4,6	3,0	3,2	2,3	3,6	3,8

Eff. růst HDP	I/99	II	III	IV	I/00	II	III	IV	I/01	II	III	IV	I/02	II	III	IV	I/03	II	III	IV	I/04	II	III	IV	I/05	II	III	IV	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Evropská unie	1,5	1,7	2,7	3,6	3,5	4,5	3,2	2,5	2,3	1,3	1,1	0,6	0,3	0,7	0,8	1,0	0,6	0,1	0,2	0,5	1,3	1,8	1,9	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,4	2,4	3,4	1,3	0,7	0,4	1,8	2,0
Přistupující EU	1,2	2,5	2,0	4,3	3,9	3,5	3,2	2,8	3,3	2,6	3,1	3,4	3,0	3,1	3,7	4,2	3,5	3,9	4,0	4,5	4,6	4,6	4,4	3,7	4,5	4,6	4,7	4,7	4,3	2,5	3,3	3,1	3,5	4,0	4,3	4,6
Ostatní vyspělé	2,8	2,9	3,4	4,0	4,0	4,4	3,6	2,6	2,1	0,9	0,4	0,2	0,6	1,4	2,1	2,0	1,5	1,2	2,0	2,6	3,4	3,8	3,4	3,3	3,2	3,0	2,9	2,8	3,0	3,3	3,7	0,9	1,5	1,8	3,5	3,0
Ostatní	1,1	3,5	4,8	6,3	8,1	8,6	8,8	8,8	5,3	3,4	3,9	3,3	4,3	5,6	5,7	7,1	7,7	7,1	7,5	7,5	6,2	6,6	6,4	6,1	6,0	5,8	5,7	5,5	-3,5	3,9	8,6	4,0	5,7	7,5	6,4	5,7
Asie	-2,9	1,1	0,2	2,4	6,2	7,2	7,8	8,5	1,6	-3,9	-1,7	-3,2	3,7	8,6	7,9	10,3	8,1	6,1	7,0	7,4	5,9	7,1	6,7	6,0	6,3	6,2	6,2	6,1	4,2	0,2	7,4	-1,8	7,6	7,1	6,4	6,2
Bývalý SS	1,8	4,0	5,9	7,3	8,7	9,1	9,2	8,9	7,0	6,5	6,0	5,5	4,5	4,5	4,7	5,1	7,5	7,9	7,8	7,5	6,5	6,3	6,2	6,2	5,7	5,5	5,3	5,1	-4,5	4,8	9,0	6,2	4,7	7,7	6,3	5,4
Svět celkem	1,5	2,0	2,7	3,8	3,8	4,4	3,4	2,7	2,5	1,6	1,5	1,2	0,9	1,3	1,6	1,8	1,4	1,1	1,2	1,6	2,1	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,5	2,5	3,6	1,7	1,4	1,3	2,5	2,6

Pozn.: Zdrojem minulých hodnot je aktuální databáze OECD. Tabulka proto v některých případech nemůže zohlednit skutečnost za poslední známý měsíc (čtvrtletí), přesto že v textu SZ jsou již na základě jiného informačního zdroje aktuální čísla pro danou zemi uvedena.

Předpověď (kurzívou) měsíčních a čtvrtletních údajů je simulována na základě aktuálních ročních předpovědí Consensus Forecast a dosud známých skutečných hodnot, obsažených v databázi OECD.

Zpracoval: Ing. Jan Hošek, odbor 415, l. 2724 (49 5711 319)