ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 20. srpna 2004

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

8. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:
Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na II. 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:
Tomáš Holub, Petr Vojtíšek, David Vávra, Viktor Kotlán, Ivan Matalík, Stanislav Polák, Tomáš Kvapil, Jan Schmidt, Tibor Hlédik

Část I
Předkládací zpráva

Část II
Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

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

Předkladatel: Tomáš Holub

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 II. pololetí 2004.

O b s a h

I. SHRNUTÍ …….. .. 1

1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy …… 1
2 Prognózy ostatních institucí …… 3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů …….. 6

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA ZE 7. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY …… 7

III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY ……..….. 10

1 Vnější prostředí …….…….. 10
2 Vývoj veřejných rozpočtů ……... 15

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN …… 17

1 Trh práce …...……..…….. 17
2 Ekonomický růst a jeho složky ……. 20
3 Vývoj platební bilance …….. 22
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy ……..…….. 25
5 Peníze a úvěry …… 29

V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH ….. 33

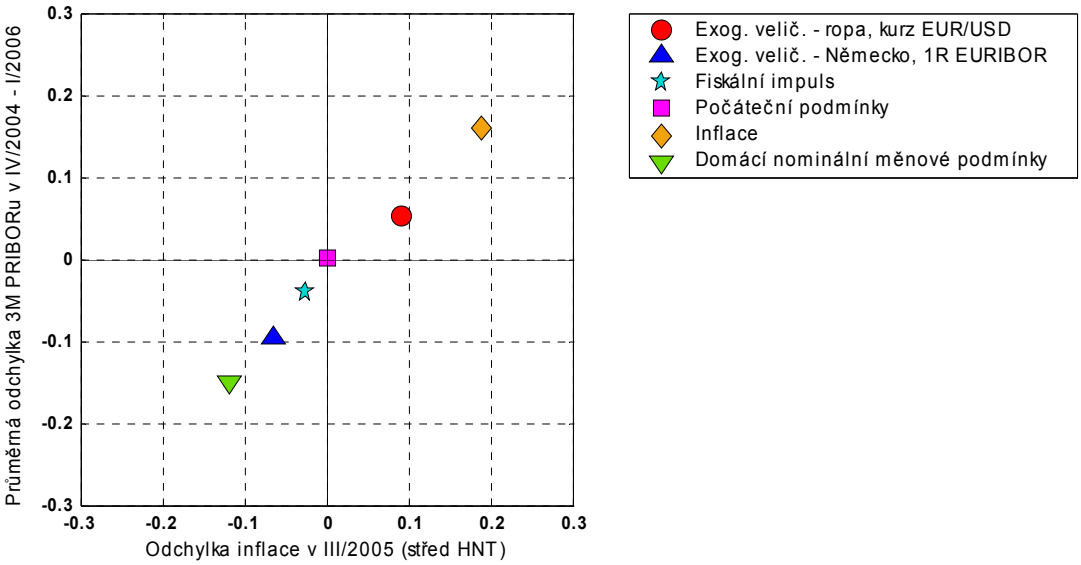
1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál …….. 33
2 Devizový kurz …….. 34
3 Měnové podmínky …… 35

Tabulkové přílohy

I. SHRNUTÍ

1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy

Součástí shrnutí malých situační zpráv je od 6. SZ 2004 ***Graf rizik inflační prognózy*** **(GRIP).** Tento grafický instrument usnadňuje orientaci v dopadech nově dostupných informací do výsledné bilance rizik existující makroekonomické prognózy z předchozí velké situační zprávy. Metodologie tvorby grafu byla popsána v 6. SZ v rámci samostatného boxu.



V souhrnu s odkazem na výsledky simulací zachycených v GRIP, jejich interpretaci a expertní vyhodnocení dalších informací konstatujeme, že z hlediska inflace na HNT a budoucí trajektorie úrokových sazeb je pozorovaný vývoj v souladu s prognózou ze 7. SZ. Výsledná bilance rizik stávající prognózy je vyvážená, přičemž identifikujeme dílčí rizika oběma směry. Tato rizika nejsou individuálně příliš významná a vzájemně se do značné míry kompenzují. Kvalitativní poselství prognózy ze 7. SZ ani její kvantitativní rámec tak nejsou novými informacemi zpochybněny.

Co se týče interpretace jednotlivých bodů v GRIP, bod zachycující vliv nových informací o vývoji v Německu (CPI a HDP) a 1R EURIBORu znamená riziko nižších sazeb a nižší inflace. Výsledek souhrnného hodnocení za celou tuto kategorii je dominován aktualizovaným výhledem vývoje zahraničních úrokových sazeb, kde dochází k poklesu jejich budoucí trajektorie v rozsahu 0,1 – 0,2 p.b. Nižší úroveň zahraničních sazeb sice na jednu stranu implikuje více uvolněnou úrokovou složku měnových podmínek (ve srovnání s prognózou). Na druhou stranu ovšem prostřednictvím vyššího úrokového diferenciálu je pokles zahraničních sazeb faktorem pro apreciovanější nominální kurz a tím i méně uvolněnou kurzovou složku měnových podmínek, kterou je nutno kompenzovat poklesem domácích sazeb. Tento kanál působení zahraničních sazeb převáží. Budoucí vývoj spotřebitelských cen a reálné ekonomické aktivity v SRN na základě posledního *Consensu Forecast* pak působí v rámci této kategorie spíše korigujícím, tj. slabě proinflačním směrem, který však nemá sílu významněji zvrátit protiinflační dopady zahraničních úrokových sazeb.

V rámci druhé podskupiny exogenních veličin můžeme očekávat proinflační tlaky vzhledem k platné prognóze z titulu aktuálního a očekávaného budoucího vývoje dolarových cen ropy. Ten zohledňuje vysokou světovou poptávku po této surovině v podmínkách politické nestability v klíčových oblastech těžby (Irák, Venezuela) a problematického vývoje okolo ruské společnosti Jukos. Toto riziko je obzvláště patrné, vezmeme-li v úvahu nikoliv prognózu cen ropy z *Consensu Forecast*, nýbrž budoucí ceny implikované aktuálními forwardovými kontrakty, které leží oproti *Consensu* poměrně výrazně výše. V opačném směru ovšem působí riziko možného negativního vlivu rostoucích cen ropy na světový hospodářský růst a nejistota o jeho konzistentním zachycení v aktuální prognóze *Consensu.* Případné zpomalení světového růstu a růstu v SRN (na rozdíl od výše uvedeného mírného zvýšení prognózy růstu HDP v Německu) by mělo jednoznačně protiinflační dopady do naší prognózy ze 7. SZ. Zahraniční prognózy vývoje eurodolarového kurzu se nemění.

Oproti podobě GRIP v 6. SZ se v simulaci pro účely této situační zprávy objevuje navíc bod zachycující nové informace o vývoji fiskální politiky. Tento bod reflektuje modelový propočet vlivu nových očekávání o vývoji soustavy veřejných rozpočtů v letech 2004 a 2005 na základě aktualizované prognózy MF a její expertní korekce v sekci. Drobná úprava očekávaného vývoje výše deficitu veřejných rozpočtů s příslušnou změnou fiskální pozice vyúsťuje do velmi mírného poklesu výše fiskálního impulsu v letech 2004 a 2005. Tento posun je v grafu zachycen bodem v levém dolním kvadrantu, který je vzhledem k rozsahu změny velmi blízko průsečíku os s minimální indikací protiinflačních rizik prognózy.

Bod představující vliv počátečních podmínek prognózy (mezera výstupu) je potom přímo v průsečíku os. To je odrazem skutečnosti, že aktualizovaný odhad vývoje hrubého domácího produktu za 2Q 2004 je totožný s prognózou ze 7. SZ. Tento odhad je výsledkem aplikace konjunkturálních statistických metod krátkodobého prognózování podobně jako v případě 7. SZ s několika málo nově dostupnými relevantními informacemi. Rovněž předpoklady o struktuře ekonomického růstu ve 2Q2004 ze 7. SZ nejsou novými informacemi (obchodní a platební bilance, struktura dovozu, dovozní a vývozní ceny, vývoj indikátorů spotřeby, vývoj stavební výroby, struktura růstu průmyslové produkce apod.) zásadně zpochybněny. Identifikujeme sice signály o dílčích odchylkách v prognóze struktury růstu HDP (zejména u netto vývozu), ale tyto odchylky nejsou příliš významné a z hlediska bilance rizik prognózy inflace a úrokových sazeb se vzájemně víceméně kompenzují.

Vývoj inflace v červenci uchopený simulací v GRIP představuje mírné proinflační riziko vůči stávající prognóze a tím i riziko poněkud vyšších úrokových sazeb. Chyba v prognóze mzr. růstu CPI v červenci 2004 byla sice prakticky rovna nule, ale strukturálně došlo k určitému nesouladu s prognózou. Konkrétně byl příspěvek administrativních vlivů (regulovaných cen a nepřímých daní) mírně nižší oproti prognóze. V rámci čisté inflace byla chyba v prognóze cen potravin (vyšší růst) do značné míry kompenzována nižším než očekávaným mzr. růstem cen pohonných hmot. Chyba v prognóze měnověpoliticky nejvíce relevantní korigované inflace bez PH byla zanedbatelná. Přes soulad inflace s prognózou na agregátní úrovni má pozorovaný rychlejší růst cen potravin určitý potenciál přetlačit kompenzující vliv pohonných hmot a administrativních vlivů, a to v důsledku své vyšší setrvačnosti předpokládané modelovým aparátem. To může ovlivnit vývoj inflace na horizontu nejúčinnější transmise proinflačním směrem. Pravděpodobnost tohoto efektu zvyšuje i vývoj cen ropy, který jde spíše proinflačním směrem a vylučuje možnost trvalejšího kompenzujícího vlivu cen PH. Stejným směrem, tj. k rychlejší spotřebitelské inflaci na HNT, může působit i vyšší dynamika cen dovážených komodit, cen zemědělských výrobců a průmyslových výrobců. V souhrnu však nejsou námi vyhodnocená proinflační rizika vyplývající z nových dat o inflaci a její struktuře příliš vysoká.

Domácí nominální měnové podmínky budou působit směrem k nižší inflaci na HNT a nižším úrokovým sazbám v budoucnosti vzhledem k prognóze ze 7. SZ. Tato skupina veličin přestavuje nejvýznamnější protiinflační riziko stávající prognózy, které je však i zde kvantitativně relativně mírné. Toto riziko vyplývá předně z vývoje nominálního devizového kurzu Kč/EUR, který je zatím v průměru za 3Q 2004 o cca 0,30 Kč apreciovanější vůči prognóze ze 7. SZ (31,80 Kč/EUR). Jeho vývoj může v logice modelového prognostického aparátu (rovnice nepokryté úrokové parity) souviset mimo jiné s odchylkou úrokového diferenciálu českých a evropských ročních sazeb od prognózy. Zde působí zejména vyšší než prognózované české roční sazby PRIBOR (skut. za 3Q 2,98 % vs. prognóza 2,6 %) při mírně nižším aktuálním i očekávaném ročním EURIBORu (viz výše). Vyšší než prognózované české roční sazby peněžního trhu mohou souviset s větší vpředhledícností agentů na finančních trzích než předpokládá prognóza, jejich vyššími očekáváními o vývoji budoucích krátkých sazeb oproti prognóze či vyšší časovou prémií na trhu oproti modelovému předpokladu. Vyšší domácí úrokové sazby a apreciovanější kurz implikují nižší tlaky na zvyšování úrokových sazeb v následujících šesti čtvrtletích cca o 0,1 – 0,2 p.b. ve srovnání se základním scénářem. Simulace tedy nenaznačuje výraznou změnu v implikované trajektorii úrokových sazeb.

2 Prognózy ostatních institucí

Z výsledků srpnového měření[1] je patrné, že očekávání finančních trhů se mírně odchylují od základního scénáře prognózy ze 7. SZ. Zatímco analytici v letech 2004 i 2005 očekávají nižší růst HDP a nižší inflaci v horizontu 1R, očekávaná trajektorie úrokových sazeb je ve srovnání se základním scénářem prognózy naopak vyšší. Zajímavé srovnání nabízí pohled zvlášť na očekávání zahraničních a domácích respondentů. U domácích analytiků v 1R horizontu převažuje očekávání rychlejšího růstu úrokových sazeb a další apreciace kurzu CZK/EUR, což pohledem přísnějších měnových podmínek implikuje konzistentně očekávání nižší inflace, než predikuje základní scénář prognózy. Zahraniční analytici naopak očekávají pomalejší růst sazeb a mírnou depreciaci CZK/EUR, což je v souladu s jimi očekávanými vyššími inflačními tlaky. Určitou nekonzistenci s touto historkou však představuje očekávaní nižšího růstu HDP v roce 2005. I přes tuto nekonzistenci se očekávání zahraničních analytiků více přibližují základnímu scénáři prognózy ze 7. SZ.

HDP

Očekávání růstu HDP se u analytiků příliš nezměnila. Analytici zůstávají ve svých odhadech růstu HDP v letech 2004 i 2005 pesimističtější než základní scénář prognózy ze 7. SZ. Pro rok 2005 došlo k mírnému rozevření nůžek očekávaného růstu HDP mezi základním scénářem prognózy a odhadem zvláště u zahraničních analytiků. Nižší odhadované tempo růstu, než se kterým počítá základní scénář prognózy, by mohlo být vysvětlováno nižším očekávaným

[1] V srpnu byly publikovány dvě analýzy, na základě kterých provádíme srovnání se základním scénářem prognózy ze 7. SZ: anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT) a Foreign Exchange Consensus Forecast (CF).

růstem HTFK[2], který je konzistentní s vyšší úrovní úrokových sazeb implikovanou trhem (viz Úrokové sazby) a rizikem pomalejšího oživení světové ekonomiky.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: HDP (%)

Datum vzniku prognózy	rok 2004			rok 2005		
	ČNB	IOFT	CF	ČNB	IOFT	CF
5/04		3,3	3,3		3,6	3,7
6/04		3,4			3,6	
7/04	3,8	3,4	3,4	4,2	3,7	3,8
8/04		3,4			3,6	

Měnový kurz

Predikce měnového kurzu CZK/EUR pro 3Q04 zůstává u analytiků prakticky shodná se základním scénářem prognózy. Přetrvává mírný rozdíl na 1R horizontu mezi anketním zjišťováním v rámci ankety IOFT a CF. Zatímco zahraniční analytici předpovídají mírné znehodnocení kurzu, domácí analytici očekávají naopak apreciaci. Důvodem odlišných očekávání by mohl (v logice nepokryté úrokové parity) být odhad vyšších sazeb u domácích analytiků v horizontu 1R. Predikce kurzu v základním scénáři v horizontu 1R se více shoduje s očekávanou výší u zahraničních analytiků.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: kurz CZK/EUR

Datum vzniku prognózy	následující čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	CF	ČNB	finanční trh	CF
5/04		32,4		31,8	32,2
6/04		32,0		31,4	31,9
7/04	31,8 (3Q04)	31,8	31,6	31,4	31,8
8/04		31,7		31,2	31,8

Inflace

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se nezměnila. Rozdíl oproti prognóze ČNB v horizontu 1R činí 0,3 p.b. Inflace by měla podle názoru analytiků kulminovat na podzim, poté by měla začít postupně klesat. Uvádějí, že vzhledem ke zpomalování růstu cen zemědělských produktů již mají ceny potravin svůj vrchol pravděpodobně za sebou, příznivé jsou navíc i výsledky letošní úrody. Rizikovým faktorem však zůstávají ceny ropy. V příštím roce by se inflace měla vrátit pod 3 %.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: inflace (%)

Datum odečtu prognózy	horizont 1R				horizont 3R		
	ČNB	IOFT	podniky	domácnosti	IOFT	podniky	domácnosti
5/04	3.1	2.6			2.9		
6/04	3.1	2.7	3.1	4.9	2.7	3.0	5.0
7/04	3.0	2.8			2.6		
8/04	3.1	2.8			2.7		

[2] Základní scénář prognózy ze 7. SZ počítá s akcelerací růstu HTFK v roce 2005 z 8,5 % na 9,2 %, zatímco analytici v rámci CF s decelerací z 6,7 % na 6,0 %.

Úrokové sazby

Predikce krátkodobých úrokových sazeb v zásadě odpovídají základnímu scénáři prognózy. Do konce roku se předpokládá jedno či dvě zvýšení sazeb, vždy o 25 b.b. Část analytiků očekává zvýšení repo sazby již v srpnu, část se přiklání k názoru, že ČNB se zvýšením vyčká až na září, kdy již budou k dispozici údaje o růstu ekonomiky za druhé čtvrtletí. Pro dřívější zásah ČNB podle komentářů hovoří dosavadní vývoj cen ropy a kovů a relativně vysoká červencová inflace. Vyšší očekávání jednoleté úrokové sazby na horizontu jednoho roku ve srovnání se základním scénářem prognózy potom signalizuje očekávání rychlejšího zvyšování úrokových sazeb také po horizontu jednoho roku. V roce 2005 by tak mělo zpřísňování měnové politiky, s ohledem na vývoj inflace a uzavírání mezery výstupu, pokračovat.

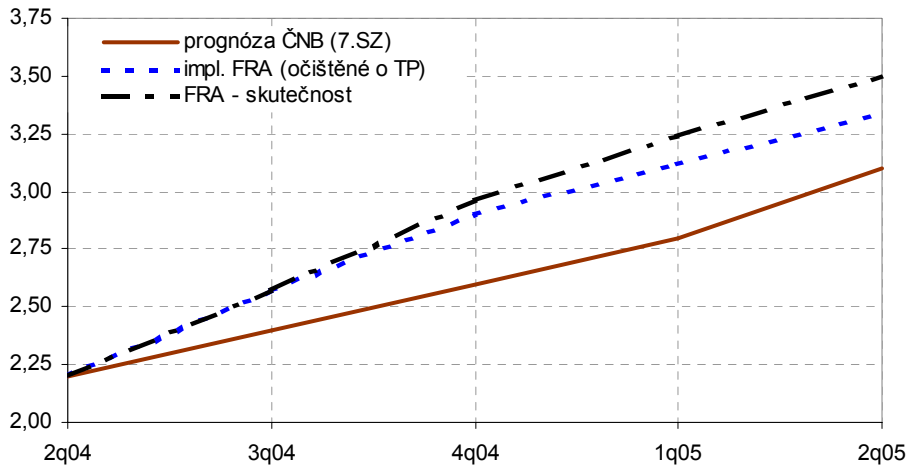
Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: úrokové sazby (%)

	horizont 1R				
Datum vzniku prognózy	**ČNB 3M PRIBOR**	**CF 3M PRIBOR**	**IOFT 2T REPO**	**ČNB 12M PRIBOR**	**IOFT 12M PRIBOR**
5/04		2.9	2.8		3.2
6/04			2.9		3.5
7/04	3.1	3.2	3.0	3.3	3.6
8/04			3.2		3.7

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 prognózy, sazeb FRA a trajektorie implikovaných 3M sazeb z výnosové křivky.

Srovnání FRA a implikovaných 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentních ze základním scénářem (k 17.8.2004)



Z grafu je patrné, že trhem očekávané 3M sazby jsou až o 44 b.b. nad modelově konzistentní trajektorií. Oproti projednávání 7. SZ tak došlo k dalšímu růstu spreadu podél výnosové křivky peněžního trhu přibližně o 10 b.b. Trh zdá se nereagoval na komentář k 7. SZ, že „*s červencovou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní trajektorie úrokových sazeb,*

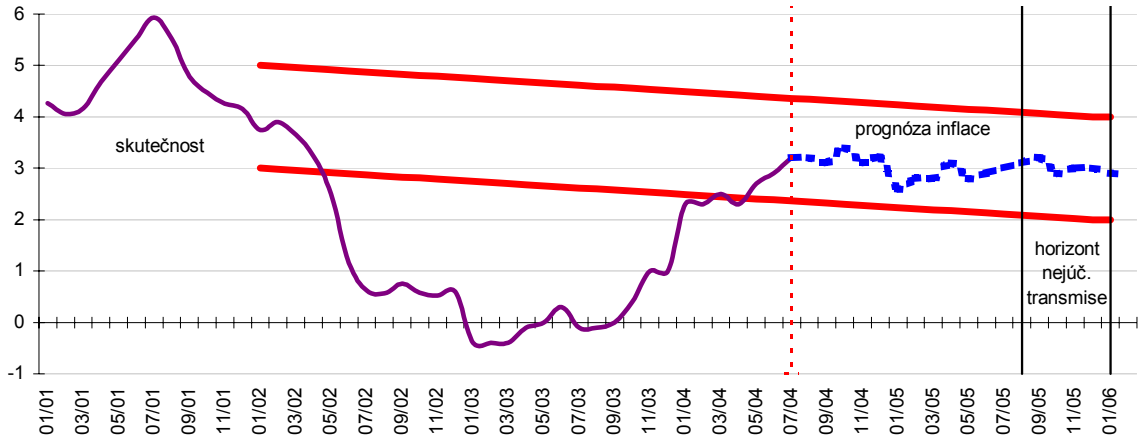
která je rostoucí, nicméně leží oproti dubnové prognóze mírně níže“ (podrobnější diskusi odchylky tržních sazeb od předpokladů prognózy lze nalézt v páté kapitole).

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

	Období	meziročně v %	
		predikce 7.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	**červenec 2004**	3.2	3.2
Ceny průmyslových výrobců	**červenec 2004**	6.2	7.3
Ceny zemědělských výrobců	**červenec 2004**	8.7	13.5
Dovozní ceny	**červen 2004**	2.5	2.4
Dovozní ceny	**II/04**	2.5	2.2
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	**červenec 2004**	10.16	10.15
Míra nezaměstnanosti - průměr za období podle VŠPS (v %)	**II/04**	8.5	8.2
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	**II/04**	-1.3	-0.8
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	**II/04**	-1.3	-0.3
ostatní zaměstnaní	**II/04**	-1.3	-3.2
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	**červen 2004**	.	7.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	**II/04**		6.4
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %)	**II/04**		-7.0
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	**červen 2004**	.	8.4
Půrměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	**II/04**		6.3
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %)	**II/04**	.	-5.6
Peněžní zásoba (M2)	**červen 2004**	8.9	10.3
Peněžní zásoba (M2)	**II/04**	8.9	9.2
Hypoteční úvěry	**červen 2004**	56.0	59.0
Index průmyslové produkce	**červen 2004**	.	15.1
Index průmyslové produkce	**II/04**	.	12.6
Stavební výroba	**červen 2004**		-2.9
Stavební výroba	**II/04**	.	17.5
Tržby v maloobchodu	**červen 2004**	.	3.7
Tržby v maloobchodu	**II/04**	.	2.5

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA ZE 7. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

V červenci 2004 byla aktualizována střednědobá inflační prognóza na léta 2004 až 2006. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, pásmo inflačního cíle ČNB a horizont nejúčinnější transmise.[3] V červenci byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 3,2 %, což bylo plně v souladu s prognózou ze 7. SZ.



Výchozí předpoklady pro formulování červencové inflační prognózy byly:

Vnitřní prostředí

- výchozí mezera výstupu v rozsahu cca -1,2 % a budoucí růst potenciálního produktu ve výši cca 2,5 – 3,0 % ročně;
- uvolněná úroková složka reálných měnových podmínek v rozsahu -1,0 %;
- výrazně uvolněná kurzová složka reálných měnových podmínek v rozsahu -3,3 %;
- mírná apreciace nominálního devizového kurzu z hodnot 31,80 Kč/EUR ve 3Q 2004 na cca 31 Kč/EUR ke konci roku 2005;
- deficit soustavy veřejných rozpočtů ve výši 4,7 % HDP v roce 2004 a jeho pokles na 4,2 % v roce 2005; za těchto předpokladů je pak v prognóze odvozen mírný kladný příspěvek fiskální politiky k růstu HDP v roce 2004 a neutrální vliv v roce 2005.

Vnější prostředí

- v roce 2004 i 2005 relativně robustní zvýšení zahraniční poptávky reprezentované indikátorem meziročního růstu HDP v Německu v obou letech ve výši 1,7 %;
- pro nejbližší čtvrtletí prognóza předpokládá úroveň cen uralské ropy kolem 31 USD za barel s následným postupným poklesem k úrovni mírně pod 28 USD za barel na konci roku 2005;
- stabilní vývoj cen v zahraničí reprezentovaný meziročním růstem spotřebitelských resp. průmyslových cen v Německu ve výši 1,5 % resp. 1,1 %; pro rok 2005 potom prognóza předpokládá růst obou cenových indexů v tempu 1,3 %.

[3] Zatímco prognóza se mezi velkými SZ nemění, měsíčně dochází k posunu horizontu nejúčinnější transmise. Výše uvedený graf pracuje s obdobím nejúčinnější transmise srpen 2005 až leden 2006.

Červencová prognóza kvalitativně potvrzuje nástup obratové fáze ve vývoji hospodářského cyklu, který vyplývá z nastavení počátečních podmínek, exogenních předpokladů prognózy a tvaru ekonomických transmisních mechanismů.

V návaznosti na uvolněné reálné měnové podmínky zejména v kurzové složce je dominantním faktorem urychlení růstu HDP v roce 2004 (3,8 %) a 2005 (4,2 %) investiční aktivita a export. Průběh reálné spotřeby domácností (stabilní růst kolem 4 % v obou letech) bude výsledkem vzájemně protisměrně působící fáze hospodářského cyklu a vlivu uvolněných reálných sazeb z titulu rostoucích inflačních očekávání. Výše zmíněné faktory spolu s působením zahraniční poptávky potom implikují v prognóze rychlé uzavírání záporné produkční mezery v roce 2004 a překročení úrovně potenciálního produktu v roce 2005. Průběh reálné ekonomické aktivity bude hlavním faktorem cyklického obratu ve vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti.

V souvislosti s průběhem mezery výstupu je v prognóze vykresleno adekvátní odeznívání dezinflačních tlaků vyplývajících z poptávkového prostředí v ekonomice. Zrychlující se hospodářský růst bude od počátku roku 2005 generovat postupně se zvyšující poptávkové tlaky v ekonomice. S tímto počítá prognóza i přesto, že k růstu HDP a obratu v hospodářském cyklu přispějí zejména investice a vývozy.

Směrem k urychlení inflace budou vedle poptávkového prostředí působit rovněž dovozní ceny i přes očekávanou mírnou nominální apreciaci devizového kurzu Kč/EUR. Prognóza inflace je dále významně ovlivněna ve střednědobém horizontu novými daňovými úpravami v lednu 2005 a 2006 a umírněným vývojem regulovaných cen.

Na horizontu nejúčinnější transmise se bude inflace nacházet poblíže středu intervalu inflačního cíle. Dodatečné daňové úpravy v roce 2005 a 2006, na které nebude měnová politika reagovat, kladná výstupová mezera spolu s působením persistence a inflačních očekávání způsobí, že v roce 2006 (tedy za horizontem nejúčinnější transmise) bude celková inflace pozvolna směřovat do horní poloviny intervalu inflačního cíle.

Při vypracování prognózy byl s makroekonomickým výhledem konzistentní růst úrokových sazeb od třetího čtvrtletí roku 2004 o cca 0,2 p.b. a další postupný růst sazeb v roce 2004 a 2005 v rozsahu cca 1,5 p.b. V prognóze byl použit předpoklad, že na primární dopady úprav nepřímých daní měnová politika nebude reagovat.

Ačkoliv byla v průběhu zpracování prognózy diskutována řada rizik, žádné z těchto rizik nevedlo ke zpracování alternativního scénáře. Některá rizika byla zohledněna přímo v základním scénáři prognózy. Zbylá byla buďto jen velmi obtížně kvantifikovatelná, anebo tato rizika vedla pouze k nepatrným odchylkám od základního scénáře. Jako potenciálně významná byla diskutována následující rizika:

(i) riziko průsaku cen zemědělských výrobců do cen potravin.
(ii) obdobné riziko pro vztah importních a spotřebitelských cen z důvodu růstu pouze vybraných položek v indexu dovozních cen.
(iii) riziko nižšího vlivu mezery výstupu na cenový vývoj díky uzavírání mezery výstupu přes růst investic.
(iv) riziko většího promítání daňových úprav u cigaret do inflačních očekávání v letech 2005 a 2006 (dlouhodobé sekundární efekty).

Bankovní rada se po diskusi vyznění prognózy a jejích rizik přiklonila většinou jednoho hlasu k rozhodnutí ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Nová prognóza byla Bankovní radou označena jako přesnější vystižení očekávaného budoucího ekonomického vývoje ve srovnání s dubnovou prognózou, přičemž bilance rizik aktuální prognózy se jeví jako vyrovnaná.

I.		2Q2004					
	Mezera výstupu	**-1,2**					
	RIR gap	**-1,0**					
	RER gap	**-3,3**					
	RMCI gap	**-0,7**					
II.		3Q2004	4Q2004	1Q2005	2Q2005	3Q2005	4Q2005
	CPI	**3,1**	**3,2**	**2,8**	**2,9**	**3,1**	**3,0**
	Mezera výstupu	**-0,6**	**-0,2**	**0,2**	**0,5**	**0,7**	**0,9**
	HDP	**4,1**	**4,2**	**3,9**	**4,1**	**4,0**	**4,6**
	Implikované sazby	**2,4**	**2,6**	**2,8**	**3,1**	**3,4**	**3,8**
III.		2004	2005				
	Průměrná nom. mzda ve sl. org.	**6,7**	**6,2**				
	Průměrná reálná mzda ve sl. org.	**3,6**	**3,3**				
	Míra nezaměstnanosti*	**10,3**	**10,2**				
	BÚ/HDP v b.c.	**-5,5**	**-5,1**				

*/ Registrovaná míra nezaměstnanosti ke konci období

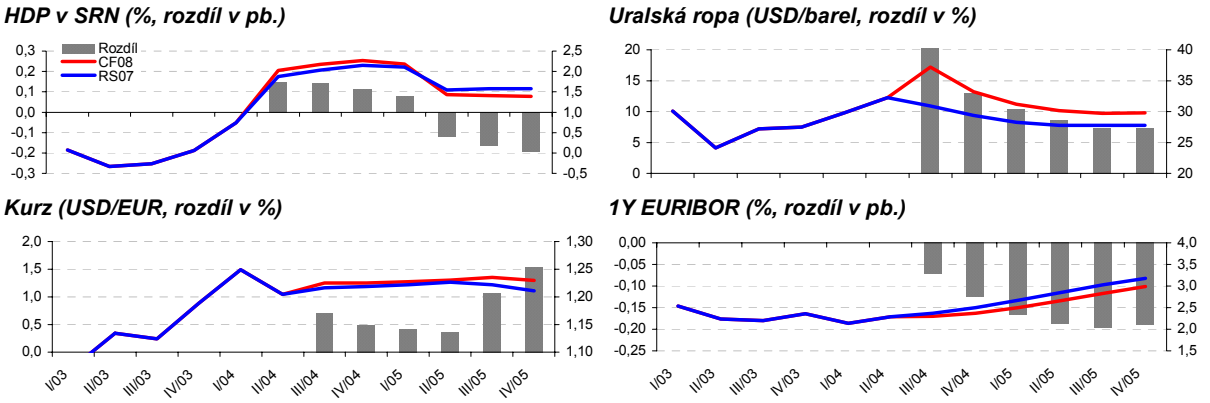
III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů.

V srpnu přehodnotil CF08 oproti minulému měsíci zejména výhled cen ropy, v krátkém horizontu o téměř 3 USD a v ročním horizontu o 2 USD/b. Ve 3. čtvrtletí se tak pohybuje předpověď ceny uralské ropy o 20 % výše, než předpokládal scénář 7. SZ. CF08 přehodnotil i očekávaný růst HDP v Německu, když pro rok 2004 zvýšil předpověď o 0,1 p.b. a o stejnou hodnotu snížil očekávání pro příští rok. Postupné odsouvání horizontu očekávaného počátku zvyšování sazeb ECB se promítlo do nižšího výhledu budoucích sazeb EURIBOR 1Y, a to až o 0,2 p.b. Naopak, prakticky se nemění výhled křížového kurzu USD/EUR, pouze se zmírňuje dříve očekávané mírné posílení USD v závěru roku 2005. Úplně beze změn zůstává cenový výhled v Německu, ať již měřeno agregátem CPI nebo PPI.

Rozdíly předpovědi exogenních faktorů dle CF08 oproti RS07



1.2 Eurozóna a UK

První odhady Eutostatu potvrdily příznivou (i když očekávanou) zprávu, že ekonomika eurozóny vzrostla ve 2. čtvrtletí o 0,5 %q a urychlila tak dynamiku z 1,3 %a na 2 %. Výraznějšímu růstu bude minimálně do konce tohoto roku bránit nízká důvěra spotřebitelů, která pramení z vysoké a stagnující nezaměstnanosti, sociálních reforem, vysokých cen ropy.

Eurostat zveřejnil odhad růstu ve výši 0,5 %q za 2. čtvrtletí i pro ***Německo***, což znamená akceleraci mzr. tempa růstu z (o 0,1 p.b. nahoru přehodnocených) 0,8 na 1,5 %a (stále je to však méně, než činil předpoklad RS07 – 1,9 %a). Přesto, že nejsou k dispozici detailní údaje, lze se domnívat, že vzhledem ke stále klesající důvěře spotřebitelů se na akcelerujícím růstu soukromá spotřeba podílela jen minimálně.

Ve ***Velké Británii*** růst HDP dále akceleroval z 3,4 na 3,7 %a. Na růst nad potenciálem a postupně rostoucí (i když stále pod cílem) inflaci reagovala BoE dalším zvýšením sazeb o čtvrt p.b. na 4,75 %. Nehledě na obavy centrální banky z negativního dopadu vysokých sazeb na zadlužené domácnosti, trhy očekávají do konce roku další růst sazeb až na 5,25 %.

1.3 Spojené státy

I když většina komentářů hodnotí růst v USA ve 2. čtvrtletí jako zklamání, podle evropských zvyklostí (meziroční srovnání čtvrtletního růstu) bylo zpomalení tempa růstu HDP pouze mírné z 5,0 na 4,8 %a. Přes poměrně negativní zprávy z trhu práce (nízká tvorba nových

pracovních míst za červen a červenec) je spotřebitelská důvěra nejvyšší za poslední dva roky. Tomu však neodpovídá pokles dynamiky spotřebitelských výdajů[4] ve 2. čtvrtletí, který je pravděpodobně ovlivněn důchodovým efektem vysokých cen pohonných hmot. O pokračující důvěře podnikatelské sféry naopak vypovídá další urychlení investičních výdajů. Čistý vývoz měl neutrální vliv. Fed považuje zpomalení ekonomiky jako dočasné a rizika jak růstu tak inflace vyrovnaná (v červenci došlo k prvnímu poklesu spotřebitelských cen po 7 měsících růstu, mzr. inflace tak poklesla z 3,3 na 3 % a pro Fed ještě důležitější jádrová inflace z 1,9 na 1,8 %). Umírněný cenový vývoj lze očekávat i na základě cen výrobců, které po očištění o potraviny a energie rostly v červenci jen o 1,7 %a. Na srpnovém zasedání FMOC Fed zvýšil sazby o čtvrt p.b. na 1,5 % a potvrdil úmysl pokračovat rovnoměrným tempem v dalším zvyšování sazeb a přejít tak od akomodativní k neutrální politice. Deficit OB zaznamenal v červnu další rekordní hodnotu 55,8 mld. USD, když se propadl vývoz a naopak akceleroval dovoz, zejména kvůli vyšším cenám i objemům importované ropy.

1.4 Středoevropské tranzitivní ekonomiky

Společným rysem středoevropských ekonomik je trvající silný růst HDP, ale také spotřebitelských cen a cen výrobců. Ceny byly se vstupem do EU taženy zejména potravinami (maso, cukr, rýže, tropické ovoce). Kromě Maďarska se příznivě vyvíjí i BÚ a OB.

Inflace na ***Slovensku*** akcelerovala v červenci z 8,1 na 8,5 %. V dalším období se však již očekává pokles, mj. v souvislosti s odezněním loňského zvyšování daní. Nezaměstnanost pokračovala v červenci již šestý měsíc v řadě v poklesu z 13,9 na 13,7 %. Tempo průmyslové produkce zvolnilo, ale pravděpodobně hlavně kvůli vysoké základně z minulého roku. BÚ v květnu se propadl zpět do deficitu kvůli výplatě dividend do zahraničí. Samotná OB se však již od počátku roku drží pod 20 mld. SK. Ve zbytku roku se ale očekávají zvýšené technologické dovozy a zhoršení bilance.

Akcelerace spotřebitelské inflace v ***Polsku*** z 3,4 na 4,4 % v červnu a 4,6 % v červenci (vysoce převyšující cíl 2,5 %), růst PPI o 9,2 %, růst inflačních očekávání a pokračující vysoká ekonomická aktivita přiměly centrální banku 28. července k dalšímu zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. Referenční sazba tak vzrostla na 6 %, což banka sice považuje za restriktivní, ale někteří představitelé centrální banky vidí pravděpodobnost překročení horní hranice cílovaného pásma 3,5 % v roce 2005 větší než 50 % a hodlají proto prosazovat další zpřísnění MP tak, aby reálná sazba dosáhla neutrální úrovně 4 %. Inflace je spojena především s růstem cen PHM a potravin. Mzr. růst nominálních mezd v červnu rovněž překonal očekávání hodnotou 4,5 %a. Vysoká nezaměstnanost však bude dalšímu růstu požadavků na mzdy pravděpodobně bránit. Nový ministr financí na rozdíl od NBP očekává pokles inflace a další zvyšování sazeb nepovažuje za nutné. Inflaci snižuje vysoký růst produktivity, vysoká nezaměstnanost[5] a poslední dva měsíce zhodnocování kurzu. Nízký deficit BÚ je dán zejména rekordně nízkým deficitem OB v květnu, a dosahuje cca 2 % HDP.

V ***Maďarsku*** inflace kulminovala zřejmě již v červnu na hodnotě 7,5 %. V červenci ceny stagnovaly a inflace poklesla na 7,2 %. S očekávaným dalším poklesem inflace finanční trhy očekávají i snížení úrokových sazeb. Pozitivní byl i květnový růst mezd pouze o 6,7 %a, což

[4] Spotřeba bez dalšího růstu investic (zaměstnanosti) a příjmů z vývozu může již těžko být motorem růstu, neboť míra úspor domácností klesla z hodnoty 1,4 % v roce 2003 na 1,2 % v letošním 1. Q. A ani 1,7 % ve 2. Q nedosahuje zdaleka dlouhodobého průměru.

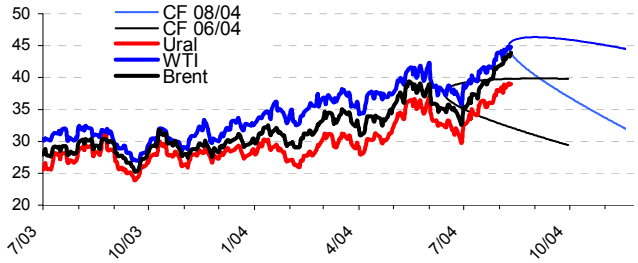
[5] Poprvé od roku 1998 převýšilo procento podniků, plánujících zvýšení počtu pracovníků procento těch, které plánují propouštění. Roste investiční aktivita a PZI. To naznačuje, že by se dosavadní negativní trend nezaměstnanosti mohl začít obracet.

znamená v reálném vyjádření stagnaci. Spolu s růstem produktivity tak dochází k poklesu ULC a růst konkurenceschopnosti. Zatímco v ostatních středoevropských zemích se obchodní bilance zlepšují nebo stabilizují, Maďarsko naopak negativně překvapuje, když se deficit OB již od počátku roku zhoršuje a v současnosti je více než dvojnásobný oproti ČR a blíží se hodnotě ze září 2003, kdy následovalo prudké znehodnocení forintu. Nadále silně rostou maloobchodní prodeje a osobní spotřeba je tak jednou z příčin vysokého deficitu. Průmyslová výroba v červnu vzrostla o 10,2 %a. I přes snížení sazeb 16. srpna o 0,5 p.b. MNB stále drží úrokové sazby na relativně vysoké úrovni (11 %) z důvodu nejistoty o vývoji veřejných financí a obav z cenového vývoje (změny předpovědi inflace v prosinci 2005 ze 4,0 na 4,4 % a pro konec tohoto roku ze 6 na 6,1 %).

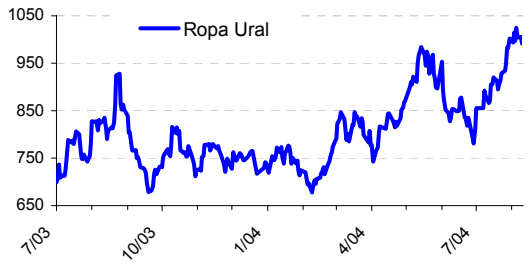
1.5 Cena ropy

OPEC navýšil od července kvóty (které překračoval) o 2 mil barelů/d a od srpna o dalších 0.5 mil. Saudská Arábie slíbila další zvýšení těžby na základě dokončovaných nových kapacit. Nicméně dolarová cena ropy překonala v polovině srpna historické rekordy. Mezi důvody vysoké ceny se uvádějí trvající růst v Číně (i ve 2. čtvrtletí téměř 10 %a) a USA, podhodnocení poptávky Mezinárodní energetickou agenturou (zejména v zemích mimo OECD), nízké rezervní kapacity zemí OPEC (méně než 5 %), nejasná situace kolem ruské firmy Jukos a pak tradičně neklid na Blízkém východě, v Nigérii i Venezuele). Spojené státy pokračují v doplňování strategických rezerv, neboť případného výpadku dodávek se obávají více, než zvýšených nákladů. V korunovém vyjádření se aktuální cena ropy pohybuje těsně nad hranicí 1000 Kč/b, což není o mnoho více než v polovině května 2004 a v březnu 2003 (nejvyšší úrovně 1300 Kč/b dosahovala v listopadu 2000).

Vývoj ceny ropy na světových trzích (USD/b)



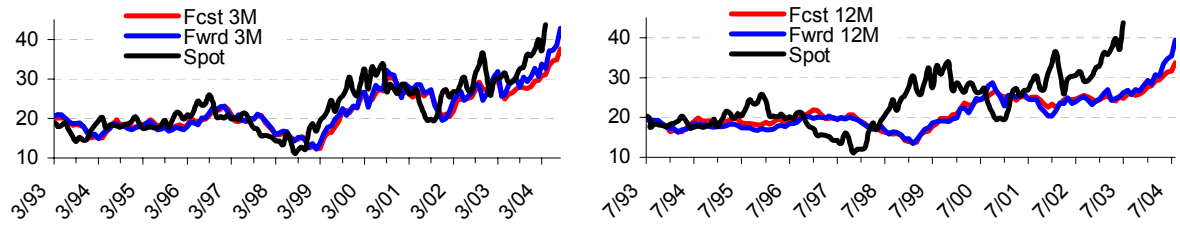
Vývoj ceny ropy Ural (CZK/b)



Box: Cenový výhled ropy – srovnání analytických předpovědí CF a cen forwardů

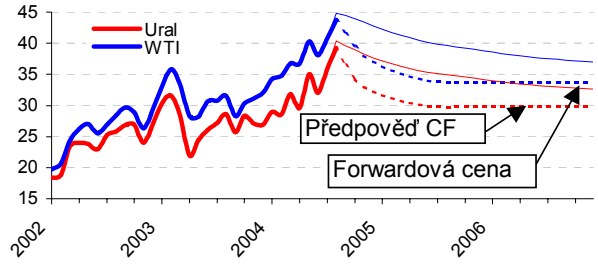
V současnosti se používají pro tvorbu referenčních scénářů do modelu inflace očekávané ceny ropy dle Consensus Forecast. Ty jsou publikovány s měsíční frekvencí vždy na horizont 3 a 12 měsíců. Následující obrázek srovnává dlouhodobou úspěšnost předpovědí CF se skutečně později realizovanou cenou a rovněž s odpovídajícími forwardovými cenami, jak byly analytikům CF známy v den průzkumu (na vodorovné ose je měsíc publikování CF, příslušný datum spotové ceny je v souladu s tříměsíčním resp. dvanáctiměsíčním horizontem předpovědi CF, proto graf nezahrnuje poslední 3 resp. 12 hodnot).

Porovnání předpovědí cen ropy na základě CF a odpovídajících forwardů

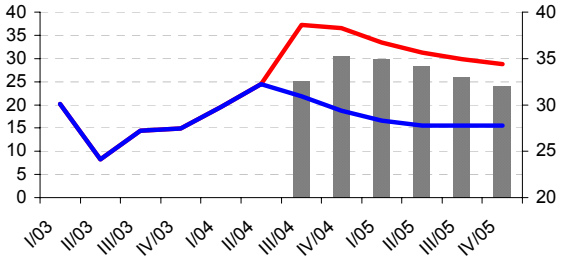


Z obrázku je zřejmé, že ve sledovaném horizontu se předpovědi analytiků CF příliš nelišily od předpovědi reprezentované forwardovou cenou. Oba přístupy v krátkém horizontu vystihují pozdější skutečnost lépe, než předpovědi s delším horizontem. V současnosti však dochází k poměrně značnému odchýlení předpovědi CF od odpovídající forwardové ceny. Pokud bychom rozdíl promítli do referenčního scénáře, dostali bychom poměrně odlišné výsledky na základě různých zdrojů předpovědi, jak ukazuje následující obrázek (vlevo). Pravá část obrázku pak kvantifikuje rozdíl alternativní předpovědi oproti referenčnímu scénáři 7. SZ. Je vidět že koncem roku dosahuje rozdíl 30 % a jen pozvolna klesá na 25 % ke konci roku 2005.

Rozdíl aktuální předpovědi ceny ropy



Uralská ropa (USD/barel, rozdíl v %)



Podle teorie není většinou očekávaná budoucí cena rovna ceně budoucích kontraktů stejné splatnosti. Rozdíl vyplývá z rozdílného přístupu spekulantů a reálných uživatelů komodity k riziku. Reální uživatelé se snaží zajistit se a minimalizovat možnou ztrátu a jsou tedy ochotni buď prodat mírně pod očekávanou cenou nebo koupit mírně nad očekávanou cenou. Naproti tomu spekulanti musí z dané transakce realizovat očekávaný zisk, a proto kupují pouze za cenu nižší, než je očekávaná, případně prodávají za cenu vyšší, než očekávají. Současná situace na trhu, kdy cena forwardů převyšuje předpověď CF, tedy odpovídá struktuře trhu, kde na jedné straně převládají zpracovatelé ropy, kteří drží dlouhé pozice (nakupují k budoucímu datu a jsou ochotni zaplatit více, než očekávanou cenu). Protistranu tvoří spekulativní fondy, které očekávají, že k datu dodání budou moci ropu koupit levněji za aktuální cenu, než za kterou se jí dnes zavázali dodat.

Která strana nakonec realizuje zisk je dnes těžké odhadnout. Z regrese ale vyplývá, že za období od roku 1993 forwardové ceny vysvětlují budoucí spotovou cenu více a jsou statisticky významnější, a to jak v tříměsíčním, tak ročním horizontu. Z uvedeného rozboru lze vyvodit dva závěry. Za prvé, využívání forwardových cen může být do budoucna přínosem při tvorbě referenčního scénáře cen ropy (a to i z praktického hlediska, neboť je jednodušší), i když nemůže odstranit výrazné rozdíly mezi předpovědí a skutečností, zejména v období zvýšené nejistoty. Druhým závěrem je, že aktuální divergence mezi oběma zdroji předpovědi představuje zvýšené riziko inflační prognózy, které by v příští velké SZ mělo být zohledněno alternativním scénářem. Přitom pravděpodobnost forwardového scénáře lze v horizontu 3 měsíců odhadnout na cca 60 % a s rostoucím horizontem se zvyšuje.

Box: Dopad vysokých cen ropy na globální růst a růst v SRN

Consensus Forecast i přes postupné posouvání trajektorií budoucího vývoje cen ropy vzhůru očekává vždy v horizontu predikce jejich výrazný pokles z aktuální ceny. Vzhledem k tomu, že forwardové kontrakty předpokládají, že pokles cen v budoucnosti bude mnohem menší (viz předchozí box), je otázkou, jaký by byl alternativní scénář vývoje HDP konsistentní s cenami forwardů. Z porovnání obou předpovědí vyplývá, že ve zbytku roku 2004 činí průměrný rozdíl ceny ropy cca 10 %, v roce 2005 se rozdíl zvyšuje v průměru na téměř 20 %. Oproti minulému vývoji, kdy cenový růst ropy v USD byl částečně kompenzován posilujícím eurem lze v tomto případě uvažovat celý dopad tohoto šoku do HDP. Vyjdeme-li z konsensuálně přijímaného odhadu, že každé 10% zvýšení ceny ropy ukrojí z globálního růstu 0,3 p.b. (a že německá ekonomika je průměrně citlivá na změnu ceny ropy), bylo by nutné v alternativním scénáři průměrného ročního růstu HDP v SRN snížit tempo v roce 2004 cca o 0,3 p.b. na 1,5 % a v roce 2005 o 0,6 p.b. na 1,0 %.

V této souvislosti vyvstává další otázka, zda výhled růstu HDP v Německu, který CF rovněž přehodnocuje, je konsistentní s negativním dopadem Consensem přehodnocených cen ropy.

Porovnáme-li scénář 7. SZ (6.CF – růst HDP 1,7 % v letech 2004, 2005) a nový výhled 8.CF (1,8 % v roce 2004, 1,6 % v 2005) s přehodnocením ceny ropy ve zbytku roku o 17 % a v roce 2005 o 8 % vzhůru, pak se zdá, že predikce HDP vliv cen ropy nezahrnuje. Avšak dotazovaní analytici jednotlivých bank a výzkumných pracovišť musí registrovat vývoj cen ropy, proto se jako pravděpodobnější nabízí vysvětlení, že ostatní faktory (zejména revize globálního oživení směrem vzhůru a s tím související vyšší investice) hrají v očekávání analytiků větší roli, než negativní působení současných vysokých cen ropy.

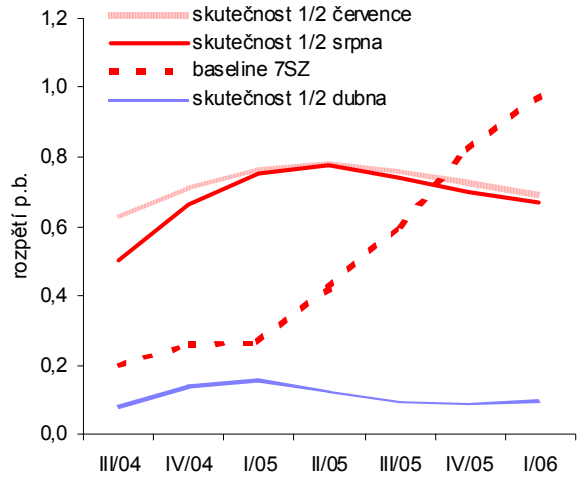
Samostatnou otázkou je, v jakém rozsahu mohou současné vysoké ceny ropy vést ke globálnímu ekonomickému zpomalení. Nelze vyloučit, že v některých zemích v nepříznivé fázi cyklu může být pokles HDP tak výrazný, že ekonomika přejde do fáze recese. Na druhé straně asi hlavní faktor současných vysokých cen je aktuální rychlý ekonomický růst (zejména vně bloku OECD). Tento růst může být samozřejmě současnými cenami ropy zpomalen, ale pak musí nutně dojít k poklesu ceny ropy (který může být vzhledem k značnému podílu spekulativních pozic i poměrně strmý). Cena ropy by tak měla působit spíše jako automatický stabilizátor, tlumící možné přehřátí světové ekonomiky, nikoliv jako rizikový faktor globální recese. Tuto hypotézu může podpořit i např. aktuální komentář agentury Reuters, který poslední růst cen (k hranici 47 USD/b) vidí jako reakci na čerstvě zveřejněné výsledky růstu největších světových ekonomik, které stále ještě neodrážejí předpokládané negativní dopady ropy v podobě očekávaného zpomalení a naopak signalizují dále rostoucí poptávku po této komoditě.

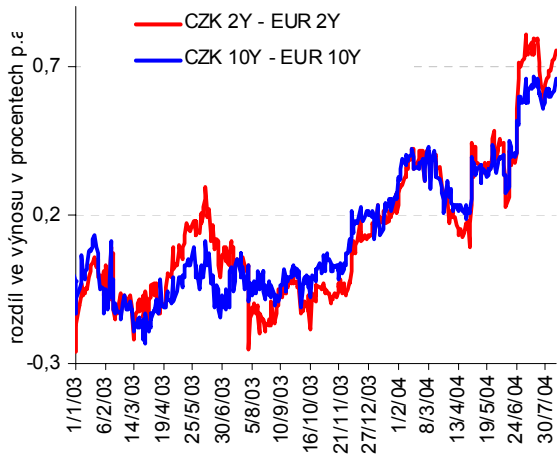
1.6 Kurz USD/EUR a úrokové sazby

Od začátku července do první dekády srpna byl kurz dolaru vůči euru volatilní v rozmezí od 1,20 až 1,25 s průměrem 1,22 USD/EUR, což je v souladu s červencovým referenčním scénářem. Výhled křížového kurzu USD/EUR dle CF08 se praktický nemění, dochází pouze k mírnému oslabení dolaru v druhé polovině 2005 (v rozsahu 1 až 1,5 p.b.).

Eurové výnosy v posledním období mírně poklesly. Rozpětí mezi korunovými a eurovými výnosy bylo stabilní a udrželo se na úrovni, na kterou se dostalo po červnovém zvýšení základních úrokových sazeb ČNB. Implikované rozpětí jednoročních tržních sazeb odvozených ze skutečných výnosových křivek se výrazně nezměnilo a nachází se stále nad predikcí. Na bližším horizontu došlo oproti skutečnosti z července ke sblížení. Aktuální rozpětí je stále konzistentní s tím, že kurz CZK/EUR je v průměru stále mírně silnější než uvádí červencový referenční scénář.

Implikovaná rozpětí mezi jednoročními sazbami a rozpětí mezi korunovými a eurovými sazbami





2 Vývoj veřejných rozpočtů

Ve srovnání s minulou SZ došlo k upřesnění letošního schodku vládního sektoru z 4,6 % na 4,3 % HDP. Důvodem je zejména snížení odhadu deficitu FNM o cca 8 mld. Kč díky vyšším příjmům a nižším výdajům. I nadále však panuje nejistota ohledně vlivu daňových změn a transferů spojených s EU. Do našeho odhadu fiskálního vývoje nebyly doposud promítnuty neoficiální předběžné informace o příjmových a výdajových záměrech nové vlády.

Změny v peněžním saldu se promítají i do poptávkového schodku. Dochází k mírnému snížení fiskálního impulzu v roce 2004 i 2005. Podobně tomu je i u indikátoru fiskální pozice v roce 2005, která udává meziroční změnu cyklicky očištěného peněžního schodku – viz. následující tabulka. Změny obou indikátorů pro rok 2005 jsou marginální (oba klesají pouze o 0,1 p.b.), a proto zůstává zachován i náš celkový pohled na makroekonomické působení fiskálu v příštím roce.

	2003			2004			2005		
	6.SZ	7.SZ	**8.SZ**	6.SZ	7.SZ	**8.SZ**	6.SZ	7.SZ	**8.SZ**
Deficit vládního sektoru (cash bez ČP a TI) v % HDP	3.9%	3.9%	**4.0%**	4.6%	4,6%	**4,3%**	4.2%	4,2%	**3,9%**
Deficit vládního sektoru (ESA 95, ČNB) v % HDP	12.9%	12.9%	**12.9%**	4.4%	4,4%	**4,4%**	4.0%	4,0%	**4,0%**
Fiskální pozice (mzr. změna cykl. oč.prim.salda)	-0,1p.b.	-0,2 p.b.	**-0,1 p.b.**	+0,8 p.b.	+0,7 p.b.	**+0,2 p.b.**	+0,1 p.b.	+0,4 p.b.	**+0,3 p.b.**
Aproximace fiskálního impulsu	+0,4 p.b.	+0,4 p.b.	**+0,4 p.b.**	+0.2 p.b.	+0.2 p.b.	**+0.0 p.b.**	+0,0 p.b.	+0,0 p.b.	**-0,1 p.b.**

Na konci července převedla Evropská komise na účet Ministerstva financí (resp. na účet Národního fondu) část zálohových plateb na programy spolufinancované z prostředků strukturálních fondů EU ve výši 104,4 mil. EUR, tj. přibližně 3,3 mld. CZK. V nejbližších dnech navíc MF očekává převod dalších zálohových plateb na nově schválené programy. V letošním roce by úhrnná výše zálohových plateb měla dosáhnout 10 % z celkové tříleté alokace vymezené pro ČR na jednotlivé programy v rámci programovacího období 2004 - 2006. Tomu odpovídá částka 186,1 mil. EUR, tj. přibližně 6 mld. CZK. Tyto prostředky mají sloužit ke spolufinancování prvních projektů schválených a realizovaných v rámci stanovených operačních programů (cíl 1) a jednotných programových dokumentů (cíle 2 a 3). Po jejich vyčerpání bude aplikován již běžný princip žádostí o zpětné proplácení projektů ze zdrojů EU.

Vzhledem k nedostatečné připravenosti odpovědných institucí a v důsledku zpětného charakteru proplácení projektů zde však vyvstávají obavy, zda budou uvedené zálohové platby v roce 2004 vůbec vyčerpány. Pokud k jejich vyčerpání skutečně nedojde, budou prostředky ze zálohových plateb sice převedeny na financování projektů v roce 2005, v souvislosti s tím však zaznamenáme zvýšení přebytku Národního fondu, který dle metodiky GFS spadá do veřejných rozpočtů. To implikuje možné zlepšení deficitu veřejných financí (dle metodiky GFS) v roce 2004.

Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Deficit státního rozpočtu za leden až červenec 2004 dosáhl hodnoty 48,8 mld. Kč. Oproti červnu t. r. (deficit 49,7 mld. Kč) tak došlo k jeho snížení přibližně o 0,9 mld. Kč.

Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku je schodek státního rozpočtu menší přibližně o 13,3 mld. Kč (schodek za leden až červenec 2003 činil 62,1 mld. Kč). Je to výsledek pokračujícího předstihu růstu příjmů před výdaji, když za leden až červenec 2004 meziročně

vzrostly příjmy státního rozpočtu o 8,9 %, zatímco výdaje o 4,7 %. Snížení schodku vyplývá nejen z obnovené meziměsíční dynamiky nepřímých daní v červenci, ale i z faktu, že se v letošním roce zatím neuskutečnil žádný větší mimořádný výdaj, jakým byla v prvním pololetí roku 2003 platba za arbitráž s CME ve výši 10,7 mld. Kč.

V červenci se ve srovnání s předchozím měsícem znatelně zlepšilo inkaso nepřímých daní, zejména DPH, když vybraná netto daň ve výši 16,1 mld. Kč výrazně překonala měsíční průměr z prvního pololetí (9,5 mld. Kč). Ve vyšším inkasu DPH se ke konci měsíce promítla platba čtvrtletních plátců za druhý kvartál. V menším rozsahu došlo ke zlepšení inkasa i u spotřebních daní (v červenci 7,1 mld. Kč proti měsíčnímu průměru prvního pololetí 6,1 mld. Kč).

Údaje o hospodaření SR v červenci očištěné o výdaje na úhradu ztráty ČKA, operace státních finančních aktiv a čerpání úvěrů od EIB (podrobněji viz tabulka) ukazují, že došlo k meziročnímu snížení deficitu přibližně o 2,1 mld. Kč.

	SR 2004	SR 2004	Skut.	Skut.	Rozdíl	
	zákon	rozp.opatření	červenec /03	červenec /04	4 - 3	4 - 1
	1	2	3	4	4	5
SR běžné hospodaření	**-115,0**	**-115,3**	-62,1	**-48,8**	13,3	66,2
v tom: úhrada ČKA	-19,0	-19,0	-8,0	**-7,4**	0,6	11,6
čerpání úvěru EIB	-9,9	-9,9	-5,5	**-3,5**	2,0	6,4
CME, arbitráž NOVA	0,0	**0,0**	-10,7	**0,0**	10,7	0,0
operace státních aktiv	-1,4	-1,4	3,0	**0,9**	-2,1	2,3
vlastní běžné hospodaření SR	-84,7	-85,0	-40,9	**-38,8**	2,1	45,9

Pramen: účty vedené u ČNB

Při hodnocení daňového vývoje v letošním roce je však nutné vycházet primárně z toho, že zejména v kratším období může v důsledku rozsáhlých institucionálních změn souvisejících se vstupem do EU a s aplikací některých opatření reformy veřejných financí docházet k extrémním výkyvům a nelze tedy vyvozovat hlubší závěry o vývoji reálné ekonomiky.

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	červenec 2004	10.16	10.15
Míra nezaměstnanosti - průměr za období podle VŠPS (v %)	II/04	8.5	8.2
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/04	-1.3	-0.8
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	II/04	-1.3	-0.3
ostatní zaměstnaní	II/04	-1.3	-3.2
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	červen 2004	.	7.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	II/04	.	6.4
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	červen 2004	.	8.4
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	II/04	.	6.3

Pramen: MPSV, ČSÚ

1.1 Zaměstnanost, nezaměstnanost

Předběžné údaje VŠPS o **vývoji zaměstnanosti** za 2. čtvrtletí 2004 potvrzují očekávání ze 7. SZ o zpomalování poklesu zaměstnanosti v letošním roce. To potvrzují i měsíční údaje o vývoji zaměstnanosti v průmyslových odvětvích. Celková zaměstnanost se meziročně snížila o 0,8 % (v 1. čtvrtletí 2004 ještě pokles o 1,4 %), z toho u zaměstnanců včetně členů produkčních družstev pokles o 0,3 % (cca 82 % z celkových zaměstnaných osob) a u ostatních zaměstnaných osob snížení o 3,2 %. Rozdíl v prognóze počtu zaměstnanců ve výši 1 p.b. zatím nevyhodnocujeme jako fundamentální ohrožení naší výpovědi o vývoji na trhu práce ze 7. SZ. Pomineme-li fakt, že se jedná o předběžná čísla VŠPS, která budou během cca 1 měsíce zpřesněna, potom konstatujeme, že kvalitativně je potvrzen obrat ve vývoji této veličiny (pokles dynamiky mzr. poklesu), ovšem intenzita tohoto obratu je poněkud vyšší než námi prognózovaná. To může mimo jiné souviset s vývojem v druhém segmentu v rámci zaměstnaných osob tj. s ostatními zaměstnanými, kde může hrát svou roli efekt spojených nádob. Chyba na úrovni agregátní zaměstnanosti totiž byla pouze 0,5 p.b. a prognózy měr nezaměstnanosti (VŠPS i MPSV) byly poměrně přesné.

Pokles ostatních zaměstnaných osob (podnikatelů) patrně souvisí se změnami v daňových zákonech (vyšší vyměřovací základ u sociálního a zdravotního pojištění, zavedení minimální daně). Vedle toho by mohl působit větší než očekávaný vliv ekonomického oživení, kdy zastavení propadu počtu zaměstnanců koresponduje s proticyklickým vývojem počtu podnikatelů.[6]

Prognózovanou intenzitu a časování nastávajícího obratu ve vývoji zaměstnanosti v zásadě potvrzují i údaje o počtu odpracovaných hodin v jednotlivých odvětvích. Zatímco v 1. čtvrtletí se počet hodin po očištění o fond pracovní doby bez placených svátků meziročně zvýšil o 1,5 %, ve druhém čtvrtletí to bylo o 0,2 % (průměry měsíčních údajů).[7] Prozatím publikované údaje nezakládají významnější riziko pro změnu predikce ze 7. SZ. To potvrzují

[6] Vyhodnocované údaje VŠPS uvádějí počet zaměstnaných v jediném nebo hlavním zaměstnání. Jestliže zaměstnanec vedle hlavní pracovní činnosti navíc podniká (legálně nebo nelegálně), je v údajích VŠPS veden jako zaměstnanec. Při ztrátě hlavního zaměstnání zůstává jako samostatný podnikatel, přičemž v období ekonomického oživení, kdy opět vstupuje do zaměstnaneckého poměru, se jeho status mění na zaměstnance. Jeho „podnikatelská“ činnost přitom nemusí být ovlivněna.

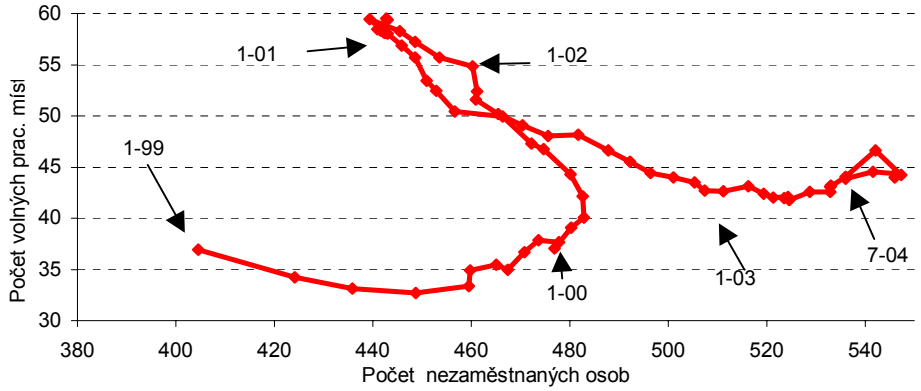
[7] Mzr. růst počtu odpracovaných hodin bez očištění o kalendářní vlivy činil ve 2q 2004 +3,5 %, což bylo nepatrně více než v 1. čtvrtletí (3,3 %). Vliv rozdílného vlivu počtu pracovních dní bez vlivu svátků potom sám vysvětlí nárůst o 3,3 % tj. téměř 95 % nárůstu.

i údaje z konjunkturálních šetření o vývoji zaměstnanosti, jejichž salda odpovědí o očekávané zaměstnanosti se již cca 3 měsíce nemění.

Registrovaná míra nezaměstnanosti se vyvíjela v souladu s predikcí ze 7. SZ a ke konci července dosáhla 10,1 %. Červencový meziměsíční nárůst počtu nezaměstnaných o 14,6 tis. osob byl nejnižší od roku 1996. Vedle zlepšující se ekonomické výkonnosti v řadě podnicích byl nižší nárůst nezaměstnaných ovlivněn nižším počtem absolventů škol, jejichž počet se meziročně snížil o více jak 11 tis. Sezónně očištěné údaje ukazují na snižování míry nezaměstnanosti a stagnaci volných pracovních míst. Dosud se nevytváří dostatek volných pracovních míst. Vysoký růst produktivity práce v některých odvětvích umožňuje zvyšování produkce se stejným, případně s klesajícím množstvím zaměstnanců. Aktuální červencové údaje nemění náš pohled na vývoj nezaměstnanosti. Koncem roku bude nezaměstnanost růst s ohledem na ukončení sezónních prací v zemědělství a stavebnictví.

Poprvé byla zveřejněna registrovaná míra nezaměstnanosti podle metodiky Mezinárodní organizace práce (ILO), kterou se řídí většina členských států EU. Podle nové metodiky výpočtu byla červencová míra nezaměstnanosti nižší a dosáhla 9,2 %.[8]

Beveridgeova křivka (sezónně očištěné počty osob v tisících)

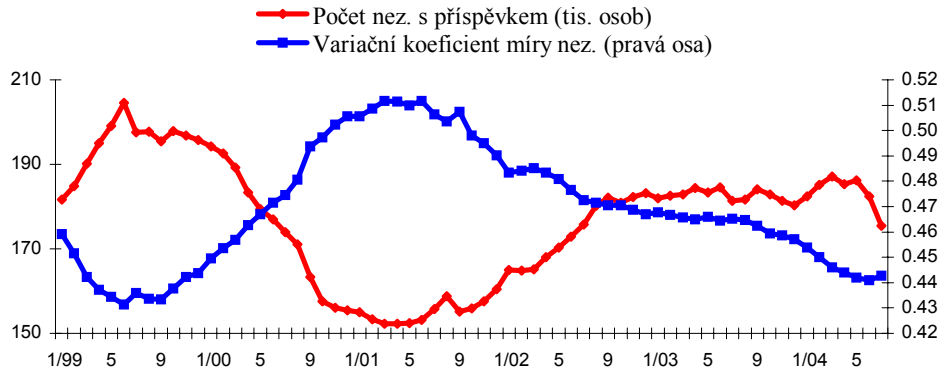


Pramen: MPSV, propočet ČNB

V červenci 2004 se po delším období poklesu mírně zvýšil variační koeficient míry nezaměstnanosti. Rostoucí regionální nerovnost v nezaměstnanosti by mohla signalizovat počínající obrat na trhu práce, neboť cyklický pokles nezaměstnanosti je vždy vyšší v regionech s nižší strukturální mírou nezaměstnanosti.

8 Rozdíl mezi počtem nezaměstnaných podle obou metodik je způsoben tím, že podle nové metodiky (EUROSTAT) se za nezaměstnané považují pouze dosažitelní uchazeči o zaměstnání, kteří mohou bezprostředně po obdržení nabídky nastoupit do zaměstnání. Jsou tedy vylučovány osoby ve vazbě nebo výkonu trestu, muži na základní, náhradní nebo civilní vojenské službě, uchazeči, kteří jsou na rekvalifikačních kurzech, ženy na mateřské dovolené apod. Nově jsou zahrnováni i případní uchazeči o zaměstnání ze zemí Evropského hospodářského prostoru – EHP (tj. členské státy EU, Norsko, Island, Lichtenštejnsko) a Švýcarska. Pracovní síla podle nové metodiky zahrnuje i cizince.

Indikátor obratu ve vývoji registrované nezaměstnanosti (sezónně očištěné údaje)

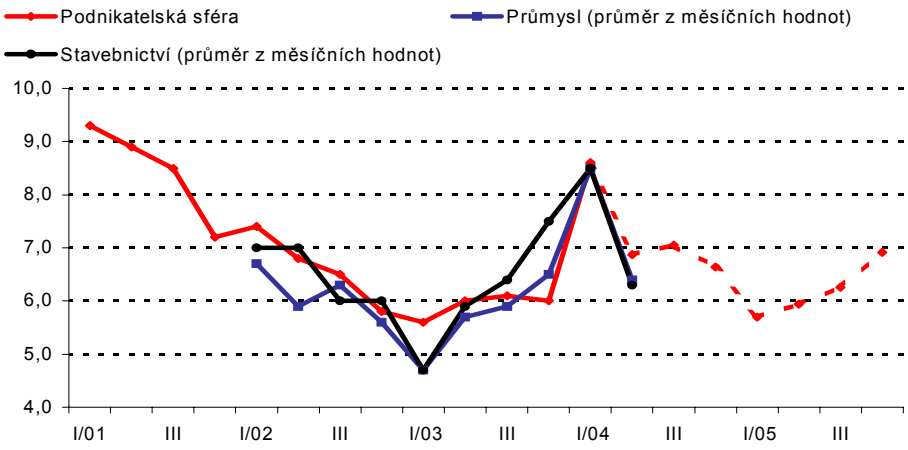


Pramen: MPSV, propočet ČNB

Mzdy, příjmy z mezd, produktivita práce, platy, jednotkové mzdové náklady

Nově zveřejněné údaje o mzdovém vývoji v průmyslu a stavebnictví potvrzují očekávané zpomalování růstu mezd v podnikatelské sféře ve 2. čtvrtletí 2004 v porovnání s předchozím čtvrtletím. Ve druhém čtvrtletí 2004 se průměrná nominální mzda v průmyslu i stavebnictví meziročně zvýšila o cca 6,4 %, v prvním čtvrtletí letošního roku se meziroční nárůst nominálních mezd pohyboval shodně na úrovni 8,5 %. Na růst průměrné mzdy v průmyslu neměl ve 2. čtvrtletí 2004, na rozdíl od čtvrtletí předcházejícího, výraznější vliv růst počtu přesčasových hodin.[9] Produktivita práce v obou odvětvích vysoce převyšovala hodnoty mzdového růstu a vykazovala od počátku roku meziroční nárůst o cca 13 %. Meziroční pokles jednotkových mzdových nákladů v průmyslu ve druhém čtvrtletí o téměř 7 % znamená stálé pokračování trendu předchozích již cca devíti čtvrtletí. Nové údaje o vývoji mezd ve vybraných odvětvích nesignalizují pro rok 2004 rizika predikce průměrné mzdy v podnikatelské sféře ze 7. SZ.

Nominální mzda v podnikatelské sféře, průmyslu a stavebnictví
(mzr. změny v %, predikce ze 7. SZ)



Pramen: ČSÚ

[9] Téměř celý mzr. nárůst počtu odpracovaných hodin ve 2Q 2003 (+3,5 %) totiž odpovídá většímu objemu fondu pracovní doby bez placených svátků z titulu o dva dny většího počtu pracovních dní (viz výše). Tyto údaje jsou dopočteny z měsíčních statistik ČSÚ o vývoji průměrných mezd, průměrných hodinových mezd a počtu zaměstnanců v průmyslu. ČSÚ pro účely hodinových mezd používá v čitateli objem zúčtovaných mezd a platů včetně mezd a platů za státem uznané svátky, ve jmenovateli však vystupují pouze fyzicky odpracované hodiny bez svátků. To může vysvětlovat vysokou volatilitu ukazatele průměrných hodinových mezd v těchto hlášeních.

2 Ekonomický růst a jeho složky

Meziroční reálný růst v %	Období	Predikce	Skutečnost
Průmyslová výroba	červen 2004	-	15,1
Průmyslová výroba	2. čtvrtletí 2004	-	12,6
Stavební výroba	červen 2004	-	-2,9
Stavební výroba	2. čtvrtletí 2004		17,5
Tržby v maloobchodu	červen 2004	-	3,7
Tržby v maloobchodu	2. čtvrtletí 2004	-	2,5

Nově dostupné statistické údaje jsou v souladu s prognózou ze 7. SZ. Ta předpokládala **zrychlení mzr. růstu HDP ve 2Q 2004** tažené především pokračujícím růstem vývozů a oživením investiční aktivity, při mírném zpomalování růstu spotřeby domácností.

Předběžné odhady na základě dostupných údajů běžného účtu a cenových indexů vývozu a dovozu indikují výraznou akceleraci jak reálných vývozů, tak dovozů. Výrazné meziroční zvýšení stavební výroby a produkce statků investiční povahy v rámci průmyslové výroby ve 2. čtvrtletí signalizují pokračující silný růst investiční aktivity soukromého i veřejného sektoru. Částečné zpomalení růstu soukromé spotřeby je signalizováno nízkým tempem tržeb v maloobchodu a zpomalením růstu spotřebitelských úvěrů.

O vývoji nabídkové strany ekonomiky v podmínkách zrychlujícího růstu HDP informují agregátní údaje o průmyslové produkci, která dosahuje již čtyři měsíce v řadě dvouciferného růstu. I nadále je možno pozorovat velmi rychlý růst stavební výroby za celé čtvrtletí (o 17,5 %). Na základě aktuálních údajů byly přepočítány metody na bázi předstihových a koincidenčních indikátorů. Průměr odhadu meziročního růstu HDP ve 2. čtvrtletí s využitím těchto metod se oproti 7. SZ nemění a nadále dosahuje 3,6 %. V hodnocení ekonomických subjektů týkajícího se nebližšího období převládají optimistická očekávání, která se promítají do zlepšování sentimentu domácností ohledně budoucího hospodářského vývoje, růstu zakázek průmyslových podniků a stavebních povolení.

Výsledky metod na bázi předstihových a koincidenčních ukazatelů

Metody	Q1 2004	Q2 2004	Q3 2004	Q4 2004
CQE 1		3.4		
CQE 2		3.6		
SURE		3.9	4.2	4.6
LQE		3.5		
průměr metod	**3.1**	**3.6**	**4.2**	**4.6**

V červnu 2004 se hodnota **indexu spotřebního klimatu** (měřeno společností Ecoma plus) oproti březnu zvýšila. Největší změna byla zaznamenána u očekávaného vývoje cen (snížil se počet respondentů očekávajících růst cen). Výrazně se zlepšilo i hodnocení dosavadního a očekávaného vývoje české ekonomiky. Zlepšily se též expektace budoucí životní úrovně domácností. Podobně je možno hodnotit i výsledky konjunkturního průzkumu ČSÚ v oblasti spotřebitelského sentimentu, kde indikátor důvěry spotřebitelů dosahuje v posledním období poměrně vysokých hodnot.

Růst **tržeb v maloobchodě** ve 2. čtvrtletí 2004 o 2,5 % je mírně vyšší než bylo předpokládáno v 7. SZ. Vzhledem k poněkud rozvolněnému vztahu mezi tržbami v maloobchodě a spotřebou domácností pozorovanému zejména v posledním období nezpochybňuje aktuální vývoj maloobchodních tržeb predikci spotřeby domácností ze 7. SZ.

Spotřebitelské úvěry rostly ve 2. čtvrtletí 2004 o 18,7 %. Průměrný čtvrtletní růst se ve srovnání s 1. čtvrtletím 2004 mírně snížil. Pokračující vysokou dynamiku vykazují úvěry domácnostem na bydlení. Meziroční přírůstek vkladů se ve 2. čtvrtletí 2004 mírně snížil. Očekávaný vývoj mezd a platů ve 2Q 2004 jako hlavního zdroje financování spotřeby není na základě údajů z průmyslu a stavebnictví a vývoje zaměstnanosti dle VŠPS v rozporu s předpoklady prognózy ze 7. SZ.

V souhrnu lze konstatovat, že vývoj indikátorů spotřeby domácností je konsistentní s prognózou ze 7. SZ předpokládající její mírné zpomalení oproti 1. čtvrtletí 2004.

Průmyslová produkce v červnu pokračovala již čtvrtým měsícem v řadě v dvouciferném růstu. Díky tomu dosáhl její meziroční růst ve 2. čtvrtletí 2004 (+12,6 %) historicky nejvyšší hodnoty. Z hlediska průmyslové výroby jakožto indikátoru poptávky podporují zveřejněné odhady o růstu produkce statků investiční povahy (+19,6 %) prognózu ze 7. SZ předpokládající výrazný růst investiční aktivity.

Příznivý vývoj průmyslové produkce v uplynulém čtvrtletí byl částečně ovlivněn vyšším fondem pracovní doby (o dva dny více než ve 2. čtvrtletí 2003). Především však byl důsledkem pokračující intenzivní strukturální změny českého průmyslu, na které se podílí uvádění nových kapacit zahraničních investorů do provozu (zejména ve výrobě dílů a příslušenství do automobilů) a zvyšující se podíl podniků pod zahraniční kontrolou na celkových tržbách (a především na přímém exportu). Z hlediska poptávkových stimulů se příznivě promítá oživení zakázek ze zahraničí (v elektrotechnickém průmyslu) a rostoucí poptávka na trhu oceli a železa. Zvyšující se exportní orientaci českého průmyslu potvrzuje vývoj tržeb z přímého vývozu, které v minulém čtvrtletí vzrostly reálně o 18,8 % a na celkových tržbách v průmyslu se podílely 48,8 %. Nejvyšší dynamiku vývozu si nadále udržuje výroba elektrických a optických přístrojů (+48,8 %), silný růst vykazují též odvětví chemických vláken a léčiv (+23,6 %) a výroba plastových výrobků (+22,2 %). Meziročně naopak poklesl vývoz v odvětvích výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody (-38,3 %) a výroby koksu, rafinérského zpracování ropy (-11,5 %).

Udržení silného růstu průmyslové produkce a exportu signalizuje vývoj nových zakázek. Jejich souhrn v nominální hodnotě dosáhl meziročního zvýšení o 30,7 %, přičemž zakázky do zahraničí představující 62 % z celkového objemu zakázek meziročně vzrostly o 36,5 %.

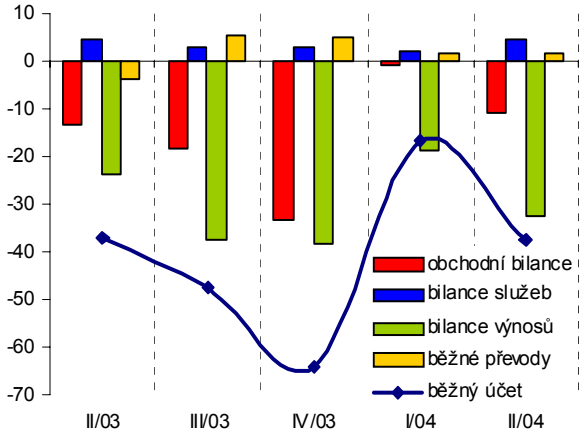
Stavební výroba meziročně vzrostla ve 2. čtvrtletí o 17,5 %. Dynamika růstu v jednotlivých měsících uplynulého čtvrtletí byla výrazně ovlivněna změnou sazby DPH na stavební práce (vyjma bytové výstavby) od 1.5.2004. Stavební firmy vykázaly v dubnu extremně vysoký růst o 62,4 % (předfakturace a dofakturace stavebních prací), který byl v květnu a červnu kompenzován mírným poklesem stavební výroby o 2,4 %, resp. 2,9 %. Podobně jako v případě průmyslové produkce sehrál roli také faktor vyššího fondu pracovní doby. Pokračoval intenzivní růst prací na výstavbě dopravní infrastruktury, nových administrativních a obchodních center, staveb pro zahraniční investory a bytů a domů.

Celkový objem stavebních povolení vydaných ve 2. čtvrtletí se meziročně zvýšil o 8,2 % a orientační hodnota povolených staveb (78,2 mld. Kč) se meziročně zvýšila o 16,0 %.

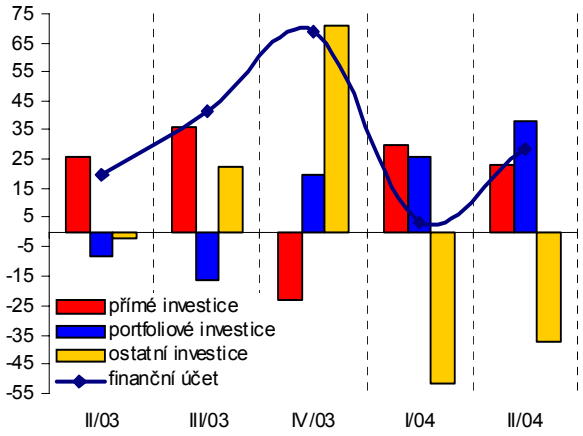
3 Vývoj platební bilance[10]

Platební bilance za 2. čtvrtletí vykázala mírný deficit (pokles devizových rezerv) 1,2 mld. CZK. Běžný účet skončil deficitem 37,9 mld. CZK a finanční účet dosáhl přebytku 28,5 mld. CZK. Souhrnně lze vývoj charakterizovat jako pokračující „vysychání“ přímých zahraničních investic jako hlavního zdroje na finančním účtu (vyjma vládních příjmů) a prohlubováním deficitu běžného účtu odlivem výnosů ve formě dividend. Na druhé straně pokračuje příznivý vývoj obchodní bilance. Informace získané z dosavadního vývoje platební bilance se významněji neodchylují od prognózy a nevytvářejí významnější impulsy v oblasti vývoje nabídky a poptávky po devizách signalizující zásadnější změny kurzu koruny.

Běžný účet (v mld. CZK)



Finanční účet (v mld. CZK



Deficit běžného účtu ve 2. čtvrtletí mírně překročil 6 % HDP. Dle predikce na rok 2004 je předpokládán deficit běžného účtu ve výši 152 mld. CZK (5,9 % HDP). Příznivě se vyvíjela výkonová bilance, kde deficit obchodní bilance činil 10,8 mld. CZK a meziročně poklesl o 2,5 mld. CZK. Přebytek bilance služeb meziročně stagnoval na 4,3 mld. CZK. Negativně se vyvíjely zbývající složky běžného účtu. O 8,7 mld. CZK na celkových 32,9 mld. CZK se meziročně prohloubil deficit bilance výnosů, ve které dominují výhradně výnosy z PZI. Bilance běžných převodů skončila jen mírným přebytkem 1,5 mld. CZK, neboť ČR byla v prvních měsících po vstupu do EU čistým přispěvatelem do společného unijního rozpočtu.[11]

Na finančním účtu příliv přímých investic ve 2. čtvrtletí meziročně poklesl o 3 mld. CZK na 23,1 mld. CZK. Ještě výrazněji poklesl příliv přímých investic do základního kapitálu o 4,2 mld. CZK na 10 mld. CZK. Při absenci privatizačních příjmů se tak hlavní váha zvyšování zásoby PZI v ekonomice přesouvá na reinvestovaný zisk. Za rok 2004 předpokládáme čistý příliv přímých investic 119 mld. CZK (bez reinvestovaných zisků 49 mld. CZK), z čehož největší částku (10 mld. CZK) bude tvořit společná investice Toyoty, Peugeotu a Citroenu v Kolíně. Čistý příliv portfoliových investic dosáhl ve 2. čtvrtletí 38,5 mld. CZK. Tento příliv byl dosažen díky emisi státních dluhopisů na zahraničních trzích ve výši přibližně 47 mld. CZK. Po očištění o jednorázový vliv státních dluhopisů byl však v červnu patrný odliv kapitálu, způsobený především obnoveným zájmem rezidentů o investice do zahraničních dluhopisů. Čistý odliv ostatních investic činil ve 2. čtvrtletí 37,3 mld. CZK a souvisel zejména s odlivem krátkodobého kapitálu bankovního sektoru. Lze se domnívat, že tento odliv

[10] Podle předběžných měsíčních výsledků

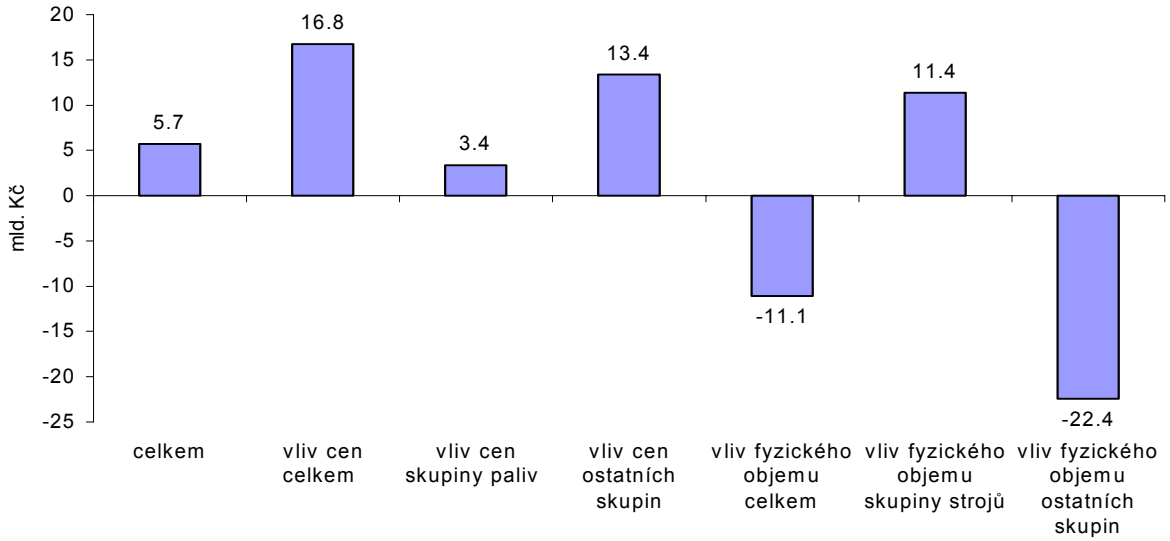
[11] Podle odhadů Ministerstva financí budou činit v roce 2004 čisté příjmy z EU 12,4 mld. CZK s mírným nárůstem v dalších dvou letech.

souvisel s emisí zahraničních dluhopisů vlády nakoupenou ve značném rozsahu tuzemskými investory. Podnikový sektor obnovil čerpání zahraničních úvěrů, z čehož přibližně 12 mld. CZK tvořil úvěr ČEZu na zahraniční akvizice. Čisté čerpání úvěrů podnikovým sektorem od počátku roku dosáhlo výše 10,6 mld CZK a vládou výše 5,6 mld. CZK. Skutečný rozsah čistého čerpání zahraničních zdrojů vládou bude záviset zejména na rozsahu realizace 3 významných operací (deblokace dluhu bývalého SSSR, úvěrů od EIB na výstavbu dálnice D8 do Německa a obchvatu Prahy).

Obchodní bilance

V červnu 2004 skončila obchodní bilance mírným přebytkem 0,9 mld. Kč (predikce předpokládala schodek 2 mld. Kč), což v meziročním srovnání představuje zlepšení salda o 4,3 mld. Kč. Od počátku roku dosáhl schodek obchodní bilance 11,7 mld. Kč a meziročně se snížil o 5,7 mld. Kč. Meziroční tempa růstu vývozu i dovozu byla v červnu stejně jako v květnu velmi vysoká. Vývoz zboží vzrostl o 33,6 % a dovoz zboží o 28,8 %. Předpokládaný celoroční schodek činí nadále 55 mld. Kč. Předběžné měsíční výsledky obchodní bilance a bilance služeb (v běžných cenách) za 2. čtvrtletí 2004 a vývoj cen zahraničního obchodu za 2. čtvrtletí 2004 naznačují riziko odchylky predikce čistého vývozu ze 7. SZ od skutečnosti směrem k jeho prohloubení o 7 mld. Kč.

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

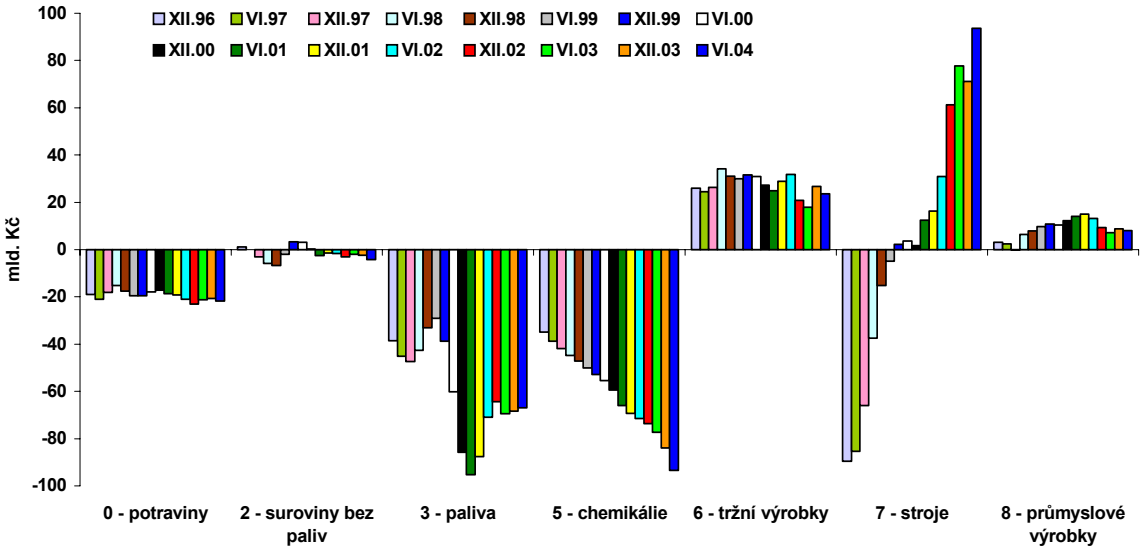


Z hlediska zbožové struktury došlo v červnu k nejvýraznějšímu meziročnímu zlepšení salda u skupiny strojů a dopravních prostředků (zvýšení přebytku o 6,6 mld. Kč). Proti zlepšování celkové bilance naopak působilo především meziroční zhoršení salda skupiny minerálních paliv (prohloubení schodku o 1,8 mld. Kč). Za leden až červen se rovněž nejvýznamněji zlepšilo saldo strojů a dopravních prostředků (zvýšení přebytku o 22,4 mld. Kč). Nejvýraznější meziroční zhoršení salda nastalo u chemikálií (prohloubení schodku o 9,5 mld. Kč).

Neobyčejně vysoká dynamika růstu vývozu, resp. dovozu zboží ve 2. čtvrtletí 2004 (v b.c. 30,7 %, resp. 28,8 % a v cenách roku 2000 dle odhadu cca 25 %, resp. 26 %) nebyla primárně vyvolána změnou statistického výkaznictví v souvislosti se vstupem ČR do EU, ale reálnými ekonomickými procesy. V dubnu a květnu byl zřejmý vliv faktorů přechodných, krátkodobých, které zejména souvisely se změnou celních sazeb po vstupu do EU (v dubnu předzásobení v důsledku očekávaného zvýšení dovozních cel na dovozy ze třetích zemí,

v květnu naopak realizace odložených transakcí v souvislosti s odstraněním celních barier). Dominantní faktory však představovaly znatelné globální oživování (v tom pokračující konjunktura na trhu s hutními výrobky, oživení zahraničních zakázek v elektrotechnickém průmyslu) a pokračující změny nabídkové strany, projevující se v tomto období uvedením dalších nových kapacit zahraničních investorů do standardního provozu (hlavně ve výrobě dílů a příslušenství automobilů). Na rozdíl od dovozu zboží byl vysoký růst vývozu zboží vyvolán pouze nadprůměrným růstem vývozu skupiny strojů a dopravních prostředků (o 42,6 % v b.c.), v tom nejvíce růstem vývozu zařízení k telekomunikaci (podskupina 76, o 20 mld. Kč) a vývozu zařízení včetně dílů k automatickému zpracování dat (podskupina 75, o 16,4 mld. Kč).

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



Box: Statistika zahraničního obchodu po přistoupení ČR k EU

Po vstupu České republiky do Evropské unie je zahraniční obchod ČR souhrnem vnitro-unijního obchodu (tj. obchodu se členskými státy EU) a obchodu se třetími zeměmi. Statistika zahraničního obchodu je tak založena na dvou systémech sběru dat:

(i) Intrastat - sleduje pohyb zboží v zásadě uvnitř Společenství (přijetí a odeslání zboží z/do států EU) a

(ii) Extrastat - sleduje obchod s nečlenskými státy EU (dovoz a vývoz zboží z/do třetích zemí).

Zdrojem dat pro Intrastat jsou výkazy o odeslání a přijetí zboží přímo od vývozců a dovozců, jejichž sběr a prvotní kontrolu zajišťuje Generální ředitelství cel a další zpracování, kontrolu a následné zveřejnění ČSÚ. Povinnost vykazovat pro Intrastat přitom zejména nemají zpravodajské jednotky s roční hodnotou odeslání a přijetí zboží pod asimilačním prahem: 4 mil. Kč pro odeslání a 2 mil. Kč pro přijetí. Jimi realizovaný obchod se však do statistiky zahrnuje pomocí matematicko-statistických dopočtů. Na základě údajů za květen až červen 2004 se obchod s EU 25 podílel na celkovém vývozu 86,9 % a na celkovém dovozu představoval 80,3 %.

Matematicko-statistickými dopočty se kompenzuje ztráta informací jednak v případě chybějících odpovědí a dále v důsledku zavedení statistických prahů. Pro dopočty chybějících odpovědí byla na základě testování vybrána metoda meziměsíčního indexu v kombinaci s metodou meziročního indexu. Dopočítávají se údaje za jednotlivé chybějící firmy a využívají se při tom data o jejich obchodě v minulých obdobích. Při dopočtu hodnoty obchodu realizovaného podniky pod asimilačním prahem se rovněž vychází z posledních dostupných údajů, které se také indexují.

Pro Extrastat jsou zdrojem dat o vývozu a dovozu nadále údaje celní statistiky zpracovávané z Jednotných správních dokumentů (dříve Jednotné celní deklarace). Sběr dat a prvotní kontrolu zajišťuje GŘC, další zpracování, kontrolu a následné zveřejnění ČSÚ.

Intrastat nepodchycuje pouze obchod v rámci EU a Extrastat pouze obchod mimo EU. Vykazování dat v systému Intrastat poněkud snižuje možnosti především zcela striktního vymezení teritoriální struktury zahraničního obchodu, zejména pak dovozu ze států EU. Hlavním důvodem je vykazování země původu zboží ve statistice Intrastat, které je mnohdy obtížně zajistitelné, protože v řadě případů ji respondent nezná a je proto nahrazena kódem země odeslání. V obchodu se státy EU je tak někdy v dovozu vykazována část zboží, které původně pochází z jiných států.

O nějakém zásadním zkreslení výsledků statistiky zahraničního obchodu v důsledku nepodchycení zahraničně obchodních toků drobných vývozců a dovozců nebo nedostatečných odpovědí středních a velkých subjektů se však nemůže jednat. Pro zpracování údajů o vývoji zahraničního obchodu ČR za červen 2004 získalo GŘC údaje od 94,3 % firem z celkového počtu 19 514 firem, které měly zpravodajskou povinnost v rámci systému Intrastat. U velkých firem (tj. firem, jejichž roční objem vývozu nebo dovozu v obchodě se státy EU byl v roce 2003 nad 100 mil. Kč) byla reakce 97,9 % a chyběly údaje od 45 firem. Pro statistiku zahraničního obchodu jsou nejdůležitější právě tyto velké společnosti, kterých je v ČR cca 2200 a připadá na ně více než 80 % obchodní výměny s EU. Výsledky tak byly poněkud lepší než při sběru údajů za měsíc květen. Informační povinnost přitom porušují zejména menší obchodníci, kteří obhospodařují jen zanedbatelnou část obchodu.

Nicméně výsledky zahraničního obchodu za květen 2004 mohou možnost jistého podhodnocení vývozu (částečně i dovozu) v důsledku podhodnocení úrovně dopočtů v některých obchodních skupinách přece jen naznačovat. Tato domněnka se týká zejména obchodních skupin 6 – tržní výrobky tříděné podle materiálu a 8 – různé průmyslové výrobky, kde jsou vývozy realizovány středními a malými firmami pravděpodobně ve vyšší míře než ve skupině 7 – stroje a dopravní prostředky. V důsledku snížené úrovně jejich vývozu došlo ke zhoršení jejich obvyklého salda v tomto měsíci. Zvýšené vývozy ve skupinách 6 a 8 v červnu 2004 však květnový výpadek ve velké míře kompenzovaly a ukazují tak spíše na jednorázový výkyv v rámci volatility obratu zahraničního obchodu. Opačný vývoj byl přitom patrný v případě skupiny 7 - stroje (extrémně vysoký vývoz v květnu a naopak nižší vývoz v červnu 2004).

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

4.1 Spotřebitelské ceny

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 7.SZ	skutečnost	predikce 7.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen		0,3	0,4	3,2	3,2
Regulované ceny	**červenec 2004**	0,1	0,0	2,5	2,4
Čistá inflace		0,3	0,4	2,4	2,5
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		-1,1	-0,6	3,3	3,8
Korigovaná inflace bez PH		1,0	1,0	1,4	1,5
Ceny pohonných hmot - čisté		0,3	-1,2	11,8	10,7
Primární dopady změn daní v nereg. cenách v p.b.		*0,04*	*0,04*	*0,72*	*0,72*

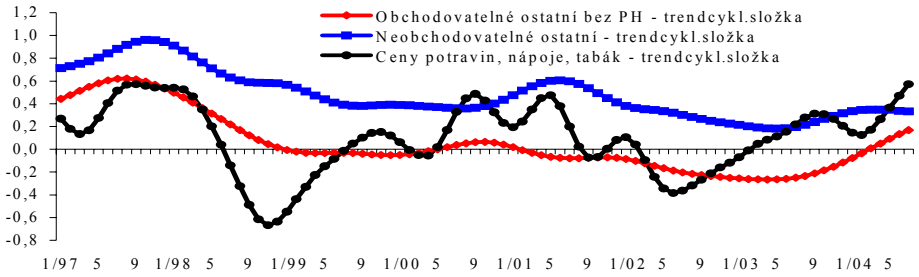
Spotřebitelské ceny v červenci 2004 meziměsíčně vzrostly o 0,4 %, z toho regulované ceny stagnovaly, čistá inflace byla 0,4 % a primární dopady změn daní mimo rámec regulovaných cen 0,04 p.b. Z regulovaných cen zaznamenal významnější pohyb jen růst položek zdravotnictví o cca 0,2 %.

Primární dopady změn daní (0,04 p.b.) byly způsobeny výhradně postupným promítáním zvýšení cen cigaret v důsledku zvýšení spotřební daně v lednu t.r. Vzhledem k tomu, že květnovými změnami daní dotčené položky zaznamenaly jen drobné pohyby (např. restaurační služby 0,2 %, jídelny a kadeřnictví po cca 0,1 % apod.), nelze prokázat v červenci nějaké sekundární dopady změn daní (byly by to jen spekulace).

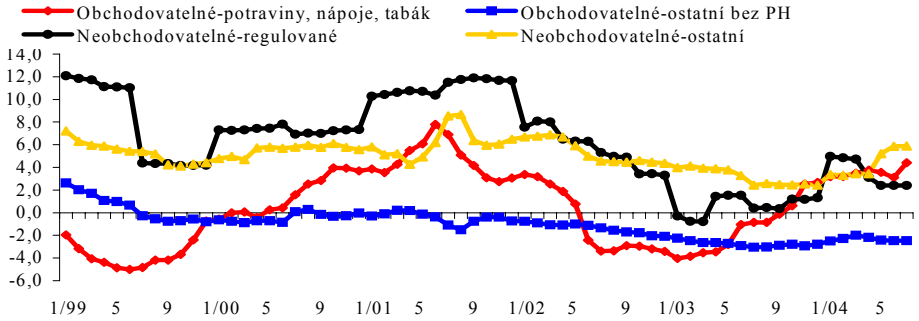
Pokles čistých cen potravin byl způsoben sezónním poklesem především zeleniny, ovoce a brambor. Naproti tomu, ale působil růst cen masa. Vyšší korigovaná inflace bez pohonných hmot byla odrazem pravidelného vysokého sezónního růstu cen rekreací (sezónně očištěná mzm. korigovaná inflace bez PH byla jen cca 0,1 %). Ceny obchodovatelných ostatních položek mzm. poklesly o cca 0,5 %, neobchodovatelných ostatních vzrostly o 2,0 % (rekreace). Ceny pohonných hmot poklesly v červenci o 1,2 %.

Poslední odhad trendových složek může být ještě částečně zkreslen nestandardním vývojem v květnu v důsledku změn daní. Hlavní změnou je zrychlení růstu trendové složky cen potravin způsobený nižším poklesem jejich cen v červenci než odpovídalo průměrné sezónnosti.

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



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



Rizika (změny) predikce ze 7. SZ 2004

U **regulovaných cen** je červencová odchylka od predikce nevýznamná. Nadále za nejvyšší rizika jejich predikce považujeme možné neschválení zvýšení televizních a rozhlasových poplatků (0,2 p.b. do inflace) a neschválení růstu nájmů (po 10 % v 2005 a 2006 ročně s dopadem do inflace po 0,2 p.b.). Naše predikce tyto růsty obsahuje. O rozhodnutí ve věci poplatků nemáme žádné nové zprávy. V případě nájemného se objevil názor Ministerstva pro místní rozvoj, že chce růst nájmů na další 2 roky zmrazit.

Červencová predikce **primárních dopadů změn nepřímých daní** se naplnila. Zatím není důvod predikci měnit. Rizikem nadále zůstává rozhodnutí o dalších krocích zvýšení spotřebních daní u cigaret. Zvýšit tyto daně jsme zavázáni EU, ale není jisté časové rozložení (predikce podle návrhu předloženého vládě počítá se zvýšením ve 2 krocích v lednu 2005 a 2006 s dopadem cca 0,4 p.b. do inflace).

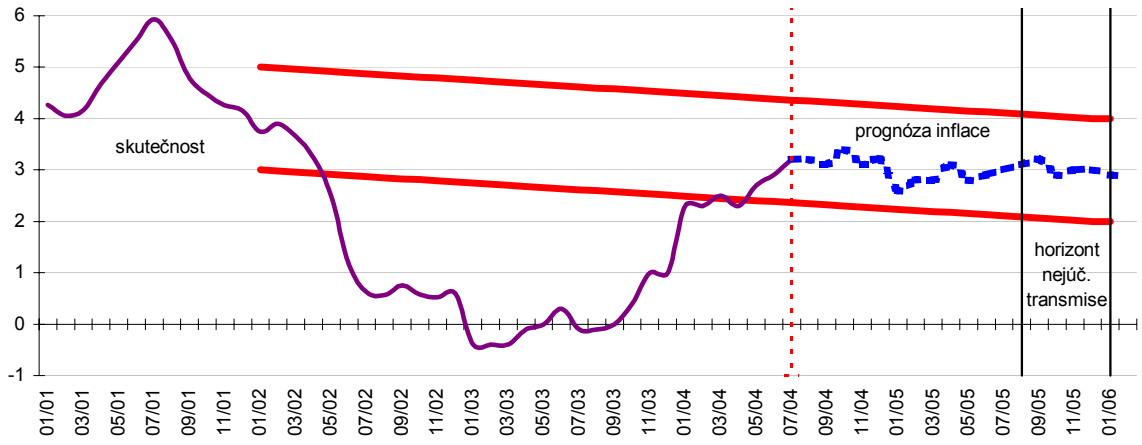
Mzm. pohyb cen pohonných hmot v červenci byl nižší než jeho predikce. Predikce ale v návaznosti na scénáře ropy a kurzů celkově za 3. čtvrtletí předpokládá pokles cen pohonných hmot. Je tedy možné, že dojde jen k jinému rozložení v měsících. Navíc odchylka od predikce není vzhledem k volatilitě cen pohonných hmot významná. Nové předpoklady o vývoji cen ropy znamenají pochopitelně proinflační riziko vůči stávající prognóze v tomto segmentu spotřebitelských cen.

Ceny potravin mzm. poklesly méně než předpokládala predikce. Ceny potravin vždy v červenci zaznamenávají vyšší sezónní poklesy, avšak jejich výše je nestabilní. Z tohoto důvodu není potřeba odchylku přeceňovat. Zatím nelze jednoznačně určit, zda došlo jen k chybě při odhadu sezónního výkyvu nebo zda dochází ke zrychlení růstu cen potravin oproti předpokladům predikce. Druhou variantu podporuje fakt, že významně vzrostly ceny masa v návaznosti na vývoj cen zemědělských producentů. V této souvislosti může hrát roli, že agregátně byl vývoj CZV v červenci poněkud rychlejší než naše prognóza ze 7. SZ a že zde existuje určitý nakumulovaný potenciál z růstu CZV v nedávné minulosti, který nebyl zcela adekvátně vstřebán v růstu spotřebitelských cen potravin.

Predikce mzr. korigované inflace bez PH se v červenci naplnila. Bilance rizik vyplývajících z nově dostupných informací je v tomto segmentu zhruba neutrální.

Predikce **spotřebitelské inflace** v červenci ze 7. SZ se v podstatě naplnila. Přes vysoký soulad vývoje inflace s prognózou na agregátní úrovni může pozorovaný rychlejší růst cen potravin přetlačit kompenzující vliv pohonných hmot a administrativních vlivů a ovlivnit tak vývoj inflace. To je pravděpodobné i v souvislosti s očekávaným budoucím vývojem cen ropy, který jde spíše proinflačním směrem. Stejným směrem může působit i vyšší dynamika cen dovážených komodit, cen zemědělských výrobců a průmyslových výrobců, kde je ovšem třeba přihlédnout ke strukturálním, sezónním a dalším spíše technickým aspektům. V souhrnu proto nejsou námi vyhodnocená proinflační rizika vyplývající z nových dat o inflaci a její struktuře příliš vysoká.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



4.2 Ostatní cenové okruhy

Meziroční změny v %	*Období*	*Scénář/predikce*	*Skutečnost*
Ceny průmyslových výrobců	*7/2004*	6,2[1)]	7,3
Ceny zemědělských výrobců	*7/2004*	8,7 [1)]	13,5
Dovozní ceny	*6/2004*	2,5[1)]	2,4 (2,2 za 2. čtvrtletí)

1) Predikce průměrné hodnoty za 3. čtvrtletí 2004 ze 7. SZ 2004

Odchylky prognózy a skutečnosti u dovozních cen jsou téměř neutrální, u cen v produkční sféře jdou proinflačním směrem. V případě dovozních cen je protiinflační odchylka predikce a vývoje za celé druhé čtvrtletí 2004 téměř zanedbatelná a to jak v případě celkového vývoje, tak i u jednotlivých prognózovaných podskupin dovozních cen. U červencového vývoje cen průmyslových výrobců se na dalším zrychlení jejich meziročního růstu proti stávající prognóze podílejí především faktory exogenního charakteru – vyšší ceny ropy a vysoké ceny neenergetických surovin a polotovarů z nich. U cen zemědělských výrobců jde pak o kombinaci domácích i zahraničních faktorů na straně nabídky zemědělských komodit.

Dovozní ceny v meziročním srovnání vzrostly o 2,4 %. Rostly tak již čtvrtý měsíc. Nejvíce se přitom zvýšily ceny neenergetických surovin (o 14,5 %). Největší vliv na růst celkového indexu však mělo zvýšení cen skupiny minerálních paliv (o 10,5 %) a tržních výrobků tříděných podle materiálu (o 4,5 %). Nejvíce se snížily dovozní ceny strojů a dopravních prostředků (o 0,7 %). Dynamika meziročních změn dovozních cen byla ve 2. čtvrtletí 2004 v zásadě v souladu s jejich predikcí ze 7. situační zprávy. Dovozní ceny se ve 2. čtvrtletí zvýšily o 2,2 %, přičemž jejich predikce předpokládala zvýšení o 2,5 %. V případě dovozních cen očištěných o energie a potraviny byl meziroční růst dovozních cen 1,5 % (predikce ze 7. SZ 2,1 %), dovozní ceny energií rostly o 7,8 % (predikce 5,5 %) a ceny potravin o 4,2 % (predikce 3,7 %). Z výše uvedených dat plyne, že oproti predikci pomaleji rostoucí ceny většiny dováženého zboží nestačil vykompenzovat vyšší růst cen ropy a potravin.

Ceny průmyslových výrobců byly v červenci 2004 vyšší o 7,3 % (v červnu o 6,2 %), což je nejvyšší meziroční růst od listopadu roku 1995. Rozhodující vliv na celkovou cenovou hladinu mělo další výrazné zvýšení cen v odvětví základních kovů, hutních a kovodělných výrobků, které v červenci dosáhlo 22,3 %. Výrazný byl rovněž růst cen v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků (45,4 %). Dále se zvýšily ceny v odvětví potravinářských výrobků, nápojů a tabákových výrobků o 6,5 %. Vyšší než ve stejném období minulého roku byly nadále také ceny v odvětví elektřiny, plynu a vody o 4,9 %. Při hodnocení podle hlavních průmyslových skupin se nejvíce zvýšily meziročně ceny energií o 11,6 % a meziproduktů o 10,4 %. Zrychlení růstu cen průmyslových výrobců a současně i jejich odchylka proti prognóze jde přibližně rovným dílem na vrub vysokých cen energetických surovin a dále vysokých cen kovů a polotovarů z nich. Vývoj průmyslových výrobců je však i nadále poměrně výrazně diferenciovaný, když růst ve většině sofistikovanějších výrob zpravidla nepřesáhl 2 %. Oproti aktuální prognóze však vzrůstá riziko, že déletrvající souběh výrazného růstu cen energetických i neenergetických surovin by se mohl výrazněji promítnout i do růstu cen v ostatních odvětvích průmyslové výroby.

V meziročním srovnání byly ceny zemědělských výrobců vyšší o 13,5 % (v červnu o 10,6 %). Růst cen rostlinných výrobků o 15,4 % ovlivnily zejména vyšší ceny obilovin (o 32,3 %) a ovoce (o 8,7 %). Naopak se snížily ceny brambor (o 6,9 %, poprvé od července 2003) a zeleniny (o 9,1 %). Ceny živočišných výrobků vzrostly o 12,4 % v důsledku zvýšení

cen prasat o 26,2 % a jatečného skotu o 10,0 %. Na vyšším než prognózovaném růstu cen zemědělských výrobců se podílí především růst cen produktů živočišné výroby, zejména díky jejich slabé nabídce v řadě evropských zemí. Současné snížení mzr. růstu cen produktů rostlinné výroby v situaci letošní příznivé sklizně je oproti očekáváním prozatím poněkud pozvolnější. Na rozdíl od předchozích měsíců se na mzr. růstu cen zemědělských výrobců v červenci již nadpoloviční měrou podílejí produkty živočišné výroby.

5 Peníze a úvěry

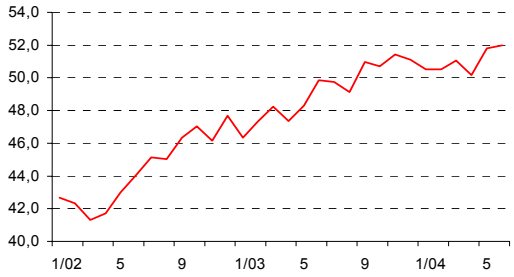
5.1 Peněžní zásoba

V červnu 2004 pokračovalo zrychlování růstu peněžní zásoby. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 dosáhl v červnu 2004 10,3 %[12]. Vyšší než očekávaný růst v červnu vedl k mírné odchylce průměrného meziročního přírůstku ve 2. čtvrtletí 2004 (9,2 %) od červencové prognózy (8,9 %). Odchylka naznačuje nepatrné riziko rychlejší ekonomické aktivity ve 2. čtvrtletí 2004 oproti červencové prognóze.

Struktura peněžního agregátu M2
(průměry za čtvrtletí)

		Meziroční přírůstky v %					
	Podíl absolutních stavů na M2 6/04	II/03	III/03	IV/03	I/04	6/04	II/04
M1	52,0	16,4	15,6	14,4	14,7	15,0	15,6
Oběživo	12,9	14,1	15,0	12,8	10,7	9,2	8,9
Jednodenní vklady	39,1	17,2	15,8	15,0	16,0	17,1	18,1
M2-M1 (kvazi - peníze)	48,0	-7,1	-3,3	-2,9	0,1	5,5	3,1
Vklady s dohodnutou splatností	37,3	11,3	12,1	0,0	2,0	6,8	4,7
Neobchodov.cenné papíry	6,4	-13,5	8,1	6,8	38,5	50,6	47,7
Vklady s výpovědní lhůtou	9,9	-39,7	-33,7	-10,0	-5,0	-2,6	-3,5
Repo operace	0,8	-55,8	-49,8	-36,5	-19,3	101,8	95,6
M2	100,0	3,0	5,3	5,2	7,0	10,3	9,2

Podíl peněžního agregátu M1 na M2
(v %)



Ve struktuře peněžního agregátu M2 přetrvávala ve 2. čtvrtletí 2004 vysoká poptávka po úzkých penězích vyjádřená peněžním agregátem M1. Podíl peněžního agregátu M1 na M2 po stagnaci v 1. čtvrtletí 2004 následně rostl na 51,3 %. V uvedeném vývoji se projevoval vliv uvolněných reálných měnových podmínek. Rostly především jednodenní vklady nefinančních podniků. Poptávka podniků po vysoce likvidních penězích souvisela s realizací transakcí a byla v souladu s očekávanou vyšší investiční aktivitou ve srovnání se spotřebou ve 2. čtvrtletí 2004. Vklady nefinančních podniků měly ve 2. čtvrtletí 2004 nadále rozhodující podíl i na růstu peněžního agregátu M2. Podíl vkladů domácností stagnoval. To indikovalo pokračování trendového mírného poklesu míry úspor při zachování tempa růstu spotřebních výdajů domácností. Ve 2. čtvrtletí 2004 přetrvával růst kvazi-peněz projevující se zejména u depozitních směnek nefinančních podniků v rámci neobchodovatelných cenných papírů. Jejich podíl na peněžním agregátu M2 se však nezvyšoval. Výrazný nárůst byl zaznamenán u repo operací[13].

[12] Roční míra růstu peněžního agregátu M2 propočtená dle metodiky ECB se zvýšila z 9,7 % v květnu 2004 na 11 % v červnu 2004. Průměrná roční míra růstu vzrostla z 8,5 % v 1. čtvrtletí 2004 na 10,1 % ve 2. čtvrtletí 2004.

[13] V tomto případě se nejedná o repo operace prováděné ČNB, ale o repo operace mezi komerčními bankami a jejich klienty.

5.2 Úvěry

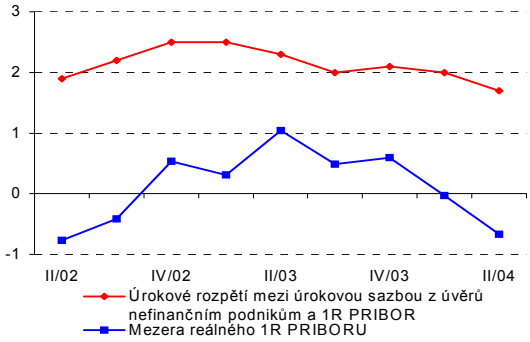
Růst úvěrů se přes mírné zpomalení v červnu 2004 ve 2. čtvrtletí 2004 zrychloval. Meziroční přírůstek úvěrů se zvýšil z 8,4 % ke konci 1. čtvrtletí 2004 na 11,2 % ke konci 2. čtvrtletí 2004.[14] Růst úvěrů nefinančním podnikům a přetrvávání vysoké dynamiky úvěrů na bydlení rovněž indikovalo rychlejší zvyšování investic oproti spotřebě ve 2. čtvrtletí 2004. Rostly zejména úvěry nefinančním podnikům investičního charakteru se splatností nad 1 rok. Uvedený vývoj byl v souladu se zvyšováním průmyslové produkce.

Postupný růst úvěrů byl podporován působením uvolněných reálných měnových podmínek. Mimoto byl pozorován pokles úrokového rozpětí mezi úrokovou sazbou z úvěrů podnikům a 1R PRIBOR, který může souviset se snižováním rizikovosti úvěrů vlivem lepší finanční situace nebo s ochotou bank akceptovat vyšší úroveň rizika. Vývoj nákladů spojených s čerpáním úvěrů podniků a strukturu úvěrů ukazuje následující tabulka a graf.

Struktura úvěrů poskytovaných podnikům a domácnostem (stavy ke konci čtvrtletí)

		Meziroční přírůstky v %				
	Podíl absolutních stavů na celkových úvěrech II/04	II/03	III/03	IV/03	I/04	II/04
Nefinanční podniky	53,6	-7,7	-4,5	-1,0	-1,0	3,0
Úvěry do 1 roku	22,3	-10,0	-6,3	-4,4	2,4	1,1
Úvěry od 1 roku do 5 let	13,0	-12,6	-9,0	-1,4	-2,9	4,0
Úvěry nad 5 roky	18,4	-0,5	1,3	3,9	-3,8	4,5
Domácnosti	32,4	28,3	28,6	30,8	29,3	32,8
Spotřebitelské úvěry	6,9	54,8	42,3	43,8	23,5	24,8
Úvěry na bydlení	21,5	30,7	37,2	38,6	40,0	39,8
Ostatní	3,9	3,5	-7,7	9,6	0,6	24,5
Finanční neměn. instituce	14,0	15,3	12,5	15,0	9,8	4,2

Úrokové rozpětí k úvěrů podnikům a reálné měnové podmínky (v p.b.)



Úrokové rozpětí lze rovněž sledovat ve vztahu k mezeře reálných měnových podmínek. Přímý vliv měnové politiky na úrokovou sazbu je dle teorie rozšířen o endogenní procyklické změny rozpětí mezi úrokovou sazbou za vnější a vnitřní financování (tzv. prémie za vnější financování). Podle teoretických předpokladů uvolněné měnové podmínky snižují úrokové náklady, zvyšují cash flow, zlepšují finanční situaci vypůjčovatelů a tím snižují úrokové rozpětí. Naplňování uvedeného vztahu je z empirického hlediska potvrzováno i grafickým znázorněním.

Ve 2. čtvrtletí 2004 pokračoval růst úvěrů poskytovaných domácnostem. Vysoká meziroční dynamika přetrvávala u úvěrů na bydlení. Vysoký růst úvěrů na bydlení byl dále podporován nízkými náklady spojenými s čerpáním úvěrů, stabilním růstem reálných disponibilních příjmů domácností a přetrvávající poptávkou domácností po investicích do nemovitostí.

Růst spotřebitelských úvěrů se ve 2. čtvrtletí 2004 mírně zvýšil. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku byl však nižší. Podíl nově poskytnutých spotřebitelských úvěrů a kontokorentů na celkových nových úvěrech ve 2. čtvrtletí 2004 rovněž stagnoval. Uvedený vývoj nadále indikoval, že meziroční růst spotřeby domácností by se neměl ve 2. čtvrtletí 2004 výrazně urychlovat. Ve struktuře úvěrů domácnostem dále rostly ostatní úvěry spojené obvykle s úvěry živnostníkům.

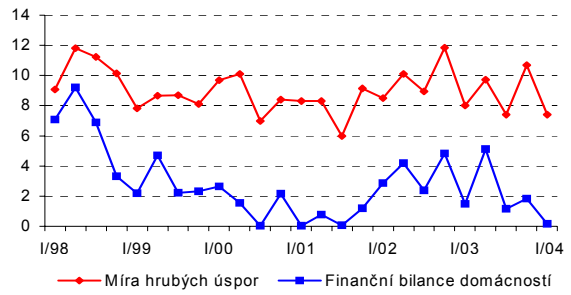
[14] Obdobný vývoj byl pozorován u roční míry růstu úvěrů propočtené dle metodiky ECB z toků měsíčních finančních transakcí očištěných o přecenění a kurzové vlivy. Uvedená míra růstu se zvýšila z 11,8 % v 1. čtvrtletí 2004 na 12,9 % ve 2. čtvrtletí 2004.

Přetrvávající vysoké tempo růstu zadluženosti domácností u bank bylo v 1. čtvrtletí 2004 dále doprovázeno zhoršováním jejich finanční bilance[15] **(viz box Úvěry a finanční situace domácností)**.

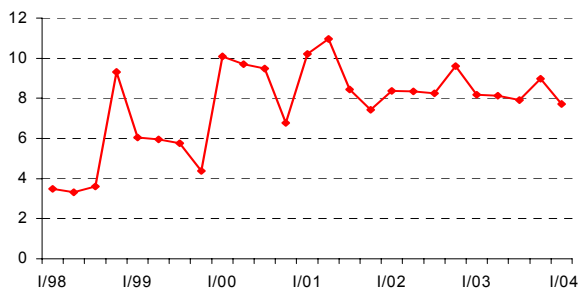
Box: Úvěry a finanční situace domácností

Vysoká meziroční dynamika úvěrů byla v 1. čtvrtletí 2004 doprovázena zhoršováním finanční bilance domácností započaté v roce 1998 (s výjimkou roku 2002). Podíl této bilance poklesl ze 7,1 % v 1. čtvrtletí 1998 na 0,2 % v 1. čtvrtletí 2004. Současně docházelo k mírnému poklesu míry hrubých úspor, avšak s nižší intenzitou. Ve zhoršování finanční bilance domácností se projevoval dlouhodobý růst podílu investic domácností do nemovitostí doprovázený růstem úvěrů. Vývoj uvedených indikátorů ukazují následující grafy.

Finanční bilance a míra hrubých úspor domácností (podíly na hrubém disponibilním příjmu v %, z toků)



Investice domácností do nemovitostí (podíl na hrubém disponibilním příjmu v %, z toků)



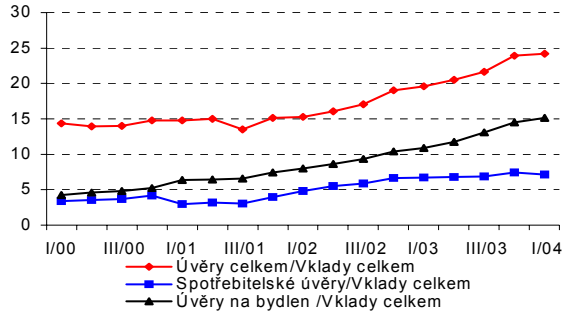
Indikátory finanční situace (tzv. balance sheet indicators)
Růst úvěrů domácnostem se dále projevoval zvyšováním podílu absolutního objemu úvěrů na hrubém disponibilním příjmu *(tzv. debt-to-income ratio)* na 17,2 % v roce 2003 (z toho podíl úvěrů na bydlení činil 11,3 % a spotřebitelských úvěrů 3,9 %). V 1. čtvrtletí 2004 se podíl absolutního přírůstku úvěrů na hrubém disponibilním příjmu snižoval. Uvedený ukazatel by bylo vhodné rovněž posuzovat z hlediska příjmové (vlastnické) a věkové struktury domácností. Teorie životního cyklu totiž předpokládá, že mladší lidé s relativně nižšími příjmy budou více zadlužováni ve vztahu k budoucímu důchodu. Jsou tudíž více zranitelní z hlediska schopnosti splácet dluhy v případě poklesu hrubého disponibilního příjmu, růstu nezaměstnanosti či neočekávané změny úrokové sazby. Naopak starší lidé obvykle dluhy splácejí. Vlastnická a věková struktura dluhu domácností však v ČR není k dispozici.

Schopnost domácností splácet úvěry je závislá na výši likvidních finančních aktiv a celkových aktiv (tj. finanční a nefinanční aktiva ve formě nemovitostí a držby cenných papírů), která mohou být ke splácení úvěrů použita. Podíl dluhu k likvidním a celkovým aktivům (*tzv. capital gearing*) lze též vyjádřit podílem úvěrů na vkladech. Tento podíl v 1. čtvrtletí 2004 stagnoval na úrovni 24,2 %. Dlouhodobě se však zvyšoval. Aktuální údaje o celkových finančních a nefinančních aktivech domácností nejsou k dispozici (poslední údaje jsou za rok 2001). Lze však předpokládat, že zvyšování úvěrů na bydlení doprovázené růstem cen nemovitostí mimo jiné i vlivem zvýšené poptávky v důsledku nízkých úrokových sazeb se projevovalo růstem nefinančních aktiv domácností. Dokládá to výše uvedený dlouhodobý rostoucí podíl investic domácností do hrubé tvorby fixního kapitálu na hrubém disponibilním příjmu a to i přes jeho stagnaci od roku 2003.

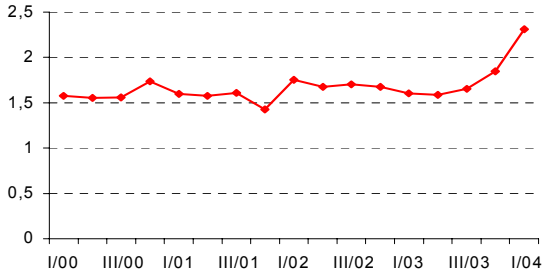
[15] Finanční bilance domácností představuje rozdíl mezi hrubými úsporami (hrubý disponibilní příjem minus spotřeba) a investicemi a z hlediska finančních zdrojů rozdíl mezi finančními aktivy a pasívy domácností.

Mírné zvyšování dluhového zatížení domácností (*tzv. debt burden*) naznačoval v 1. čtvrtletí 2004 podíl úrokových nákladů na hrubém disponibilním příjmu (*tzv. income gearing*). Tento podíl vzrostl z 1,8 % ve 4. čtvrtletí 2003 na 2,3 % v 1. čtvrtletí 2004 a pohyboval se mírně nad úrovní dlouhodobého průměru ve výši 1,8 %. Úrokové náklady jsou sice zatím ve vztahu k hrubému disponibilnímu příjmu relativně nízké, ale přesto naznačují růst celkového dluhového zatížení domácností. V delším časovém horizontu nelze vyloučit případný negativní dopad v souvislosti se změnou fixace hypotečních úrokových sazeb na finanční situaci některých domácností.

Podíly úvěrů na vkladech domácností
(v %, ze stavů)



Podíl úrokových nákladů na hrubém disponibilním příjmu (v %, z toků)



V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál

Úrokové sazby na finančním trhu se vyvíjely rozdílně v závislosti na jejich splatnosti. Sazby na peněžním trhu do 1R stagnovaly (viz graf „Vývoj 1R PRIBORu a úrokového diferenciálu“ níže), zatímco sazby s delší splatností klesaly (během července a počátku srpna cca o 0,25 p.b.). Červencové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu na stávající úrovni bylo v souladu s očekáváním finančního trhu. Zveřejněná data o inflaci se vyvíjela v souladu s předpoklady trhu a potvrdila očekávání nárůstu klíčových sazeb ČNB ještě v tomto čtvrtletí. Tento názor byl podpořen zveřejněným zápisem z jednání BR (poměr hlasování).

Domácí dlouhodobé sazby následovaly vývoj světových finančních trhů. Ty se obávají poklesu dynamiky ekonomického oživení v důsledku rostoucích cen ropy. K poklesu přispěla i nepříznivá data z amerického trhu práce. Po zvýšení klíčových sazeb v USA se předcházející mírný pokles delších sazeb částečně korigoval.

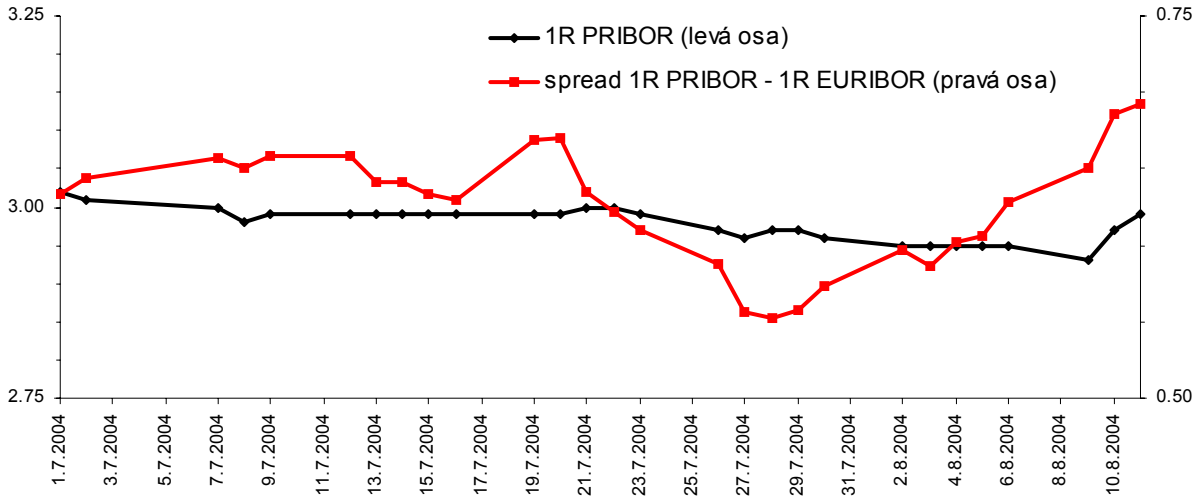
Výnosová křivka na peněžním trhu má pozitivní sklon. Průměrný spread 1R PRIBOR – 2T PRIBOR za 3Q2004 činí 0,7 p.b. (k 18. 8.). Trajektorie sazeb konzistentní s aktuální prognózou předpokládá spread 0,2 p.b. Rozdíl je způsoben na obou koncích výnosové křivky: krátkodobá tržní sazba se pohybuje na nižší hladině (o cca 0,1 p.b.), roční sazba naopak výše (o 0,4 p.b.) než sazby konzistentní s prognózou. Komunikace ČNB o tom, že trajektorie úrokových sazeb konzistentní s červencovou prognózou leží níže než dubnová trajektorie polohu ani sklon výnosové křivky neovlivnila.

Uskutečněné aukce **státních dluhopisů** s originálními splatnostmi 3R a 5R se ve vývoji tržních sazeb nepromítly. Obě emise byly bez problémů upsány, průměrné výnosy dosáhly 3,98 % a 4,23 %.

Klientské úrokové sazby již třetí měsíc v řadě stagnovaly. Sazby z nově poskytnutých úvěrů v červnu dosahovaly 5,3 %, sazby z termínovaných vkladů 1,5 %. V nejbližších měsících lze očekávat jejich postupný nárůst v reakci na již oznámené úpravy základních a referenčních sazeb obchodních bank (prognóza předpokládá růst sazeb z nově poskytnutých úvěrů mezi 2Q a 3Q o 0,4 p.b.). Reálné úrokové sazby z pohledu ex post mírně klesají, z pohledu ex ante mírně rostou.

Úrokový diferenciál (1R PRIBOR-1R EURIBOR) se od zveřejnění červencové prognózy zvýšil o 0,1 p.b. vlivem poklesu eurové sazby, aktuálně dosahuje cca 0,7 p.b., to je o 0,5 p.b. více než byl předpoklad prognózy (0,2 p.b.).

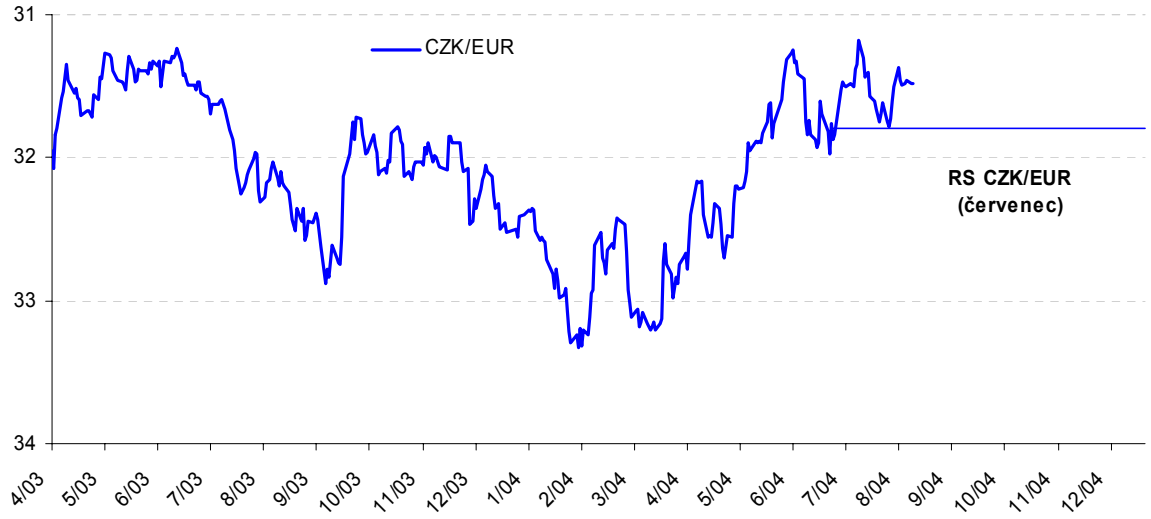
Vývoj 1R PRIBORu a úrokového diferenciálu



2 Devizový kurz

Koruna v červenci a první polovině srpna stagnovala na průměrných 31,5 korun za euro, když nejsilnější byla v druhé polovině července (31,2 korun za euro). Průměr od počátku července je silnější o cca 1 % než předpokládal referenční scénář 7. SZ (31,8).

Denní vývoj kurzu koruny vůči EUR



Relativní stabilita kurzu koruny v dosavadním průběhu 3. čtvrtletí byla odrazem protisměrného působení pozitivních a negativních faktorů. Ve směru posilování koruny působily lepší než očekávané výsledky zahraničního obchodu za květen a červen, očekávané zvýšení základních úrokových sazeb ČNB podpořené vývojem cenových indexů (PPI, CPI) a postupná stabilizace vnitřní politické scény. Pozitivně působil také vyšší než očekávaný růst maloobchodních tržeb za červen, kterému však předcházelo zklamání z vývoje květnových maloobchodních tržeb (pravděpodobně související s daňovými změnami). Naopak negativně korunu ovlivnil výsledek celkové platební bilance za červen. Ve směru vyššího deficitu běžného účtu působila navzdory lepší obchodní bilanci bilance výnosů, kde se projevil větší

odliv dividend do zahraničí, a bilance běžných převodů s nižším přebytkem transferů mezi ČR a EU. Ve struktuře finančního účtu došlo navíc k poklesu přílivu PZI. Pro vývoj kurzu v nejbližším období bude rozhodující naplnění očekávání trhu o zvýšení základních úrokových sazeb ČNB a další vývoj složek běžného účtu platební bilance.

3 Měnové podmínky

Následující tabulka obsahuje srovnání předpokladů základního scénáře prognózy v oblasti veličin určujících nominální měnové podmínky s jejich skutečným vývojem v průběhu třetího čtvrtletí 2004. Tuzemské úrokové sazby se pohybují na vyšší hladině ve srovnání s předpoklady prognózy, sazby v eurozóně jsou na mírně nižší hladině. Kurz koruny je potom apreciovanější ve srovnání s předpoklady prognózy.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	3Q 2004 – základní scénář	3Q 2004 – skutečnost*	Skutečnost – 18.8.
3M PRIBOR**	2,4	2,5	2,6
1R PRIBOR	2,6	3,0	3,0
Nově čerpané úvěry***	4,2	4,5	-
1R EURIBOR	2,4	2,3	2,3
Kurz – CZK/EUR	31,80	31,53	31,49

* Průměr za čtvrtletí do 18.8.2004
** 3M PRIBOR není součástí měnových podmínek, v tabulce je uveden pouze pro srovnání.
*** Sazby na nově čerpané úvěry použité v rámci jádrového predikčního modelu se metodologicky odlišují od publikovaných. Pro bližší vysvětlení viz box v 5 kapitole 6. SZ 2004.

V tabulce jsou uvedeny nominální veličiny. Pro výpočet reálných veličin jsou brány v úvahu nově publikované informace o domácím a zahraničním cenovém vývoji i s jejich následnými dopady do výpočtu ex ante inflačních očekávání. Dále je zaveden předpoklad neměnnosti rovnovážných veličin ve srovnání s východisky červencové prognózy pro 3Q2004. Za těchto předpokladů je spočtená úroková složka měnových podmínek jen mírně vyšší ve srovnání se základním scénářem prognózy. Dopad vyšších domácích nominálních sazeb je částečně kompenzován nižšími zahraničními sazbami a zároveň vyššími zahraničními inflačními očekáváními. Kurzová složka měnových podmínek je ve srovnání s prognózou přísnější. Výpočtem indexu měnových podmínek dle vah použitých v jádrovém predikčním modelu získáme celkovou odchylku skutečných měnových podmínek vůči prognóze ve výši +0,1 p.b.

Apreciovanější nominální kurz koruny vůči euru ve srovnání s předpoklady prognózy lze vysvětlit oproti prognóze vyšším úrokovým diferenciálem. Základní scénář prognózy předpokládal úrokový diferenciál ve 3Q2004 ve výši 0,2 p.b., dosavadní průměr za čtvrtletí je ovšem 0,6 p.b. Vzhledem k tomu, že průměr 1R EURIBORu je nižší o 0,1 p.b. ve srovnání s referenčním scénářem, za vyšším úrokovým diferenciálem stojí primárně vyšší 1R PRIBOR (o 0,4 p.b.).

Vyšší než základním scénářem implikované sazby 1R PRIBOR mohou být způsobeny několika faktory. Za prvé, účastníci finančního trhu sice mohou očekávat stejné zvyšování krátkodobých úrokových sazeb jako implikuje základní scénář prognózy, jsou ovšem více vpředhledící než předpokládá modelový aparát (20 % účastníků trhu je vpředhledících). Druhým možným vysvětlením je, že účastníci finančního trhu očekávají rychlejší růst

úrokových sazeb než základní scénář prognózy. To může být způsobeno tím, že finanční trh očekává vyšší inflaci,[16] případně pak tím, že trh nerozumí naší měnové politice (nedostatečná komunikace z naší strany, že na primární dopady změn nepřímých daní nebude měnová politika reagovat; trh má jinou představu o naší reakční funkci). Třetím důvodem vyšších sazeb 1R PRIBOR může být vyšší časová prémie, než jakou předpokládá jádrový model pro výpočet jednoročních úrokových sazeb. Vyšší časová prémie může souviset s obratem ve vývoji úrokových sazeb, nejistotou rychlosti růstu úrokových sazeb a časování jejich změn).

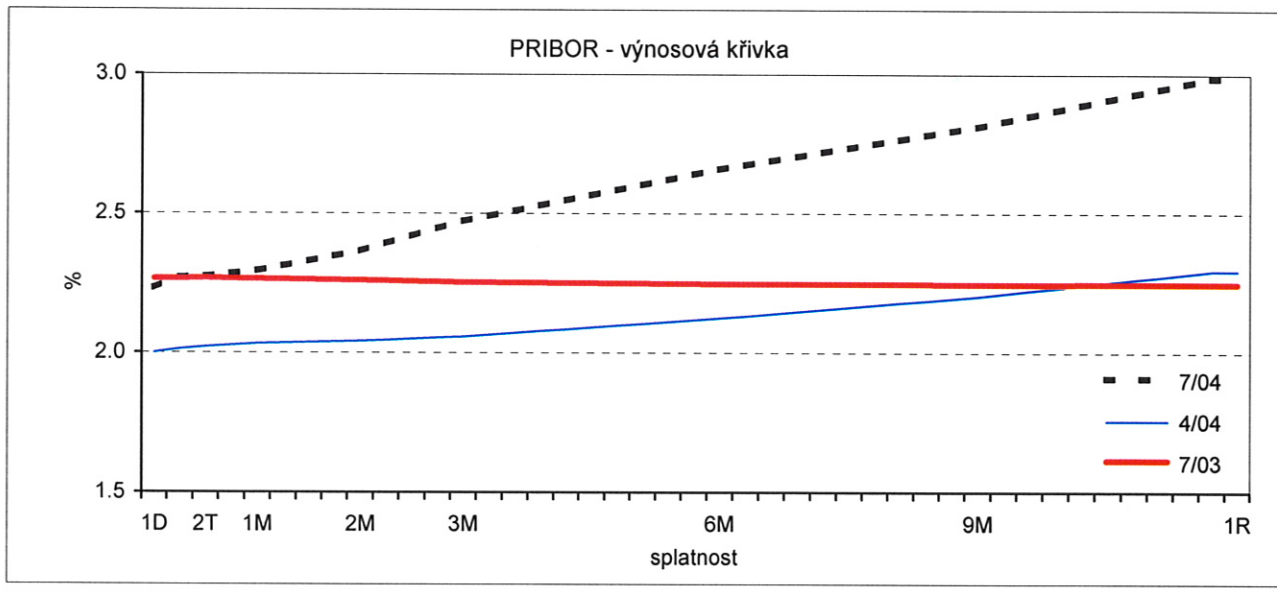
Bod „Domácí nominální měnové podmínky" v Grafu rizik prognózy ohodnocuje dopad přísnějších nominálních měnových podmínek. Vyšší domácí úrokové sazby a apreciovanější kurz implikují nižší tlaky na zpřísňování měnové politiky v následujících šesti čtvrtletích cca o 0,1 p.b. ve srovnání se základním scénářem. Simulace tedy nenaznačuje výraznou změnu v implikované trajektorii úrokových sazeb.

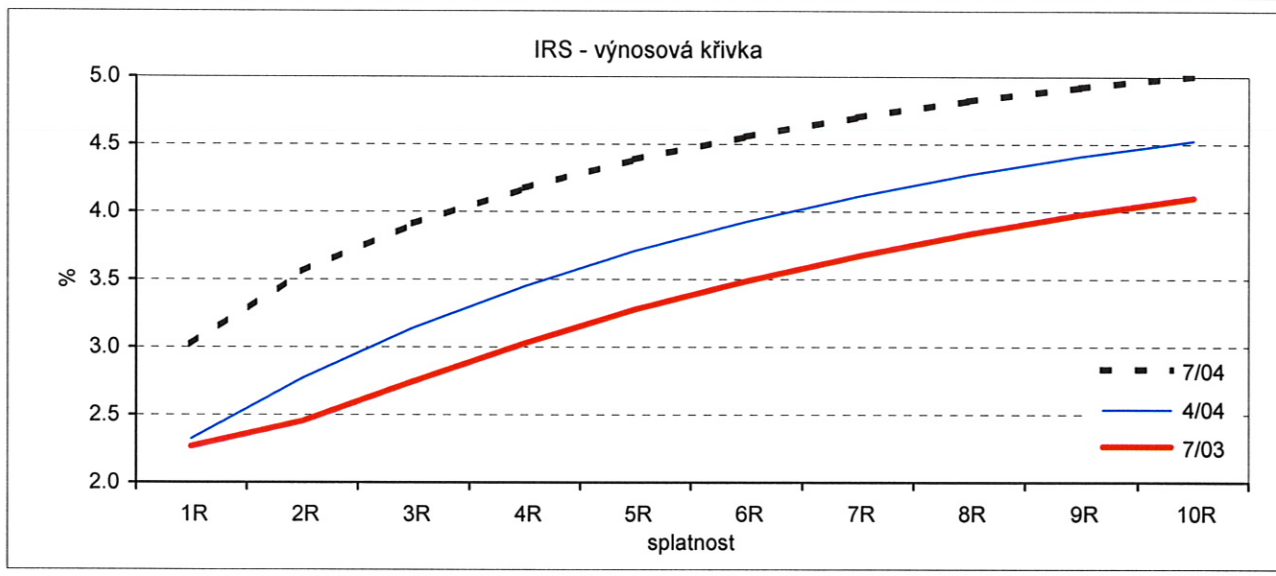
Simulace bodu „Domácí nominální měnové podmínky" v Grafu rizik prognózy ovšem předpokládá původní trajektorii 1R EURIBORu použitou v prognóze. Aktuální hodnota EURIBORu (k 11.8.) je ve srovnání s referenčním scénářem mírně nižší o 0,1 p.b., zároveň se mění i výhled budoucích sazeb implikovaných z dnešních výnosových křivek (cca o -0,2 p.b.). Nižší úroveň zahraničních sazeb na jednu stranu implikuje více uvolněnou úrokovou složku měnových podmínek (ve srovnání s prognózou). Na druhou stranu prostřednictvím vyššího úrokového diferenciálu je faktorem pro apreciovanější nominální kurz a tím i méně uvolněnou kurzovou složku měnových podmínek. Bod „Exogenní veličiny – Německo, 1R EURIBOR" ohodnocující celkové riziko prognózy pramenící z nových údajů o Německém HDP, inflaci a aktuální implikované trajektorii 1R EURIBOR ukazuje, že apreciační tendence převáží, a proto simulace implikuje nižší sazby 3M PRIBOR v následujících šesti čtvrtletích o -0,1 p.b. Oba výše zmíněné body Grafu rizik prognózy tak dohromady ukazují, že za jinak nezměněných podmínek by 3M PRIBOR měl být v následujících šesti čtvrtletích nižší cca o 0,2 – 0,3 p.b. ve srovnání se základním scénářem. Celkový dopad nových informací je ohodnocen ve shrnutí.

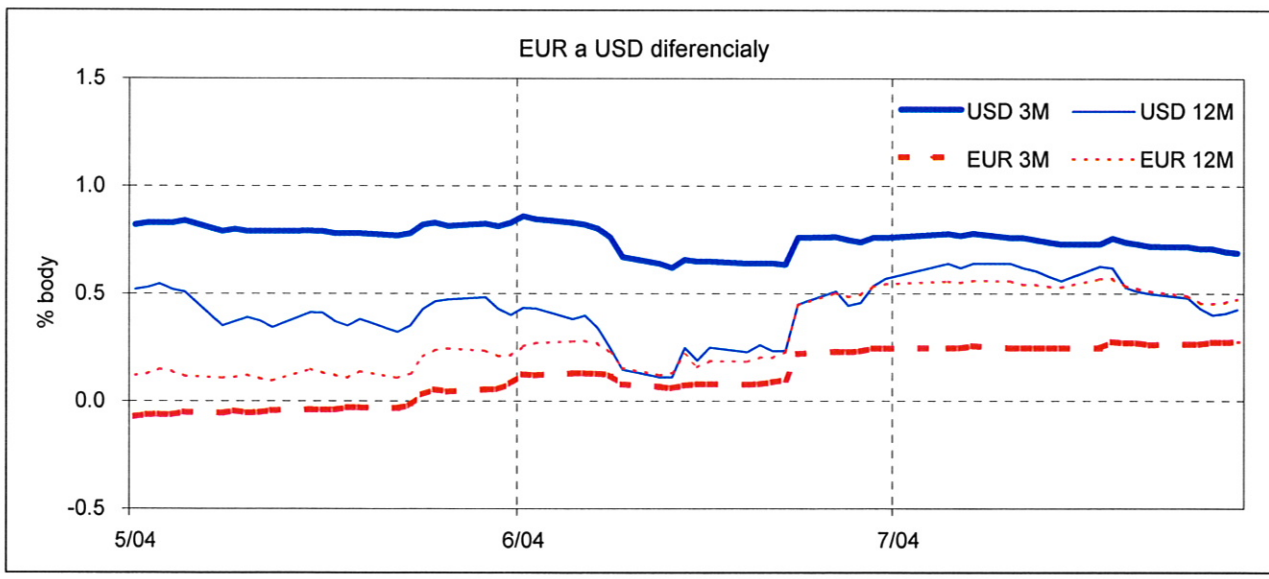
[16] Červencová prognóza předpokládá inflaci za rok ve výši 3,1 %, nicméně s prognózou konzistentní inflační očekávání ve 3Q2004 jsou 1,9 %. Dle šetření prováděného ČNB inflační očekávání finančního trhu jsou 2,8 % (data za červenec), domácností 4,9 % a podniků 3,1 % (za 2Q2004). Je nutné ovšem poznamenat, že mezi s prognózou konzistentními inflačními očekáváními a tržním šetřením existují metodologické a obsahové rozdíly.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vývoj výnosových křivek a úrokových diferenciálů

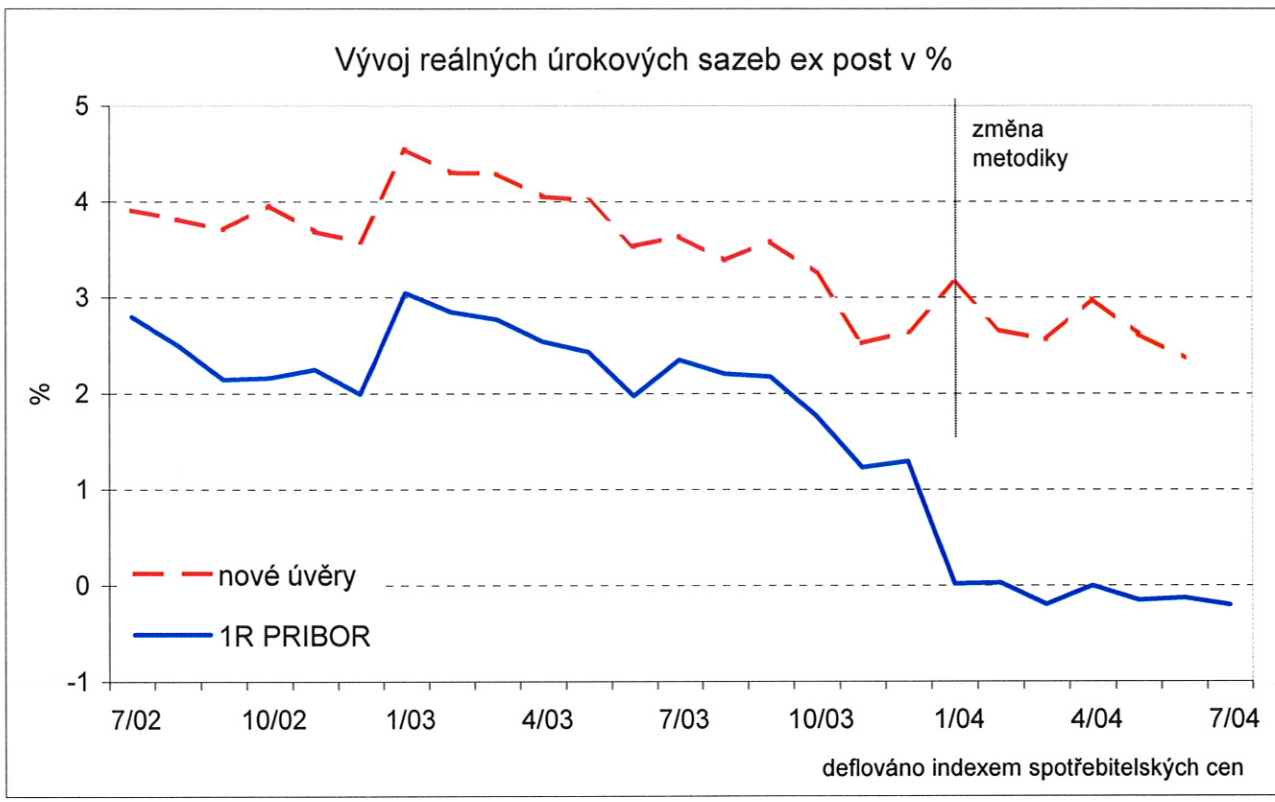


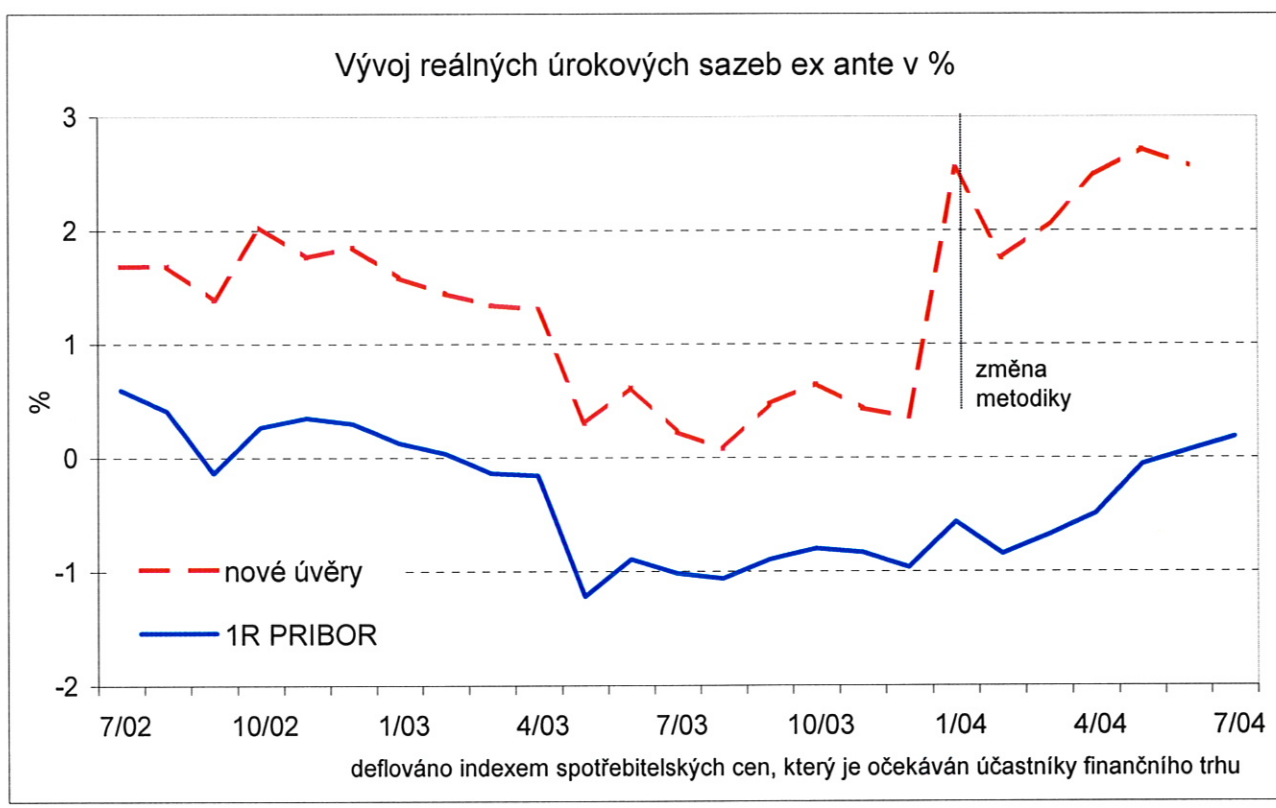




Sestavil Ing. Syrovátka, tel. 4303

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 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

Příloha č. 3

Zpracoval: Mgr. Murárik, I.4398

11:05 16.8.2004 Inflace_prilohy

Vývoj inflace v roce 2004 - varianta střed

v závorkách je skutečnost

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	0,0	0,4	0,2	0,3 (0,4)	-0,1	-0,6	0,4	0,1	0,3
Regulované ceny	17,93	20,75	3,7	0,2	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,1 (0,0)	0,0	0,1	1,3	0,1	0,1
(podíl na růstu sp.cen)			0,76	0,04	0,01	-0,10	-0,15	0,00	0,02	0,00	0,02	0,27	0,02	0,02
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			0,35	0,00	0,00	0,04	0,23	0,07	0,04 (0,04)	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	82,07	79,25	0,9	0,1	0,1	0,0	0,5	0,1	0,3 (0,4)	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,3
(podíl na růstu sp.cen)			0,74	0,09	0,10	0,03	0,37	0,12	0,24	-0,13	-0,59	0,15	0,08	0,27
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	1,0	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,1	-1,1 (-0,6)	-0,7	0,2	0,3	0,2	0,9
(podíl na růstu sp.cen)			0,26	-0,05	0,02	0,07	0,14	-0,03	-0,29	-0,19	0,05	0,08	0,05	0,24
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,9	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	1,0 (0,9)	0,1	-1,2	0,1	0,1	0,1
(podíl na růstu sp.cen)			0,48	0,14	0,08	-0,04	0,23	0,14	0,53	0,05	-0,64	0,07	0,03	0,03

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	2,1	2,5	2,7	3,0 (3,1)	2,9	2,3	2,8	2,9	3,2
Regulované ceny	17,93	20,75	3,7	3,9	4,0	3,5	2,7	2,8	2,9 (2,8)	2,9	3,0	4,3	4,4	4,5
(podíl na růstu sp.cen)			0,76	0,80	0,81	0,71	0,56	0,56	0,58	0,59	0,61	0,88	0,90	0,92
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			0,35	0,35	0,35	0,39	0,61	0,68	0,72 (0,72)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Čistá inflace	82,07	79,25	0,9	1,0	1,2	1,2	1,7	1,8	2,1 (2,3)	2,0	1,2	1,4	1,5	1,9
(podíl na růstu sp.cen)			0,74	0,84	0,94	0,96	1,35	1,47	1,72	1,58	0,98	1,14	1,23	1,50
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	1,0	0,8	0,9	1,2	1,7	1,6	0,5 (1,0)	-0,2	0,0	0,3	0,5	1,4
(podíl na růstu sp.cen)			0,26	0,22	0,24	0,31	0,45	0,43	0,13	-0,06	-0,01	0,07	0,13	0,37
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,9	1,2	1,3	1,2	1,7	2,0	3,0 (2,9)	3,1	1,9	2,0	2,1	2,1
(podíl na růstu sp.cen)			0,48	0,62	0,69	0,65	0,90	1,05	1,59	1,65	0,99	1,07	1,10	1,13

2004	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	st. obd. m.r. = 100					Rok 2004							
			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	2,3	2,3	2,5	2,3	2,7	2,9	3,2 (3,2)	3,2	3,1	3,4	3,1	3,2	
Regulované ceny	17,93	20,75	5,0	4,9	4,7	3,1	2,4	2,4	2,5 (2,4)	2,5	2,5	4,3	4,4	4,5	
(podíl na růstu sp.cen)			1,01	0,99	0,96	0,63	0,49	0,49	0,51	0,51	0,52	0,88	0,91	0,92	
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x													*bez všech vlivů daní v predikci*
(podíl na růstu sp.cen)			0,35	0,35	0,35	0,39	0,61	0,68	0,72 (0,72)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	
Čistá inflace	82,07	79,25	1,2	1,2	1,4	1,5	2,0	2,1	2,4 (2,5)	2,4	2,3	2,2	1,8	1,9	*odhad*
(podíl na růstu sp.cen)			0,96	0,92	1,15	1,21	1,63	1,71	1,93	1,90	1,80	1,74	1,43	1,50	
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,59	2,8	2,8	3,2	3,3	3,4	2,7	3,3 (3,8)	3,5	3,1	2,7	1,3	1,4	0,99
(podíl na růstu sp.cen)			0,75	0,75	0,83	0,86	0,89	0,71	0,86	0,92	0,82	0,71	0,35	0,37	
korigovaná inflace	54,39	52,66	0,4	0,3	0,6	0,6	1,4	1,9	2,0 (1,9)	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	1,93
(podíl na růstu sp.cen)			0,21	0,17	0,32	0,35	0,74	1,00	1,07	0,98	0,98	1,02	1,08	1,13	
Roční klouz. průměr	x	x	0,3	0,5	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7 (1,7)	2,0	2,2	2,5	2,6	2,8	
Průměr od počátku roku	x	x	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6 (2,6)	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	

*) 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 %.

v závorkách je skutečnost

předch.m.=100 2004														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		1,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0 (1,0)	0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		-0,8	-0,6	3,0	0,9	8,0	0,4	0,3 (-1,2)	-1,8	-0,6	0,8	0,5	0,5

st. obd. m.r. = 100															
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		0,6	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,4 (1,5)	1,4	1,6	1,5	1,6	1,6	1,45
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		-4,5	-7,0	-5,4	-3,1	8,1	11,2	11,8 (10,7)	8,5	6,2	8,0	9,3	10,6	9,99

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

Příloha č. 4

Zpracoval: Mgr. Murárik, I.4398

11:05 16.8.2004 Inflace_prilohy

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	1,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,0	-0,5	0,2	0,1	0,3
Regulované ceny	17,93	20,74	1,8	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
(podíl na růstu sp.cen)			0,37	0,04	0,01	0,00	0,00	0,02	0,06	0,00	0,02	-0,02	0,00	0,00
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			0,08	0,17	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	82,07	79,26	1,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,0	-0,6	0,2	0,2	0,4
(podíl na růstu sp.cen)			0,84	0,12	-0,02	0,17	0,15	0,26	0,32	0,00	-0,48	0,18	0,13	0,32
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,48	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,3	0,4	-1,2	-0,8	0,2	0,3	0,1	0,8
(podíl na růstu sp.cen)			0,33	-0,03	-0,02	0,09	0,08	0,11	-0,32	-0,21	0,05	0,08	0,03	0,21
korigovaná inflace	54,39	52,78	1,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	1,2	0,4	-1,0	0,2	0,2	0,2
(podíl na růstu sp.cen)			0,51	0,16	0,01	0,07	0,07	0,16	0,64	0,21	-0,53	0,11	0,11	0,11

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	1,3	1,6	1,8	2,0	2,1	2,4	2,8	2,8	2,4	2,5	2,7	3,0
Regulované ceny	17,93	20,74	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5
(podíl na růstu sp.cen)			0,37	0,41	0,42	0,42	0,43	0,45	0,51	0,51	0,53	0,51	0,52	0,52
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x												
(podíl na růstu sp.cen)			0,08	0,25	0,38	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Čistá inflace	82,07	79,26	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	1,9	2,4	2,4	1,7	2,0	2,2	2,6
(podíl na růstu sp.cen)			0,84	0,97	0,95	1,12	1,28	1,55	1,88	1,89	1,39	1,58	1,72	2,04
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,48	1,2	1,1	1,0	1,4	1,7	2,1	0,9	0,1	0,3	0,6	0,7	1,5
(podíl na růstu sp.cen)			0,33	0,29	0,27	0,37	0,45	0,56	0,23	0,02	0,07	0,15	0,18	0,40
korigovaná inflace	54,39	52,78	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	3,1	3,5	2,5	2,7	2,9	3,1
(podíl na růstu sp.cen)			0,51	0,68	0,68	0,76	0,83	0,99	1,65	1,87	1,32	1,43	1,54	1,65

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	2,6	2,8	2,8	3,1	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	2,9	3,0	3,0	
Regulované ceny	17,93	20,74	2,6	2,6	2,6	3,1	3,8	3,9	4,1	4,1	4,1	2,7	2,6	2,5	
(podíl na růstu sp.cen)			0,53	0,53	0,54	0,64	0,78	0,80	0,84	0,84	0,85	0,56	0,54	0,52	
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	x													bez všech
(podíl na růstu sp.cen)			0,49	0,66	0,79	0,80	0,58	0,51	0,47	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	vlivů daní
Čistá inflace	82,07	79,26	2,0	2,0	1,9	2,1	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	v predikci
(podíl na růstu sp.cen)			1,59	1,63	1,51	1,66	1,44	1,59	1,67	1,81	1,92	1,94	1,99	2,04	
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák	27,68	26,48	1,6	1,7	1,5	1,6	1,4	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	1,29
(podíl na růstu sp.cen)			0,43	0,45	0,40	0,43	0,37	0,51	0,47	0,44	0,45	0,44	0,42	0,40	
korigovaná inflace	54,39	52,78	2,2	2,2	2,1	2,3	2,0	2,0	2,3	2,6	2,8	2,8	3,0	3,1	3,14
(podíl na růstu sp.cen)			1,16	1,18	1,11	1,23	1,06	1,08	1,21	1,37	1,47	1,50	1,57	1,65	
Roční klouz. průměr	x	x	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	
Průměr od počátku roku	x	x	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	

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

předch.m.=100 2005														
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		1,1	0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	1,3	0,4	-1,1	0,1	0,2	0,2
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		-1,9	-0,6	-0,4	0,8	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	1,1	1,0	1,0

st. obd. m.r. = 100															
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá	51,34		1,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,2	2,5	2,7	2,9	2,9	3,0	3,2	3,20
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05		9,5	9,5	5,9	5,8	-1,5	-1,4	-1,7	0,1	0,8	1,1	1,6	2,1	2,08

**) 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

11:05 16.8.2004 Inflace_prilohy

Příloha č. 5

Měnový přehled

(stavy ke konci měsíce v mil. Kč)

	2003/06	2003/07	2003/08	2003/09	2003/10	2003/11	2003/12	2004/01	2004/02	2004/03	2004/04	2004/05	2004/06
AKTIVA													
Čistá zahraniční aktiva (ČZA)	904.584,8	869.932,7	882.276,2	853.129,4	861.222,6	844.584,9	821.982,8	881.031,2	876.633,1	932.917,4	938.574,7	906.079,7	980.156,6
ČZA ČNB	709.551,2	716.647,9	727.679,9	700.247,0	702.080,5	692.679,5	687.515,5	712.437,3	697.444,7	720.750,2	711.620,3	685.930,0	692.831,6
ČZA OMFI	195.033,6	153.284,8	154.596,3	152.882,4	159.142,2	151.905,3	134.467,3	168.593,9	179.188,4	212.167,1	226.954,4	220.149,7	287.324,0
Čistá domácí aktiva (ČDA)	743.980,3	816.091,7	825.407,7	842.525,6	846.074,4	881.424,0	944.070,7	871.118,4	882.229,1	816.505,7	857.955,4	906.827,7	837.559,0
Domácí úvěry	1.035.723,5	1.050.143,6	1.064.782,8	1.062.024,3	1.065.613,7	1.104.292,2	1.145.516,2	1.123.622,5	1.125.712,3	1.090.066,8	1.135.800,4	1.161.128,5	1.115.217,9
Čistý úvěr vládě včetně cenných papírů)	294.194,0	301.850,1	306.286,0	307.613,6	295.737,6	310.777,4	353.962,1	336.678,4	337.953,2	296.847,2	325.738,8	345.354,0	290.497,4
ČÚV centrální vládě (ČÚV) (včetně CP)	359.329,0	371.346,4	372.772,6	382.905,8	368.897,0	377.370,7	408.724,8	397.715,0	401.733,8	368.380,7	402.217,6	411.345,3	356.062,4
ČÚV ostatní vládě (včetně CP)	-65.135,0	-69.496,3	-66.486,6	-75.292,2	-73.159,4	-66.593,3	-54.762,7	-61.036,6	-63.780,5	-71.533,4	-76.478,8	-65.991,3	-65.565,1
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	741.529,5	748.293,5	758.496,8	754.410,7	769.876,1	793.514,8	791.554,1	786.944,0	787.759,0	793.219,6	810.061,6	815.774,5	824.720,6
Úvěry podnikům (bez CP)	540.568,3	541.155,0	545.946,2	540.238,4	546.823,9	567.469,1	554.101,7	544.058,6	544.639,5	547.011,7	557.680,5	556.722,9	557.907,0
Úvěry domácnostem (bez CP)	200.961,2	207.138,6	212.550,6	214.172,3	223.052,2	226.045,8	237.452,4	242.885,5	243.119,5	246.207,9	252.381,1	259.051,6	266.813,6
Ostatní čisté položky (vč.CP a kapitálu)	-291.743,2	-234.051,9	-239.375,1	-219.498,7	-219.539,4	-222.868,3	-201.445,5	-252.504,0	-243.483,2	-273.561,1	-277.844,9	-257.500,8	-277.659,0
Kapitál a rezervy	-498.312,6	-437.052,0	-436.566,1	-418.233,3	-413.001,1	-416.299,7	-398.528,8	-420.742,3	-417.764,1	-445.612,6	-423.564,6	-411.920,9	-422.205,3
CP v držení	18.451,5	20.020,3	19.080,8	18.653,4	18.588,0	17.382,8	16.639,3	23.754,0	22.861,5	27.130,2	27.087,8	29.307,6	25.630,1
CP emitované	-43.528,9	-43.863,3	-45.908,9	-47.513,6	-47.926,6	-52.493,8	-52.054,2	-79.930,6	-79.238,0	-86.449,9	-85.223,1	-82.085,3	-83.393,1
Ostatní	231.646,7	226.843,1	224.019,1	227.594,8	222.800,3	228.542,4	232.498,1	224.414,9	230.657,4	231.371,2	203.855,1	210397,8	202.309,3
PASÍVA													
M2	1.648.565,2	1.686.024,5	1.707.684,1	1.695.655,1	1.707.297,2	1.726.009,0	1.766.053,7	1.752.149,7	1.758.862,4	1.749.423,3	1.796.530,4	1.812.907,7	1.817.714,8
M1	821.876,8	838.851,6	839.007,1	864.555,5	865.528,0	887.702,4	902.781,8	884.991,7	888.470,5	892.972,6	901.450,4	939.309,3	945.324,7
Oběživo	215.199,1	216.182,5	218.245,2	219.361,8	221.337,3	224.735,1	221.361,8	221.965,3	223.828,7	224.128,1	227.361,6	228.967,4	235.045,0
Jednodenní vklady	606.677,8	622.669,1	620.761,9	645.193,7	644.190,8	662.967,3	681.420,0	663.026,4	664.641,8	668.844,5	674.088,8	710.342,0	710.279,6
Jednodenní vklady - domácnosti	359.572,8	365.313,6	372.295,2	375.484,2	377.277,0	381.279,8	372.141,0	388.460,6	396.561,2	393.557,0	400.975,6	406.031,5	412.918,2
Jednodenní vklady - podniky	247.105,0	257.355,5	248.466,7	269.709,5	266.913,8	281.687,5	309.279,0	274.565,8	268.080,6	275.287,5	273.113,2	304.310,4	297.361,4
M2-M1 (kvazi - peníze)	826.688,3	847.173,0	868.677,0	831.099,6	841.769,2	838.306,6	863.271,9	867.158,0	870.391,9	856.450,7	895.079,9	873.598,4	872.390,1
Vklady s dohodnutou splatností	635.282,7	657.011,8	680.965,7	641.378,9	653.529,5	650.142,3	666.432,6	673.914,8	676.025,8	666.507,5	701.172,0	677.907,5	678.516,2
Vklady se splatností - domácnosti	440.507,6	441.087,2	442.679,9	435.902,6	435.627,5	434.774,7	439.803,5	445.889,2	446.911,8	446.623,5	458.181,3	454.423,0	452.151,7
Vklady se splatností - podniky	194.775,2	215.924,6	238.285,8	205.476,3	217.902,0	215.367,6	226.629,1	228.025,5	229.114,0	219.884,0	242.990,7	223.484,6	226.364,5
Vklady s výpovědní lhůtou	184.370,1	182.972,4	181.810,5	180.726,9	179.333,6	179.107,7	185.552,1	184.390,5	182.888,1	181.593,1	180.967,1	180.004,4	179.624,2
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	181.031,1	179.472,9	178.367,2	177.321,1	175.933,1	175.774,2	182.331,0	181.123,6	179.615,4	178.385,0	177.858,4	176.894,6	176.466,1
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	3.339,0	3.499,6	3.443,2	3.405,8	3.400,5	3.333,5	3.221,1	3.266,8	3.272,7	3.208,1	3.108,7	3.109,8	3.158,1
Repo operace	7.035,4	7.188,7	5.900,8	8.993,8	8.906,0	9.056,5	11.287,2	8.852,8	11.478,0	8.350,1	12.940,8	15.686,4	14.249,7
Meziroční změny (%)													
M1	17,8	16,2	14,6	16	12,2	16,5	14,6	16	14	13,9	14,7	17,1	15,0
M2	4	5,5	5	5,4	4,2	4,6	6,9	6,5	6,8	7,7	8,3	9,2	10,3
Úvěry podnikům a domácnostem	3,2	7,2	6,8	5,6	7,3	10	9,3	7,4	8,2	8,4	9,4	12,3	11,2
M2-M1 (kvazi - peníze)	-6,8	-3,4	-2,8	-3,7	-3	-5,6	-0,1	-1,8	0,4	1,9	2,5	1,7	5,5
Roční míry růstu (%)													
M1	18	16,7	14,8	16,6	12,9	17,4	15,5	17,4	15,8	15,5	16,1	18,1	16,1
M2	4,5	6,2	5,5	6,2	5,1	5,6	8,1	7,7	8,5	9,2	9,6	9,7	11,0
Úvěry podnikům a domácnostem	4,4	8,7	8,2	7,3	9,2	12,2	11,8	9,8	11,7	11,8	12,7	13,9	12,9
M2-M1 (kvazi - peníze)	-6,1	-2,5	-2,1	-2,8	-1,9	-4,5	1,2	-0,7	1,9	3,2	3,6	1,9	5,9

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	-100,1	-116,4	-112,4	-110,0
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,6	-3,7	-4,0	-4,3	-3,9	-3,6
Údaje dle MF ČR							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr	-66,8	-59,9	-89,5	-100,1	-143,3	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,6	-3,7	-4,0	-5,3	.	.
- 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	-3,1	-2,6	-3,7	-5,8	-5,1	-4,5	-3,8
Metodika ESA 95 - acrual **)							
Údaje dle ČNB							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-96,7	-149,9	-154,7	-328,5	-120,0	-114,0	-115,9
- podíl schodku na HDP v %	-4,5	-6,5	-6,4	-12,9	-4,4	-4,0	-3,8
Údaje dle MF ČR							
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr	-96,7	-149,9	-154,7	-328,5	-144,1	-133,8	-116,5
- podíl schodku na HDP v %	-4,5	-6,5	-6,4	-12,9	-5,3	-4,6	-3,8
- schodek 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	-4,2	-5,8	-6,3	-7,1	-5,4	-4,4	-3,8

Fiskální pozice ***)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Metodika GFS IMF - cash *) v p.b.	3,1	0,0	1,0	-0,1	0,2	0,3	.
Metodika ESA 95 - acrual **) v p.b.	4,5	2,5	-0,2	6,2	-8,6	1,3	.

Fiskální impuls ****)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Poptávkové saldo v mld. Kč	-56,8	-50,6	-72,2	-90,6	-91,5	-87,1	.
Poptávková změna v mld. Kč	-24,1	6,2	-21,6	-18,4	-0,9	4,4	.
Aproximace fiskálního impulsu v p.b.	0,54	-0,14	0,49	0,41	0,02	-0,10	.

Veřejný dluh

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Údaje dle ČNB							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (vč. ČKA)	332,4	514,4	562,6	670,5	784,9	.	.
- podíl dluhu na HDP v %	15,5	22,2	23,3	26,5	29,0	.	.
Údaje dle MF ČR							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)	332,4	404,5	444,5	553,0	680,4	.	.
- podíl dluhu na HDP v % (bez ČKA)	15,5	17,5	18,4	21,8	25,1	.	.
- 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	.	.	25,6	28,5	31,9	35,2	36,7
Metodika ESA 95 - acrual **)							
Údaje dle MF ČR							
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr	391,0	585,1	696,3	956,8	1038,6	1141,6	1257,8
- podíl dluhu na HDP v %	18,2	25,2	28,9	37,7	38,4	39,7	41,0
- 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	.	.	25,4	28,9	31,7	34,9	36,7

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.

Odbor fiskálních a strukturálních analýz, Kochaníček linka 2069

Aktualizace vývoje exogenních faktorů pro 8. situační zprávu na základě 8. Consensus Forecast ze srpna 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	0,1	1,4	1,4	1,5	1,8	1,1	1,1	1,1	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 9. 8. 2004
spotřebitelské ceny v SRN (v %) [1]	1,2	0,8	1,0	1,2	1,1	1,8	1,7	1,8	1,6	1,2	1,3	1,2	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 9. 8. 2004
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	34,0	29,0	30,2	31,2	35,2	38,3	42,0	38,2	35,7	34,3	33,7	33,7	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 9. 8. 2004
cena ropy - uralská (USD/barel) [2]	30,1	24,1	27,2	27,5	29,8	32,2	37,2	33,2	31,2	30,1	29,7	29,8	odbor 414	Viz pozn. [2]
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)	48,6	2,4	4,8	5,7	-1,1	33,4	36,7	20,9	4,9	-6,5	-20,0	-10,3	odbor 414	ČNB
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m^3) [3]	116,0	127,2	128,1	126,4	122,6	128,27	138,3	149,7	153,0	153,23	152,3	151,3	odbor 414	Viz pozn. [3]
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)	19,0	38,6	39,4	22,6	5,7	0,8	8,0	18,4	24,7	19,5	10,1	1,1	odbor 414	ČNB

Zahraniční poptávka														
HDP v SRN (mzr. v %)	0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,7	2,0	2,2	2,3	2,2	1,4	1,4	1,4	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 9. 8. 2004

Devizové kurzy a úrokové sazby														
nominální kurz USD za 1 EUR	1,073	1,135	1,124	1,188	1,249	1,204	1,225	1,225	1,227	1,231	1,235	1,230	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 9. 8. 2004
nominální kurz CZK za 1 USD	29,48	27,74	28,61	27,01	26,30	26,59	25,96	25,96	25,83	25,67	25,42	25,29	odbor 414	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR	31,63	31,48	32,17	32,09	32,86	32,03	31,80	31,80	31,70	31,60	31,40	31,10	odbor 414	ČNB
1 Y EURIBOR [4]	2,5	2,2	2,2	2,4	2,1	2,3	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	odbor 414	Viz pozn. [4]

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] 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.

Porovnání referenčního scénáře pro 7. situační zprávu a aktualizovaného vývoje exogenních faktorů podle 8. CF

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
ceny průmyslových výrobců v SRN (v p.b.)						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)						-0,03	0,22	0,21	0,18	0,17	-0,14	-0,21
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)						0,00	6,13	4,54	3,49	2,80	2,34	2,30
cena ropy - uralská (USD/barel)						0,00	6,26	3,83	2,95	2,37	2,01	2,02
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)						0,00	23,02	13,95	9,90	7,36	-9,70	-4,81
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m^3)						-2,79	-0,77	7,21	9,90	10,93	10,95	10,71
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)						-2,19	-0,60	5,70	8,07	10,88	8,48	2,40

Zahraniční poptávka												
HDP v SRN (mzr. v p.b.)						0,15	0,14	0,11	0,08	-0,12	-0,16	-0,19

Devizové kurzy a úrokové sazby												
nominální kurz USD za 1 EUR						0,000	0,009	0,006	0,005	0,004	0,013	0,019
nominální kurz CZK za 1 USD						0,00	-0,18	-0,13	-0,19	-0,26	-0,60	-0,97
nominální kurz CZK za 1 EUR						0,00	0,00	0,00	-0,10	-0,20	-0,40	-0,70
1 Y EURIBOR (v p.b.)						0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

Příloha č. 8

Key macroeconomic indicators

		year											quarter of 2004				quarter of 2005			
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	I.	II.	II.	IV.	I.	II.	II.	IV.
DEMAND AND SUPPLY																				
Gross domestic product																				
GDP	bn. CZK, constant p.	2011,6	2097,9	2081,6	2059,9	2069,5	2150,1	2206,8	2239,7	2309,4	2397,7	2499,2	570,4	612,3	615,0	600,0	593,2	638,0	640,0	628,1
GDP	%, y-o-y, real terms	5,9	4,3	-0,8	-1,0	0,5	3,9	2,6	1,5	3,1	3,8	4,2	3,1	3,6	4,2	4,3	4,0	4,2	4,1	4,7
Household consumption	%, y-o-y, real terms	5,8	7,9	2,4	-1,8	1,9	2,9	2,8	2,7	4,9	4,0	4,1	3,9	3,7	4,4	4,0	4,0	3,9	4,2	4,4
Government consumption	%, y-o-y, real terms	-4,2	3,5	-4,3	-4,7	2,3	0,2	3,8	4,5	2,2	-1,9	2,2	-1,6	-1,8	-2,5	-1,8	2,7	2,0	2,8	1,4
Gross fixed capital formation	%, y-o-y, real terms	19,9	8,4	-2,9	1,2	-1,1	4,9	5,4	3,4	7,4	8,5	9,2	9,5	7,5	8,0	9,1	6,2	10,0	9,7	10,6
Total domestic demand	%, y-o-y, real terms	7,1	6,9	-0,7	-1,9	0,9	3,9	3,9	3,4	4,5	4,9	5,1	5,3	4,5	4,7	5,4	4,5	5,0	5,4	5,5
Exports of goods and services	%, y-o-y, real terms	16,7	8,3	9,1	9,9	6,1	16,5	11,5	2,3	5,9	11,6	15,1	8,3	17,7	9,7	10,6	16,2	14,4	14,2	15,6
Imports of goods and services	%, y-o-y, real terms	21,2	13,4	8,1	6,6	5,4	16,3	13,0	4,9	7,9	12,0	15,1	11,3	17,9	9,6	9,6	15,8	14,4	14,9	15,1
Net exports	bn. CZK, constant p.	-42,8	-92,4	-90,5	-62,2	-58,3	-66,3	-96,4	-141,6	-183,8	-213,3	-245,1	-39,1	-47,5	-52,5	-74,2	-43,8	-54,5	-63,8	-83,0
Share indicators																				
Household consumption / GDP	%, real terms	48,4	50,1	51,7	51,3	52,1	51,6	51,7	52,3	53,2	53,3	53,3	52,1	51,9	53,8	55,4	52,0	51,8	53,9	55,2
Government consumption / GDP	%, real terms	24,4	24,2	23,4	22,5	22,9	22,1	22,3	23,0	22,8	21,6	21,1	21,3	20,7	20,2	24,1	21,0	20,3	19,9	23,3
Gross fixed capital formation / GDP	%, real terms	26,8	27,8	27,2	27,8	27,4	27,7	28,4	29,0	30,1	31,5	33,0	29,7	31,1	31,4	33,8	30,3	32,8	33,1	35,7
Gross fixed capital formation / GDP	%, nominal terms	31,1	31,0	29,7	28,4	27,0	27,7	27,6	26,6	26,7	26,8	26,8	25,4	26,6	27,0	28,0	25,0	26,9	27,1	28,2
Domestic demand / GDP	%, real terms	100,9	103,4	103,5	102,6	103,0	103,1	104,4	106,3	107,8	108,9	109,8	106,9	107,8	108,5	112,4	107,4	108,5	110,0	113,2
Net exports / GDP	%, real terms	-2,1	-4,4	-4,3	-3,0	-2,8	-3,1	-4,4	-6,3	-8,0	-8,9	-9,8	-6,9	-7,8	-8,5	-12,4	-7,4	-8,5	-10,0	-13,2
Coincidence indicators																				
Industrial production	%, y-o-y, real terms	.	.	.	.	.	1,5	10,6	4,8	5,8	.	.	9,0	12,6	.	.	.	.	.	.
Construction output	%, y-o-y, real terms	8,5	5,3	-3,9	-7,0	-6,5	5,3	9,6	2,5	8,9	.	.	16,2	17,5	.	.	.	.	.	.
Receipts in retail trade	%, y-o-y, real terms	.	.	-2,0	-6,9	2,9	4,1	4,6	3,1	5,0	2,3	3,0	1,2	2,5	2,5	3,0	3,0	2,9	3,0	3,1
PRICES																				
Main price indicators																				
Inflation rate	%, end-of-period	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	2,9	0,8	1,4	2,2	2,8	2,9	3,0	3,0	2,9
Consumer Price Index	%, y/y-o-y, end-of-period	7,9	8,6	10,0	6,8	2,5	4,0	4,1	0,6	1,0	3,2	3,2	2,5	2,9	3,1	3,2	2,8	2,9	3,0	3,2
Regulated prices (17.93)**	%, y-o-y, end-of-period	10,1	13,8	22,7	20,3	4,2	7,3	11,7	3,3	1,3	4,5	2,5	4,7	2,4	2,5	4,5	2,6	3,9	4,1	2,5
Net inflation (82.07 %)**	%, y-o-y, end-of-period	7,3	6,6	6,8	1,7	1,5	3,0	2,4	-0,2	1,0	1,9	2,6	1,4	2,1	2,3	1,9	1,9	2,0	2,4	2,6
Adjusted inflation (54.39 %)**	%, y-o-y, end-of-period	8,7	6,5	7,6	3,8	3,0	2,6	2,1	1,5	0,1	2,1	3,1	0,6	1,9	1,8	2,1	2,1	2,0	2,8	3,1
Food prices (including alcoholic beverages and tobacco) (27.68 %)**	%, y-o-y, end-of-period	5,4	6,8	5,6	-1,2	-0,7	3,7	2,9	-3,4	2,7	1,4	1,5	1,4	2,7	3,1	1,4	1,5	1,9	1,7	1,5
Fuel prices (3.05 %)**	%, y-o-y, end-of-period	-0,4	10,1	6,0	-8,4	27,6	10,3	-15,0	1,4	-2,0	10,6	2,1	-5,4	11,2	6,2	10,6	6,0	-1,4	0,8	2,1
GDP deflator	%, y-o-y	9,7	8,9	8,0	10,7	3,2	1,4	4,9	2,8	1,7	4,1	3,3	4,1	3,4	4,0	5,0	4,2	2,8	3,0	3,1
Partial price indicators																				
Producer prices	%,y-o-y, average	7,6	4,8	4,9	4,9	1,0	4,9	2,9	-0,5	-0,3	5,2	1,2	1,7	4,9	6,2	5,2	4,2	1,6	0,6	1,2
Agricultural prices	%,y-o-y, average	8,9	7,5	2,7	3,2	-11,3	8,6	9,6	-7,5	-4,5	1,6	-1,9	13,8	15,0	8,7	1,6	-2,1	-6,6	-6,1	-1,9
Construction work prices	%,y-o-y, average	10,6	11,3	11,3	9,3	4,8	4,1	4,0	2,7	2,2	.	.	2,2	2,9	.	.	.	.	.	.
Market services prices	%,y-o-y, average	.	.	.	.	.	3,4	3,9	3,2	1,6	.	.	2,4	2,5	.	.	.	.	.	.
Uralian crude oil	%, y-o-y, average	9,2	21,4	-7,3	-35,2	49,5	73,5	-13,4	6,0	15,4	7,1	-5,4	-1,1	33,4	14,4	7,1	-4,9	-13,7	-10,9	-5,4
LABOUR MARKET																				
Average monthly wages in monitored organizations	%, y-o-y, nominal terms	18,6	18,3	9,9	9,3	8,4	6,5	8,7	7,3	6,8	6,7	6,2	8,8	5,7	7,0	5,5	5,9	5,9	6,3	6,6
Average monthly wages in monitored organizations	%, y-o-y real terms	8,7	8,7	1,3	-1,3	6,2	2,4	4,4	6,7	6,7	3,6	3,3	6,3	2,9	3,6	1,9	2,9	2,8	3,4	4,0
Number of employees	%, y-o-y	-0,8	-0,1	-0,9	-2,9	-2,9	-1,4	0,3	-0,8	-2,0	-1,0	0,1	-1,6	-1,3	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,4
Nominal unit labour costs	%, y-o-y	11,0	13,3	9,8	7,2	4,8	1,6	6,1	4,9	1,3	2,5	1,9	4,6	1,3	3,3	0,7	1,3	1,6	2,5	2,2
Nominal unit labour costs in industry	%, y-o-y	.	.	2,5	7,8	2,4	-4,0	1,8	0,3	-2,2	.	.	-1,6	.	.	.	.	.	.	.
Aggregate labour productivity	%, y-o-y	4,1	3,1	0,0	0,9	3,3	4,7	2,1	0,8	3,8	3,4	3,8	3,2	3,4	2,9	4,0	4,1	3,7	3,4	4,2
ILO general unemployment rate	%, average	4,0	3,9	4,8	6,5	8,7	8,8	8,1	7,3	7,8	.	.	8,7	.	.	.	.	.	.	.
Registered unemployment rate	%, average	3,0	3,1	4,3	6,0	8,5	9,0	8,5	9,2	9,9	10,3	10,2	10,8	10,0	10,2	10,1	10,7	9,9	10,1	10,0
PUBLIC FINANCE																				
Public finance deficit excluding NL and subsidies to TI*	bn. CZK, current p.	-12,1	-15,0	-23,8	-25,0	-44,9	-66,8	-59,9	-89,5	-99,1	-124,0	-122,0	.	.	.	.	.	.	.	.
Public finance deficit excluding NL and subsidies to TI / GDP*	%, nominal terms	-0,8	-0,9	-1,3	-1,3	-2,2	-3,1	-2,6	-3,7	-3,9	-4,5	-4,2	.	.	.	.	.	.	.	.
Public debt	bn. CZK, current p.	210,9	206,7	217,5	240,0	275,2	332,4	514,4	562,6	671,8	790,5	912,5	.	.	.	.	.	.	.	.
Public debt / HDP	%, nominal terms	14,2	12,2	12,0	12,1	13,4	15,4	22,2	23,3	26,5	28,9	31,4	.	.	.	.	.	.	.	.
EXTERNAL RELATIONS																				
Exports and imports of goods																				
Exports of goods	%, y-o-y, nominal terms	23,4	6,3	17,9	17,6	8,9	23,4	13,2	-1,2	9,4	15,1	14,7	12,3	30,7	12,4	12,7	15,3	12,4	14,4	16,5
Imports of goods	%, y-o-y, nominal terms	33,6	13,4	13,9	6,4	6,4	27,6	11,6	-4,4	8,7	13,3	13,6	11,2	28,8	10,0	10,3	14,5	11,6	13,5	14,8
Current account of balance of payments																				
Trade balance	bn. CZK, current p.	-99,6	-153,0	-150,5	-80,2	-64,4	-120,8	-116,7	-71,3	-69,4	-55,0	-45,0	-0,9	-14,0	-12,0	-28,0	2,0	-12,0	-10,0	-25,0
Trade balance / GDP	%	-6,6	-9,2	-8,6	-4,2	-3,2	-5,6	-5,0	-3,0	-2,7	-2,0	-1,5	-0,1	-2,0	-1,7	-4,0	0,3	-1,6	-1,3	-3,3
Balance of services	bn. CZK, current p.	48,9	52,2	55,9	61,9	41,5	54,6	58,0	21,9	13,2	15,0	17,0	1,8	5,0	4,5	3,5	3,5	5,0	5,0	3,5
Current account of balance of payments	bn. CZK, current p.	-36,3	-111,9	-113,0	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-157,2	-152,0	-149,0	-16,7	-35,0	-42,5	-57,5	-8,5	-33,0	-45,0	-62,5
Current account of balance of payments / GDP	%	-2,4	-6,6	-6,2	-2,0	-2,5	-4,9	-5,4	-5,6	-6,2	-5,5	-5,1	-2,6	5,0	-6,1	-8,1	-1,2	-4,4	-6,0	-8,2
Foreign direct investment																				
Direct investment	bn. CZK, current p.	67,0	34,6	40,5	115,9	215,7	190,7	208,3	270,9	66,4	119,0	170,0	30,1	.	.	.	.	.	.	.
Exchange rates																				
CZK/USD	average	26,5	27,1	31,7	32,3	34,6	38,6	38,0	32,7	28,2	26,3	25,8	26,3	26,6	26,2	26,1	25,9	25,8	25,7	25,7
CZK/EUR	average	.	.	.	.	36,9	35,6	34,1	30,8	31,8	32,1	31,5	32,9	32,0	31,8	31,8	31,7	31,6	31,4	31,1
CZK/EUR	%, y-o-y, real (CPI), average	.	.	.	.	.	-5,8	-6,8	-10,0	4,4	-0,2	-3,6	2,5	1,0	-2,2	-2,3	-4,6	-3,0	-3,0	-3,9
CZK/EUR	%, y-o-y, real (PPI), average	.	.	.	.	.	-5,2	-4,2	-9,6	5,5	-1,7	-1,4	2,2	-1,7	-5,6	-4,4	-5,7	-1,8	-0,7	-2,3
Foreign trade prices																				
Prices of exports of goods	%, y-o-y, average	7,3	1,1	5,3	4,5	-0,9	5,8	0,8	-6,7	0,9	2,5	-0,6	2,6	4,3	1,7	1,3	-0,6	-1,2	-0,6	-0,2
Prices of imports of goods	%, y-o-y, average	5,7	1,4	5,1	-2,5	2,0	12,0	-1,4	-8,5	-0,2	1,2	-1,1	0,0	2,2	1,3	1,3	-0,3	-1,6	-1,3	-1,0
MONEY AND INTEREST RATES																				
M2	%, y-o-y, average	19,9	16,6	6,8	6,1	9,0	6,4	11,1	6,7	4,2	8,1	8,0	7,0	9,2	8,3	8,2	8,3	7,5	7,8	8,3
2 W repo rate	%, end-of-period	11,3	12,4	14,8	9,5	5,3	5,3	4,8	2,8	2,0	.	.	2,0	2,3	.	.	.	.	.	.
1 Y PRIBOR	%, average	11,0	11,8	15,2	14,1	7,0	5,8	5,3	3,6	2,3	2,7	3,9	2,3	2,5	2,8	3,1	3,3	3,7	4,1	4,4

Legend:
NL = net loans
TI = transformation institutions
. = data are not available
- = data are available but not usually released
* = CNB calculation
** = in brackets are constant weights in actual consumer basket

Příloha č. 9