

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 19. srpna 2005

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 2005.
Materiál se předkládá bez rozporu.

Část I

Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

Tomáš Holub, Petr Vojtíšek, Petr Král,
Michal Skořepa, Ivan Matalík, Jiří Podpiera,
Tomáš Kvapil, Jan Schmidt, Kateřina
Šmídková, Vladimír Bezděk

Část III

Tisková zpráva má standardní obsah a vyplývá z jednání bankovní rady.

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na II. pololetí 2005.

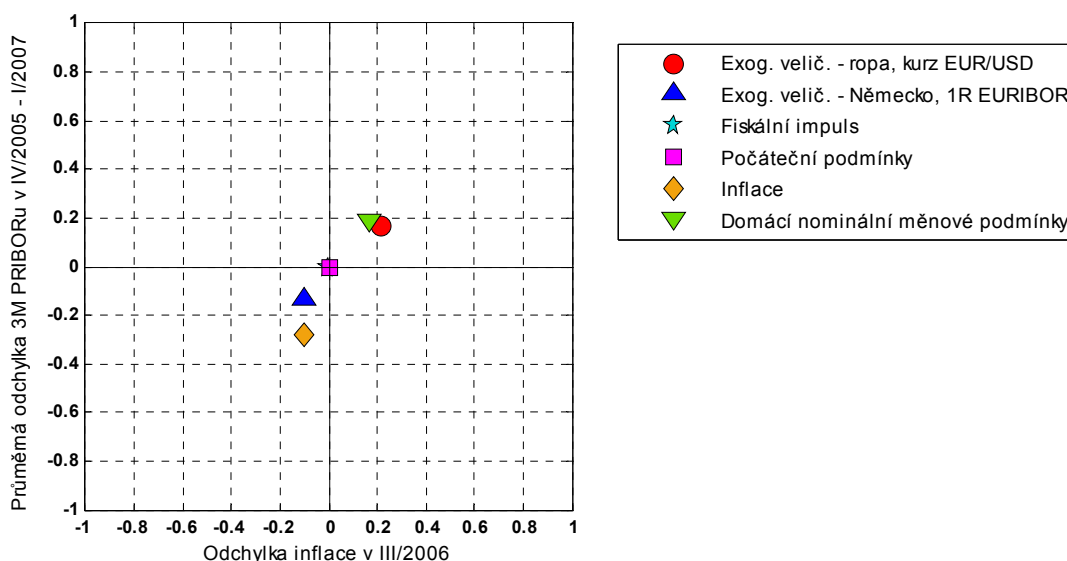
O B S A H

I. SHRUTÍ	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	 9
1 Vnější prostředí	9
2 Vývoj veřejných rozpočtů	15
 IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	 19
1 Trh práce	19
2 Ekonomický růst a jeho složky	20
3 Vývoj platební bilance	23
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	25
5 Peníze a úvěry	30
 V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	 35
1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál	35
2 Devizový kurz	36
3 Měnové podmínky	37

Tabulkové přílohy

I. SHRnutí

1 Graf rizik inflační prognózy (GRIP) a výsledná bilance rizik prognózy



Po posouzení grafu inflačních rizik a dalších informací lze v souhrnu hodnotit rizika prognózy ze 7. SZ vzhledem k horizontu MP jako vyrovnaná. Individuální rizika vyplývajících z nově dostupných informací o vývoji exogenních a endogenních veličin jsou velmi nízká a v souhrnu se vzájemně víceméně kompenzují. Nejvýznamnějším protinflačním rizikem je vývoj samotné inflace v červenci 2005. Naopak největším proinflačním faktorem je aktuální očekávání o budoucím vývoji korunových cen ropy.

Nyní k interpretaci jednotlivých bodů v grafu. Srpnová předpověď *Consensus Forecasts* naznačuje z nově dostupných informací o vývoji cen ropy proinflační působení na prognózu inflace a úrokových sazeb. U cen ropy dochází k poměrně dramatickému přehodnocení očekávaného budoucího vývoje směrem vzhůru zejména na kratším horizontu prognózy. Aktuální vývoj tedy vykročil směrem k alternativnímu scénáři zpracovanému v rámci prognózy pro 7. SZ, i když se tento scénář v celé jeho komplexnosti zatím ještě zdaleka nenaplní. Vývoj cen ropy je pak v efektivním dopadu do domácích cenových okruhů a budoucích domácích úrokových sazeb dále trochu posílen očekáváním o mírně apreciovanějším kurzu USD vůči EUR ve srovnání s předpoklady prognózy v 7. SZ (zde je ovšem odchylka jen v řádu několika málo procent).

Nové údaje o zahraničním ekonomickém vývoji (bod „Exogenní veličiny – Německo, 1R EURIBOR“) znamenají jen nepatrně nižší budoucí sazby 1R EURIBOR implikované z dnešních výnosových křivek. Podobně nevýznamně se posouvá výhled vývoje ekonomické aktivity v SRN. Vyznění příslušného bodu v simulaci GRIP je tak primárně dáno dopady aktualizovaného výhledu vývoje spotřebitelských cen v SRN, kde dochází zejména na přelomu let 2005 a 2006 k výraznějšímu zvýšení očekávaného tempa inflace. Tento očekávaný cenový šok má v modelové logice díky reakci vpředhledících agentů okamžité dopady v podobě apreciace měnového kurzu koruny vůči euru, které vyvolají příslušné

snížení dynamiky dovozních cen a tuzemské inflace. Proto je výsledný dopad do rizik stávající prognózy ve směru mírně nižší inflace a nižších úrokových sazeb.¹

Odhad fiskálního impulzu pro roky 2005 a 2006 se oproti červencové prognóze nemění, a tudíž je vliv nových informací o vývoji veřejných rozpočtů na prognózu vývoje inflace i úrokových sazeb vyhodnocen v této formalizované bilanci rizik jako neutrální. Bod „Fiskální impulz“ v GRIPu se proto nachází v průsečíku os. Fiskální vývoj je však stále zatížen řadou nejistot.

Meziroční růst reálného HDP pro 2. čtvrtletí 2005 očekáváme na základě nových informací i nadále na hodnotě 4,2 %, stejně jako v prognóze pro 7. SZ. Toto hodnocení se opírá jak o krátkodobé prognostické přístupy k agregátnímu HDP na bázi předstihových a souběžných indikátorů, tak o analýzu nových informací v oblasti jednotlivých složek agregátní poptávky. Zde se v souladu s prognózou vyvíjejí indikátory vývoje spotřeby domácností. V oblasti investiční činnosti se objevují signály o rychlejším než očekávaném zpomalování jejího růstu zejména v segmentu soukromých investic. Nové informace z oblasti obchodní bilance, cen dovozu a vývozu zboží a bilance služeb naznačují, že pokles dynamiky reálných exportů byl ve 2.Q 2005 rychlejší než prognózovaný. Přesto je pravděpodobné, že deficit reálného čistého vývozu na bázi národních účtů bude nižší než předpokládala minulá prognóza. Důvodem je očekávaný mizr. pokles reálné hodnoty dovozu zboží a služeb ve 2.Q 2005, který je vedle působení zpomalujícího vývozu pravděpodobně rovněž důsledkem nižší investiční aktivity v domácí ekonomice. Nové informace z průmyslové sféry a stavebnictví včetně konjunkturálních šetření jsou i nadále v souladu s udržení růstu HDP v roce 2005 kolem 4 %. V souhrnu proto nepřehodnocujeme odhad mezery výstupu pro 2.Q 2005 a bod „Počáteční podmínky“ v GRIPu se nachází stejně jako „Fiskální impulz“ v průsečíku os.

Vývoj inflace za červenec 2005 měřený indexem spotřebitelských cen byl ve srovnání s červencovou prognózou nižší o 0,3 p.b. Tento rozdíl byl do značné míry zapříčiněn nižší než očekávanou korigovanou inflací bez PH zejména z titulu absence sezónního zvýšení cen úhrad za družstevní bydlení a souvisejících cen imputovaného nájemného. Dalšími důvody mohlo být rychlejší než předpokládané promítání poklesu dovozních cen z počátku roku tažené předešlou apreciací měnového kurzu a posun sezónnosti ve vývoji cen oděvů a obuvi. Stejným směrem ale mírněji působilo na spotřebitelskou inflaci vzhledem k prognóze zpoždění v náběhu dopadů změn nepřímých daní na tabákové výrobky. Naopak rychleji rostly ve srovnání s prognózou pohonné hmoty v důsledku nečekaně překotného růstu cen ropy. V simulaci v GRIPu má nižší pozorovaná inflace v červenci 2005 dopad do nižší inflace na horizontu měnové politiky a nižších úrokových sazeb v budoucnosti. V návaznosti na pozorované zpoždění změn nepřímých daní je v této simulaci dopad nižší červencové inflace na horizontu měnové politiky poněkud utlumen vlivem posunu dopadů daní více do budoucnosti. Na reakci měnové politiky tento posun nemá vliv, protože na primární dopady daní je standardně aplikován institut výjimky.

Vývoj inflace v dalších měsících je však zatížen některými dalšími změnami a nejistotami, které jsou zejména v krátkodobém horizontu spíše proinflačního charakteru. Nejistotou je předně zatížení budoucí vývoj regulovaných cen zemního plynu, kdy aktuální informace z ERÚ naznačují mnohem výraznější nárůst v říjnu 2005 oproti předpokladům červencové prognózy. Dále pak týdenní šetření cen pohonných hmot signalizují pokračující relativně

¹ Podobně, jenže v opačném směru, bylo vyhodnoceno riziko snížení výhledu zahraniční inflace pro tehdejší prognózu v rámci 3. SZ 2005.

velmi rychlý růst cen pohonných hmot, který překonává očekávání z prognózy v 7. SZ. Přitom lze očekávat postupný průsak tohoto rychlého růstu cen do ostatních cenových okruhů. To může dále zvyšovat rizika rychlejšího růstu inflace oproti prognóze v nejbližších měsících.

Dopad dosavadního vývoje domácích nominálních měnových podmínek je možno hodnotit jako slabě proinflační. Riziko pro stávající prognózu z tohoto titulu proto není ani zde kvantitativně významné. Domácí nominální úrokové sazby jsou ve srovnání se základním scénářem prognózy jen nepatrně uvolněnější. Dosavadní vývoj nominálního měnového kurzu koruny vůči euru se v průměru pohyboval na úrovni prognózy. Z čistě formálního pohledu modelové simulace zachycené v GRIPu bodem „domácí nominální měnové podmínky“ je ovšem průměrná hodnota kurzu v dosavadním průběhu 3.Q 2005 na úrovni 30 Kč/EUR depreciovanejší, než by odpovídalo novým informacím o ostatních domácích a zahraničních exogenních a endogenních veličinách.²

2 Prognózy ostatních institucí

V srpnu byla publikována dvě šetření, 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). Všechny níže uvedené ekonomické úvahy jsou vybrány z dotazníkových odpovědí.

HDP

Očekávání analytiků ohledně růstu HDP v rámci šetření IOFT se téměř nezměnila. Hlavním faktorem růstu podle nich v letošním roce zůstanou čisté exporty (výsledek investic v minulém období). Pokles domácí spotřeby při nárůstu disponibilního důchodu je zdůvodňován vyšší mírou úspor a upřednostňováním dlouhodobých investic do bydlení před okamžitou spotřebou. V příštím roce je podle analytiků pravděpodobná změna struktury růstu. Možné ochlazení ekonomického růstu v eurozóně a pokračující apreciacie koruny vůči euru může vést ke snížení podílu čistých exportů na HDP. Tento výpadek by naopak mohla kompenzovat rostoucí spotřeba domácností a vlády.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: HDP (%)

Datum vzniku prognózy	rok 2005			rok 2006		
	ČNB	IOFT	CF	ČNB	IOFT	CF
5/05		4.0	4.0		3.8	4.1
6/05		4.0			3.9	
7/05	4.1	4.2	4.2	4.2	4.0	4.2
8/05		4.3			4.0	

² Toto riziko je do značné míry tlumeno až převáženo posledním vývojem nominálního kurzu, který od počátku srpna relativně rychle posílil k hodnotám pod 29,50 Kč/EUR. Toto posílení může reflektovat výše zmíněné dopady nových informací o vývoji simulací uvažovaných veličin, stejně jako změnu v regionálním sentimentu v návaznosti na vývoj světových devizových trhů.

Měnový kurz

V ročním horizontu se i nadále předpokládá apreciace kurzu CZK/EUR; převážně domácí analytici v rámci šetření IOFT očekávají ve srovnání se základním scénářem prognózy apreciovanější kurz o cca 3,6 %, zahraniční analytici v rámci šetření CF o 3,4 %. Za hlavní důvod apreciace nominálního kurzu se považuje reálná i nominální konvergence české ekonomiky k evropské. Koruna je podporována příznivými ekonomickými fundamenty, zvláště vysokým hospodářským růstem a nad očekávání pozitivním vývojem obchodní bilance. Naopak v depreciačním směru by měla působit repatriace dividend a odliv portfoliových investic citlivých na úrokový diferenciál.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: kurz CZK/EUR

Datum vzniku prognózy	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	CF	ČNB	IOFT	CF
5/05		30.0		29.3	30.5
6/05		30.2		29.3	29.9
7/05	30.0 (3.Q05)	30.2	30.3	29.3	29.6
8/05		29.9		29.2	29.3

Inflace

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se mírně zvýšila. Inflace by se podle analytiků měla v dalších měsících postupně zvyšovat, do cílového pásma ČNB by se měla vrátit na konci letošního roku. Za hlavní proinflační riziko jsou považovány vysoké ceny ropy a změny v oblasti regulovaných cen (avizované zvýšení cen elektřiny, plynu, nájemného, spotřební daně u tabáku). Poptávkové inflační tlaky by se podle analytiků měly objevit až na přelomu let 2006 a 2007, kdy se očekává uzavření mezery výstupu. Protiinflačně by měla působit především očekávaná apreciace koruny.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: inflace (%)

Datum odečtu prognózy	horizont 1R				horizont 3R		
	ČNB	IOFT	podniky	domácnosti	IOFT	podniky	domácnosti
5/05	2.3	2.4			2.4		
6/05	2.2	2.3	2.7	4.2	2.5	3.1	6.6
7/05	2.7	2.4			2.5		
8/05	2.7	2.5			2.6		

Úrokové sazby

Predikce očekávaných úrokových sazeb se mírně zvýšily. Nadále se očekává stabilita klíčových úrokových sazeb ČNB minimálně do konce tohoto roku, spíše však déle, a poté postupné zpříšňování měnové politiky. Jeho tempo však bude záviset mj. i na vývoji kurzu koruny a budoucí měnové politice ECB. Odhady úrovně repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,75 – 2,50 %.

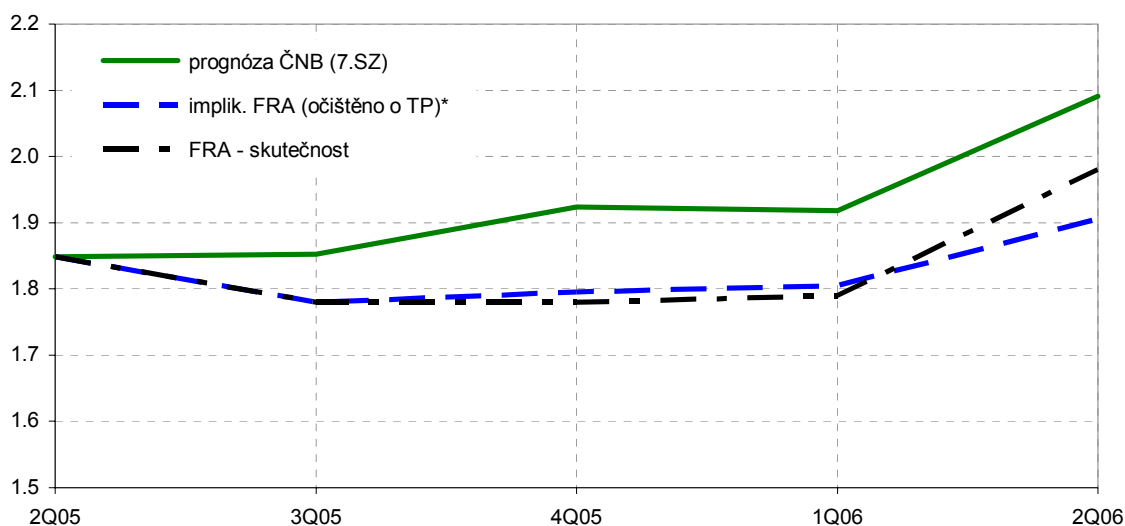
Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: úrokové sazby (%)

Datum vzniku prognózy	horizont 1R				
	ČNB 3M PRIBOR	IOFT 2T REPO	CF 3M PRIBOR	ČNB 12M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
5/05	2.1	2.0	2.2	2.2	2.3
6/05		1.9			2.3
7/05		1.9	2.1		2.3
8/05		2.1			2.4

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 sazeb z výnosové křivky.

Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentních se základním scénářem (k 17.8.2005)



* 3M implikované sazby ze sazeb PRIBOR očistěné o termínovou prémii ve výši 10 b.b. p.a.

Z grafu je patrné očekávání stability úrokových sazeb až do 2.Q 2006. Sazby implikované základním scénářem prognózy se v celém horizontu pohybují mírně nad očekávanými tržními 3M sazbami.

Srovnáme-li základní scénář prognózy ze 7. SZ a nově dostupné externí prognózy, analytici předpokládají, že inflace se bude pohybovat na mírně nižší hladině. Pravděpodobnou příčinou je očekávaná přísnější kurzová složka měnových podmínek (apreciovanější kurz). Očekávaná trajektorie úrokových sazeb přibližně odpovídá základnímu scénáři prognózy. Predikce růstu HDP pro roky 2005 a 2006 se mírně odlišují v jednotlivých letech.

3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

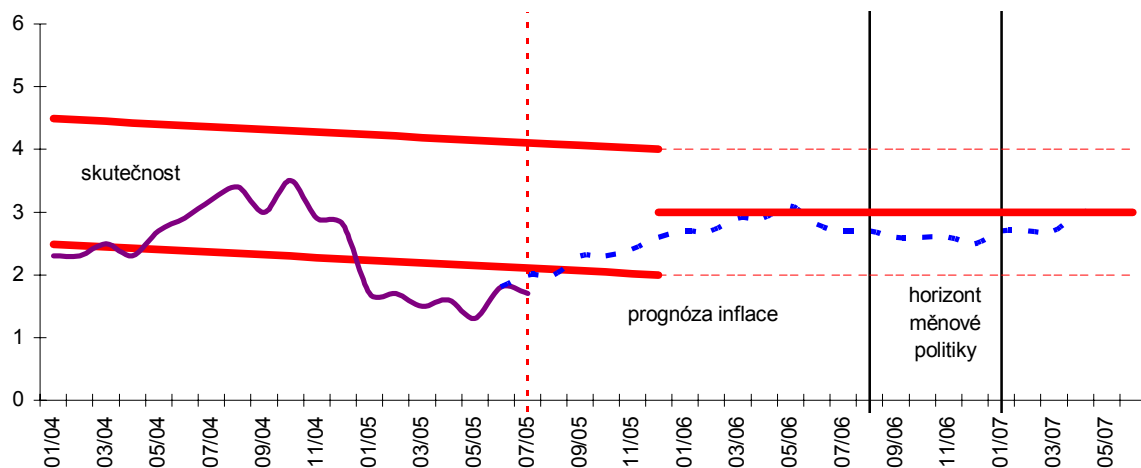
	Období	meziročně v %	
		predikce 7. SZ	skutečnost
Vývoz zboží	červen 2005	.	4.7
Dovoz zboží	červen 2005	.	0.4
Obchodní bilance (mld. Kč)	červen 2005	.	7.5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	červen 2005	.	-15.3
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	červen 2005	.	88.2
Vývoz zboží	II/05	-0.6	2.1
Dovoz zboží	II/05	-6.0	-3.8
Obchodní bilance (mld. Kč)	II/05	16.0	18.6
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	II/05	-16.0	-24.6
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	II/05	.	98.3
Index spotřebitelských cen	červenec 2005	2.0	1.7
Ceny průmyslových výrobců	červenec 2005	1.1 (Q)	2.0
Ceny zemědělských výrobců	červenec 2005	-8.2 (Q)	-11.0
Vývozní ceny	červen 2005	0.6 (Q)	-0.8
Dovozní ceny	červen 2005	-0.3 (Q)	1.4
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	červenec 2005	9.6	9.5
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)*	červenec 2005	.	8.8
Míra nezaměstnanosti - průměr za období podle VŠPS (v %)	II/05	8.0	7.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/05	0.5	1.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu	červen 2005	.	5.0
Průměrná nominální mzda v průmyslu	II/05	.	4.7
NJMN v průmyslu	červen 2005	.	-2.5
NJMN v průmyslu	II/05	.	-2.5
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	červen 2005	.	3.1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	II/05	.	4.3
NJMN ve stavebnictví	červen 2005	.	-9.1
NJMN ve stavebnictví	II/05	.	8.9
Peněžní zásoba (M2)	červen 2005	5.0 (Q)	5.2
Úvěry na bydlení	červen 2005	.	34.7
Úvěry podnikům a domácnostem	červen 2005	.	18.3
Stavební výroba	červen 2005	.	19.0
Stavební výroba	II/05	.	0.0
Index průmyslové produkce	červen 2005	.	3.7
Index průmyslové produkce	II/05	.	4.5
Tržby v maloobchodu (včetně motoristického segmentu)	červen 2005	.	4.4
Tržby v maloobchodu (včetně motoristického segmentu)	II/05	.	4.7
Služby	II/05	.	2.6

*) Podle nové metodiky

(Q) U uvedeného údaje neexistuje predikce na jednotlivý měsíc, proto se uvádí predikce na čtvrtletí.

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA ZE 7. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

V červenci 2005 byla aktualizována střednědobá inflační prognóza na léta 2005 až 2007. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, pásmo, resp. bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky.³ V červenci 2005 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 1,7 %, což bylo o 0,3 p.b. méně, než očekávala prognóza ze 7. SZ.



Výchozími předpoklady pro formulování červencové inflační prognózy byly:

Vnitřní prostředí

- výchozí mezera výstupu pro 2. čtvrtletí v rozsahu cca -0,6 % a budoucí růst potenciálního (inflaci nezrychlujícího) produktu ve výši 3,5 – 4 % ročně;
- mírně uvolněná úroková složka reálných měnových podmínek ve 2. čtvrtletí 2005 v rozsahu -0,6 % s příspěvkem cca -0,2 p.b. do RMCI;
- zhruba neutrální kurzová složka reálných měnových podmínek ve 2. čtvrtletí 2005 v rozsahu -0,2 % s příspěvkem -0,03 p.b. do RMCI;
- nominální devizový kurz 30,0 CZK/EUR ve 3.Q 2005;
- deficit soustavy veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 ve výši 3,1 % HDP v roce 2005 s výhledem na jeho snížení na 2,8 % v roce 2006; tomu odpovídá očekávaný fiskální impulz na úrovni +0,2 p.b. resp. -0,1 p.b.

Vnější prostředí

- v roce 2005, resp. 2006, růst zahraniční poptávky reprezentované indikátorem meziročního růstu HDP v Německu ve výši 0,9 %, resp. 1,4 %;
- pro nejbližší čtvrtletí prognóza předpokládá úroveň cen uralské ropy kolem 45 USD za barel s následným postupným poklesem k úrovni kolem 42 USD ve zbytku roku 2005 a její stabilitu zhruba na těchto hodnotách v roce 2006;
- prognóza předpokládá poměrně stabilní vývoj cen v zahraničí v letošním roce reprezentovaný meziročním růstem spotřebitelských, resp. průmyslových cen v Německu ve výši 1,5 %, resp. 3,1 %; pro rok 2006 je potom prognóza konzistentní s růstem obou cenových indexů v tempu 1,3 %, resp. 1,5 %.

³ Zatímco prognóza se mezi velkými SZ nemění, měsíčně dochází k posunu horizontu měnové politiky. Výše uvedený graf pracuje s horizontem měnové politiky srpen 2006 až leden 2007.

Červencová prognóza ekonomického růstu vychází z očekávání dočasné stagnace existující záporné produkční mezery v průběhu roku 2005 na pozadí jen velmi slabé zahraniční konjunktury, dopadů zpřísnění reálného měnového kurzu v minulosti a prakticky neutrálního působení fiskální politiky. Opětovné obnovení fáze uzavírání mezery výstupu v závislosti na vývoji poptávkových faktorů je v prognóze očekáváno v průběhu roku 2006, takže k protnutí hranice potenciálního produktu dojde počátkem roku 2007. Tato trajektorie výstupové mezery spolu s předpokládaným tempem růstu potenciálního produktu povede v letech 2005 a 2006 v prognóze k růstu reálného HDP v rozsahu kolem 4 %. Tahounem ekonomického růstu budou i nadále exporty a na jejich vývoj navazující hrubá tvorba fixního kapitálu. Spotřeba domácností bude postupně zrychlovat svůj růst v návaznosti na vývoj hrubého disponibilního důchodu a zpožděný vliv uvolněných reálných úrokových podmínek.

Vývoj reálného disponibilního důchodu bude v první řadě determinován očekávaným vývojem na trhu práce. Zde červencová prognóza předpokládá pokračování růstu počtu zaměstnanců v letech 2005 a 2006 o zhruba 1 %, které bude odrážet vedle pozitivního vlivu reálné ekonomické aktivity i dočasný příspěvek růstu počtu zaměstnanců v nepodnikatelské sféře. Mzdový vývoj nevybočí z trendu posledních několika let a můžeme tudíž očekávat roční růst průměrných nominálních mezd kolem 7 %.

Prognóza předpokládá stagnaci až mírné oslabování nominálního devizového kurzu v roce 2005 a následně velmi pozvolnou apreciaci kurzu v roce 2006. Vývoj devizového kurzu bude spolu s vývojem cen energií hlavním faktorem ovlivňujícím vývoj dovozních cen, přičemž v letech 2005 a 2006 bude vývoj dovozních cen působit spíše proinflačně.

Očekávaný vývoj inflace je dán souběhem vývoje poptávkových tlaků vyplývajících z reálné ekonomické aktivity, dovezené inflace, administrativních vlivů a ostatních exogenních faktorů včetně faktorů vývoje cen potravin. Očekávané zrychlení růstu regulovaných cen spolu s příspěvkem změn nepřímých daní a vysokým růstem cen pohonných hmot způsobí, že přes nižší poptávkové inflační tlaky bude trajektorie spotřebitelské inflace na horizontu měnové politiky ležet blízko bodového inflačního cíle, resp. jen mírně pod ním.

S červencovou prognózou je konzistentní stabilita úrokových sazeb během následujících několika čtvrtletí. Zhruba od poloviny roku 2006 je v prognóze očekáván jejich pozvolný růst.

V rámci zpracování červencové prognózy byl sestaven alternativní scénář, který simuluje výrazný a dlouhodobější růst ceny ropy. Tento simulovaný šok vyvolává reakce ve vývoji světové ekonomiky, které v konečném důsledku vedou v domácí ekonomice ke zpočátku otevřenější výstupové mezeře a v celém horizontu i k vyšší inflaci. S tím je konzistentní vyšší úroveň domácích úrokových sazeb oproti základnímu scénáři.

Sekce měnová a statistiky po diskuzi vyznění prognózy, jejích rizik a komunikačních aspektů jednomyslně doporučila BR neměnit měnověpolitické úrokové sazby.

Bankovní rada na svém zasedání rovněž jednomyslně rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny. BR se shodla, že červencová prognóza se od dubnové odlišuje především zohledněním dopadů nákladových šoků v oblasti cen ropy a regulovaných cen. BR se rovněž shodla, že rizika červencové prognózy jsou mírná a symetrická.

III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNOZY

1 Vnější prostředí

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

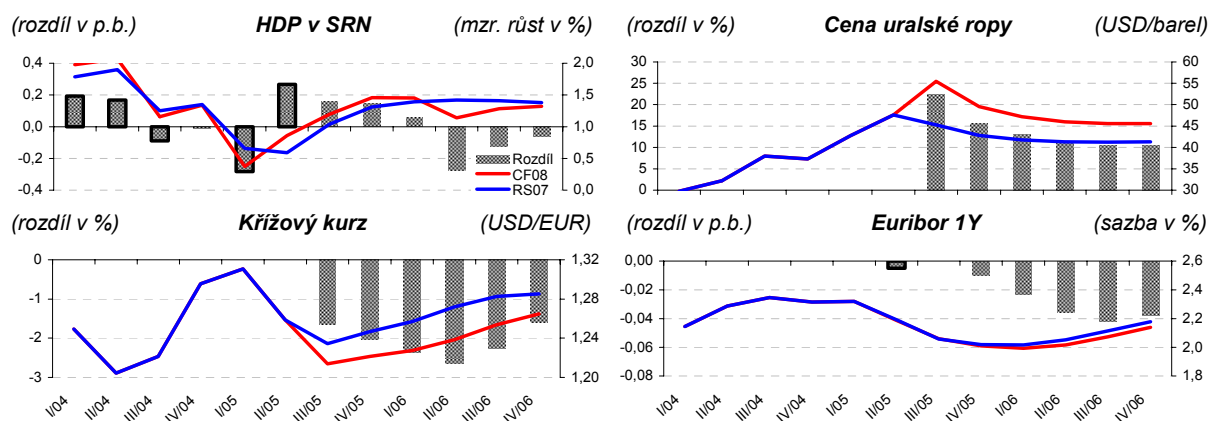
Současně se zveřejněním prvního odhadu tempa růstu **HDP v Německu** ve 2. čtvrtletí 2005 byl Spolkovým statistickým úřadem přehodnocen vývoj v uplynulých dvou letech. Změna úrovně se však neprojevila nijak výrazně na minulé dynamice. U agregátu používaného predikčním modelem (sezónně ale ne o počet pracovních dnů očištěný údaj) došlo k největšímu rozdílu v 1. čtvrtletí 2005, kdy je nová mizr. skutečnost nižší (0,4 místo 0,7 %), naopak skutečnost (odhad) za 2.Q je ve stejném rozsahu vyšší (0,9 %), než byla predikce na základě CF06 (RS07). Ostatní změny oproti RS07 se v horizontu predikce zhruba kompenzují, neboť CF08 nezměnil svou předpověď sezónně neočištěného agregátu (0,9 a 1,3 % pro letošní ani příští rok).

Mizr. dynamika ostatních agregátů HDP v 1. a 2. čtvrtletí se liší dle použité definice – sezónně neočištěný údaj: -0,4 resp. +1,6 %, sezónně a o počet pracovních dnů očištěný údaj: +0,8 resp. +0,6 %, námi počítaný sezónně očištěný agregát: +0,4 resp. +0,9 %.

Předpověď ceny **ropy WTI** dle srpnového Consensus Forecasts (CF08) se opět v celém období předpovědi zvýšila. V horizontu tří měsíců se posunula z 53,3 na 55,7 USD/b, v horizontu jednoho roku pak z 48,9 na 51,6 USD/b. Vzhledem k aktuální ceně na historickém maximu přes 65 USD/b je rozdíl současné předpovědi oproti referenčnímu scénáři 7. SZ (RS07) největší ve 3. čtvrtletí 2005, kdy se u uralské ropy pohybuje mezi 22 % v USD a 25 % v CZK.

Jen k nepatrné změně předpovědi došlo v tomto měsíci u křížového **kurzu USD/EUR** (mírně – o cca 0,5 % – slabší USD do konce roku 2005 a o cca 0,3 % silnější USD v polovině příštího roku). Oproti RS07 by měl však dle nové předpovědi dolar být silnější v příštích šesti čtvrtletích v průměru o 2 %.

K protisměrným pohybům došlo u úrokových sazeb **Euribor**. Na krátkém konci přehodnotil nový CF08 výhled Euriboru3M směrem vzhůru cca o 0,1 p.b. jak v horizontu 3 měsíců, tak jednoho roku (na 2,2 resp. 2,4 %). Výhled ročního Euriboru na základě tržních očekávání a z toho odvozených implikovaných budoucích sazeb se naopak posouvá až o 0,1 p.b. směrem dolů (nejvíce v horizontu 4 až 6 čtvrtletí). Oproti RS07 je však rozdíl méně než poloviční. Očekávaný výnos německého vládního bondu 10Y se v horizontu 3 měsíců rovněž posouvá o 0,1 p.b. vzhůru na 3,5 % (v horizontu 1 roku žádná změna, 3,8 %).



Předpověď **inflace** spotřebitelských cen v Německu se pro roky 2005 a 2006 posouvá shodně o 0,1 p.b. vzhůru na 1,7 resp. 1,5 %. Oproti RS07 tato změna implikuje rozdíl zejména v následujících čtyřech čtvrtletích. Ještě více byl přehodnocen výhled inflace výrobních cen, který se opět posouvá vzhůru – z 3,3 na 3,6 % v roce 2005 a z 1,5 na 1,7 % v příštím roce.

1.2 Eurozóna a Německo

Navzdory vysoké ceně ropy signalizovala v červenci většina předstihových ukazatelů pro **eurozónu** mírné zlepšení jak současné ekonomické situace, tak jejího výhledu. (Dobrou zprávou je, že to lze říci i o Itálii). Mírný optimismus pramenil z relativně stabilní zahraniční poptávky a slabšího eura. Příznivé hospodářské výsledky firem se projevují na růstu akciových indexů a dochází i k mírnému poklesu míry nezaměstnanosti. Zvyšují se však inflační očekávání, přestože by jádrová inflace měla se zvětšováním negativní mezery výstupu i nadále klesat. Consensus Forecasts v srpnu nepřehodnotil ani výhled růstu HDP, ani cenového vývoje.

Podle prvního odhadu Eurostatu vzrostl HDP v eurozóně oproti 1. čtvrtletí o 0,3 % (v prvním čtvrtletí 0,5 %), mizr. dynamika tak poklesla z 1,4 na 1,2 %. Předběžný odhad inflace za červenec je 2,2 % a v červnu pokračoval i trendový růst cen výrobců (4,0 %).

I v **Německu** se pravděpodobnost oživení na základě konjunkturálních šetření zvyšuje. Optimismus panuje zejména v podnikatelském sektoru díky růstu průmyslové výroby i zakázek. Na rozdíl od většiny ostatních členských zemí EU15 Německu rostou přebytky obchodní bilance a čistý export tak zajišťuje převážnou část ekonomického růstu. Přes několik měsíců trvající pokles nezaměstnanosti však i nadále stagnuje sentiment v sektoru domácností na velice nízkých hodnotách a očekává se jen pomalé zlepšování.

HDP ve druhém čtvrtletí podle sezónně a o pracovní dny očištěného ukazatele mezi čtvrtletími stagnoval, mizr. růst činil 0,6 %. Další dva ukazatele jsou optimističtější. Bez sezónního očištění se mizr. růst vyšplhal na 1,6 % a agregát počítaný v měnové sekci (pouze sezónní očištění) signalizuje růst 0,9 % mizr. a solidních 0,6 % mzk. Míra nezaměstnanosti klesala z březnových 12 % postupně až na 11,6 % v červenci.

Ani pro Německo CF08 zatím nepřehodnotil očekávání hospodářského růstu, zvyšuje se však o 0,1 p.b. výhled cenového růstu pro spotřebitele (na 1,7 % letos a na 1,5 % v příštím roce) a ještě více se zvyšuje odhad výrobních cen.

1.3 Spojené státy

Americká ekonomika vlivem zásahů FEDu a zpřísnování fiskální politiky mírně zpomaluje svůj hospodářský růst. Pravděpodobně vlivem růstu cen energetických zdrojů na světových trzích však tato opatření nejsou zatím dostatečná ke snižování vnější nerovnováhy. Předstihové indikátory se mírně zvýšily zejména díky nižší nezaměstnanosti a lepší situaci v maloobchodě.

Hospodářský růst v USA v letošním roce meziročně zpomaluje cca o 1 p.b. a podle předběžných údajů za 2. čtvrtletí 2005 činil, stejně jako v 1. čtvrtletí, 3,6 % (spotřeba domácností 3,3 %). Nezaměstnanost se mírně snížila (červenec 5,5 %, meziroční zlepšení o 0,5 p.b.). Přes poměrně rychlý hospodářský růst doprovázený růstem mezd a cen energií dochází ke zmírňování růstu spotřebitelských cen (červen 2,5 % oproti dubnu 3,5 %). Do cenového vývoje se tak zřejmě promítá vliv stabilizace kurzu dolaru po předcházejícím značném oslabení. V běžných cenách se deficit obchodní bilance stále prohlubuje (meziročně

o 15 až 20 %). Stabilita kurzu je při velkém a mírně rostoucím deficitu běžného účtu zajišťována opakovaným zvyšováním úrokových sazeb. V červenci došlo již k desátému zvýšení sazeb v řadě, o 0,25 p.b. na 3,5 %.

1.4 Středoevropské ekonomiky

Země středoevropského regionu si udržují nadále vysoký hospodářský růst, více než dvojnásobný ve srovnání s průměrem zemí EU. Zároveň tam však dochází, vlivem souběhu několika faktorů (vývoj kurzů, struktura růstu, vliv nadúrody, pokračujícímu boji obchodních řetězců o podíly na trhu apod.), k poklesu inflace, resp. její stabilizaci na velmi nízké úrovni. Tři ze čtyř zemí tak v současnosti mají meziroční inflaci nižší než průměr zemí EU. Navíc začaly kurzy jejich měn od počátku srpna opět posilovat. S ohledem na kurzový a cenový vývoj a v případě Polska a Maďarska též na stávající úroveň měnověpolitických sazeb lze očekávat v budoucnu další pokles sazeb.

Polsko

V posledních měsících je patrné opětovné urychlování růstu průmyslové výroby (červen o 6,8 %, průměr za 1. pololetí 2005 však jen 1,5 %). Růst výroby souvisí zejména s vývojem obchodní bilance, kde je patrný výrazný předstih tempa růstu vývozu (+20,5 % za 1 až 5 měsíců 2005 na bázi eurových cen) oproti tempům růstu dovozu (+9,1 %). Deficit obchodní bilance se za uvedené období snížil na 3,3 mld. EUR. Právě struktura růstu tažená exportem způsobuje jen velmi nízkou inflaci. Na evropské poměry velmi vysoká míra nezaměstnanosti se přes rychlý hospodářský růst snižuje jen pozvolna (meziročně o 1,2 p. b. na 18 %). To také umožňuje jen relativně umírněný růst mezd (meziročně + 4,5 %) a přispívá k vytváření nízkoinflačního prostředí. K němu přispívá i faktická stagnace cen průmyslových výrobců (meziročně +0,1 %) a poměrně výrazná meziroční apreciace měny. V důsledku toho má Polsko jednu z nejnižších inflací v Evropě (meziročně +1,4 %). Po červnovém snížení měnověpolitických sazeb o 0,5 p.b. pokračovala NBP ve snižování sazeb i v červenci tentokrát o 0,25 p.b. na 4,75 %. Dalšímu posilování zlotého to však nezabránilo.

Maďarsko

Také v Maďarsku je patrný relativně vysoký růst průmyslové výroby (červen 9,0 %) tažený též ve větší míře domácí poptávkou. Růst vývozu je výrazně pomalejší než v Polsku (červen cca 5,5 % resp. 11 % na bázi eura), ale přesto předstihující tempo růstu dovozů. Za první pololetí se však meziročně deficit obchodní bilance prakticky nezměnil a dosáhl 1,18 mld. EUR. Kromě růstu průmyslové výroby je patrný i relativně rychlý růst stavební výroby, jejíž meziroční tempo růstu dosáhlo v červnu 10,9 %. Přes poměrně vysoký růst výroby zůstává míra nezaměstnanosti relativně stabilní a dosahuje 6,3 % (event. 7,1 % podle národní metodiky). Maloobchodní prodeje rostou v poslední době poměrně rychle (květen 5,8 %). Inflace se v červenci mírně klesla (3,7 %), ale přesto zůstává zdaleka nejvyšší v regionu. Kromě posilování domácí měny tlumí inflaci i vývoj cen zemědělských výrobců, které v 1. pololetí meziročně klesaly o 10,5 %. Maďarská národní banka pokračuje v postupném snižování úrokových sazeb. V červenci již podesáté za sebou snížila svou základní sazbu tentokrát o 0,25 p.b. na 6,75 %.

Slovensko

Podle předběžných odhadů vzrostl HDP Slovenska ve 2. čtvrtletí 2005 o 5,1 %. Slovensko vykazuje ze všech středoevropských zemí nejvyšší růst průmyslové (červen 29,2 % a 1. pololetí 25,7 %) a stavební výroby (červen 25,2 %). Na rozdíl od svých středoevropských sousedů je však růst tažen především domácí poptávkou (zejména investicemi). Přes červnové

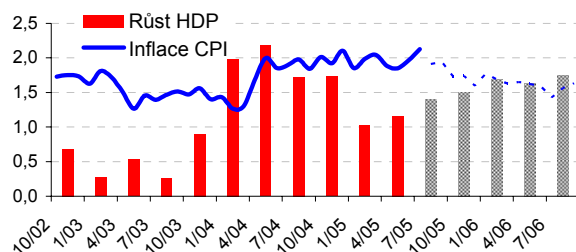
relativně dobré výsledky zahraničního obchodu (saldo -3,1 mld. SKK, tempo růstu vývozu o 11,7 % oproti dovozům 4,5 %) signalizují pololetní výsledky spíše prohlubování vnější nerovnováhy (saldo -27,1 mld. SKK při meziročním zhoršení o 17,6 mld. SKK a při relativně nízké dynamice vývozu jen 5,1 %, zatímco dovozy vzrostly o 9 %).⁴ Aktuálně velmi rychle roste soukromá spotřeba, což dokumentuje vysoké meziroční tempo růstu maloobchodních prodejů v červnu o 8,0 % (květen 9,6 %). Rychlý růst výroby a spotřeby se promítá v poklesu míry nezaměstnanosti. Přes silný růst domácí poptávky však inflace výrazně zpomalila z červnových 2,5 % na 2,0 % v červenci. Přitom na rozdíl od Maďarska k poklesu inflace příliš nepřispíval ani vývoj cen zemědělských výrobců. Zřejmě s ohledem na vysoký růst domácí poptávky ponechává NBS své měnověpolitické sazby již několik měsíců nezměněné na úrovni 3 %.

1.5 Efektivní ukazatele

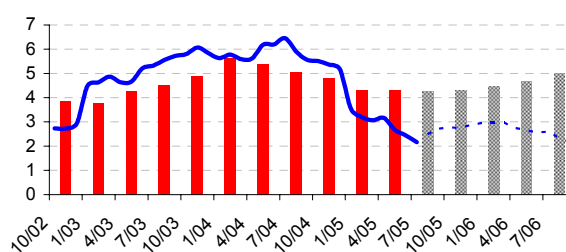
Na výhledu růstu HDP v původních zemích EU v efektivním vyjádření se podle nejnovějšího CF08 prakticky nic nemění. Po revizi německých dat se mírně snížila skutečnost v prvním čtvrtletí a naopak oproti očekávání byla ve stejném rozsahu (cca 0,2 p.b.) lepší předběžná skutečnost za 2.Q. Inflace pokračovala i v červenci v poměrně rychlém vzestupu. CF08 přehodnotil směrem nahoru i její střednědobý výhled, i když nadále se očekává v nejbližších měsících pokles pod hladinu 2 %.

V nových členských zemích čísla o růstu HDP za 1.Q a předběžně i za 2.Q překvapila směrem nahoru a růst se tak udržel nad čtyřprocentní hranicí a do budoucna se očekává jeho další akcelerace směrem k 5 %. Inflace na rozdíl od původních členských zemí nadále pokračovala v poklesu k dvouprocentní hranici a CF očekává, že se letos i v příštím roce bude držet v pásmu 2 až 3 %.

Původní země EU (efektivní ukazatel, % mizr.)



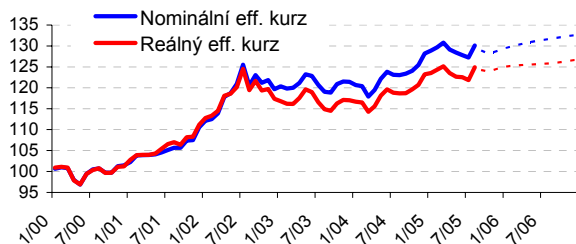
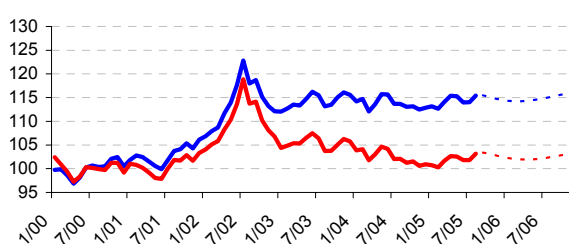
Nové země EU



Rychlé posílení koruny vůči euru v první polovině srpna se projevilo i v efektivních kurzech⁵. Vůči koši všech sledovaných měn jak reálný, tak nominální kurz dohnaly postupné ztráty z předchozích čtyř měsíců. Po korekci očekává CF08 další pozvolné zhodnocování. Koruna mírně zhodnotila i ve srovnání s ostatními měnami nových členských zemí EU, přestože i ty v posledním měsíci čelí obnoveným apreciačním tlakům. Zde se však ani nadále neočekává změna v horizontálním trendu budoucího vývoje.

⁴ Tempa růstu vývozu a dovozu nejsou očištěna o vliv apreciace SKK, po očištění by byla dynamika o 4 až 5 p.b. vyšší.

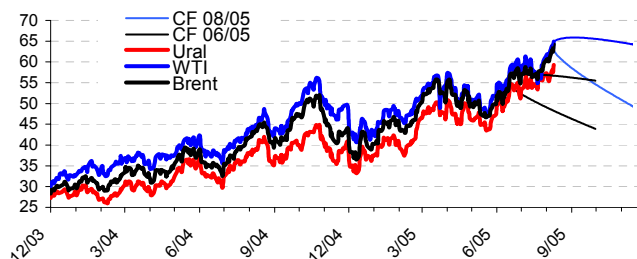
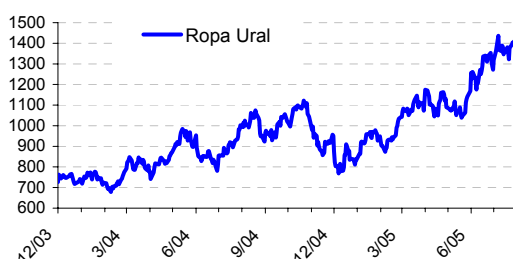
⁵ Od této SZ bude používán nový výpočet efektivních kurzů, který oproti původní definici (23 zemí jako v Aradu) zahrnuje 73 největších obchodních partnerů ČR v roce 2003. Díky lepšímu pokrytí Asie a zemí bývalého Sovětského svazu tento index ukazuje na rychlejší (především nominální) apreciaci koruny, zejména od roku 2002 (v rozsahu cca 4 %).

Svět celkem (rok 2000 = 100, růst = apreciace)**Nové země EU**

1.6 Cena ropy

Nikoliv nedostatek na světových trzích, ale obavy z nedostatečných zpracovatelských kapacit stojí za současným prudkým růstem cen přes 65 USD/b ropy WTI. Jako další faktory většinou obchodníci identifikují ohrožení těžebních kapacit v Mexickém zálivu v důsledku očekávané silné aktivity hurikánů v nadcházející sezóně, další teroristické hrozby na Blízkém východě a možné problémy Íránu v souvislosti s obnovením jaderných aktivit. K prudkému vzestupu cen vedla i aktuální informace IEA, která snížila odhad možností růstu dodávek ropy z nečlenských zemí OPEC. Zapomenuta je patrně předchozí zpráva této agentury, která naopak snižovala výhled růstu světové poptávky⁶.

Průměrná cena ropy WTI (Ural) v červenci dosáhla hodnoty 58,7 (54,9) USD/b a průměr za první dekádu srpna dále vzrostl na 62,5 (57) USD/b. Cena se tak ve 3. čtvrtletí (za předpokladu opětovného poklesu v souladu s nejnovější prognózou CF) pohybuje o 22 % (v korunovém vyjádření dokonce o 25 %) výše, než předpokládal RS07. V dalších čtvrtletích by tento rozdíl měl postupně klesat k cca 10 %. Srpnový Consensus Forecasts odhaduje v horizontu 3 měsíců pokles k ceně 55,7 a v horizontu 1 roku 51,6 USD/b ropy WTI. Forwardové trhy již tak optimistické nejsou a při přetrvávajícím contangu signalizují další růst cen v horizontu půl roku a poté jen mírný pokles zpět k hladině 65 USD/b.

Vývoj ceny ropy na světových trzích (USD/b)**Vývoj ceny ropy Ural (CZK/b)**

1.7 Kurz USD/EUR a úrokové sazby Euribor

Po čtyřech měsících trendového posilování dolaru (cca o 10 %) se v červenci kurz USD/EUR stabilizoval kolem hodnoty 1,20 a na počátku srpna začal mírně oslabovat. Mezi možnými důvody se uvádí diverzifikace devizových rezerv Ruska, producentů ropy na Středním východě a některých asijských zemí poté, co Čína přestala fixovat svou měnu pouze na USD.

⁶ Zejména ze strany Číny, kde cena suroviny již naráží na regulované ceny PHM a rafinerie tak ztrácejí zájem. Růst dovozu byl za první pololetí podstatně nižší než v minulém roce. V tom se IEA shoduje s čínskou vládou.

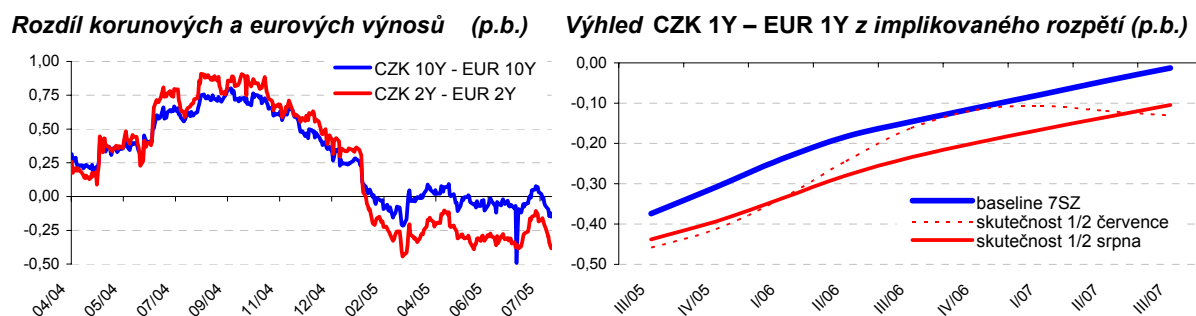
Může se však také jednat pouze o dočasnou korekci po předchozím rychlém posílení. Další vývoj dolaru bude záviset na tom, zda investoři ve svém rozhodování přisoudí větší váhu příznivým ekonomickým výsledkům a výhledu americké ekonomiky, nebo spíše její přetrvávající vnější nerovnováze a deficitu BÚ. Svoji roli sehraje patrně i výhled evropské ekonomiky. Nedávné politické problémy Unie ustupují do pozadí a dochází k překvapivému zlepšení ekonomického sentimentu (zejména v podnikatelské sféře, v Německu a Itálii). V neposlední řadě jsou to nejistoty ohledně výše neutrální úrokové sazby Fedu⁷ (trhy ji v současnosti odhadují na 4 – 4,5 %) či pravděpodobného termínu počátku zvyšování sazeb v eurozóně, které ztěžují odhad možného budoucího trendu.

Srpnový CF předpokládá pozvolné opětovné zhodnocování eura z hladiny kolem 1,21 na úroveň 1,28 v polovině roku 2007.

Zlepšení podnikatelského sentimentu v eurozóně již prakticky vymazalo spekulace obchodníků o možném snížení sazeb ze strany ECB. Vysoké ceny ropy v kombinaci se silnějším dolarem mohou tlačit současné ceny vzhůru, ve střednědobém horizontu představuje riziko rychle rostoucí peněžní zásoba M3, jejíž tempo v červnu akcelerovalo na 7,5 %. Poptávková inflace však zatím nehrozí a trhy odsouvají očekávání prvního zvýšení sazeb ECB na 1. až 2.Q 2006. Dlouhodobé sazby jsou stále extrémně nízko (v reálném vyjádření 1 %) a výkonnost dluhopisového trhu tak převyšuje růst na akciových trzích. Výnosová křivka se po celé splatnosti posunula mírně výše (cca 0,1 p.b.), ale zejména dlouhé sazby jsou stále o 1 p.b. níže, než před rokem či dvěma.

Dlouhodobé i krátkodobé diferenciály mezi korunovými a eurovými výnosy se koncem července dočasně vydaly směrem k nule, ale od srpna směřují opět do záporných hodnot (desetiletý byl na konci 1. srpnové dekády -0,15 p.b., dvouletý -0,4 p.b.).

Tržními forwardy implikovaná očekávaná trajektorie jednoletého Euriboru se posunula oproti minulému měsíci směrem dolů a doprava⁸ (rozdíl až -0,12 p.b. ve třetím čtvrtletí 2006, ale oproti scénáři 7. SZ již rozdíl není tak velký, max. -0,04 p.b.). Obdobný posun očekávané trajektorie jednoletého Příboru byl však ještě výraznější, a tak je nyní očekávaný diferenciál mezi těmito sazbami po celém horizontu predikce zhruba o 0,1 p.b. níže, než předpokládal RS07.



⁷ Po srpnovém očekávaném (již desátém v řadě) čtvrtprocentním zvýšení měnověpolitické sazby FEDu na 3,5 % dolar oslabil v reakci na doprovodný komentář, který podle trhu nedostatečně zdůraznil inflační rizika.

⁸ Tento pohyb jde sice proti posunu výnosové křivky, ale signalizuje spíše jen odklad očekávaného zvýšení sazeb ze strany ECB.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Ve srovnání s minulou SZ zůstává náhled na vývoj veřejných rozpočtů neměnný. I nadále předpokládáme deficit vládního sektoru v metodice ESA95 ve výši 3,1 % HDP v letošním a 2,8 % HDP v příštím roce. Neměnnost výše fiskálního salda oproti minulé SZ se odráží i ve stejných hodnotách fiskální pozice a fiskálního impulzu pro roky 2005 a 2006. V roce 2005 bude fiskální pozice dosahovat +0,5 p.b., což indikuje volnější hospodaření veřejného sektoru. Jinými slovy aktuální pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu by odpovídal nižší schodek a vláda nevyužívá dostatečně ekonomikou generované dodatečné daňové příjmy – zejména z DPPO a spotřebních daní – k možné redukci deficitu. Pro rok 2006 je předpokládána fiskální pozice -0,1 p.b. indikující zhruba neutrální působení fiskální politiky. Aproximace fiskálního impulzu (tj. vlivu fiskální politiky na dynamiku HDP) činí +0,2 p.b. v roce 2005 a -0,1 p.b. v roce 2006.

Státní rozpočet, který byl v minulosti hlavním zdrojem fiskální nerovnováhy, skončil ke konci července přebytkem ve výši 10,3 mld. Kč (blíže viz dále v části Aktuální výsledky hospodaření SR). V přebytku byly i místní rozpočty, tvořící další výrazný segment veřejného sektoru. Plnění kapitálových výdajů u ústřední vlády, tj. státního rozpočtu a mimorozpočtových fondů, se začátkem srpna pohybovalo kolem 40 % letošních rozpočtovaných záměrů.

Pokud do odhadu MF, který směřuje k letošnímu deficitu v metodice ESA95 cca 5 % HDP, promítneme lepší než rozpočtované plnění příjmové strany o cca 20 – 25 mld. Kč tak, jak zatím naznačuje trend daňového inkasa, klesla by predikce deficitu MF o cca 1 p.b. ke 4 % HDP. Rozdíl mezi naším odhadem a odhadem MF pak v podstatě činí odlišný náhled na výdajovou stranu, kde ČNB předpokládá obdobný průběh jako v minulém roce, tedy výrazný objem nerealizovaných výdajů a jejich převod formou tvorby rezervních fondů do příštích let (tento převod se do deficitu v metodice ESA95 nepromítne, neboť jde pouze o účetní operaci bez ekonomických dopadů).

	2003	2004			2005			2006		
	7.SZ	6.SZ	7.SZ	8.SZ	6.SZ	7.SZ	8.SZ	4.SZ	6.SZ	7.SZ
Deficit vládního sektoru (ESA 95, ČNB) v % HDP	11.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%
Fiskální pozice (ESA95), metoda ESCB	+5.1 p.b.	-	-9,0 p.b.	-9,0 p.b.	-	+0,5 p.b.	+0,5 p.b.	-	-0,1 p.b.	-0,1 p.b.
Aproximace fiskálního impulzu	+0,1 p.b.	-0,9 p.b.	-0,9 p.b.	-0,9 p.b.	+0,2 p.b.	+0,2 p.b.	+0,2 p.b.	-0,1 p.b.	-0,1 p.b.	-0,1 p.b.

Vedle řady standardních, ale i mimořádných operací vlády se v poslední době stává často skloňovaným tématem problematika finančních toků s Evropskou unií. Hlavní pozornost je zaměřena na posuzování připravenosti ČR na čerpání prostředků ze strukturálních fondů a fondu soudržnosti. Současně jsou vznášeny dotazy na schopnost české ekonomiky uvedené zdroje absorbovat a na kvalitu jejich statistického zachycení.

Obecně lze finanční toky s EU sledovat dvojím způsobem – jednak pro účely platební bilance a jednak z pohledu jejich dopadů do ekonomiky. V případě platební bilance se sleduje tzv. čistá pozice s EU, kterou lze jednoduše definovat jako příjmy z EU (jedná se o zdroje na financování dobíhající předvstupní pomoci, společných zemědělských politik, strukturálních

akcí, vnitřních politik a tzv. kompenzace) minus odvody do EU (vlastní zdroje, platby do EIB).⁹ Spolehlivost těchto dat je vysoká. Zde zachycené příjmy ovšem nemají přímé implikace pro výkonnost domácí ekonomiky, pokud ještě nebyly rozděleny mezi konečné uživatele a pouze setrvávají na účtech Národního fondu (NF) či Ministerstva zemědělství. Průběh čerpání zdrojů z EU ve smyslu jejich skutečného převodu na konečného uživatele je monitorováno (NF a Ministerstvem pro místní rozvoj) a v případě strukturálních akcí i pravidelně zveřejňováno. Z posledních údajů za období od května 2004 do června 2005 vyplývá, že z prostředků ze strukturálních fondů bylo dosud čerpáno pouze cca 300 mil. Kč, přitom závazky EU vůči ČR v této oblasti stanovené pro období 2004 – 2005 na Kodaňském summitu činí více než 30 mld. Kč. Z uvedených skutečností lze soudit, že připravenost projektů, stejně jako institucionální zajištění jejich administrace, je zatím v ČR omezené. Analýza dopadů výrazně vyššího než aktuálně relativně nízkého čerpání zdrojů z EU, stejně jako odhad dopadů budoucího nárůstu přílivu těchto zdrojů, bude součástí materiálu „Kritéria ekonomické sladění České republiky s eurozónou 2005“.

Box: Nová metoda kvantifikace fiskální pozice

Počínajíc 7. SZ přešla SMS na kvantifikaci fiskální pozice pomocí standardní metody používané Evropským systémem centrálních bank. Změna se odehrála ve způsobu výpočtu cyklicky očištěného salda (CAB), který je základní veličinou pro určení fiskální pozice. Původní výpočet CAB používaný až do 6. SZ vycházel z upravené metody OECD a jako nejdůležitější vstupní proměnné sloužily údaje o peněžním saldu vládního sektoru (bez čistých půjček a dotací transformačním institucím) a velikosti output gapu určeného modelovým aparátem ČNB.

Nový způsob výpočtu vychází z metody ESCB, která si výši output gapu určuje sama pomocí HP filtru. Výpočet je navíc prováděn ze salda v metodice ESA95. Jedná se tedy o kvalitativně jinou veličinu a její hodnoty nelze srovnávat s původní časovou řadou, která je odvozena z odlišného salda vládního sektoru a jinak chápaného output gapu. Citlivost fiskálních veličin není vztahována pouze k output gapu, jak je tomu u metod OECD nebo Evropské komise, ale k dílčím makroekonomickým základnám, a je tak možné lépe zohlednit strukturu ekonomického růstu (odlišné fiskální implikace bude mít např. růst tažený domácí spotřebou a jiný exportem). Důvodem přechodu na novou metodiku kvantifikace je jednak snaha orientovat hodnocení fiskální politiky více na saldo v metodice národních účtů ESA95, které je ekonomicky relevantnějším ukazatelem, a jednak úsilí harmonizovat náš analytický aparát s analytickými postupy používanými v jiných centrálních bankách EU.

Fiskální pozice je meziroční změna cyklicky očištěného salda. Její hodnota udává krátkodobý vliv fiskální politiky na stav veřejných financí. Kladná hodnota indikuje fiskální uvolnění, záporná hodnota naopak fiskální zpřísnění.

⁹ Pro potřeby platební bilance jsou monitorovány pohyby na účtech spojené s přesunem prostředků mezi rozpočtem Evropské unie a příslušnými institucemi na české straně, zejména Národním fondem MF ČR v oblasti strukturálních operací, ministerstvem financí u odvodů vlastních zdrojů a ministerstvem zemědělství v oblasti realizace společné zemědělské politiky.

Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Hospodaření státního rozpočtu za období leden až červenec 2005 skončilo přebytkem ve výši přibližně 10,3 mld. Kč. Ve srovnání s koncem června t.r. (přebytek 3,8 mld. Kč), se saldo státního rozpočtu zlepšilo o 6,5 mld. Kč.

Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku, kdy deficit dosáhl hodnoty 48,8 mld. Kč, je hospodaření státního rozpočtu za leden až červenec 2005 lepší přibližně o 59,1 mld. Kč. V dlouhodobějším srovnání představuje více než desetimiliardový přebytek SR nejlepší červencový výsledek po roce 1998. Tohoto výsledku bylo dosaženo při výrazném meziročním přírůstku příjmů (18,3 %) a jen mírném přírůstku výdajů (3,8 %). Údaje o příjmech a výdajích SR (včetně jednotlivých daňových položek) jsou meziročně srovnatelné, korigované o vliv změn v přerozdělování daní mezi SR a místními rozpočty, resp. Státním fondem dopravní infrastruktury.

Dynamika daňových příjmů v červenci se opírala jak o výrazný meziroční růst inkasa z nepřímých daní (u DPH +23,6 %, u spotřebních daní +31,9 %), tak z DPPO (+24,6 %). Extrémní meziroční zvýšení příjmů ze spotřebních daní placených z cigaret a tabákových výrobků (ke konci července meziroční přírůstek 68,1 %) je zřejmě vyvoláno předzásobením před očekávaným nárůstem daňových sazeb na tyto komodity. Vysoký přírůstek inkasa spotřební daně z minerálních paliv (v červenci meziročně +22,7 %) souvisí spíše s vyšší dynamikou ekonomiky v letošním roce. Spotřební daň z minerálních paliv je vyměřována z fyzického objemu (na tunu) a růst inkasa tedy signalizuje vyšší faktickou spotřebu, nikoliv cenový vývoj. Obdobně obnovený růst inkasa DPH (po poklesu v březnu a dubnu) a několik měsíců trvající silný růst DPPO lze spojovat s poměrně silným výkonem ekonomiky v letošním roce. Zatímco z inkasa DPH si vzhledem k povaze výběru této daně nelze udělat představu o odvětvové struktuře růstu (je placena koncovým plátcem, tzn., že největším plátcem je maloobchod¹⁰), u DPPO je to alespoň částečně možné. MF ČR uveřejňuje přehled sta největších plátců DPPO (za loňský rok firmy s inkasem nad 120,0 mil. Kč), z něhož je zřejmé, že tuto skupinu tvoří zejména podniky z odvětví energetiky, bankovníctví a pojišťovnictví, stavebnictví, telekomunikací a potravinářství¹¹. Podíl této skupiny firem na celkovém ročním inkasu DPPO v loňském roce činil téměř 45,0 %. Inkaso DPFO zaznamenalo mírnější přírůstek (+7,1 %), přičemž nejrychleji rostoucí položkou u této daně byl příjem od plátců podávajících příznání (+12,7 %). Naopak příjem z daně z kapitálových výnosů meziročně poklesl o 13,4 %.

Příjmová strana byla významně ovlivněna i mimořádnými nedaňovými a kapitálovými příjmy, jež byly ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku vyšší o 87,0 %, na čemž se nejvíce podílel převod z rezervních fondů do příjmů kapitol SR ve výši přibližně 20,0 mld. Kč a příjmy z rozpočtu EU (cca 15,1 mld. Kč).

Na výdajové straně byl nižší meziroční přírůstek způsoben poklesem ostatních běžných výdajů (téměř o 22,0 mld. Kč, jedná se však o dopočtovou položku) a poklesem výplat státní sociální podpory. Výdaje na státní sociální podpory jsou nižší v důsledku vysoké srovnávací základny, neboť v loňském roce se realizovaly mimořádné jednorázové platby důchodcům a dětem ke kompenzaci změn v DPH ve výši 6,5 mld. Kč. Na druhé straně se v období leden

¹⁰ Navíc podle informací MF ČR kódy OKEČ identifikující odvětvovou příslušnost plátce jsou často vyplňovány chybně.

¹¹ Ke zveřejnění názvu firmy však dalo souhlas pouze 55 ze 100 firem zařazených do tohoto přehledu.

až červenec 2005 uskutečnily některé výdaje, které ve srovnatelném období loňského roku v rozpočtu nefigurovaly, nebo jen v menším rozsahu, zejména převod do tzv. fondu záruk 4,2 mld. Kč a odvody vlastních zdrojů do rozpočtu EU cca 14,7 mld. Kč.

Vlastní hospodaření státního rozpočtu (očistěné o výdaje na úhradu ztráty ČKA, operace ve státních finančních aktivech a o vlivy úvěrů od EIB) skončilo za leden až červenec 2005 přebytkem ve výši 11,1 mld. Kč. Meziročně porovnatelný výsledek je lepší o 49,9 mld. Kč.

	SR 2005	Skutečnost		Rozdíl	
	zákon	1 - 7/2004	1 - 7/2005	3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-83,6	-48,8	10,3	59,1	93,9
v tom: čerpání úvěru EIB	-11,8	-3,5	-1,6	1,9	10,2
úhrada ztráty ČKA	0,0	-7,4	0,0	7,4	0,0
operace státních aktiv	0,8	0,9	0,8	-0,1	0,0
vlastní běžné hospodaření SR	-72,6	-38,8	11,1	49,9	83,7

Průběžné výsledky hospodaření SR ve sledovaném období jsou v souladu s našimi úvahami o dosažení příznivého výsledku veřejných rozpočtů jako celku za rok 2005 a podporují předpoklad SMS o nižším deficitu vládního sektoru ve srovnání s představami MF.

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)	červenec 2005	9.6	9.5
Míra nezaměstnanosti - ke konci období podle MPSV (v %)* /	červenec 2005	.	8.8
Míra nezaměstnanosti - průměr za období podle VŠPS (v %)	II/05	8.0	7.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/05	0.5	1.1
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	II/05	1.5	1.9
ostatní zaměstnaní	II/05	-4.5	-3.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	červen 2005	.	5.0
Průměrná nominální mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	II/05	.	4.7
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	červen 2005	.	3.1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	II/05	.	4.3

* / Podle nové metodiky

Pramen: MPSV, ČSÚ

Předběžné údaje VŠPS o vývoji zaměstnanosti ve 2. čtvrtletí 2005 a údaje o registrované nezaměstnanosti za červenec 2005 potvrzují prognózu ze 7. SZ o vývoji na trhu práce. Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev ve 2. čtvrtletí mzr. vzrostl o 1,9 % a tento nárůst byl o 0,4 p.b. vyšší než predikce v 7. SZ. Rozdíl je způsoben vyšším než očekávaným růstem zaměstnanosti ve stavebnictví a ve veřejné správě. Tuto odchylku nevyhodnocujeme jako významnější riziko pro změnu stávající predikce. V průmyslu zaměstnanost stagnuje zhruba na úrovni minulého roku. Výraznější obrat ve vývoji zaměstnanosti v soukromé sféře není patrný ani z posledních údajů konjunkturálních šetření, jejichž salda odpovědí o očekávané zaměstnanosti ve vybraných odvětvích podnikové sféry stagnují, zatímco v samotném průmyslu se dokonce mírně zhoršují. V posledních několika měsících je patrné snížení počtu nově hlášených pracovních míst na úřadech práce.

Míra registrované nezaměstnanosti dosáhla ke konci července podle původní metodiky MPSV 9,5 %, v nové metodice 8,8 %. Sezónně očištěná registrovaná nezaměstnanost se podle očekávání snižuje především v důsledku nižších počtů nově hlášených na úřadech práce a vyšších počtů sankčních vyřazení. Vyšší poptávka po práci se v údajích úřadů práce zatím výrazněji neprojevuje.¹²

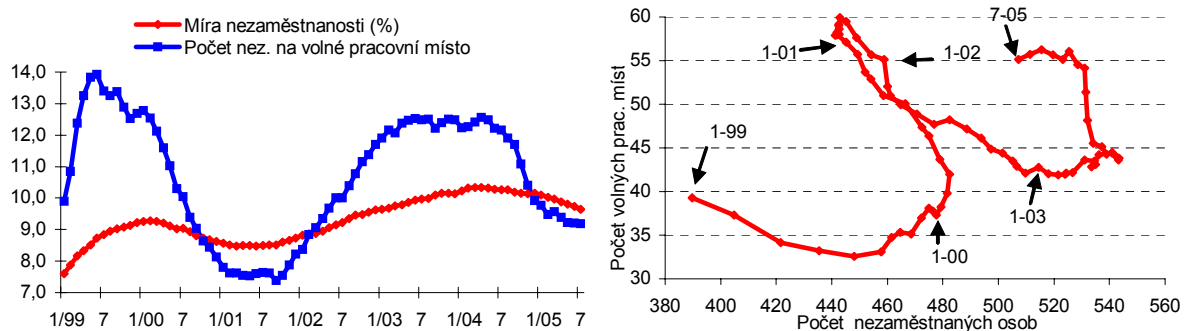
Publikované měsíční údaje o mzdovém vývoji v průmyslu a stavebnictví signalizují pro 2. čtvrtletí 2005 riziko mírně nižšího růstu mezd v podnikatelské sféře. Zatímco prognóza předpokládá ve 2. čtvrtletí meziroční růst průměrné nominální měsíční mzdy v celé podnikatelské sféře o 7,7 %, vzrostla mzda v průmyslu o 4,7 % a ve stavebnictví o 4,3 % (průměry měsíčních údajů za 2. čtvrtletí). Vyšší dynamiku růstu mezd než v průmyslu očekáváme podobně jako minulém kvartále v jiných odvětvích.¹³

¹² Na úřadech práce se hlásí ve větší míře osoby s nižší kvalifikací. V době přechodu ekonomiky z fáze oživení do ochlazení tyto osoby ztrácejí zaměstnání dříve než osoby s vyšší kvalifikací. V době přechodu z recese do oživení jsou naopak nejdříve přijímány osoby s vyšší kvalifikací, které využívají služeb úřadů práce v menší míře. Z toho důvodu je reakce registrované nezaměstnanosti na začínající oživení ekonomiky více zpožděná.

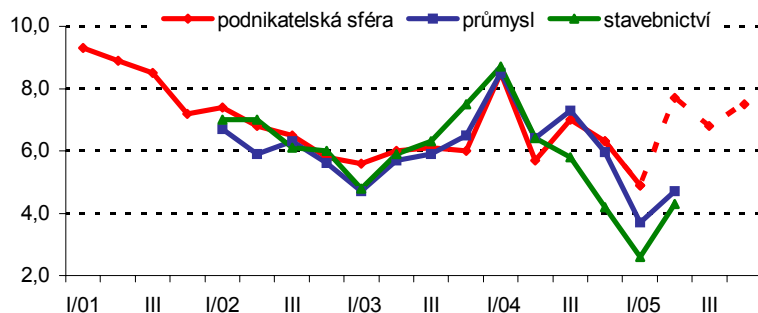
¹³ V 1. čtvrtletí vzrostla průměrná mzda v podnikatelské sféře meziročně o 4,9 %, zatímco v průmyslu jen o 3,5 %. Výraznější růst mezd byl zaznamenán v odvětví finanční zprostředkování a v odvětví činnosti v oblasti nemovitostí a pronájmu a podnikatelské činnosti.

Pozice ekonomiky v rámci cyklu a s tím související míra nezaměstnanosti vyšší než NAIRU nesignalizují prozatím změnu vnímání inflačních tlaků.¹⁴ V souladu s tím se ve 2. čtvrtletí letošního roku v odvětví průmyslu snížily nominální jednotkové mzdové náklady o 2,5 % na pozadí mizr. růstu produktivity práce o 7,4 % a výše uvedeného mzdového vývoje.

Vývoj registrované nezaměstnanosti a Beveridgeova křivka (sez. očištěné údaje)



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



Pramen: ČSÚ

2 Ekonomický růst a jeho složky

Meziroční reálný růst v %	Období	Skutečnost
Průmyslová výroba	červen 2005	3,7
Průmyslová výroba	2. čtvrtletí 2005	4,5
Stavební výroba	červen 2005	19,0
Stavební výroba	2. čtvrtletí 2005	0,0
Tržby v maloobchodě*	červen 2005	4,4
Tržby v maloobchodě*	2. čtvrtletí 2005	4,7
Tržby ve službách	2. čtvrtletí 2005	2,6

*Včetně motoristického segmentu (OKEČ 50+52)

¹⁴ Odhad aktuální NAIRU formulovaný konzistentně s nastavením počátečních podmínek prognózy ze 7. SZ se pohybuje kolem hodnoty 9 % (pro registrovanou míru nezaměstnanosti ve staré metodice).

Nově zveřejněné údaje o vývoji nabídkové strany, zahraničního obchodu a konjunkturních šetření nesignalizují zásadní rizika naplnění červencové prognózy. Ta předpokládá ve 2. čtvrtletí pokračování stabilního růstu reálného HDP přibližně na úrovni čtvrtletí předchozího (tj. 4,2 %), avšak s tendencí k mírnému zpomalování ve druhé polovině roku. Tento předpoklad potvrzují také krátkodobé prognostické metody na bázi předstihových a koincidenčních indikátorů, jejichž odhady se po zahrnutí nových údajů oproti výpočtům z minulého měsíce nemění.

Z hlediska struktury poptávky je pro stávající prognózu významné, že příznivý vývoj indexů spotřebitelské důvěry a zrychlení růstu spotřebitelských úvěrů podporují předpoklad o mírném posílení růstu spotřeby domácností ve 2. čtvrtletí. To bude pravděpodobně pokračovat i ve zbývajícím období letošního roku. Naopak vyšší než prognózované zpomalení lze očekávat u investiční poptávky domácností a firem, jak vyplývá z meziroční stagnace stavební výroby ve 2. čtvrtletí, meziročního poklesu počtu stavebních povolení pro soukromé stavby, resp. hodnoty těchto povolených staveb a také nominálních dovozů pro investice. Posilování devizového kurzu a nízký růst zahraniční poptávky se promítl do zpomalení růstu vývozu, které bylo podle předběžných odhadů pravděpodobně výraznější, než předpokládala červencová prognóza. I přes zmíněné zpomalení exportní aktivity však lze očekávat ve 2. čtvrtletí meziroční snížení deficitu čistého vývozu vzhledem k prohlubujícímu se zaostávání dynamiky dovozů za vývozy mj. z důvodu snižování investičních dovozů.

Ukazatele spotřeby domácností. Indikátor spotřebitelské důvěry ČSÚ se ve 2. čtvrtletí vyvíjel relativně příznivě. V červnu byl podle ČSÚ indikátor spotřebitelské důvěry nejvyšší od dubna 2001. Podle ČSÚ se v červenci index spotřebitelské důvěry oproti červnu mírně snížil, přesto je značně vyšší než ve stejném období minulého roku. Příznivé hodnoty indexu spotřebitelského klimatu zaznamenala v červnu i agentura GfK. Podle této agentury se na zvýšení spotřebitelských cen podílí především pozitivní hodnocení vývoje spotřebitelských cen a značná ochota občanů realizovat v současnosti velké nákupy. Stoupající tendenci vykazují i dílčí indexy hospodářské situace a finanční situace domácností. To se může odrazit ve zrychlení růstu spotřebitelské poptávky. V průběhu 2. čtvrtletí rovněž mírně zrychlil mizr. růst spotřebitelských úvěrů (viz subkapitola Peníze a úvěry). Trendový růst tržeb se v posledních třech měsících udržuje na vyšší úrovni než v předcházejícím období. Výše uvedený vývoj podporuje tezi ze 7. SZ o mírném zrychlení tempa růstu spotřeby domácností ve 2. čtvrtletí 2005.

Stavební výroba. Stavební výroba v červnu 2005 meziročně vzrostla o 19,0 % (výsledek byl stále ještě ovlivněn důsledky přefázení stavebních prací do kategorie základní sazby DPH k 1. 5. 2004). Stavební výroba za celé 2. čtvrtletí stagnovala na úrovni stejného období minulého roku¹⁵. Orientační hodnota povolených staveb meziročně vzrostla v běžných cenách o 8,0 % a dosáhla 84,5 mld. Kč. Celkový nárůst hodnoty povolených staveb za prvních 6 měsíců roku (o 11,5 %) v běžných cenách dává při růstu cen stavebních prací předpoklad o pokračování růstu stavební výroby v dalších měsících v pásmu kolem 6,0 – 8,0 %.

¹⁵ Po odečtení vlivu volatilní srovnávací základny roku 2004 by podle modelového propočtu ČSÚ celková stavební výroba ve 2. čtvrtletí 2005 meziročně vzrostla o cca 2 %.

Průmyslová výroba. Objem průmyslové produkce v červnu meziročně vzrostl o 3,7 %. Za celé 2. čtvrtletí činil růst průmyslové výroby 4,5 % a oproti 1. čtvrtletí mírně zrychlil o 0,5 procentního bodu. Vývoj průmyslové produkce byl ovlivněn především zmírněním konjunktury na trhu oceli a železa, pokles vykázala také textilní výroba. Nejlépe se dařilo odvětvím zabývajícím se výrobou dopravních prostředků, strojů a koksu a zpracování ropy. Z hlediska členění dle užití nejrychleji rostla výroba zboží dlouhodobé spotřeby, energie a meziprojektu. Nadále nízkým tempem rostla výroba zboží investiční povahy. Pokud jde o výhled pro 2. polovinu roku, nejnovější data o vývoji zakázek v průmyslu poněkud zmenšila rizika zpomalení růstu ekonomiky, vyvolaná vývojem těchto ukazatelů v předchozích třech měsících. Objem nových zakázek v průmyslových podnicích v červnu meziročně vzrostl o 14,3 % a za druhé čtvrtletí celkem o 6,3 %, přitom objem tuzemských zakázek poklesl o 2,2 % a objem zahraničních zakázek vzrostl o více jak 11,0 %. (V 1. čtvrtletí roku objem zakázek meziročně poklesl o zhruba 3,5 %).

Konjunkturální očekávání. V červenci došlo ke zlepšení podnikatelského sentimentu měřeného saldem kompozitního indexu důvěry o 2 body (od prosince 2004 první meziroční růst). Zatímco hodnocení zahraniční poptávky u průmyslových podniků zůstává neměnné, mírně se zlepšilo jejich hodnocení celkové poptávky. S ohledem na hodnocení zakázek očekávají v následujících měsících průmyslové podniky také zlepšení své ekonomické situace. Obdobné zlepšení hodnocení poptávky se projevuje také ve stavebnictví a ve vybraných sektorech služeb.

Reálné tržby za služby ve 2. čtvrtletí 2005 se obdobně jako v předchozích čtvrtletích vyvíjely diferencovaně. Meziročně vzrostly tržby ve spojích (o 9,3 %), v maloobchodě včetně oprav a údržby motorových vozidel a prodeje pohonných hmot (o 4,7 %), v ostatních podnikatelských činnostech (o 1,6 %) a v ostatních činnostech osobního charakteru (o 1,6 %). Naopak meziročně poklesly v dopravě (o 2,6 %, pokles již druhé čtvrtletí po sobě), v činnostech spojených s výpočetní technikou (o 2,8 %, po silném růstu v předchozím čtvrtletí) a v ubytování a stravování (o 7,4 %, již čtvrté čtvrtletí v řadě). V souhrnu tržby za služby (vč. maloobchodu) se meziročně reálně ve 2. čtvrtletí zvýšily o 2,6 % (stejně jako v předchozích dvou čtvrtletích). Tento vývoj byl podpořen zejména tržbami ve spojích a v maloobchodě.

Na základě nově dostupných údajů byly aktualizovány výsledky metod **krátkodobé prognózy HDP na bázi předstihových a koincidenčních indikátorů**. Průměr odhadu meziročního růstu HDP ve 2. čtvrtletí 2005 na bázi těchto metod se nachází na hodnotě 3,7 %. Oproti 7. SZ se tak odhad pomocí těchto metod nemění a nadále signalizuje mírné zpomalování růstu HDP, který se i nadále bude nacházet blízko 4 %.

Výsledky metod na bázi předstihových a koincidenčních ukazatelů
(HDP v s.c., meziroční změny v %)

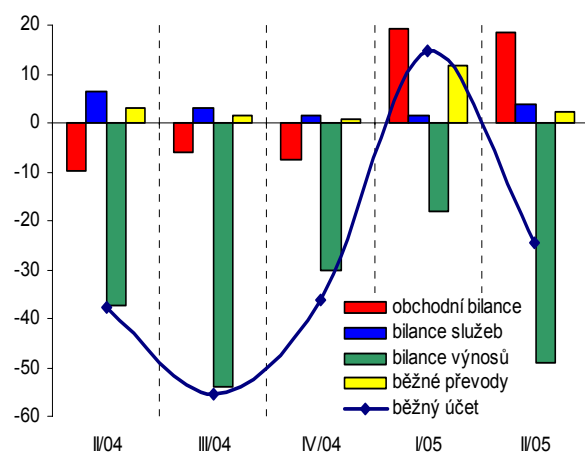
Metody	2005			
	Q1	Q2	Q3	Q4
CQE 1		4.0		
CQE 2		3.6		
SURE		3.5	3.4	3.0
LQE		3.0		
CQE (export)		4.6		
průměr metod	4.4	3.7	3.4	3.0

Odhad salda čistého vývozu. Na základě výsledků obchodní bilance, bilance služeb a vývoje cen zahraničního obchodu za duben až červen 2005 byl proveden předběžný odhad reálného vývozu, dovozu a deficitu čistého vývozu. Z tohoto odhadu lze usuzovat, že rychlost zpomalení meziročního růstu reálného vývozu ve 2. čtvrtletí na 4,2 % (oproti 1. čtvrtletí zpomalení o 14 p.b.) předčila očekávání červencové prognózy (13,2 %). Vývoz i nadále udržel předstih před dovozy, které v uplynulém čtvrtletí podle předběžných propočtů reálně poklesly o 3,4 %. Pokud oficiální odhady ČSÚ ve čtvrtletních národních účtech tento vývoj potvrdí, vykáže dovoz zboží a služeb historicky poprvé meziroční reálný pokles za celé sledované období od roku 1996. Oproti očekávání výraznější zaostávání dovozů za vývozy se projeví meziročním snížením deficitu čistého vývozu. Podle předběžných odhadů by se deficit čistého vývozu mohl meziročně snížit o 37 mld. Kč a výsledné saldo by tak činilo -23 mld. Kč. Z hlediska členění dovozů dle užití je zpomalení růstu, případně pokles reálných dovozů pravděpodobně z velké části důsledkem vývoje dovozů investiční povahy. Jejich nominální růst původně z dvojciferných hodnot v prvních třech čtvrtletích (a po citelném zpomalení ve 4. čtvrtletí) minulého roku přešel v 1. čtvrtletí letošního roku do stagnace a ve 2. čtvrtletí dokonce meziročně poklesl o 15,6 %. Nepříznivý vývoj investičních dovozů nelze pominout jako další signál o zpomalení růstu hrubé tvorby kapitálu v uplynulém čtvrtletí, ale i v průběhu následujících čtvrtletí letošního roku.

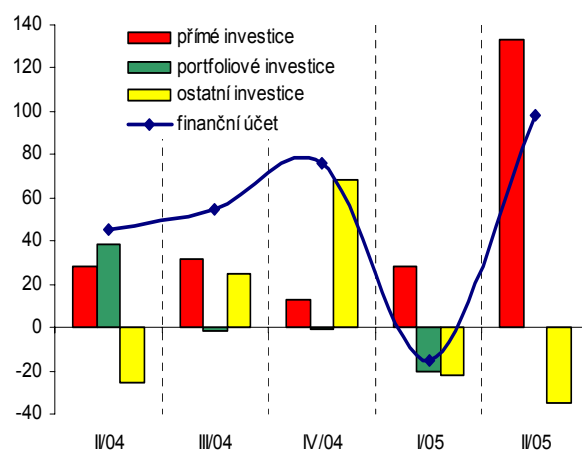
3 Vývoj platební bilance

Podle předběžných měsíčních údajů skončila platební bilance za červen deficitem běžného účtu ve výši 15,3 mld. Kč. Tento deficit byl způsoben výhradně deficitem bilance výnosů, zejména výplatami dividend. Dosavadní vývoj zatím souhrnně naznačuje mírně příznivější vývoj platební bilance oproti našemu očekávání (zejména obchodní bilance, přímé investice, úvěry).

Běžný účet (v mld. Kč)



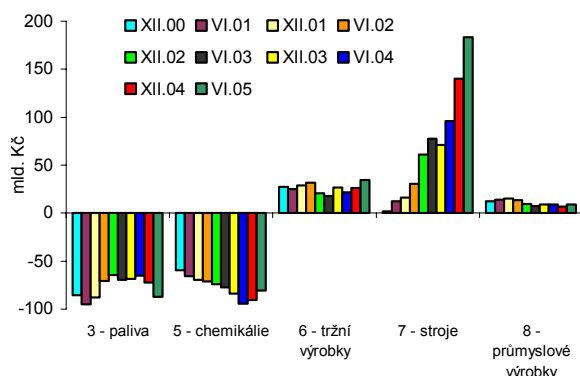
Finanční účet (v mld. Kč)



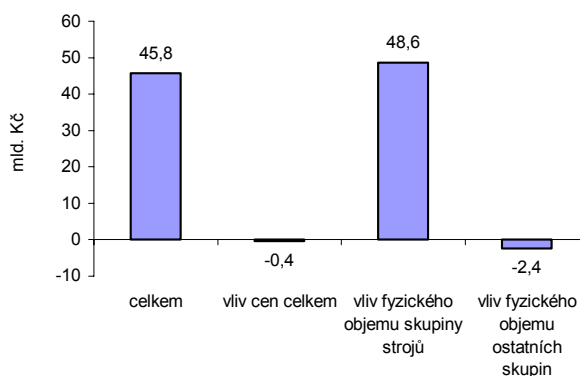
Obchodní bilance v červnu skončila přebytkem ve výši 7,5 mld. Kč (prognóza +5 mld. Kč), což představovalo historicky nejvyšší červnový přebytek od vzniku ČR v roce 1993. Meziroční zlepšení obchodní bilance dosáhlo 6,7 mld. Kč. Tempo růstu vývozu nadále zpomalovalo a činilo 4,7 %, dovozy rostly o 0,4 %. Na červnovém meziročním zlepšení salda obchodní bilance se podílelo více oborů, zejména výpočetní technika, automobilový průmysl, spotřební průmysl a chemie. Zlepšování obchodní bilance naopak tlumil nejvíce cenový vliv

spojený s růstem cen ropy a zejména zemního plynu. Za 1. pololetí 2005 činil přebytek obchodní bilance 38 mld. Kč¹⁶.

12ti-měsíční klouzavé úhrny salda obchodní bilance, mld. Kč



Faktory mizr. změny celkového salda za 1.- 6. 2005, mld. Kč



Přebytek bilance služeb činil 1,4 mld. Kč (od počátku roku dosáhl přebytek 5,3 mld. Kč, prognóza předpokládá na rok 2005 přebytek 15 mld. Kč). Bilance výnosů skončila v červnu nejvyšším deficitem v letošním roce vlivem výplat dividend. Mírně se v letošním roce zvyšuje i záporné saldo náhrad zaměstnancům. Červnové saldo činilo -24,5 mld. Kč, od počátku roku pak dosáhlo -67,3 mld. Kč (prognóza pro celoroční -155 mld. Kč). Běžné převody dosáhly kladného salda 0,4 mld. Kč, od počátku roku pak 13,9 mld. Kč. Po očištění o vliv jednorázové úhrady škody ČSOB je tak patrný trend pokračujícího snižování přebytku běžných transferů (od roku 2002).

Červnový přebytek na kapitálovém účtu dosáhl 0,2 mld. Kč (od počátku roku 2,7 mld. Kč). Jak u běžných převodů tak na kapitálovém účtu je zatím patrné, že čerpání dotací EU ze strany ČR se v letošním roce neodvíjí dle očekávání. V případě, že by pokračoval trend z prvního pololetí, prognózované kladné saldo obou položek (20 resp. 7 mld. Kč) by nebylo naplněno. Výpadek v těchto položkách ovšem z hlediska celkové bilance není příliš významný.

Finanční účet platební bilance skončil v červnu přebytkem ve výši 88,2 mld. Kč. Saldo přímých investic dosáhlo 88,6 mld. Kč, zejména vlivem prodeje státního podílu v Českém Telecomu (82,6 mld. Kč). Bez této transakce a reinvestovaných zisků však čistý příliv kapitálu ze zahraničí činil pouze 0,4 mld. Kč. Tento vývoj také potvrzuje pokračování trendu nastoupeného od roku 2003, jímž je postupné zpomalování přílivu kapitálu ze zahraničí očištěného o prodeje státního majetku a akvizice. Naopak mírně meziročně roste hodnota odhadovaných reinvestovaných zisků. Za 1. pololetí 2005 dosáhl čistý příliv přímých investic 161,9 mld. Kč (příliv 163,7 mld. Kč). Mimořádně vysoká hodnota čistého přílivu kapitálu byla výrazně ovlivněna jednorázovými prodeji majetku (Telecom, Nova, Unipetrol) v celkové výši 111,6 mld. Kč. Podle dosavadního vývoje se jeví jako pravděpodobné, že prognózovaný příliv přímých zahraničních investic na rok 2005 (212 mld. Kč) bude mírně překročen, pokud nedojde k revizím privatizací Unipetrolu a Vítkovice Steel. Odliv kapitálu bude naopak nižší než prognózovaný, pokud se ČEZu nepodaří uspět v některé z probíhajících privatizací.

¹⁶ Pokračující příznivý vývoj obchodní bilance implikuje: výrazně příznivější hodnotu čistých exportů a pravděpodobně i HDP ve 2. čtvrtletí 2005 a pravděpodobně i ve zbytku roku oproti prognóze; riziko zesílení apreciačních tlaků na českou korunu; pravděpodobnost mírně příznivějšího než očekávaného vývoje OB za rok 2005 (prognóza 45 mld. Kč).

V průběhu července vláda rozhodla o privatizaci Aera Vodochody. To se promítne v říjnu do zvýšení prognózy přímých investic na rok 2006 v rozsahu cca 7 až 10 mld. Kč.

Saldo portfoliových investic skončilo v červnu přebytkem ve výši 8 mld. Kč, vlivem jednorázové emise dluhopisů soukromého investora na zahraničních trzích ve výši 15 mld. Kč. Tím došlo ke snížení kumulovaného deficitu portfoliových investic od počátku roku na 20,8 mld. Kč (prognóza na rok 2005 předpokládá deficit ve výši 50 mld. Kč). V rámci ostatních investic byl v červnu vykázán deficit 7,9 mld. Kč, především vlivem odlivu krátkodobých aktiv bankovního sektoru. Vláda v červnu získala úvěrové zdroje v rozsahu 3,7 mld. Kč (od EIB na výstavbu dálniční sítě), od počátku roku dosáhlo čisté čerpání výše 12,4 mld. Kč. Saldo ostatních investic v podnikatelském sektoru činilo v červnu 5,2 mld. Kč a od počátku roku dosáhlo 12,3 mld. Kč (prognóza předpokládá na rok 2005 v obou případech čistý příliv ve výši 20 mld. Kč).

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	červenec 2005	0,6	0,3	2,0	1,7
Regulované ceny		0,9	0,8	6,7	6,6
Čistá inflace		0,4	0,2	0,7	0,4
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		-1,2	-1,3	-0,4	-0,6
Korigovaná inflace bez PH		1,2	0,8	1,0	0,5
Ceny pohonných hmot - čisté		1,5	4,1	5,5	8,2
Primární dopady změn daní v nereg. cenách v p.b.		0,05	0,00	0,03	-0,02

Spotřebitelské ceny v červenci 2005 zaznamenaly meziměsíční růst o 0,3 %. Tento růst byl způsoben zhruba stejným dílem zvýšením regulovaných cen i cen tržních. Regulované ceny vzrostly o 0,8 %, a to především v důsledku zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti o 4,3 %. Významnější dopad mělo ještě zvýšení regulovaných cen ve skupině doprava (kombinovaná osobní doprava, autobusová doprava) a zvýšení poplatku za zřízení stálé bytové stanice na původní hodnotu po skončení marketingové akce. Od 1. července vstoupilo v platnost zvýšení spotřebních daní u cigaret, avšak cigarety s novými cenami (na kolcích) se ještě na maloobchodním trhu neobjevily. Proto byl příspěvek změn nepřímých daní k mzm. inflaci v červenci nulový (meziroční slabě záporný příspěvek k pohybu cen byl ovlivněn změnami daní z minulých období).

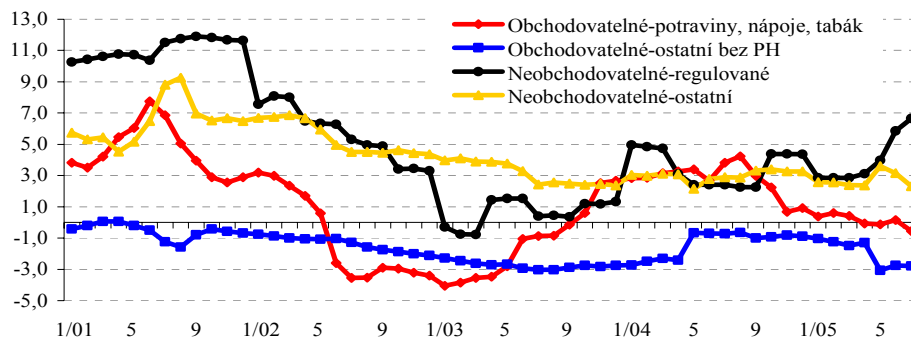
V rámci tržních cen sezónně poklesly ceny potravin. Z položek cen potravin poklesly nejvíce ceny brambor, ovoce a zeleniny. Vývoj korigované inflace bez pohonných hmot byl i v letošním červenci určován pravidelnými sezónními výkyvy – především sezónním růstem cen rekreací.

Ceny pohonných hmot reagovaly na další růst světové ceny ropy, přičemž výraznější promítání růstu nákladů bylo umožněno vyšší sezónní (letní) poptávkou po pohonných hmotách.

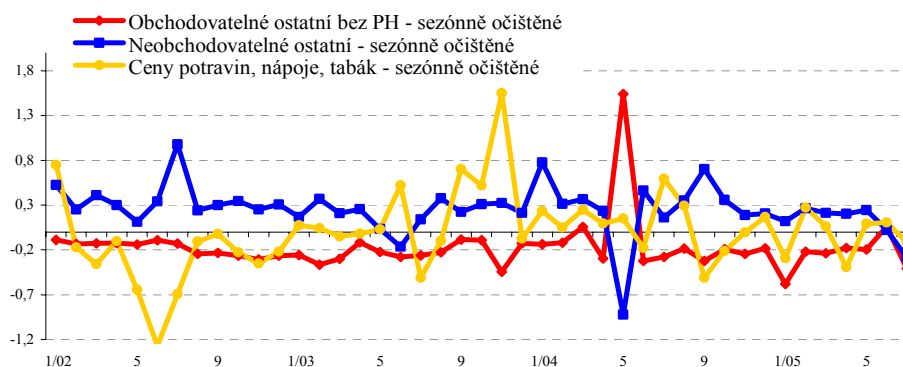
Z následujícího grafu vidíme určitou stabilitu vývoje meziročního růstu cen obchodovatelných ostatních bez PH a neobchodovatelných ostatních položek (kromě přechodné změny úrovně v důsledku sekundárních dopadů změn daní v roce 2005). Meziroční

růst regulovaných cen je kromě vlivu změn daní nyní značně urychlen růstem cen regulovaných telefonních poplatků a cen zemního plynu. Klesající hodnoty meziročního růstu cen potravin jsou důsledkem vývoje cen zemědělských výrobců.

Meziroční růst jednotlivých skupin cen (kromě reg. cen očištěno o vliv změn daní)



Sezónně očištěný mzm. růst jednotlivých skupin cen (očištěných o vliv změn daní, v %)



Výkyvy v časové řadě sezónně očištěných cen potravin jsou následkem volatilního vývoje cen ovoce a zeleniny. Pokles sezónně očištěných neobchodovatelných ostatních cen v červenci je odrazem částečně netypického sezónního vývoje v červenci (viz výše).

Rizika (změny) predikce ze 7. SZ 2005

U **regulovaných cen** byla odchylka v predikci meziročního růstu v červenci zanedbatelná a tak by jejich aktuální vývoj nevedl ke změně predikce. Novou informací jsou ale úvahy Energetického regulačního úřadu (ERÚ) o zvýšení cen zemního plynu, ve kterých je uváděn růst cen zemního plynu od 1. října 2005 v rozmezí 15 – 25 %. Definitivní rozhodnutí bude známo zřejmě až koncem srpna. Predikce ze 7. SZ vycházející i z konzultací s ERÚ se zvýšením cen zemního plynu k tomuto datu počítala, avšak ne v takové výši (předpokládala růst cca o 1,5 %).¹⁷ Kromě tohoto rizika zatím není důvod měnit predikci růstu cen u ostatních položek regulovaných cen (např. ERÚ avizované zvýšení cen elektřiny od 1. 1. 2006 odpovídá naší predikci růstu 5,1 %).

¹⁷ Zvýšení cen zemního plynu o 20 % má dopad do inflace 0,57 p.b. (15 %: 0,43 p.b., 25 %: 0,72 p.b.).

V oblasti **dopadů změn nepřímých daní** nedošlo k žádnému novému rozhodnutí. Pouze se oproti předpokladům zpožďuje dopad zvýšení spotřebních daní u cigaret do inflace. V červenci se na trhu zatím neobjevily cigarety s novými cenami (doprodávají se staré zásoby s kolky s původními cenami). Se zpožděním dopadu do cen predikce počítala, ale ukazuje se že toto zpoždění bude ještě delší. Celkový primární dopad a odhad celkového sekundárního dopadu se však nemění, dojde jen k jinému časovému rozložení dopadů do inflace.¹⁸

Ceny pohonných hmot zaznamenaly v červenci vyšší růst, než předpokládala prognóza ze 7. SZ. Důvodem odchylky je fakt, že skutečný růst cen ropy byl podstatně vyšší, než vyplývalo ze scénářů 7. SZ (např. pro červenec byl scénář v 7. SZ: 45,3 USD/barel a skutečnost byla 54,93 USD/barel). Zároveň byl i kurz dolaru vůči koruně silnější, než předpokládala 7. SZ. Je zřejmé, že dosavadní odchylka predikce a odlišný vývoj cen ropy a kurzu dolaru oproti předpokladům scénáře ze 7. SZ by vedly k jiné predikci cen pohonných hmot. Z týdenních šetření cen pohonných vyplývá, že i v srpnu bude meziměsíční růst cen pohonných hmot vyšší, okolo 3 %, tj. opět vyšší, než předpokládala 7. SZ.¹⁹

Predikce **cen potravin** se naplnila a v zásadě se naplnila i predikce cen zemědělských výrobců. Týdenní šetření cen potravin potvrzují naši predikci vyššího sezónního meziměsíčního poklesu cen potravin v srpnu. Odchylky v předpokladech o dalších inflačních faktorech jsou z pohledu dopadů do inflace v krátkodobém horizontu nevýznamné. Nebudeme-li uvažovat se sekundárními dopady růstu cen energií, tak aktuálně není důvod k významnější změně predikce růstu cen potravin.

Mzm. **korigovaná inflace bez PH** byla v červenci oproti předpokladům prognózy nižší, než by odpovídalo sezónnosti. Bylo tomu tak především z důvodu absence pravidelného červencového růstu cen úhrad placených v bytech, bytových družstvech a na to navazující absence růstu imputovaného nájemného.²⁰ Dalšími důvody nižší než očekávané korigované inflace bez PH mohlo být rychlejší než předpokládané promítání poklesu dovozních cen z počátku roku tažené předešlou apreciací měnového kurzu a posun sezónnosti ve vývoji cen oděvů a obuvi.²¹ Další rizika stávající prognózy plynoucí z nových údajů o vývoji poptávkových a nabídkových faktorů inflace jsou zatím jen nevýrazná a vzájemně protichůdná.

¹⁸ Podle našich informací se na maloobchodním trhu cigarety s vyššími cenami neobjevily ani do poloviny srpna, a tak pravděpodobně ani v srpnu nezaregistrujeme dopady do inflace z tohoto titulu. Většinová část dopadu zvýšení cen cigaret do inflace se tedy pravděpodobně přesune až do čtvrtého čtvrtletí 2005.

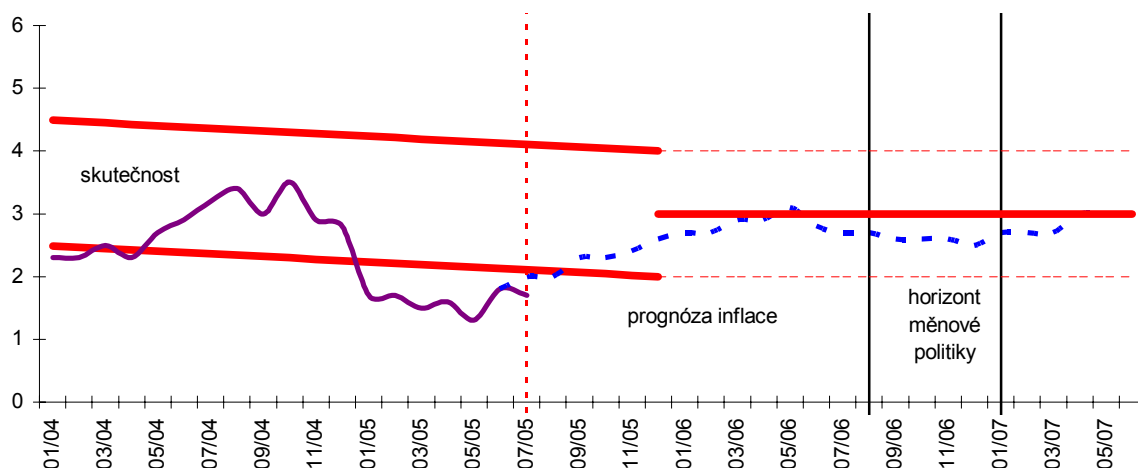
¹⁹ Růst cen energií se dosud pohyboval v mezích, kdy nevyvolával sekundární inflační dopady z toho plynoucí (z titulu růstu nákladů všech podnikatelských subjektů). V případě, že by jejich současný růstový trend měl pokračovat, tak lze předpokládat, že to již postupně způsobí nákladové tlaky i u subjektů z jiných oborů, které povedou k významnému poklesu ziskovosti nebo k růstu cen.

²⁰ Tj. jedná se pravděpodobně o jednorázovou záležitost, která nebude mít velký vliv na další vývoj, přičemž k plné kompenzaci tohoto vývoje v následujících obdobích pravděpodobně nedojde.

²¹ V posledních letech byly patrné jisté náznaky dřívějšího nástupu období sezónních (letních) výprodejů spojeného se slevami na specifické sezónní zboží. Tyto brzké letní výprodeje sezónní zboží provádějí po vzoru západní Evropy zejména velké obchodní řetězce a obchodní domy. Ty se tímto způsobem snaží stimulovat nízkou poptávku v letních měsících zejména ve velkých městech, což byl i případ letošního roku. Metodika sběru dat uplatňovaná ČSÚ při měření inflace by sice měla tyto jednorázové cenové akce odfiltrovat, ale je pravděpodobné, že z určité části mohl být vykázaný cenový vývoj výše uvedeným fenoménem ovlivněn.

Chyba v predikci celkové mzm. **spotřebitelské inflace** byla v souhrnu v červenci tohoto roku cca +0,3 p.b. (skutečnost byla nižší zejména z titulu vývoje korigované inflace bez PH a dopadů spotřebních daní). Pro predikci na nejbližší měsíce nové informace ukazují na proinflační rizika jednoznačně jen u predikce regulovaných cen a cen pohonných hmot.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



4.2 Ostatní cenové okruhy

Meziroční změny v %	Období	Scénář/ predikce	Skutečnost	Skutečnost za 2. čtvrtletí 2004
Ceny průmyslových výrobců	7/2005	1,1 ²⁾	2,0	4,1
Ceny zemědělských výrobců	7/2005	-9,2 ²⁾	-11,0	-14,1
Dovozní ceny	6/2005	-0,3 ¹⁾	1,4	0,2

1) Predikce průměrné hodnoty za 2. čtvrtletí 2005 ze 7. SZ 2005.

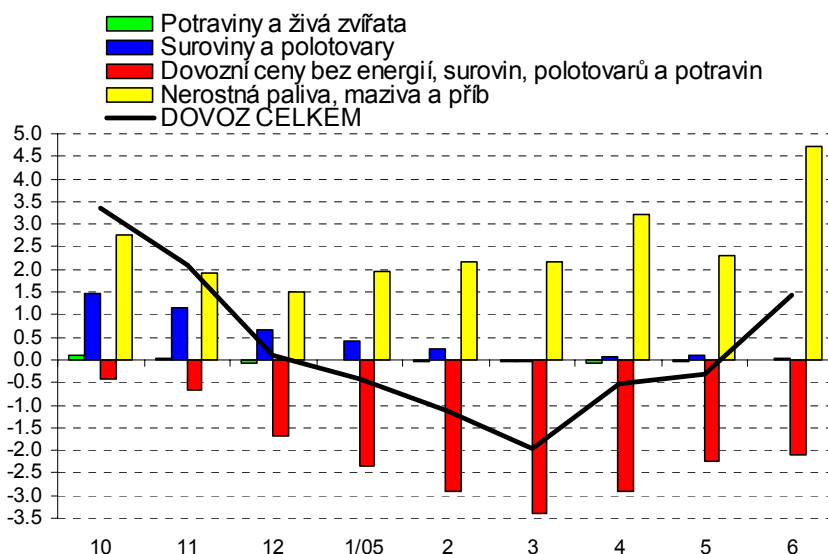
2) Predikce průměrné hodnoty za 3. čtvrtletí 2005 ze 7. SZ 2005.

Vývoj dovozních cen za červen a cen průmyslových výrobců za červenec byl v porovnání se stávající prognózou mírně proinflační. Tento rozdíl byl zapříčiněn vyššími cenami ropy (které dosáhly v červnu i červenci rekordních maxim v dolarovém vyjádření) a současně i silnějším dolarem proti stávající prognóze. Červencový vývoj cen zemědělských výrobců v zásadě naplnil aktuální prognózu.

V meziročním srovnání se dovozní ceny po jejich předchozím pětíměsíčním poklesu zvýšily o 1,4 %. Nejvíce přitom vzrostly ceny minerálních paliv (o 34,8 %), které také vývoj celkového indexu nejzávažněji ovlivnily. Nejhlubší pokles z významnějších skupin naopak zaznamenaly ceny různých průmyslových výrobků (o 7,5 %).

Za 2. čtvrtletí 2005 se dovozní ceny meziročně mírně zvýšily o 0,2 %, zatímco jejich čtvrtletní predikce ze 7. situační zprávy předpokládala ještě jejich mírné snížení (-0,3 %). Odchylka prognózy od skutečnosti jde na vrub především cenám nerostných paliv, kde proti předpokladům prognózy došlo k výraznějšímu růstu dovážených cen ropy a ropných produktů. Vývoj dovozních cen potravin (-0,6 %) se vyvíjel v souladu s prognózou, vývoj ostatních dovozních cen (dovozní ceny bez energií a potravin v červnu mžr. -2,5 %) byl mírně vyšší než prognóza. Ve struktuře dovozních cen i nadále přetrvával značně diferenciovaný vývoj, když zejména ceny strojů, dopravních prostředků a různých průmyslových výrobků výrazně meziročně klesaly.

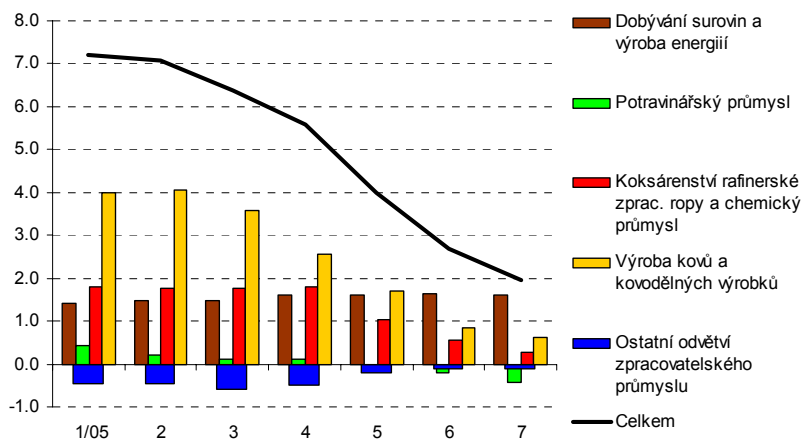
Struktura meziročního růstu dovozních cen (příspěvky k mžr. růstu v p.b., resp. %)



Meziroční růst cen **průmyslových výrobců** se zmínil na 2,0 % z červnových 2,7 %, což je nejnižší růst od března 2004. Zvolňování tempa růstu trvá již devět měsíců. V červenci se výrazně zpomalil růst cen především v odvětví základních kovů, hutních a kovárenských výrobků na 2,6 % z červnových 5,7 % a prohloubil se pokles cen v odvětví potravinářských výrobků, nápojů a tabákových výrobků na 2,0 % z 1,1 % v červnu. Ceny v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků byly v červenci vyšší o 10,1 % (v červnu o 9,7 %), elektřiny, plynu a vody o 7,4 % (obdobně jako v předchozích třech měsících), uhlí, lignitu a rašeliny o 23,0 % (v červnu o 23,6 %). Při hodnocení podle hlavních průmyslových skupin se nejvíce zvýšily ceny energií o 10,0 % a zboží dlouhodobé spotřeby o 2,1 %.

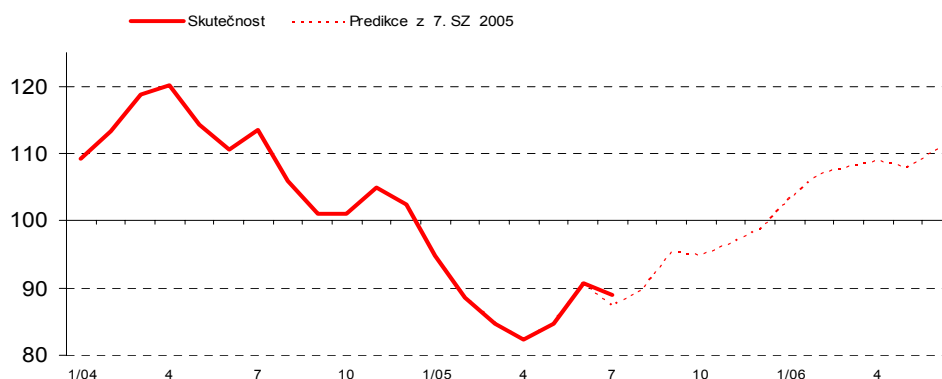
Vývoj cen průmyslových výrobců v červenci byl mírně vyšší než prognóza ČNB, což bylo zapříčiněno především výrazně vyššími cenami ropy oproti scénářovým předpokladům (v červenci o 9,6 USD/barel) a více depreciovaným kurzem Kč vůči USD. Vývoj v ostatních skupinách cen průmyslových výrobců se vyvíjel podle předpokladů.

Ceny průmyslových výrobců (příspěvky k mzd. růstu v p.b., resp. mzd. v %)



Ceny zemědělských výrobců byly v meziročním srovnání nižší o 11,0 % (v červnu o 9,2 %) a to zejména v důsledku snížení cen rostlinných výrobků v úhrnu o 27,2 %. Dominantní vliv měl i nadále pokračující mzd. pokles cen obilovin. Poprvé od března 2004 byly meziročně nižší ceny živočišných výrobků, a to o 0,8 %. Meziroční pokles cen zemědělských výrobců v červenci 2005 o 11 % v zásadě odpovídá aktuální prognóze

Ceny zemědělských výrobců a jejich predikce ze 7. SZ (s.o.p.r. = 100)



5 Peníze a úvěry

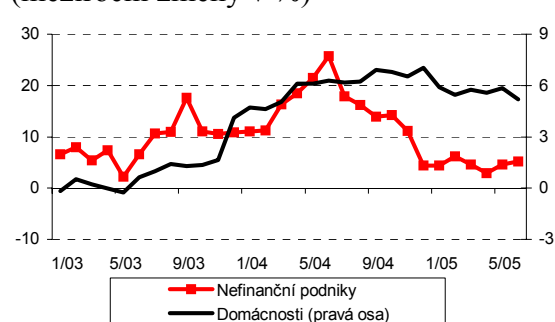
Peníze

Meziroční růst **peněžního agregátu M2** se v červnu mírně zpomalil na 5,2 % (roční míra růstu peněžního agregátu M2 upravená o přecenění, kurzové a ostatní vlivy rovněž mírně poklesla na 5,8 %). Pomaleji rostly vklady domácností. Přibližná stagnace růstu byla stejně jako v minulých měsících letošního roku zaznamenána u vkladů nefinančních podniků. U neměnových finančních institucí se pokles vkladů dále zpomalil (tento segment je v rámci M2 nevýznamný). Průměrný meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 dosáhl ve 2. čtvrtletí 5,1 % a byl zhruba na úrovni predikce (5,0 %). Vývoj struktury peněžních agregátů ukazují následující tabulka a graf.

Meziroční přírůstky peněžních agregátů (průměry za čtvrtletí, stavy ke konci období, v %)

	IV/04	I/05	II/05	5/05	6/05	Podíl absolutních stavů na M2 6/05
M1	8,9	8,8	7,0	7,6	6,2	52,5
Oběživo	6,7	7,7	8,2	8,7	7,8	13,2
Jednodenní vklady	9,6	9,1	6,5	7,3	5,7	39,3
M2-M1 (kvazi - peníze)	3,6	0,6	3,2	3,0	4,2	47,5
Vklady s dohod.splatností	3,6	-1,0	2,1	2,1	3,5	36,7
Neobchodov.cenné papíry	21,6	-6,2	-8,4	2,0	7,3	6,5
Vklady s výpovědní lhůtou	4,4	8,8	10,3	10,3	10,5	10,4
Repo operace	-11,0	-37,4	-46,7	-39,4	-43,2	0,4
M2	6,3	4,8	5,1	5,4	5,2	100,0

Meziroční přírůstky vkladů peněžního agregátu M2 dle sektorů (meziroční změny v %)



V nižším růstu peněžního agregátu M2 se v červnu projevovalo zpomalení dynamiky **peněžního agregátu M1** na 6,2 %. Méně rostlo oběživo i jednodenní vklady. Zpomalil se růst jednodenních vkladů u domácností (7,9 %). Růst jednodenních vkladů podniků se naopak mírně zvýšil na 5,4 %. Výraznější zpomalení růstu peněžního agregátu M1 oproti zpomalení růstu M2 vedlo k nevýraznému snížení podílu M1 na M2 (o 0,2 p.b.) na 52,5 %. Tento podíl však zůstává vlivem mírně uvolněné reálné úrokové složky měnových podmínek a nízké hladiny nominálních úrokových sazeb na historicky velmi vysoké úrovni.

V červnu se urychlil růst **kvazi-peněz** na 4,2 %; zůstává však na nižší úrovni oproti růstu likvidních peněz. Zvyšoval se růst vkladů s dohodnutou splatností (zejména se splatností do dvou let) u nefinančních podniků. Růst neobchodovatelných cenných papírů, do kterých podniky investovaly dočasně volné prostředky, byl ovlivněn zejména nízkou výchozí základnou loňského roku. Mírné zvýšení bylo zaznamenáno u vkladů s výpovědní lhůtou a to u domácností s výpovědní lhůtou do tří měsíců.

Pro hodnocení **protipoložek peněžního agregátu M2** byly využity roční míry růstu upravené o přecenění, kurzové a ostatní vlivy. V nižším růstu M2 se projevovalo prohloubení záporné roční míry růstu čistého úvěru vládě z 34,7 % v květnu na 63 % v červnu 2005. To souviselo zejména s nárůstem příjmů státu z privatizace Telecomu ve výši zhruba 80 mld. Kč. Zbývající část byla spojena se zlepšením salda státního rozpočtu. Pokles míry růstu čistého úvěru vládě z titulu privatizace Telecomu byl kompenzován zvýšením přílivu přímých investic ze zahraničí. Roční míra růstu čistých zahraničních aktiv vzrostla ze 14 % v květnu na 17,7 % v červnu (nižší nárůst oproti míře růstu čistého úvěru vládě byl ovlivněn poklesem vkladů nerezidentských bank u tuzemských měnových finančních institucí). Významným zdrojem růstu M2 v červnu zůstaly úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem (jejich roční míra růstu se zvýšila ze 17,8 % v květnu na 19,9 % v červnu; meziroční údaje neupravené o přecenění, kurzové a ostatní vlivy jsou komentovány níže). V pomalejším růstu peněžního agregátu M2 se dále projevoval růst kapitálu a rezerv měnových finančních institucí, a to z 9,3 % v květnu na 18,4 % v červnu 2005 (3 % v prosinci 2004).

Úvěry

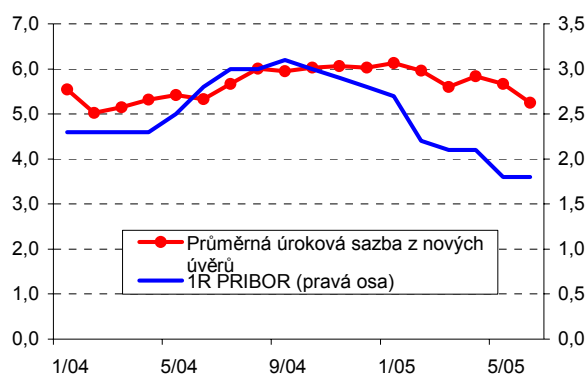
Meziroční růst úvěrů se v červnu 2005 dále urychlil na 18,3 %. To se projevovalo u úvěrů nefinančním podnikům, zatímco dynamika úvěrů domácnostem zůstala na předchozí vysoké úrovni. Uvedený vývoj byl podporován poklesem úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů o 0,3 p.b. na 5,3 %, z toho u podniků o 0,2 p.b. na 3,8 % a u domácností o 0,1 p.b. na 10,8 %.

Vývoj struktury stavu úvěrů a průměrné úrokové sazby z nových úvěrů ukazuje následující tabulka a graf.

Meziroční přírůstky úvěrů podnikům a domácnostem (průměry za čtvrtletí, stavy ke konci období, v %)

						Podíl absolutních stavů na celkových úvěrech
	IV/04	I/05	II/05	5/05	6/05	6/05
Nefinanční podniky	8,0	9,4	11,4	10,9	13,6	51,4
Úvěry do 1 roku	2,3	2,9	7,3	4,8	13,3	21,4
Úvěry od 1 roku do 5 let	17,1	14,8	19,1	18,9	21,3	13,2
Úvěry nad 5 let	9,1	13,9	11,0	12,8	8,5	16,8
Domácnosti	32,7	31,5	32,5	32,5	32,5	36,3
Spotřebitelské úvěry	23,9	24,9	31,1	32,3	32,2	7,8
Úvěry na bydlení	35,3	32,7	34,6	34,6	34,7	24,5
Ostatní	34,9	37,2	23,5	21,8	21,2	4,0
Finanční neměn. instituce	-5,7	1,6	1,7	1,2	3,7	12,3
Úvěry celkem	12,9	15,1	16,7	16,4	18,3	100,0

Průměrná úroková sazba z nových úvěrů a 1R PRIBOR (v %)



Meziroční přírůstek **úvěrů nefinančním podnikům** se v červnu zvýšil o 2,7 p.b. na 13,6 %. Rychleji rostly úvěry domácím podnikům, zatímco přírůstek úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou se zpomalil. Od počátku letošního roku se růst úvěrů urychloval u obou uvedených kategorií. V červnu bylo tempo růstu nejvyšší u krátkodobých úvěrů určených k financování provozních potřeb. Zvýšení růstu krátkodobých úvěrů bylo podporováno zejména výhodností úrokových podmínek a rostoucí důvěrou podniků ohledně budoucího vývoje ekonomiky. Dále se zvyšovala dynamika střednědobých úvěrů využívaných k financování investic podniků. Růst dlouhodobých úvěrů se obdobně jako v celém 2. čtvrtletí mírně zpomalil. Podíl střednědobých a dlouhodobých úvěrů (tj. se splatností nad 1 rok) na celkových úvěrech podnikům se od konce loňského roku udržuje na úrovni 58 %, která je oproti minulosti relativně vysoká.

Podíl **nově poskytnutých úvěrů podnikům** na celkových nových úvěrech se v červnu zvýšil na 78,7 %. Pokračoval růst nových kontokorentních úvěrů (40,3 %). Mírné oživení bylo v letošním roce ovlivněno snížením úrokové sazby u nových úvěrů s objemem do 30 mil. Kč poskytovaných obvykle malým a středním podnikům (10,7 %). Nové velké úvěry s objemem nad 30 mil. Kč naopak od počátku roku klesaly a v červnu stagnovaly (-16,1 %).

Průměrná **úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům** v červnu dále klesala²². Snížení pokračovalo u sazby z kontokorentních úvěrů a z malých úvěrů s objemem do 30 mil. Kč. Sazba velkých úvěrů stagnovala; je však nejlevnější ze všech úrokových sazeb úvěrového trhu, neboť je poskytována velkým bonitnějším klientům s nižší rizikovou přírůzkou. Vývoj úrokových sazeb z nových úvěrů nefinančním podnikům ukazuje následující tabulka.

²² Vývoj úrokových sazeb z nových úvěrů podnikům se však může v dílčích kategoriích úvěrů lišit (zejm. jde o kategorie s nízkým objemem nových úvěrů) s ohledem na vývoj úrokových sazeb jednotlivých bank a ohodnocení bonity klienta. Průměrná úroková sazba může v těchto segmentech úvěrového trhu v čase kolísat v závislosti na tom, u které konkrétní banky je v daném měsíci poskytnut nižší (či vyšší) objem nových úvěrů.

Úrokové sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům

(změna úrokových sazeb v červnu 2005 oproti předchozím obdobím v bazických bodech)

					Změna úrokové sazby v červnu 2005 proti předchozím obdobím		
	3/05	4/05	5/05	6/05	3/05	4/05	5/05
Úvěry nefin. podnikům celkem	4,1	4,2	4,0	3,8	-30	-40	-20
Kontokorentní a podobné úvěry	4,9	4,9	4,7	4,4	-50	-50	-30
Úvěry do 30 mil. Kč	4,9	4,8	4,6	4,3	-60	-50	-30
s pohyblivou sazbou a fixací do 1 roku	4,9	4,8	4,5	4,1	-80	-70	-40
s fixací od 1 roku do 5 let	4,7	4,7	4,5	4,4	-30	-30	-10
s fixací nad 5 let	5,0	5,0	5,2	4,8	-20	-20	-40
Úvěry nad 30 mil. Kč	3,2	3,1	2,9	2,9	-30	-20	0
s pohyblivou sazbou a fixací do 1 roku	3,1	2,9	2,8	2,8	-30	-10	0
s fixací od 1 roku do 5 let	3,7	4,1	3,4	4,0	30	-10	60
s fixací nad 5 let	4,5	4,7	4,0	3,5	-100	-120	-50
1R PRIBOR	2,1	2,1	1,8	1,8	-30	-30	0
Výnos 3R IRS	2,6	2,6	2,3	2,2	-40	-40	-10
Výnos 5R IRS	3,1	3,0	2,8	2,6	-50	-40	-20

Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům má významný podíl ve vývoji **celkové úrokové sazby z nových úvěrů** vstupující do modelu makroekonomické prognózy. Ta je ovlivněna i strukturou nových úvěrů, které představují váhu pro její výpočet. Váha nových úvěrů domácnostem, které se vyznačují vyšší úrokovou sazbou než nové úvěry podnikům, se ve 2. čtvrtletí oproti 1. čtvrtletí zvýšila. V samotném červnu však došlo oproti květnu naopak ke snížení této váhy. Průměrná úroková sazba z úvěrů dosáhla celkově ve 2. čtvrtletí 5,6 %.

Snížení průměrné úrokové sazby z nových úvěrů v 2. čtvrtletí 2005 oproti 4. čtvrtletí 2004 bylo nižší (o 0,4 p.b.) než u úrokové sazby 1R PRIBOR (pokles o 1 p.b.), kterou lze chápat jako referenční (87,7 % nových úvěrů má úrokovou sazbu s fixací do 1 roku). Spread mezi uvedenými sazbami se zvyšoval a ve 2. čtvrtletí činil 3,7 p.b. Tento vývoj byl patrný jak u podniků, tak u domácností. Ve vývoji celkového spreadu se částečně projevoval vliv změny struktury nových úvěrů ve prospěch úvěrů domácnostem. Dále se zde odrážela očekávaná fáze hospodářského cyklu, kdy při rostoucí konjunktuře spojené se zvýšenou poptávkou ekonomických subjektů po úvěrech, banky zvyšují marži. Úroková sazba z úvěrů podnikům je v ČR obdobná jako v eurozóně, kde v květnu 2005 činila zhruba 5 % u kontokorentních úvěrů, cca 4 % u malých úvěrů s objemem do 1 mil. EUR a cca 3 % u velkých úvěrů nad 1 mil. EUR. Spread mezi úrokovou sazbou z kontokorentních úvěrů podnikům a 3M PRIBOR je v ČR dokonce nižší než v eurozóně (2,6 p.b. v ČR a 2,9 p.b. v eurozóně). Ve zvýšení spreadu mezi průměrnou úrokovou sazbou z nových úvěrů a 1R PRIBOR by se dále mohla projevovat i snaha měnových finančních institucí kompenzovat rostoucí tlak na snižování poplatků.

Z hlediska **odvětvové struktury úvěrů** měly na růstu úvěrů v červnu nadále rozhodující podíl úvěry poskytované zpracovatelskému průmyslu, úvěry do služeb, tj. do obchodu, prodeje, údržby a oprav, úvěry na pronájem strojů a zařízení a úvěry do ostatních odvětví zahrnující zejména úvěry domácnostem. V uvedených odvětvích (s výjimkou pronájmu strojů a zařízení) docházelo během prvních šesti měsíců letošního roku ke zrychlování růstu úvěrů. Zastavení meziročního poklesu bylo zaznamenáno u úvěrů poskytovaných institucím finančního zprostředkování, zahrnujících mimo jiné i finanční leasing, faktoringové činnosti apod. Zvyšování úvěrů uvedeným institucím pravděpodobně souvisí s oživením leasingu v 1. polovině letošního roku po odeznění negativního dopadu zvýšení DPH. Očekávání růstu

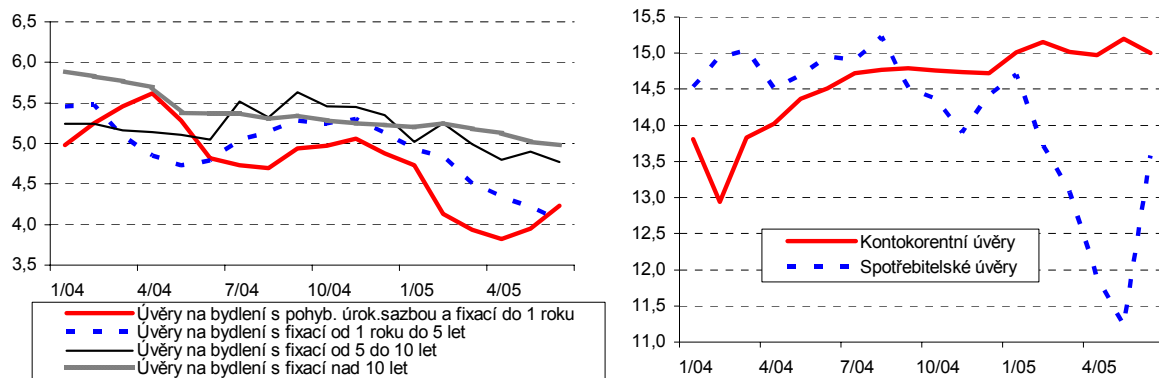
ekonomiky ovlivňuje obnovený zájem podniků a domácností o nákup aut prostřednictvím leasingu, což by se mohlo projevit ve vývoji spotřeby domácností.

Tempo růstu **úvěrů domácnostem** se v červnu udržovalo na úrovni 32,5 %. Rozhodující podíl měly nadále úvěry na bydlení (67,5 %). Jejich meziroční přírůstek se mírně zvýšil na 34,7 %. Segment spotřebitelských úvěrů prošel ve 2. čtvrtletí určitým přechodným výkyvem: jejich meziroční růst (a také roční tok nových spotřebitelských úvěrů) se nejprve zřetelně zvyšoval, v červnu však již stagnoval; úrokové sazby z nových spotřebitelských úvěrů nejprve výrazně poklesly, v červnu však značnou část tohoto poklesu korigovaly. Tento výkyv byl do značné míry dán speciální nabídkou spotřebitelského úvěru u ČS v dubnu a květnu za výhodnou úrokovou sazbu 7,9 %. Podíl **nových úvěrů domácnostem** na celkových nových úvěrech se v červnu snížil na 21,3 %, i když v celém 2. čtvrtletí zejména vlivem úvěrů na bydlení rostl.

Průměrné **úrokové sazby z nových úvěrů domácnostem** se v červnu dále převážně snižovaly. Úroková sazba z úvěrů na bydlení stagnovala či mírně poklesla na 4,4 %. To se projevilo u úrokových sazeb s fixací nad 1 rok. Úroková sazba s fixací do 1 roku naopak již druhý měsíc rostla. V následujícím období lze očekávat v souvislosti s očekávaným růstem úrokových sazeb mírné zvyšování úrokových sazeb u úvěrů na bydlení s delší fixací. Úroková sazba z nových kontokorentních úvěrů v červnu poklesla na 15 % a ze spotřebitelských úvěrů naopak vzrostla na 13,6 %. Tyto sazby jsou nadále výrazně vyšší oproti obdobným sazbám v eurozóně, kde dosahují u kontokorentních úvěrů 9,6 % a u spotřebitelských úvěrů 6 – 8 % v závislosti na fixaci sazby (údaje za květen 2005). Rozdíl u sazeb z úvěrů na bydlení v ČR a eurozóně je výrazně nižší (sazba s nejběžnější fixací na 5 let činí v ČR 4,1 % a v eurozóně 3,9 %). Menší rozdíl sazeb v ČR a eurozóně u úvěrů na bydlení oproti úvěrům na spotřebu je dán především vývojem rizikové přírážky bank. Úvěry na bydlení jsou v ČR obdobně jako v eurozóně poskytovány domácnostem s vyššími příjmy a jsou kryty zástavním právem k nemovitosti. U úvěrů na spotřebu si však měnové finanční instituce v ČR účtují výrazně vyšší rizikovou přírážku než v eurozóně.

Spready se u úrokové sazby z úvěrů na bydlení (oproti 5R IRS) a ze spotřebitelských úvěrů (oproti 3M PRIBOR) v červnu zvýšily na 1,8 p.b. a 11,8 p.b. (v eurozóně dosahují cca 2 p.b. a 5 p.b.). Mírně poklesl spread mezi kontokorentními úvěry a 3M PRIBOR, a to na 13,2 p.b. (v eurozóně 7,5 p.b.). Od poloviny loňského roku se spready zvyšují u kontokorentních úvěrů a u úvěrů na bydlení. U spotřebitelských úvěrů se spread snižoval. Projevila se zde zvýšená konkurence mezi měnovými finančními institucemi a ostatními finančními institucemi, kdy měnové finanční instituce se snažily snižovat náklady spojené s čerpáním spotřebitelských úvěrů. Vývoj úrokových sazeb z nových úvěrů domácnostem ukazují následující grafy.

Úrokové sazby z nových úvěrů domácnostem (v %)



V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál

Úrokové sazby se od konce června postupně zvyšovaly, v některých splatnostech až o 0,3 p.b. Důvodem byla změna sentimentu týkající se budoucího nastavení základních úrokových sazeb. Na finančním trhu již odezněly spekulace na další pokles repo sazby, naopak panuje shoda, že příští změna bude směrem nahoru. Otázkou zůstává načasování, za hlavní faktor finanční trh považuje kurz Kč.

Rostoucí trend byl přerušen po zveřejnění údajů o červencové inflaci, které byly nižší, než se čekalo. Rovněž na rozhovor viceguvernéra M. Singera pro Reuters (8.8.) úrokové sazby reagovaly poklesem ve všech splatnostech. Dalším faktorem korekce předcházejícího růstu úrokových sazeb byl vývoj sazeb na zahraničních trzích. Tam se projevovaly obavy, že rostoucí ceny ropy negativně ovlivní hospodářský růst zemí EU.

Výnosová křivka peněžního trhu má velmi mírně pozitivní sklon: průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za 3.Q 2005 (do 17.8.) činil +0,07 p.b. Trajektorie sazeb konzistentní s aktuální prognózou předpokládá spread 0,1 p.b. 3M PRIBOR se v dosavadním průběhu 3.Q 2005 pohyboval nepatrně pod úrovní předpokládanou základním scénářem prognózy.

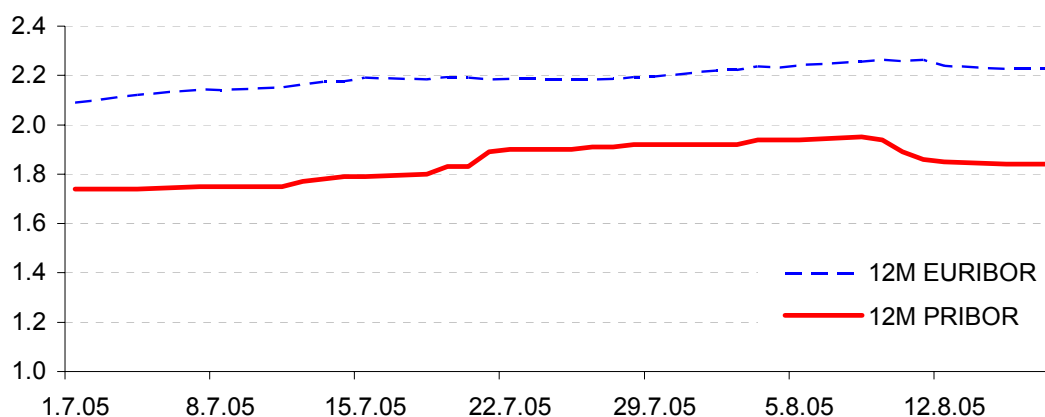
V primární aukci **státních dluhopisů** byl nabízen nový dluhopis se splatností 5R. Aukce byla z několika důvodů relativně neúspěšná (nižší zájem investorů v období rostoucích výnosů, zvyšující se objem emitovaných HZL, negativní nálada na zahraniční trzích), z nabízených 9 mld. Kč byla prodána jen přibližně polovina. Průměrný výnos dosáhl 2,68 %.

Klientské úrokové sazby se v červnu vyvíjely nejednotně. Sazby z nově poskytnutých úvěrů klesly na 5,3 %, zatímco sazby z termínovaných vkladů stagnovaly na 1,4 %. Průměrná sazba z nových úvěrů za celé 2. čtvrtletí činila 5,6 %, což bylo 0,2 p.b. pod předpokladem červencové prognózy (za tímto rozdílem stojí poněkud vyšší než předpokládaný podíl úvěrů podnikům oproti úvěrům domácnostem²³ a také mírně nižší než předpokládané sazby v obou segmentech). Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 3,4 %, z pohledu ex ante 2,9 %.

Průměrná hodnota **úrokového diferenciálu** (1R PRIBOR – 1R EURIBOR) za dosavadní průběh 3.Q 2005 dosahuje -0,3 p.b., přičemž prognóza předpokládá spread -0,1 p.b. Aktuální hodnota tuzemské sazby (k 17.8.) se pohybuje na mírně nižší úrovni oproti předpokladům referenčního scénáře, zahraniční sazba je naopak výše.

²³ Otázkou vývoje relativních vah podniků a domácností v rámci nových úvěrů se blíže zabýval box v 7. SZ.

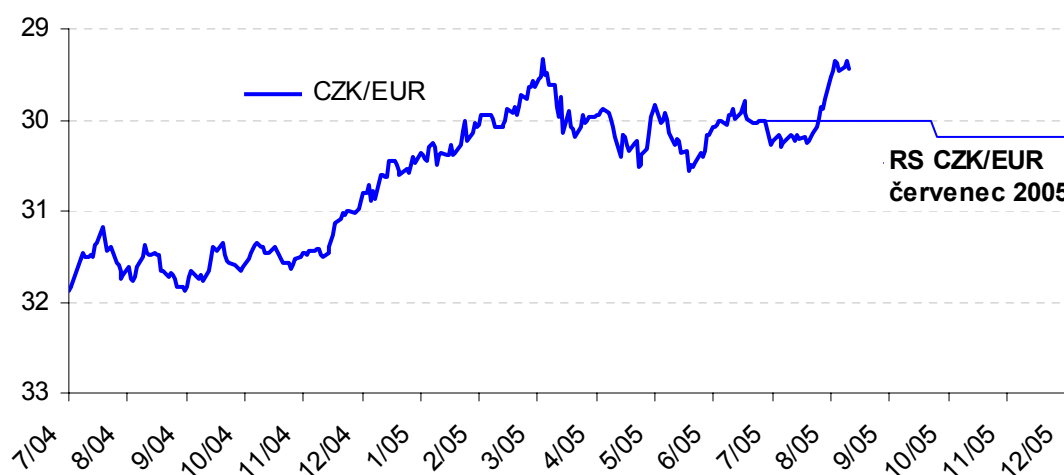
Vývoj 12M PRIBORu a 12M EURIBORu



2 Devizový kurz

V červenci zůstával kurz koruny vůči euru relativně stabilní. Průměrná červencová hodnota činila 30,19 Kč/EUR. Kurz koruny, podobně jako další středoevropské měny, v podstatě nereagoval na žádné domácí ani zahraniční podněty.

Na počátku srpna se však prosadil silný apreciační trend koruny, který byl analyticky peněžního trhu spojován zejména s vlivem slábnoucího dolaru. Obnovení zájmu krátkodobých zahraničních investorů o investice ve středoevropském regionu se proto v různé míře projevilo i u dalších měn. Na konci první srpnové dekády se také na kurzu podepsal vliv příznivých údajů o červnové obchodní bilanci. Současná hodnota kurzu (29,44 CZK/EUR) se pohybuje na úrovni z počátku března a je o cca 2 % pevnější než předpoklad aktuálního referenčního scénáře pro 3. čtvrtletí. Průměrná hodnota koruny za 3. čtvrtletí 2005 se vlivem krátkodobosti aprece zatím významněji neodchyluje od prognózovaných 30 CZK/EUR.



3 Měnové podmínky

Hodnocení aktuálního vývoje

Následující tabulka obsahuje srovnání předpokladů základního scénáře prognózy v oblasti veličin určujících nominální měnové podmínky s jejich skutečným vývojem v průběhu třetího čtvrtletí 2005. Zatímco tuzemské úrokové sazby se pohybují na nižší hladině, zahraniční sazby jsou vyšší, v obou případech se však jedná o minimální odchylky. Kurz koruny odpovídá předpokladům prognózy.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	3.Q 2005 – základní scénář	3.Q 2005 – skutečnost	17.8. – skutečnost
3M PRIBOR**	1,9	1,8*	1,8
1R PRIBOR	2,0	1,9*	1,8
Nově poskytnuté úvěry	5,7	-***	
1R EURIBOR	2,1	2,2*	2,2
Kurz – CZK/EUR	30,00	29,96*	29,44

* Průměr za čtvrtletí do 17. 8. 2005

** 3M PRIBOR není součástí měnových podmínek, v tabulce je uveden pouze pro srovnání.

*** Údaj za červenec bude k dispozici až v rámci 9. SZ

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 inflačních očekávání. Vývoj rovnovážných veličin je předpokládán na úrovni červencové prognózy.

Za těchto předpokladů je reálná úroková složka měnových podmínek mírně uvolněná, kurzová složka působí neutrálně. Vůči prognóze ze 7. SZ jsou skutečné měnové podmínky v dosavadním průběhu 3.Q 2005 také mírně uvolněné.

Implikace pro měnovou politiku

V této části je komentována pozice těch dvou bodů Grafu rizik inflační prognózy, do nichž vstupují veličiny používané pro výpočet nominálního indexu měnových podmínek.

Bod „Domácí nominální měnové podmínky“ v Grafu rizik inflační prognózy ohodnocuje celkový dopad domácích nominálních měnových podmínek pro budoucí měnovou politiku. Domácí úrokové sazby i nominální měnový kurz koruny vůči euru zhruba odpovídají základnímu scénáři prognózy a příslušný bod v GRIPu implikuje pouze velmi mírně vyšší úroveň sazby 3M PRIBOR. Vývoj kurzu v posledních dnech naproti tomu začíná indikovat, že riziko ze strany kurzu by se mohlo otočit naopak protiinflačním směrem.

Bod „Exogenní veličiny – Německo, 1R EURIBOR“ ohodnocuje celkové riziko prognózy pramenící z nových údajů o německém HDP, inflaci a aktuální implikované trajektorii 1R EURIBOR. Průměrná hodnota 1R EURIBORu v dosavadním průběhu 3.Q 2005 je zhruba na úrovni předpokládané referenčním scénářem. Výraznější změny oproti referenčnímu scénáři nepřinášejí ani trajektorie budoucích sazeb 1R EURIBOR implikovaná z CF08. Riziko, že se budoucí sazby 1R EURIBOR budou pohybovat na vyšších hladinách než v RS07, se tak

prozatím nepotvrzuje. Celkově simulace u bodu „Exogenní veličiny – Německo, 1R EURIBOR“ implikuje mírně nižší úroveň sazby 3M PRIBOR.

Souhrnným pohledem přes vývoj veličin spadajících do indexu nominálních měnových podmínek, tedy součtem obou zmíněných bodů Grafu rizik prognózy, následně dostáváme ve srovnání s červencovou prognózou zhruba neměnnou úroveň 3M PRIBOR v následujících šesti čtvrtletích. Pro celkové hodnocení rizik prognózy, které je uvedeno ve Shrnutí SZ, je ovšem potřeba zvážit také ostatní body v Grafu rizik a všechny další relevantní veličiny.

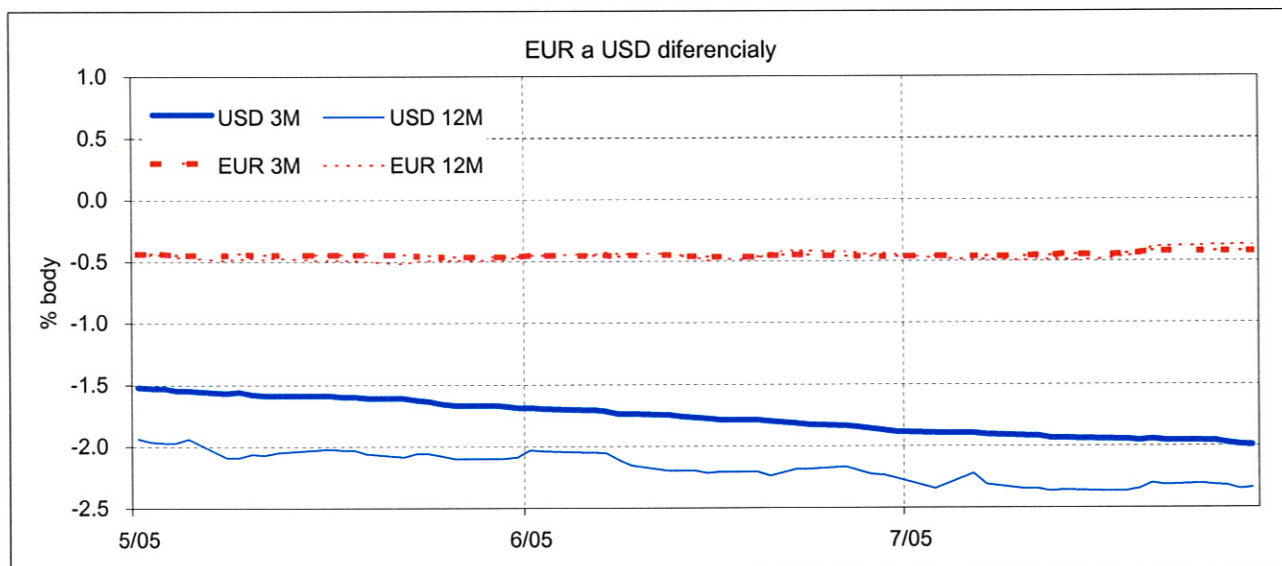
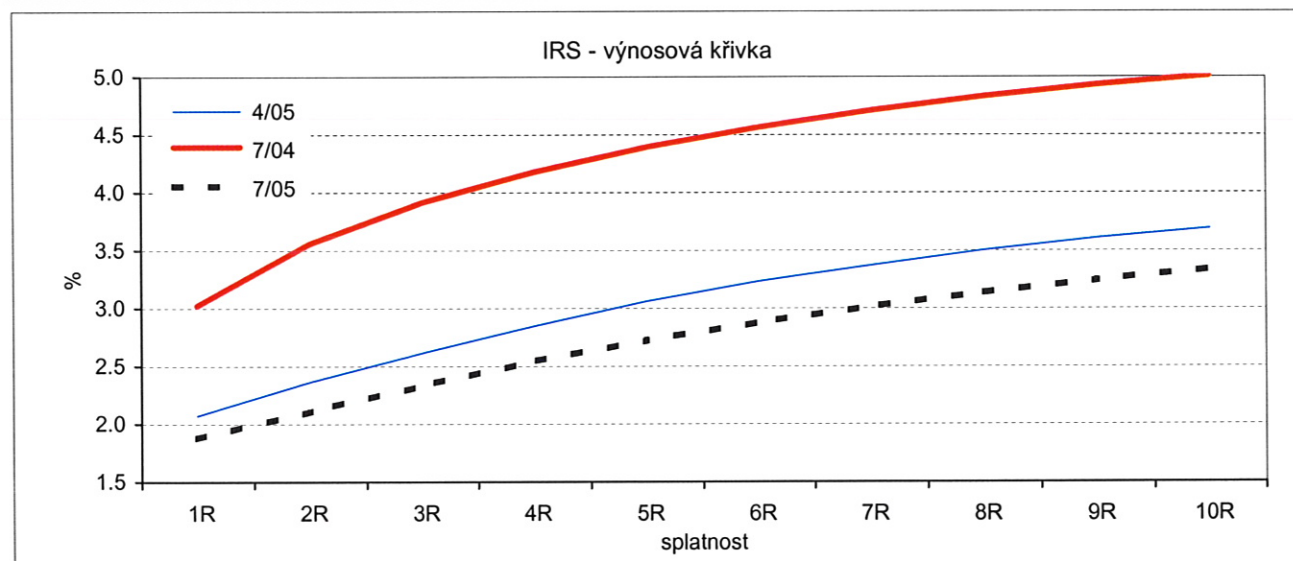
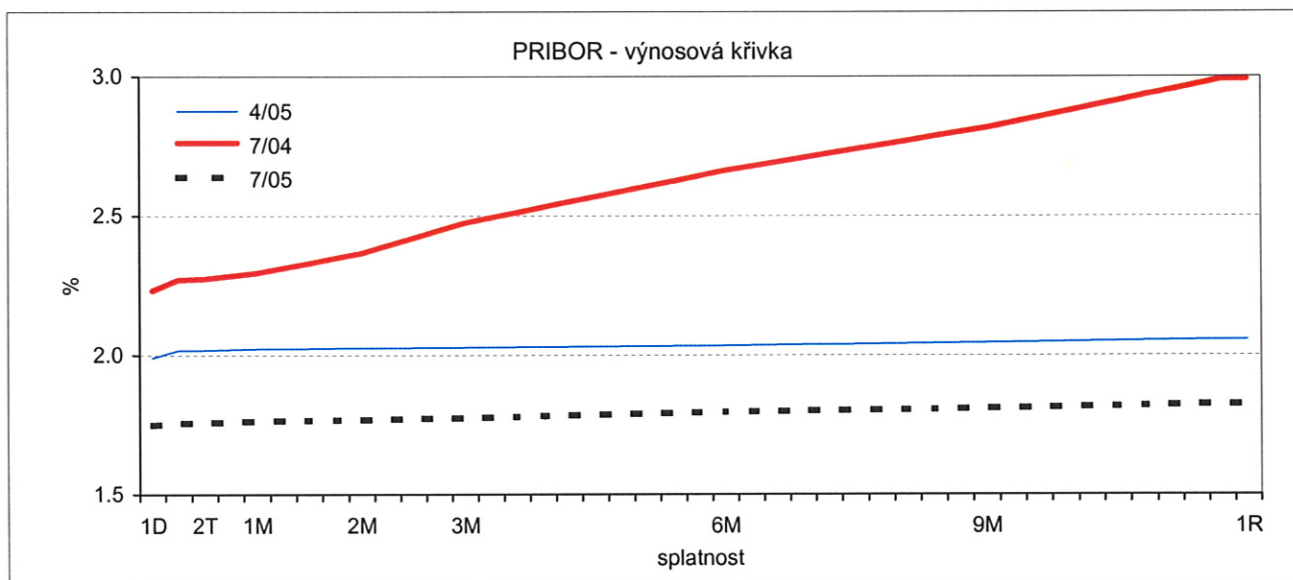
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Měnový přehled

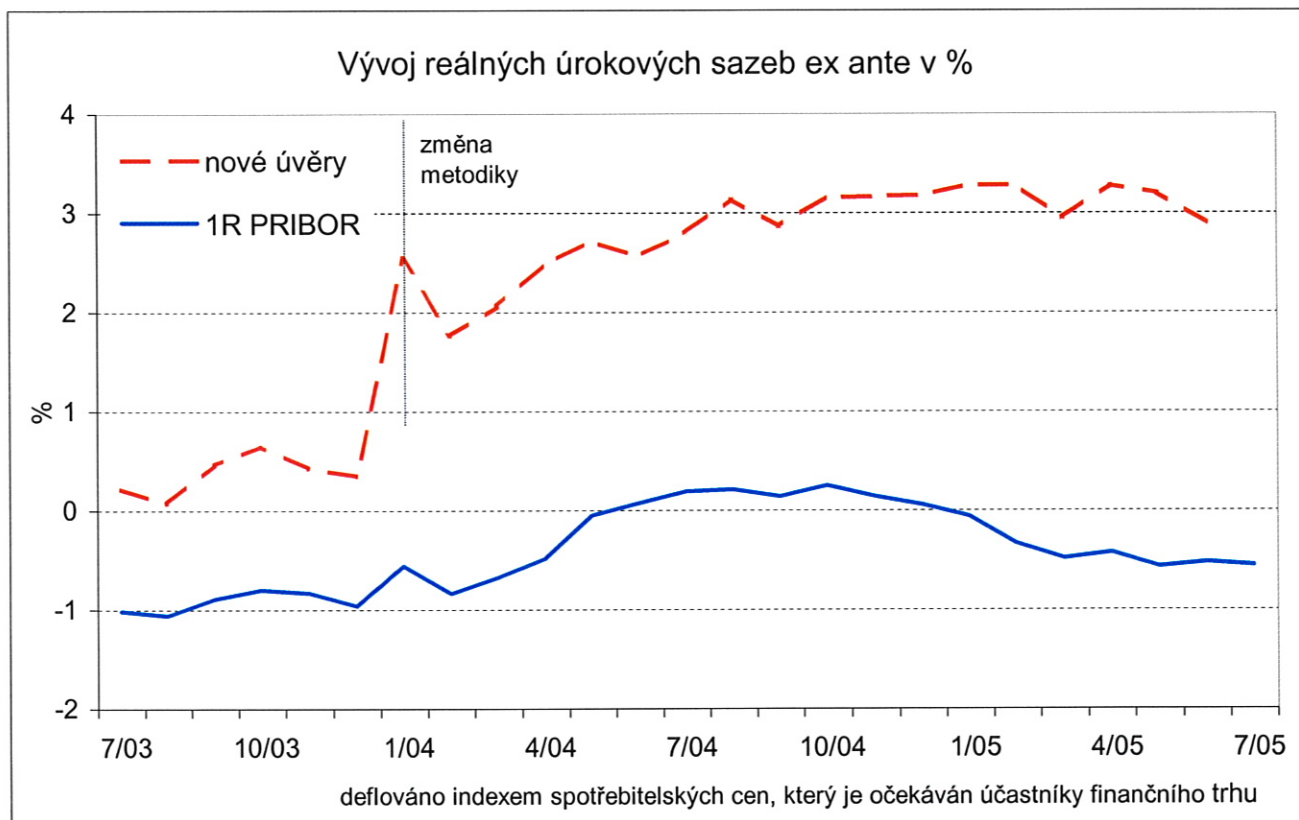
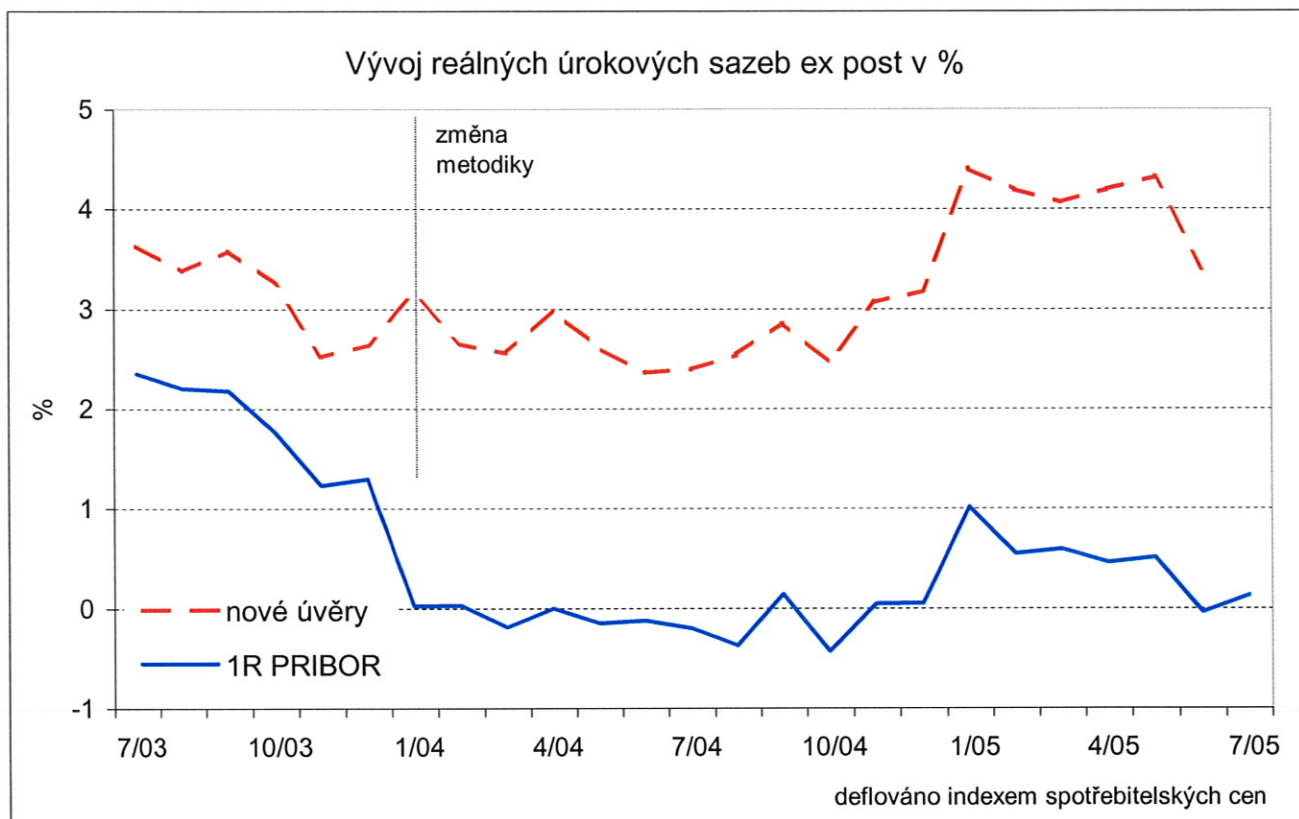
(stavky ke konci měsíce v mil. Kč)

	2004/06	2004/07	2004/08	2004/09	2004/10	2004/11	2004/12	2005/01	2005/02	2005/03	2005/04	2005/05	2005/06
AKTIVA													
Cistá zahraniční aktiva (CZA)	880 156	962 074	958 470	949 902	947 323	912 114	863 307	874 386	863 545	916 674	957 446	993 306	1 100 984
CZA CNB	692 832	690 131	693 799	680 008	672 510	650 115	624 057	639 130	622 296	637 958	651 541	663 979	748 039
CZA OMFI	287 324	271 943	264 672	269 894	274 813	261 999	229 250	235 256	241 250	278 716	305 905	328 328	352 945
Cistá domácí aktiva (CDA)	837 709	859 272	877 038	891 149	893 845	928 377	980 806	953 101	980 914	928 220	924 730	918 553	811 769
Domácí úvěry	1 116 701	1 096 247	1 105 227	1 112 234	1 117 089	1 130 531	1 146 963	1 156 543	1 181 682	1 146 137	1 167 587	1 179 246	1 087 446
Čistý úvěr vládě včetně cenných papírů	290 512	264 260	282 473	248 320	236 863	240 986	257 530	261 066	272 719	221 404	231 149	228 518	109 827
ČUV centrální vládě (ČUV) (včetně CP)	356 062	341 236	333 488	313 207	313 182	309 200	312 404	320 554	336 204	278 346	303 027	293 695	175 207
ČUV ostatní vládě (včetně CP)	-85 550	-76 977	-70 995	-64 887	-76 320	-88 214	-54 873	-59 488	-63 486	-56 942	-71 879	-65 177	-65 380
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	826 189	831 987	842 754	863 914	880 206	889 546	889 433	895 477	908 944	924 733	936 439	950 728	977 619
Úvěry podnikům (bez CP)	558 391	560 429	564 280	577 792	586 282	587 730	574 204	578 080	588 153	596 535	600 819	606 293	622 748
Úvěry domácnostem (bez CP)	267 797	271 559	278 474	286 121	293 924	301 816	315 229	317 397	320 790	328 198	335 620	344 435	354 871
Ostatní čisté položky (vč CP a kapitálu)	-278 691	-236 975	-228 189	-221 085	-223 423	-202 155	-166 157	-203 442	-200 748	-217 917	-242 857	-260 693	-275 677
Kapitál a rezervy	-220 323	-226 064	-233 008	-225 070	-218 190	-197 767	-185 514	-189 295	-178 995	-195 896	-209 490	-216 895	-222 618
CP v držení	25 660	25 553	25 701	25 559	25 520	22 799	18 842	18 648	18 969	18 566	18 455	18 747	19 956
CP emitované	-83 416	-84 893	-77 487	-77 245	-77 864	-77 612	-74 977	-79 298	-79 610	-90 045	-90 721	-95 434	-96 420
Ostatní	-912	48 430	56 605	55 672	46 911	50 426	75 491	46 503	38 889	49 458	38 899	32 889	23 405
PASIVA													
M2	1 817 865	1 821 347	1 835 509	1 841 051	1 840 969	1 840 491	1 844 112	1 827 487	1 844 460	1 844 895	1 882 176	1 911 859	1 912 753
M1	945 594	933 478	965 934	965 919	953 445	975 848	962 337	965 466	963 544	972 685	965 460	1 007 699	1 004 082
Oběživo	234 942	233 153	233 737	236 763	236 838	238 384	237 759	240 850	242 863	245 942	248 742	253 230	253 230
Jednodenní vklady	710 653	700 325	732 197	729 153	716 807	737 464	725 562	727 707	722 695	729 822	719 519	758 957	750 852
Jednodenní vklady - domácnosti	413 291	415 345	420 813	420 876	420 074	419 698	410 812	424 220	430 824	430 300	436 550	443 625	445 932
Jednodenní vklady - podniky	297 361	284 980	311 384	308 278	296 533	317 766	314 750	303 487	291 871	299 522	282 969	315 332	304 920
M2-M1 (kvazi - peníze)	872 271	887 869	869 575	875 132	887 523	864 843	881 776	862 021	880 916	872 210	916 715	904 161	908 671
Vklady s dohodnutou splatností	678 138	691 184	679 196	683 330	695 918	668 928	675 353	655 838	676 269	685 513	707 816	695 904	701 797
Vklady se splatností - domácnosti	452 758	454 971	457 956	458 455	457 131	454 802	458 642	456 855	454 468	453 780	464 568	461 243	456 088
Vklady se splatností - podniky	225 379	236 212	221 240	224 874	238 787	214 126	216 711	198 984	221 800	211 733	243 248	234 661	245 709
Vklady s výpovědní lhůtou	179 884	179 624	179 614	180 848	182 930	185 942	198 833	199 997	199 188	198 919	199 264	198 747	198 787
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	176 726	176 295	175 382	177 652	178 984	182 042	184 635	195 584	194 978	194 542	195 006	194 273	194 781
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	3 158	3 329	3 232	3 196	3 946	3 900	4 199	4 403	4 210	4 377	4 259	4 474	4 006
Repo operace	14 250	17 062	10 765	10 955	8 675	9 773	7 590	6 186	5 459	7 778	9 635	9 511	8 087
Meziroční změny (%)													
M1	15.1	11.3	15.1	11.7	10.2	9.9	6.6	9.1	8.4	8.9	7.1	7.6	6.2
M2	10.3	8.0	7.5	8.6	7.8	6.6	4.4	4.2	4.8	5.3	4.7	5.4	5.2
M2-M1 (vklady)	5.5	4.8	0.1	5.3	5.4	3.1	2.1	-0.7	1.0	1.6	2.3	3.0	4.2
Úvěry podnikům a domácnostem	11.4	11.2	11.1	14.5	14.3	12.1	12.4	13.7	15.3	16.4	15.5	16.4	18.3
Roční míry růstu (%)													
M1	16.1	12.5	16.6	12.9	11.5	11.5	8.3	10.2	9.4	10.0	8.0	8.1	6.8
M2	11.0	9.0	8.6	9.4	8.9	7.9	5.8	5.3	5.8	6.4	5.6	5.9	5.8
M2-M1 (vklady)	5.9	5.5	0.9	5.9	6.2	4.2	3.3	0.4	2.1	2.7	3.3	3.5	4.8
Úvěry podnikům a domácnostem	13.1	13.6	13.6	16.8	16.8	14.6	15.3	16.6	17.3	18.6	17.3	17.8	19.9

Vývoj výnosových křivek a úrokových diferenciálů



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.

Vývoj inflace v roce 2004 - varianta střed

2004	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100											
	100,00	100,00	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.														
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,93	20,94	1,8	0,2	0,1	0,0	0,4	0,2	0,4	0,0	-0,8	0,5	-0,1	0,1
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen)	x	x	3,7	0,2	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	-0,1	0,0	1,6	0,0	0,0
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,07	79,06	0,76	0,04	0,01	-0,10	-0,15	0,00	0,00	-0,03	0,01	0,34	-0,01	0,00
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,59	0,35	0,00	0,00	0,04	0,23	0,07	0,04	0,01	0,03	0,00	0,00	0,00
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,39	52,47	0,9	0,1	0,1	0,0	0,5	0,1	0,4	0,0	-1,0	0,2	0,0	0,2
			0,74	0,09	0,10	0,03	0,74	0,12	0,33	-0,01	-0,78	0,12	-0,04	0,12
			1,0	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0	1,1
			0,26	-0,05	0,02	0,07	0,14	-0,03	-0,15	-0,16	-0,16	-0,01	0,01	0,28
			0,9	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,9	0,3	-1,2	0,2	-0,1	-0,3
			0,48	0,14	0,08	-0,04	0,23	0,14	0,48	0,14	-0,63	0,13	-0,05	-0,16
			konc 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.														
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,93	20,94	3,7	3,9	4,0	3,5	2,7	2,8	2,7	3,1	2,3	2,8	2,7	2,8
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,76	0,80	0,81	0,72	0,56	0,57	0,57	0,55	0,55	0,90	0,89	0,90
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,07	79,06	0,35	0,35	0,35	0,39	0,61	0,68	0,72	0,73	0,76	0,76	0,76	0,76
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,59	0,74	0,84	0,94	0,96	1,17	1,8	1,47	1,81	1,2	1,4	1,3	1,5
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,39	52,47	0,9	1,0	1,2	1,2	1,7	1,6	1,0	2,2	1,9	1,79	1,07	1,20
			0,26	0,22	0,24	0,31	0,45	0,43	0,27	0,12	-0,04	-0,05	-0,04	0,25
			0,9	1,2	1,3	1,2	1,7	2,0	2,9	3,1	2,2	2,2	2,1	1,8
			0,48	0,62	0,69	0,65	0,89	1,04	1,53	1,68	1,03	1,16	1,11	0,95
			st. obd. m.r. = 100											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.														
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,93	20,94	2,3	2,3	2,5	2,3	2,7	2,9	3,2	3,4	3,0	3,5	2,9	2,8
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen)	x	x	5,0	4,9	4,7	3,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	4,4	4,4	4,4
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	82,07	79,06	1,01	0,99	0,96	0,64	0,50	0,50	0,50	0,47	0,47	0,91	0,90	0,90
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,59	0,35	0,35	0,35	0,39	0,61	0,68	0,72	0,73	0,76	0,76	0,76	0,76
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,39	52,47	1,2	1,2	1,4	1,5	2,0	2,1	2,5	2,6	2,3	2,1	1,6	1,5
			0,96	0,92	1,15	1,20	1,63	1,70	2,02	2,11	1,81	1,71	1,27	1,20
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,59	2,8	2,8	3,2	3,3	3,4	2,7	3,8	4,2	3,0	2,2	0,7	0,9
korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	54,39	52,47	0,75	0,75	0,83	0,86	0,90	0,71	1,00	1,10	0,78	0,59	0,25	0,25
			0,4	0,3	0,6	0,6	1,4	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	1,8
			0,21	0,17	0,32	0,34	0,73	0,99	1,02	1,01	1,03	1,12	1,01	0,95
Roční klouz. průměr (podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,3	0,5	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,7	2,8
Průměr od počátku roku (podíl na růstu sp.cen)	x	x	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
*) Od 1.1.2004 zvýšení spotřebních daní u šovin, pohonných hmot a vína a přesuny položek mezi sazbami DPH, v důvodu až květnu zvýšení spotřebních daní u tabákových výrobků, od 1.5.2004 dále přesuny položek mezi sníženou a základní sazbou DPH (převazuje zvyšování DPH u služeb) a snížení základní sazby DPH z 22 na 19 %														
2004														
			předch.m.=100											
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá (podíl na růstu sp.cen)	51,34	49,69	1,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	3,05	2,52	-0,8	-0,6	3,0	0,9	-0,5	8,5	-1,2	0,4	-0,6	2,6	-1,2	-4,9
			-0,02	-0,02	0,08	0,02	0,22	0,01	-0,04	0,01	-0,02	0,07	-0,04	-0,14
			st. obd. m.r. = 100											
			0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Korigovaná inflace bez PH **) - čistá (podíl na růstu sp.cen)	51,34	49,69	0,32	0,36	0,47	0,43	0,51	0,69	0,72	0,80	0,74	0,81	0,79	0,79
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	3,05	2,52	-4,3	-7,0	-5,6	-3,3	7,9	11,0	10,6	9,7	7,4	11,2	10,5	5,9
			-0,11	-0,19	-0,23	-0,09	-0,23	0,30	0,29	0,28	0,21	0,31	0,29	0,16

Vývoj inflace v roce 2006 - varianta střed

2006	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. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp.cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	100,00	100,00	0,9	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,5	0,0	-0,5	0,4	0,1	0,3
	17,93	21,78	1,5	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0
	x	x	0,12	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04	0,00	0,02	0,20	0,00	0,00
	82,07	78,22	0,03	0,00	0,00	0,06	0,17	0,14	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	0,7	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,1	-0,7	0,2	0,1	0,4
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen) Korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,16	0,8	0,0	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,8	-0,6	0,2	0,2	0,1	0,9
	54,39	52,06	0,27	0,00	0,02	0,04	0,10	-0,07	0,04	-0,10	0,05	0,03	0,02	0,24
	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,3	1,3	0,2	-1,1	0,2	0,1	0,1
	0,12	0,12	0,05	0,05	0,05	0,02	0,04	0,14	0,68	0,11	-0,38	0,10	0,06	0,05
2006	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konc.m.r.=100											
	100,00	100,00	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
	17,93	21,78	0,9	1,0	1,1	1,2	1,5	1,8	2,4	2,3	1,8	2,2	2,2	2,5
	x	x	0,12	0,36	0,36	0,36	0,36	0,41	0,49	0,48	0,47	0,67	0,67	0,67
	82,07	78,22	0,00	0,00	0,00	0,06	0,23	0,37	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen) Korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,16	0,8	0,8	0,9	1,0	1,4	1,4	0,5	-0,1	0,1	0,3	0,4	1,3
	54,39	52,06	0,27	0,21	0,23	0,28	0,37	0,46	0,14	-0,02	0,03	0,09	0,10	0,25
	0,6	0,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	2,6	1,7	1,7	1,9	2,0	2,1
	0,12	0,45	0,50	0,45	0,50	0,52	0,57	0,70	1,36	1,48	0,99	0,99	1,08	1,11
2006	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	sk. obd. m.r. = 100											
	100,00	100,00	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
	17,93	21,78	2,7	2,7	2,9	2,9	3,1	2,8	2,7	2,7	2,6	2,5	2,6	2,5
	x	x	1,17	1,17	1,16	1,27	1,19	0,84	0,69	0,69	0,70	0,88	0,88	0,87
	82,07	78,22	0,40	0,40	0,40	0,48	0,63	0,77	0,77	0,69	0,47	0,47	0,47	0,47
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp.cen) Korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	27,68	26,16	0,4	0,4	0,5	0,9	0,8	0,6	0,9	1,3	1,8	1,5	1,4	1,3
	54,39	52,06	0,12	0,12	0,15	0,16	0,24	0,18	0,28	0,30	0,46	0,35	0,36	0,35
	2,0	2,0	2,2	2,0	2,2	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1
	1,02	1,06	1,10	1,06	1,10	1,00	1,01	1,00	1,01	1,01	1,02	1,01	1,11	1,11
Rocní klouz. průměr			2,0	2,1	2,2	2,3	2,9	2,9	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Průměr od počátku roku			2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7

*) Od 1.1.2006 úprava zvýšení DPH u udrzovacích služeb a od 1.4.2006 postupné proměny dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret.

předch.m.=100			2006											
Korigovaná inflace bez PH **)			51,34	48,68	0,7	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1
Ceny pohonných hmot - čistě			3,05	2,89	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,5	0,4	-0,2	-0,5	0,0	0,0
st. obd. m.r. = 100														
Korigovaná inflace bez PH **)			51,34	48,68	1,2	1,2	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,2
Ceny pohonných hmot - čistě			3,05	2,89	17,0	17,8	15,4	7,3	5,4	2,9	2,8	1,7	1,1	0,8
			0,43	0,45	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

VÝVOJ VEŘEJNÉHO SEKTORU

(GFS IMF 1986 - skutečnost: MF včetně vlivu tvorby rezervních fondů, ČNB bez vlivu; predikce: MF i ČNB bez vlivu)

(ESA95 - skutečnost : včetně vlivů rezervních fondů; predikce: ČNB včetně vlivu rezervních fondů a daňové reformy III, MF bez těchto vlivů)

Hospodaření veřejného sektoru

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Údaje dle ČNB						(-61,1)		
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-66,8	-59,9	-89,5	-99,3	-101,0	-59,2	-57,1	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,6	-3,7	-3,9	-3,7	-2,0	-1,8	.
Údaje dle MF ČR								
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-67,0	-56,5	-89,1	-99,3	-76,3	-135,2	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,4	-3,7	-3,9	-2,8	-4,6	.	.
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr 05/2004	-66,8	-59,9	-89,5	-100,1	-140,8	-128,5	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,6	-3,7	-3,9	-5,1	-4,4	.	.
- 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	-5,7	-5,1	-4,4	-3,7	.
Metodika ESA 95 - accrual **)								
Údaje dle ČNB						(-93,5)		
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-78,5	-137,0	-163,0	-297,1	-83,0	-92,3	-89,1	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-11,6	-3,0	-3,1	-2,8	.
Údaje dle MF ČR						(-148,3)		
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - NOTIFIKACE 03	-78,5	-137,0	-163,0	-297,1	-83,4	-147,6	-118,5	-110,2
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-11,6	-3,0	-5,0	-3,8	-3,3
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KOPR 12/2004	-78,5	-137,0	-163,0	-319,1	-142,2	-137,2	-118,5	-110,2
- podíl schodku na HDP v % - KOPR 12/2004	-3,7	-5,9	-6,8	-12,5	-5,2	-4,7	-3,8	-3,3
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - NOTIF. 1.9.04	-78,5	-137,0	-163,0	-319,6	-129,2	-137,2	-117,6	-109,0
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-12,5	-4,7	-4,7	-3,8	-3,3
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr 05/2004	-96,7	-149,9	-154,7	-328,5	-144,1	-133,8	-116,5	-109,0
- podíl schodku na HDP v %	-4,5	-6,5	-6,4	-12,9	-5,3	-4,7	-3,8	-3,3
- 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	-3,7	.

Fiskální pozice ***)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Metodika GFS IMF - cash *) v p.b.	3,1	0,0	1,1	0,0	-0,4	-1,7	-0,2	.
Metodika ESA 95 - accrual **) v p.b.	0,1	2,8	1,2	5,1	-9,0	0,5	-0,1	.

Fiskální impuls ****)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Poptávkové saldo v mld. Kč	-62,2	-63,1	-94,1	-98,7	-65,0	-78,7	-81,3	.
Poptávková změna v mld. Kč	-24,1	-0,9	-31,0	-4,6	33,7	-13,7	-2,6	.
Aproximace fiskálního impulsu v p.b.	0,27	-0,10	0,71	-0,02	-0,91	0,17	-0,07	.

Veřejný dluh

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Údaje dle ČNB								
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)	332,4	404,5	444,5	553,0	659,4	730,3	817,3	.
- podíl dluhu na HDP v %	15,5	17,5	18,4	21,6	24,0	24,9	25,9	.
Údaje dle MF ČR								
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)	332,4	404,5	444,5	553,0	659,4	774,4	.	.
- podíl dluhu na HDP v % (bez ČKA)	15,5	17,5	18,4	21,6	24,0	26,5	.	.
- 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	28,3	31,4	34,7	36,1	.
Metodika ESA 95 - accrual **)								
Údaje dle ČNB								
- dluh v mld. Kč	392,2	630,0	740,3	977,9	1028,6	1060,0	1171,0	1265,0
- podíl dluhu v %	18,2	27,2	30,7	38,3	37,4	36,2	37,1	37,9
Údaje dle MF ČR								
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč - NOTIFIKACE - 3/05	392,2	630,0	740,3	977,9	1028,6	1070,9	.	.
- podíl dluhu v %	18,2	27,2	30,7	38,3	37,4	36,6	.	.
- dluh dle KOPR v mld. Kč - 12/2004	392,2	586,3	696,5	957,2	1054,4	1119,4	1222,2	1335,8
- podíl dluhu v % - 12/2004	18,2	25,3	28,8	37,5	38,3	38,3	39,1	40,0
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč - NOTIFIKACE - 9/04	392,2	586,3	696,5	956,1	1040,1	.	.	.
- podíl dluhu na HDP v %	18,2	25,3	28,8	37,4	37,8	.	.	.
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KoPr - květen 2004	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	28,6	31,2	34,5	36,1	.

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, aktuálním 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 poptávkové relevantního salda veřejných rozpočtů k dynamice HDP. Propočty vycházejí z "cash" metodiky a údajů ČNB.

Aktualizace vývoje exogenních faktorů pro 8. situační zprávu na základě 8. Consensus Forecasts ze srpna 2005

Zahraníční cenový vývoj	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	Údaje dodává	Zdroj
ceny průmyslových výrobků v SRN (v %) ¹⁾	0,1	1,4	2,1	2,9	4,2	4,4	3,5	2,4	1,7	1,2	1,7	2,2	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 8. 8. 2005
spotřebitelské ceny v SRN (v %) ¹⁾	1,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	1,4	1,4	1,5	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 8. 8. 2005
cenaropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	35,2	38,3	43,9	48,3	49,7	53,1	60,4	56,4	53,8	52,3	51,6	51,6	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 8. 8. 2005
cenaropy - uralská (USD/barel) ²⁾	29,8	32,2	38,0	37,3	42,8	47,6	55,4	49,6	47,2	46,0	45,6	45,6	odbor 414	Viz pozn. ²⁾
mzr. změna cenyropy - uralské (v %) ³⁾	-1,1	33,4	39,5	35,8	43,7	47,8	46,1	32,9	10,3	-3,4	-17,8	-8,0	odbor 414	ČNB
cena plynu (ruského, USD/1000m ³) ³⁾	122,0	125,28	137,2	156,2	182,2	198,40	206,2	222,8	228,2	229,63	229,4	229,0	odbor 414	Viz pozn. ³⁾
mzr. změna ceny plynu (ruského, v %) ³⁾	7,4	-2,8	5,5	20,5	49,3	58,4	50,3	42,6	25,2	15,7	11,3	2,8	odbor 414	ČNB
Zahraníční poptávka														
HDP v SRN (mzr. v %)	2,0	2,1	1,2	1,3	0,4	0,9	1,2	1,5	1,5	1,1	1,3	1,3	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 8. 8. 2005
Devizové kurzy a úrokové sazby														
nominální kurz USD za 1 EUR	1,249	1,204	1,221	1,295	1,311	1,258	1,214	1,221	1,227	1,238	1,254	1,265	odbor 414	Consensus Forecasts 8 z 8. 8. 2005
nominální kurz CZK za 1 USD	26,30	26,59	25,86	24,03	22,90	23,94	24,74	24,72	24,69	24,50	24,12	23,78	odbor 414	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR	32,86	32,03	31,59	31,13	30,01	30,13	30,0	30,2	30,3	30,3	30,2	30,1	odbor 414	ČNB
1 Y EURIBOR ⁴⁾	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	odbor 414	Viz pozn. ⁴⁾

Poznámky:

- 1) odhady pro čtvrtletí odvozeny na základě predikce pro celoroční, sezonně očistěné řady
- 2) cenaropy uralské je EC multiplicitativním způsobem odvozena od cenyropy WTI: $0,5 * \text{cena WTI} + 1,1 * \text{cena WTI} + \text{čas} \cdot t - 0,658 \cdot \text{cena WTI} + (t-1)$
- 3) cena plynu je odvozena z minulých hodnot ceny plynu a uralskéropy: $0,9 * \text{cena plynu} + (t-1) + 0,5 * \text{cena uralskéropy} + (t-1)$
- 4) propočty je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y za období 14 dní před publikací Consensus Forecasts. 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

Zahraníční cenový vývoj	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	
ceny průmyslových výrobků v SRN (v p.b.)						0,21	0,80	0,97	0,88	0,51	-0,18	-0,42	
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)						-0,03	0,30	0,53	0,54	0,45	0,03	-0,21	
cenaropy - West Texas Intermediate (USD/barel)						0,00	8,91	7,64	6,30	5,45	4,95	4,90	
cenaropy - uralská (USD/barel)						0,01	10,16	6,74	5,42	4,70	4,30	4,32	
mzr. změna cenyropy - uralské (v %) ³⁾						0,03	26,77	18,09	12,67	9,85	-8,93	-4,41	
cena plynu (ruského, USD/1000m ³) ³⁾						0,00	-0,67	12,19	17,21	19,52	20,35	20,66	
mzr. změna ceny plynu (ruského, v %) ³⁾						0,00	-0,48	7,81	9,44	9,84	10,19	3,86	
Zahraníční poptávka													
HDP v SRN (mzr. v p.b.)	0,19	0,17	-0,09	-0,01	-0,28	0,27	0,16	0,14	0,06	-0,28	-0,12	-0,06	
Devizové kurzy a úrokové sazby													
nominální kurz USD za 1 EUR						0,000	-0,020	-0,025	-0,030	-0,034	-0,029	-0,020	
nominální kurz CZK za 1 USD						0,14	0,44	0,65	0,83	0,92	0,73	0,44	
nominální kurz CZK za 1 EUR						-0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
1 Y EURIBOR (v p.b.)						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

Porovnání minulého Consensus Forecasts s aktuálním vývojem exogenních faktorů podle 8. CF

Zahraniční cenový vývoj	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06
ceny průmyslových výrobců v SRN (v p.b.)						0,17	0,50	0,52	0,49	0,30	0,00	0,01
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)						0,00	0,19	0,21	0,20	0,20	0,01	-0,01
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)						0,00	3,58	3,57	3,19	2,98	2,74	2,70
cena ropy - uralská (USD/barel)						0,00	4,79	3,22	2,80	2,60	2,39	2,38
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)						0,00	12,61	8,64	6,54	5,47	-3,05	-1,26
cena plynu (ruského, USD/1000m3) 3)						0,00	-3,52	3,85	6,84	8,69	9,75	10,33
mzr. změna ceny plynu (ruského, v %)						0,00	-2,57	2,46	3,76	4,38	6,52	2,91

Zahraniční poptávka												
HDP v SRN (mzr. v p.b.)	0,19	0,17	-0,09	-0,01	-0,28	0,25	0,15	0,17	0,12	-0,17	0,00	0,04

Devizové kurzy a úrokové sazby												
nominální kurz USD za 1 EUR						0,000	0,005	0,005	0,001	-0,003	-0,004	0,001
nominální kurz CZK za 1 USD						0,14	-0,07	-0,10	-0,02	0,06	0,08	-0,02
nominální kurz CZK za 1 EUR						-0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1 Y EURIBOR (v p.b.)						0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí

ukazatel	měrná jednotka	2001	2002	2003	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005
						červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec
Eurozóna																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,6	0,9	0,7	2,0		1,8			1,5		1,4				1,2		
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,9	0,6	1,1	1,3		0,8			1,6		1,3						
podíl běžného účtu na HDP	%	-0,2	0,8	0,1	0,6		0,6			0,8								
podíl obchodní bilance na HDP	%	0,7	1,4	1,0	1,0		0,9			0,7		0,3						
míra nezaměstnanosti	%	7,8	8,3	8,7	8,9		8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,7	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	2,1	2,3	2,0	2,4		2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-0,7	1,4	0,9	3,5		2,9	3,1	3,3	3,7	3,5	3,9	4,2	4,2	4,3	3,5	4,0	
jednorozměrná úroková sazba	%	4,1	3,5	2,3	2,3		2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2
SRN																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,2	0,2	0,0	1,0		1,2			1,3		0,0						
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,9	-0,4	0,3	-0,4		-0,4			0,1		0,1						
podíl běžného účtu na HDP	%	0,1	2,6	2,2	3,5		1,5			3,8		5,3						
podíl obchodní bilance na HDP	%	4,5	6,1	6,0	7,1		6,6			6,2		8,3						
míra nezaměstnanosti	%	9,4	9,8	10,5	10,6		10,6	10,6	10,7	10,7	10,8	11,4	11,7	12	11,8	11,8	11,7	11,6
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,3	1,1	1,1	2,2		2,0	2,1	1,9	2,2	2,2	1,6	1,8	1,7	1,4	1,6	1,8	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	0,1	0,6	1,8	2,9		1,9	2,2	2,3	3,3	2,9	3,9	4,2	4,2	4,6	4,1	4,6	4,6
Velká Británie																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,3	1,8	2,2	3,1		3,1			2,9		2,1				1,7		
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	3,1	3,2	2,3	3,3		3,4			3		2,6						
podíl běžného účtu na HDP	%	-2,3	-1,7	-1,7	-2,2		-3,2			-1,7		-2,0						
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,8	-3,0	-2,9	-3,3		-3,6			-3,6		-3,5						
míra nezaměstnanosti	%	3,2	3,1	3,1	2,7		2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,0	1,7	1,3	1,6		1,4	1,3	1,1	1,2	1,5	1,6	1,6	1,9	1,9	1,9	2	2,3
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-1,1	1,0	1,8	2,9		2,6	2,8	3,1	3,5	3,5	2,6	2,7	2,9	3,3	2,7	2,5	3,0
nominální kurz EUR/GBP	%	2,0	1,0	10,1	-2,0		-5,0	-4,0	-2,5	-0,5	0,7	0,9	1,9	3,2	2,7	1,9	0,7	3,3
jednorozměrná úroková sazba	%	5,1	4,4	3,9	5,0		5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	4,9	5,1	5,2	5,0	4,9	4,7	4,5
USA																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	0,8	1,9	3,0	4,4		4,0			3,9		3,6				3,6		
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,8	2,5	3,8	3,8		5,1			4,2		3,5				3,3		
podíl běžného účtu na HDP	%	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7		-5,6			-6,3		-6,4				-5,5		
podíl obchodní bilance na HDP	%	-3,6	-4,0	-4,5	-5,3		-5,3			-5,6		-5,6						
míra nezaměstnanosti	%	4,8	5,8	6,0	5,5		5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,2	5,4	5,2	5,2	5,1	5	5
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,6	2,4	1,9	3,3		3,0	2,7	2,5	3,2	3,3	3,0	3,0	3,1	3,5	2,8	2,5	3,2
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-1,6	1,2	4,0	4,2		3,8	3,3	3,3	4,5	4,1	4,1	4,7	5,0	4,8	3,5	3,6	4,6
nominální kurz EUR/USD	%	-2,9	5,5	19,7	9,9		7,6	9,9	7,9	7,4	10,7	4,0	3,0	7,4	7,9	5,6	0,1	-1,8
jednorozměrná úroková sazba	%	3,8	2,2	1,4	2,1		2,4	2,3	2,3	2,5	2,8	3,2	3,3	3,7	3,7	3,7	3,8	4,0

Pozn. Roční údaje spotřebitelských cen a cen prům. výrobců se vztahují k poslednímu měsíci daného roku.

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí (pokračování)

ukazatel	měrná jednotka	2001	2002	2003	2004	2004 červenec	2004 srpen	2004 září	2004 říjen	2004 listopad	2004 prosince	2005 leden	2005 únor	2005 březen	2005 duben	2005 květen	2005 červen	2005 červenec	2005 srpen	2005 září
Maďarsko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	3,5	3,0	4,0		3,7			3,8			2,9							
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	5,9	9,2	7,6	2,9		3,0			1,3			2,2							
podíl běžného účtu na HDP	%	-6,2	-7,1	-8,7	-8,9		-9,0			-7,8			-7,5							
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,3	-3,2	-4,0	-3,0		-3,2			-1,1			-1,0							
míra nezaměstnanosti	%	5,7	5,8	5,9	6,0		5,9	6,1	6,1	6,3	6,3	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,1			
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	6,8	4,8	5,7	5,5		7,2	6,6	6,3	5,8	5,5	4,1	3,2	3,5	3,9	3,6	3,8			
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	-0,4	-1,3	6,2	1,6		2,7	2,6	3,3	2,1	1,6	3,8	3,1	5	5,3	5,2	5			
nominální kurz EUR/HUF	mzr. změna, %	-1,4	-5,4	4,5	-0,8		-5,3	-4,0	-3,0	-3,9	-5,3	-6,6	-7,2	-3,2	-0,7	-0,3	-1,6			
jednorroční úroková sazba	%			8,1	10,7		11,0	10,7	10,8	10,2	9,5	8,9	8,6	8,0	7,3	7,5	6,9	6,5		
Polsko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,0	1,4	3,8	5,4		4,8			3,9			2,1							
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,1	3,4	3,1	3,3		3,5			1,8			1,7							
podíl běžného účtu na HDP	%	-2,9	-2,7	-2,2	-1,3		-1,8			0,2										
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,1	-3,8	-2,7	-2,3		-2,3			-1,8										
míra nezaměstnanosti	%	18,0	19,7	19,9	19,6		19,3	19,1	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18			
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	3,6	0,8	1,7	4,4		4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3	2,5	1,4			
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	-0,4	2,2	3,7	5,2		8,6	8,5	7,9	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,1			
nominální kurz EUR/PLN	mzr. změna, %	-8,5	5,1	14,1	3,0		0,1	1,6	-2,0	-6	-8,4	-11,4	-13,4	-18,0	-15,4	-12,7	-11,5			
jednorroční úroková sazba	%	14,7	8,3	5,4	6,6		7,1	7,3	7,5	7,1	6,6	6,5	6,2	5,7	5,5	5,3	4,9	4,5		
Slovensko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	4,6	4,5	5,5		5,3			5,8			5,0			5,1				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	4,9	5,5	-0,8	3,5		3,7			4,3			5,5							
podíl běžného účtu na HDP	%	-8,4	-7,9	-0,8	-1,9		-3,8			-4,0			-1,9							
podíl obchodní bilance na HDP	%	-10,2	-8,7	-2,0	-3,4		-4,9			-5,5			-3,6							
míra nezaměstnanosti	%	18,2	17,8	15,1	14,3		13,7	13,2	13,1	12,7	12,6	13,1	13,2	13,1	12,7	11,9	11,3	11,1	11,0	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	6,4	3,4	9,3	5,9		8,5	7,2	6,7	6,6	6,3	5,9	3,2	2,7	2,5	2,7	2,4	2,5	2,0	
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	2,2	2,3	8,7	4,3		3,0	3,7	4,0	4,7	4,5	4,3	2,8	2,1	2,6	3,5	3,9	4,8		
nominální kurz EUR/SKK	mzr. změna, %	1,6	-1,4	-2,8	-3,5		-4,6	-4,3	-3,5	-3,2	-3,8	-5,5	-5,4	-6,2	-5,2	-2,4	-2,9	-3,6	-2,7	
jednorroční úroková sazba	%	7,7	7,4	5,4	4,1		3,3	3,5	3,6	3,7	3,7	3,3	3,1	2,6	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	

Pozn. Roční údaje spotřebitelských cen a cen prům. výrobců se vztahují k poslednímu měsíci daného roku.

Key macroeconomic indicators

DEMAND AND SUPPLY												years				quarters of 2004				quarters of 2005				quarters of 2006			
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.			
GR888: Domestic Product																											
bn CZK, constant p.	1466.7	1527.7	1516.6	1499.2	1517.3	1576.3	1617.9	1694.7	1799.9	1842.6	1919.3	1919.3	420.5	453.2	453.8	442.4	439.1	472.4	471.9	499.2	455.5	491.1	492.3	480.4			
% y-o-y, real terms	-	4.2	-0.7	-1.1	1.2	3.9	2.6	1.5	3.2	4.4	4.1	4.2	4.0	3.9	3.6	4.6	4.4	4.2	4.0	3.8	3.7	3.9	4.3	4.6			
% y-o-y, real terms	-	8.8	1.4	-1.5	2.2	2.9	2.8	2.7	4.6	2.0	3.0	4.3	2.8	1.9	1.8	1.5	1.3	1.9	3.4	5.2	5.2	4.7	4.1	3.3			
% y-o-y, real terms	-	1.5	1.4	-1.0	5.4	0.2	3.8	4.5	3.8	-2.0	1.8	-0.6	-0.1	-3.4	-3.9	-4.8	-0.1	1.1	4.5	5.1	4.7	-1.0	-3.2	-2.4			
% y-o-y, real terms	-	7.8	-3.4	-1.1	-3.5	4.9	5.4	3.4	7.6	9.0	8.8	7.9	7.4	8.0	7.9	7.4	8.0	5.5	5.3	5.4	7.8	7.1	9.4	8.9			
% y-o-y, real terms	-	7.7	-1.0	-1.7	0.9	4.1	4.0	3.3	4.7	2.9	4.4	5.0	4.2	2.8	0.3	0.7	0.5	3.5	3.1	10.4	5.3	5.5	5.1	4.1			
% y-o-y, real terms	-	5.5	8.4	10.5	5.5	16.5	11.5	2.1	7.5	21.9	12.2	12.9	10.9	29.5	23.6	23.0	17.9	13.2	13.6	5.2	9.4	7.0	15.4	22.6			
% y-o-y, real terms	-	12.1	6.9	8.4	5.0	16.3	13.0	4.9	7.9	18.4	11.7	11.2	11.0	27.8	19.3	15.5	12.1	11.9	13.0	10.0	7.8	6.2	13.0	17.5			
bn CZK, constant p.	-43.2	-120.0	-116.9	-106.5	-110.5	-126.9	-161.3	-204.6	-225.7	-216.8	-230.5	-230.5	-43.9	-50.8	-53.6	-61.2	-27.2	-61.1	-58.1	-60.6	-35.7	-40.6	-53.7	-60.4			
% real terms	-	49.4	51.6	52.7	52.5	53.0	52.5	53.3	54.0	52.7	52.2	52.3	52.0	51.1	52.8	55.1	50.5	49.9	52.5	55.8	51.2	50.3	52.4	55.1			
% real terms	-	21.7	21.1	21.6	21.6	22.5	21.7	22.0	22.6	21.4	20.9	21.3	21.5	21.9	21.6	22.6	21.5	21.4	21.9	22.6	21.5	21.4	21.6	22.6			
% real terms	-	31.6	32.6	31.6	31.6	32.6	31.6	32.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6			
% real terms	-	104.5	107.9	107.5	106.9	106.6	106.8	110.1	110.4	108.8	109.2	110.0	109.1	109.6	109.1	108.5	104.3	108.7	108.1	115.3	105.9	110.4	108.9	114.7			
% real terms	-	-4.3	-7.9	-7.7	-7.3	-8.1	-10.0	-12.5	-13.3	-12.4	-12.8	-12.0	-10.4	-13.2	-11.9	-13.8	-6.2	-12.9	-12.3	-19.5	-7.8	-12.3	-10.9	-16.7			
% y-o-y, real terms	-	8.5	5.3	-3.9	-7.0	-4.5	1.5	10.6	4.8	5.8	9.9	9.7	9.0	12.6	9.7	9.1	4.0	4.5	4.0	0.7	1.1	0.7	0.9	1.3			
% y-o-y, real terms	-	-2.0	-4.9	2.9	4.1	4.6	3.1	4.9	2.5	1.1	1.1	1.1	1.2	2.5	1.8	4.3	-3.2	0.0	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
CONSUMER PRICE INDICATORS																											
bn CZK, constant p.	9.1	6.8	8.5	10.7	2.1	3.9	4.7	1.8	0.1	2.8	1.9	2.7	0.8	1.4	2.2	2.8	2.6	2.4	2.1	1.9	2.2	2.5	2.7	2.7			
% end-of-period	-	7.9	8.6	10.0	6.8	2.5	4.0	0.7	0.3	1.3	4.4	6.3	2.5	2.9	3.0	2.8	1.5	1.8	2.3	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5			
% y-o-y, end-of-period	-	10.1	13.8	22.7	20.3	4.2	7.3	11.7	3.3	1.3	4.4	6.3	3.1	4.7	2.4	2.3	4.4	2.9	5.8	6.9	6.3	5.5	3.9	3.2			
% y-o-y, end-of-period	-	7.3	6.6	6.8	1.7	1.5	3.0	2.4	-0.2	1.0	1.5	1.8	1.4	2.1	1.1	2.3	1.5	0.7	0.7	1.1	1.6	1.5	1.9	1.8			
% y-o-y, end-of-period	-	8.7	6.5	7.6	3.8	3.0	2.6	2.1	1.5	0.1	1.8	1.6	2.0	0.6	1.9	1.8	0.9	0.9	1.2	1.6	2.0	1.3	1.8	2.0			
% y-o-y, end-of-period	-	5.4	6.8	5.6	-1.2	-0.7	3.7	-3.4	2.7	0.9	0.2	2.1	1.4	2.7	3.0	0.9	0.4	-0.4	-0.1	0.2	2.2	1.9	2.0	2.1			
% y-o-y, end-of-period	-	-0.4	10.1	6.0	-6.4	27.6	10.3	-15.0	1.4	-2.0	5.9	12.0	0.6	-5.4	11.2	7.4	5.9	1.4	2.7	6.1	12.0	15.4	5.4	2.8			
% y-o-y, end-of-period	-	10.5	8.7	8.3	11.2	2.8	1.4	4.9	2.8	3.0	2.4	3.5	3.1	3.4	2.1	3.4	2.1	1.3	2.1	1.6	4.4	2.6	3.7	3.8			
% y-o-y, average	-	7.6	4.8	4.9	4.9	1.0	4.9	-0.5	-0.3	5.7	3.2	1.1	1.7	4.9	7.8	8.2	6.9	4.1	1.1	0.7	0.9	0.9	1.3	1.2			
% y-o-y, average	-	8.9	7.5	2.7	3.2	-11.3	8.6	9.6	-7.5	4.5	9.6	-9.3	6.0	32.4	15.0	6.6	2.8	-10.7	-4.1	-4.2	-3.3	6.0	5.1	7.6			
% y-o-y, average	-	10.6	11.3	11.3	9.3	4.8	3.1	4.0	2.7	4.2	5.1	5.1	2.4	2.5	2.5	2.2	1.3	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4			
% y-o-y, average	-	9.2	21.4	-7.3	-35.2	49.5	73.5	-13.4	8.0	15.4	48.8	43.5	-1.1	33.4	39.4	35.8	42.8	47.6	50.7	46.3	44.4	43.4	43.2	43.2			
LABOUR MARKET																											
Average monthly wages in monitored organizations	18.6	18.3	9.9	9.2	8.4	8.7	7.3	6.6	6.6	6.6	6.9	6.7	8.8	4.2	7.3	6.3	5.8	7.6	7.2	7.0	6.9	6.9	6.7	6.5			
Average monthly wages in monitored organizations	9.7	8.7	1.3	-1.4	-2.2	2.4	3.8	5.4	6.5	3.7	4.9	4.1	3.1	1.7	4.1	3.1	4.1	5.9	5.1	4.6	4.2	4.1	4.0	4.2			
% y-o-y, real terms	-	-0.8	-0.1	-0.9	-2.9	-2.9	-1.4	0.3	-0.8	-2.0	-0.2	1.4	0.8	-1.6	-0.4	0.1	1.1	1.7	1.9	1.2	0.9	0.5	1.0	0.9			
% y-o-y, real terms	-	17.6	13.4	9.7	7.3	4.0	1.0	6.1	4.9	1.2	1.9	4.2	3.3	2.8	-0.6	2.7	2.8	3.1	5.2	4.4	4.1	4.0	3.4	3.3			
% y-o-y	-	2.5	7.8	2.4	-1.8	0.6	-1.8	0.8	0.2	-3.5	-3.1	-	-1.5	-6.4	-0.8	-3.5	-1.4	-2.5	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y	-	4.0	3.9	4.8	6.5	8.7	8.8	8.1	7.3	7.8	8.3	8.1	8.7	8.2	8.2	8.2	8.4	7.8	8.1	8.0	8.5	8.0	7.8	7.7			
% y-o-y	-	3.0	3.1	4.3	6.0	8.5	9.0	8.5	6.2	9.9	10.2	9.7	9.3	10.0	10.2	10.0	10.5	9.5	9.6	9.4	9.9	9.1	9.3	9.1			
% average	-	-196.3	-51.2	-43.5	-98.5	-74.4	-78.5	-137.0	-163.0	-297.1	-93.5	-99.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
bn CZK, current p.	-13.4	-3.1	-2.4	-5.0	-3.6	-3.7	630.0	740.3	977.9	1028.6	1060.0	1171.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
bn CZK, current p.	218.9	217.6	225.9	294.4	325.7	362.2	392.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2	362.2			
bn CZK, current p.	15.0	13.1	12.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0			
bn CZK, current p.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
EXTERNAL RELATIONS																											
Exports of goods	23.4	6.3	17.9	17.6	8.9	23.4	13.2	-1.2	9.3	25.7	8.8	12.5	13.0	35.1	28.4	26.1	16.6	2.1	7.0	10.8	12.5	12.0	13.3	12.2			
Imports of goods	33.6	13.4	13.9	6.4	6.4	27.6	11.6	-4.4	8.7	21.2	4.6	11.9	11.1	32.6	23.7	17.5	11.8	-3.8	3.5	6.4	12.0	12.6	12.5	11.2			
% y-o-y, nominal terms	-	-99.6	-153.0	-150.5	-40.2	-49.4	-120.8	-116.7	-71.3	-69.8	-22.3	48.0	55.0	1.2	-9.7	-6.2	7.7	19.4	18.6	8.0	2.0	24.0	21.6	13.0			
% y-o-y, nominal terms	-	-	-4.3	-6.7	-4.3	-5.6	-6.0	-6.0	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2			
% y-o-y, nominal terms	-	-48.9	-11.9	-30.0	-40.5	-50.6	-104.9	-124.5	-136.4	-180.6	-84.1	-65.0	-13.7	-37.9	-55.6	-36.1	14.6	-24.6	-38.0	-36.0	18.0	-15.0	-35.0	-33.0			
% y-o-y, nominal terms	-	2.5	-8.7	-6.3	-2.1	-2.5	-4.9	-5.4	-5.6	-6.3	-5.2	-2.9	-2.1	-2.1	-5.4	-7.9	-5.2	2.1	-3.3	-5.1	-4.8	2.5	-1.9	-4.4			
% y-o-y, nominal terms	-	67.0	34.6	40.5	115.9	215.7	190.7	206.3	270.9	66.4	100.7	200.0	85.0	26.1	28.1	32.0	28.6	88.6	-	-	-	-	-	-			
bn CZK, current p.	26.5	27.1	31.7	32.3	34.6	36.6	38.0	32.7	26.2	25.7	23.6	23.6	26.3	26.6	25.9	24.1	22.9	23.9	24.3	24.2	23.9	23.6	23.4	23.3			
average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y, real (CPI), aver	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y, real (PPI), aver	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y, real (PPI), aver	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
% y-o-y, average	-	7.3	1.1	5.3	4.5	-0.8	5.8	0.6	-6.7	0.9	3.7	-0.1	-0.3	2.6	4.3	3.9	3.9	0.1	-0.7	-0.8	-0.2	0.7	-1.1	-0.6			
% y-o-y, average	-	5.7	1.4	5.1	-2.5	2.0	12.0	-1.4	-6.5	-0.2	1.6	-0.6	0.6	0.0	2.2	2.3	1.8	-1.2	0.2	-0.8	0.0	1.9	0.4	0.1			
MONEY AND INTEREST RATES																											
M2	19.9	16.6	6.8	6.1	9.0	6.4	11.1	6.7	4.2	7.6	5.3	5.9	7.0	9.2	8.0	6.3	4.8	5.1	5.2	6.1	6.8	5.7	5.5	5.4			
12 M repo rate	11.3	12.4	14.8	9.5	5.3	4.8	2.8	2.0	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50			
1 Y PRIOR	11.0	11.8	15.2	14.1	7.0	5.8	5.3	3.6	2.3	2.7	2.1	2.3	2.3	2.5	3.0	2.9	2.4	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6			
MEMORANDUM ITEMS																											
Real GDP gap	0.5	1.4	-1.2																								