

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 24. března 2006

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

3. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na I. pololetí 2006.

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

Příloha: Ověření předpokladů o tempu rovnovážné reálné apreciace vstupujících do čtvrtletních makroekonomických prognóz

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

Tomáš Holub, Petr Vojtíšek, Tibor Hlédik, Michal Skořepa, Ivan Matalík, Jiří Podpiera, Tomáš Kvapil, Jan Schmidt, Kateřina Šmídková

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 I. pololetí 2006. Obsahuje přílohu: Ověření předpokladů o tempu rovnovážné reálné apreciace vstupujících do čtvrtletních makroekonomických prognóz.

O B S A H

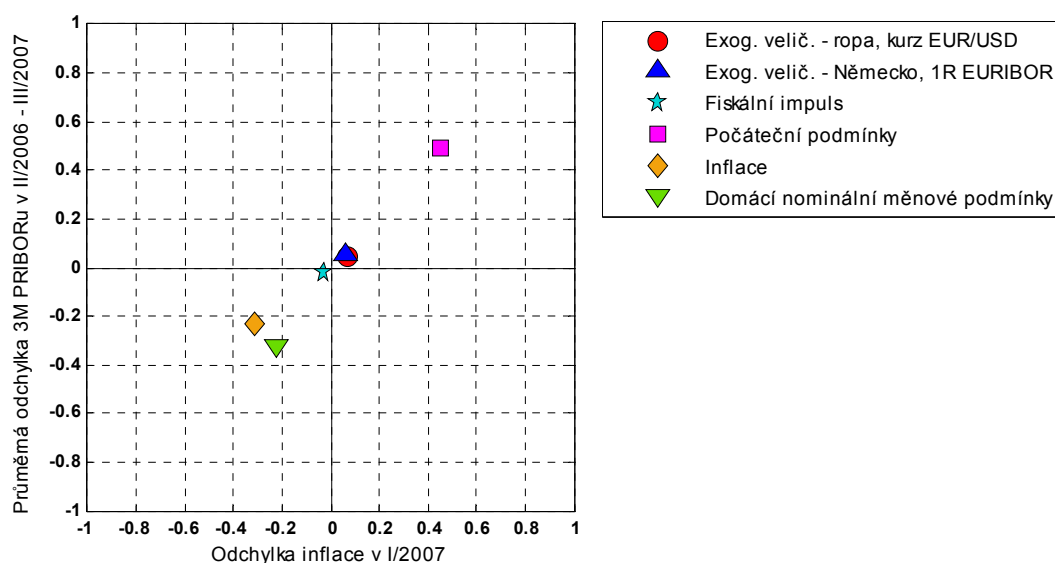
I. SHRNU TÍ	1
1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy	1
2 Prognózy ostatních institucí	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
 II. INFLAČNÍ PROGNÓZA Z 1. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY.....	7
 III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	10
1 Vnější prostředí	10
2 Vývoj veřejných rozpočtů	16
 IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	18
1 Trh práce	18
2 Ekonomický růst a jeho složky	20
3 Vývoj platební bilance	26
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	28
5 Peníze a úvěry	33
 V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	37
1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál	37
2 Devizový kurz	38
3 Měnové podmínky	39

Příloha: Ověření předpokladů o tempu rovnovážné reálné apreciace vstupujících do čtvrtletních makroekonomických prognóz

Tabulkové přílohy

I. SHRnutí

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



Po posouzení výsledků modelových simulací zachycených v grafu rizik a vyhodnocení dalších souvisejících informací lze hodnotit rizika makroekonomické prognózy z 1. SZ 2006 jako mírně protiinflační. Oproti hodnocení z únorové SZ je zde tedy patrný určitý posun směrem k vyrovnanosti bilance rizik. Jedním ze zdrojů tohoto posunu jsou nová data o vývoji HDP v roce 2005, která přes všechny nejistoty mohou implikovat vyšší než dosud předpokládané poptávkové inflační tlaky. Podobně lze vyhodnotit i poslední vývoj nominálního měnového kurzu, kde oproti minulému měsíci došlo k určité korekci na slabší hodnoty a zastavení trendu jeho monotónního posilování. Přesto zůstává odchylka kurzu od předpokladů 1. SZ hlavním dezinflačním rizikem prognózy.

Nyní k interpretaci jednotlivých bodů v grafu. Březnová předpověď publikace *Consensus Forecasts* nenaznačuje z nově dostupných informací o vývoji cen ropy rizika pro prognózu inflace a úrokových sazeb. Aktuální cena uralské ropy je pouze mírně nad předpoklady lednové prognózy a podobně drobná odchylka je očekávána i na celém predikčním horizontu. V opačném směru, ovšem kvantitativně rovněž málo významně, se mění pohled na budoucí vývoj křížového kurzu USD/EUR, kde aktuálně pozorujeme nepatrně slabší dolar. To v souhrnu vede k prakticky neutrálnímu hodnocení dopadu této skupiny informací do prognózy v horizontu měnové politiky.

Údaje o zahraničním ekonomickém vývoji (bod „Exogenní veličiny – Německo, 1R EURIBOR“) v březnovém CF signalizují podobně jako v minulém měsíci změny v prognóze budoucího vývoje HDP a inflace v SRN. Je tomu tak z titulu očekávaného zvýšení základní sazby DPH od roku 2007. To má za jinak stejných okolností dopad do nižší domácí inflace a nižších domácích úrokových sazeb.¹ Současně dochází k přehodnocení očekávaného

¹ Stejně jako v únoru však i nyní připomínáme, že v provedené modelové simulaci došlo pouze k mechanickému promítnutí nových předpokladů o vývoji v SRN bez očištění o vlivy, které nebudou mít na vývoj v české ekonomice faktický vliv. Dubnová prognóza se pokusí tuto oblast ošetřit korektně v souladu s výsledky zpracovávané evidence.

vývoje nominálních úrokových sazeb v eurozóně. Implikované budoucí sazby Euribor 1Y od února poměrně znatelně vzrostly na celém horizontu předpovědi a oproti předpokladům lednové prognózy jsou nyní v průměru o téměř 0,4 p.b. vyšší. Tento vývoj zahraničních sazeb v modelové simulaci kompenzuje protiinflační dopady vyplývající ze změn daňových sazeb v SRN. Z toho důvodu leží bod zachycující souhrnný dopad obou zmíněných skupin informací blízko průsečíku os.

Odhad fiskálního impulsu se pro rok 2006 oproti lednové prognóze nemění. I nadále se pro letošní rok předpokládá zhruba neutrální působení fiskální politiky na dynamiku HDP. Pro rok 2007 byl původně očekávaný slabě pozitivní příspěvek fiskální politiky státu k růstu reálné ekonomické aktivity dále mírně zvýšen (o 0,2 p.b.). Bylo tomu tak v důsledku nového zohlednění výdajů souvisejících se zvýšením rodičovského příspěvku ve výhledu vývoje veřejných rozpočtů, čímž se naplnilo riziko avizované v únorové SZ. Vzhledem k tomu, že tento dodatečný slabý poptávkový stimul zasáhne ekonomiku až v roce 2007, není v prezentované simulaci v GRIPu jeho dopad ve sledovaném období příliš hmatatelný. Příslušný bod leží ve spodním levém kvadrantu velmi blízko průsečíku os.²

Růst reálného HDP ve 4Q 2005 výrazně překonal očekávání, na nichž byly postaveny předpoklady počátečních podmínek lednové prognózy. Vedle neočekávaně vysokého růstu agregátního HDP došlo k určitým odchylkám od prognózy i v oblasti struktury ekonomického růstu. Nová data včetně revize údajů za předcházející čtvrtletí roku 2005 naznačují, že nedochází ke zpomalování ekonomického růstu a zastavování uzavírání záporné mezery výstupu. Naopak tato data naznačují, že ekonomika na přelomu let 2005 a 2006 operuje velmi blízko svému potenciálu či dokonce nad jeho úrovní a že tempo uzavírání mezery výstupu spíše postupně zrychluje. Tomuto hodnocení odpovídá poloha bodu počáteční podmínky v GRIPu.³ Analýza inflačního vývoje v posledním období však neukazuje na nadměrné zvyšování poptávkových inflačních tlaků (viz dále). Definitivní vyhodnocení nových údajů o růstu HDP a jeho struktuře bude součástí zpracování další prognózy. Při tom bude posouzena konzistence vývoje reálné ekonomické aktivity a inflace.⁴

Vývoj mizr. inflace za únor 2006 měřený indexem spotřebitelských cen byl v souladu s poslední prognózou. Také struktura cenového pohybu naplnila do značné míry naše očekávání. Toto zjištění nutně kontrastuje s výše uvedeným výrazným přehodnocením trajektorie mezery výstupu na bezprostřední minulosti v oblasti tlaků vyplývajících z působení reálné ekonomické aktivity. Po zohlednění všech dalších (zejména nákladových) vlivů by totiž inflace odpovídající novému (připomínáme, že zatím pracovnímu) pohledu na vývoj mezery výstupu měla ležet v posledních měsících výrazně výše než ve skutečnosti. To je signálem, že buď je aktuálně transmise poptávkových tlaků do vývoje inflace výrazně jiná než předpokládaná (např. vlivem struktury růstu HDP) nebo je z různých důvodů mezera výstupu

² Na tento typ očekávaného poptávkového šoku ve vzdálenější budoucnosti by v případě jeho většího rozsahu byla v reakci modelu patrná nejprve tendence k apreciaci kurzu tlumená snižováním úrokových sazeb a doprovázená poklesem inflace a otevíráním negativní výstupové mezery. Teprve po dopadu vlastního poptávkového impulsu by model pro další období generoval prognózu vyšší ekonomické aktivity vedoucí k růstu inflace s spolu s reakcí měnové politiky v podobě růstu úrokových sazeb.

³ Pro účely této simulace byl mimořádně proveden výpočet v té části Kalmanova filtru, která posuzuje soulad vývoje HDP a inflace. Na rozdíl od minulosti tedy nebylo provedeno pouhé mechanické odečtení nových dat HDP od původní trajektorie potenciálního produktu.

⁴ SMS již provedla v tomto smyslu citlivostní analýzu nastavení počátečních podmínek v závislosti na síle zpětné vazby odhadu produkční mezery na inflaci. Tyto analýzy naznačují, že trajektorie mezery výstupu v roce 2005 nemusí být tak strmá a tak vysoko položená, jak by vyplývalo z prostého, expertně nijak nekorigovaného promítnutí nových dat o HDP do odhadu počátečních podmínek.

relativně blízko původním odhadům z 1. SZ, tj. výrazně níže, než ukazuje její nový odhad. Samozřejmě mohou existovat i další vysvětlení (mezera výstupu na bázi HDP není dobrou aproximací poptávkových inflačních tlaků, není vyloučena další revize dat o HDP směrem dolů apod.). V GRIPu je bod inflace ztělesněním těchto dezinflačním směrem vychýlených nejistot a do značné míry kompenzuje rizika vyplývající z přehodnocení mezery výstupu zachycená v bodu počáteční podmínky.

Pro dokreslení celé situace navíc uveďme, že z vyhodnocení vlastního vývoje inflace a její struktury a nově dostupných informací o vývoji mezd, dovozních cen a cen zemědělských výrobců vyplývají v krátkodobém horizontu spíše mírně protiinflační rizika vůči stávající prognóze inflace.

Vývoj domácích úrokových sazeb zatím v průběhu prvního čtvrtletí téměř zcela odpovídá základnímu scénáři lednové prognózy. Nominální devizový kurz koruny vůči euru je pak podobně jako v únoru apreciovanější vůči předpokladům predikce. Ve srovnání s minulým měsícem však došlo k přerušení posilujícího trendu nominálního měnového kurzu. Příslušný bod v GRIPu celkově implikuje riziko mírně nižších domácích úrokových sazeb.

2 Prognózy ostatních institucí

V březnu byla publikována dvě šetření, na základě kterých provádíme srovnání se základním scénářem prognózy z 1. SZ: anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 14.3.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (CF, uzávěrka 13.3.). Všechny níže uvedené ekonomické úvahy jsou vybrány z dotazníkových odpovědí a nemusí být nutně v souladu s názory SMS.

HDP

Analytici posunuli své prognózy růstu HDP směrem vzhůru v návaznosti na zveřejněná data o HDP za rok 2005. I nadále očekávají, že hlavním faktorem růstu budou exporty, dále pak sílící spotřeba domácností a soukromé investice. Investice by měly profitovat z očekávaného oživení v Německu, přílivu zahraničních investic a přílivu peněz z EU. Za mírným zpomalením růstu v roce 2007 by podle analytiků mohl stát vyšší dovoz (vliv rostoucí spotřebitelské poptávky a silné koruny).

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: HDP (%)

Datum vzniku prognózy	rok 2006			rok 2007		
	ČNB	IOFT	CF	ČNB	IOFT	CF
12/05	3.9	4.4	4.5	4.3	4.4	4.3
1/06		4.6				
2/06		4.5				
3/06		5.1				

Měnový kurz

V ročním horizontu se i nadále předpokládá apreciacie kurzu CZK/EUR; analytici v rámci šetření IOFT očekávají ve srovnání se základním scénářem prognózy apreciovanější kurz o cca 3,4 %, zahraniční analytici v rámci šetření CF o cca 2,6 %. K hlavním důvodům nadále patří konvergence české ekonomiky k zemím EU, příznivé výsledky obchodní bilance,

rychlejší růst HDP v porovnání se zeměmi eurozóny a příliv zahraničních investic. Krátkodobě by však koruna mohla oslabit kvůli prohlubujícímu se negativnímu úrokovému diferencíálu (odraz růstu výnosů na globálních trzích), politické nestabilitě ve středoevropském regionu před parlamentními volbami a odlivu dividend.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: kurz CZK/EUR

Datum vzniku prognózy	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	CF	ČNB	IOFT	CF
12/05		29.3		28.6	28.8
1/06	29.0 (1Q06)	29.1	29.0	28.3	28.8
2/06		28.6		28.1	28.3
3/06		28.6		28.0	28.3

Inflace

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se již několik měsíců téměř nezměnila. Inflace by se v letošním roce měla zvyšovat především vlivem růstu regulovaných cen, tento faktor by však měl postupně odeznívat. Očekává se promítnutí zvýšené spotřební daně na cigarety a od roku 2007 také částečné deregulace nájemného. Nejvýraznějším protiinflačním faktorem nadále zůstává silná koruna.

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: inflace (%)

Datum odečtu prognózy	horizont 1R				horizont 3R		
	ČNB	IOFT	podniky	domácnosti	IOFT	podniky	domácnosti
12/05	3.1	2.6	2.8	4.6	2.5	2.9	5.2
1/06	3.1	2.5			2.4		
2/06	3.1	2.5			2.4		
3/06	3.2	2.5			2.4		

Úrokové sazby

Predikce očekávaných úrokových sazeb se mírně zvýšily. Na březnovém zasedání BR ČNB žádný analytik nepředpokládá úpravu základních úrokových sazeb. První zvýšení repo sazby většina analytiků očekává na přelomu 3Q/4Q06. Odhady úrovně repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 2,25 – 3,25 %. Rizikem ve směru nižších sazeb může být silnější kurz koruny a nižší růst sazeb v eurozóně.

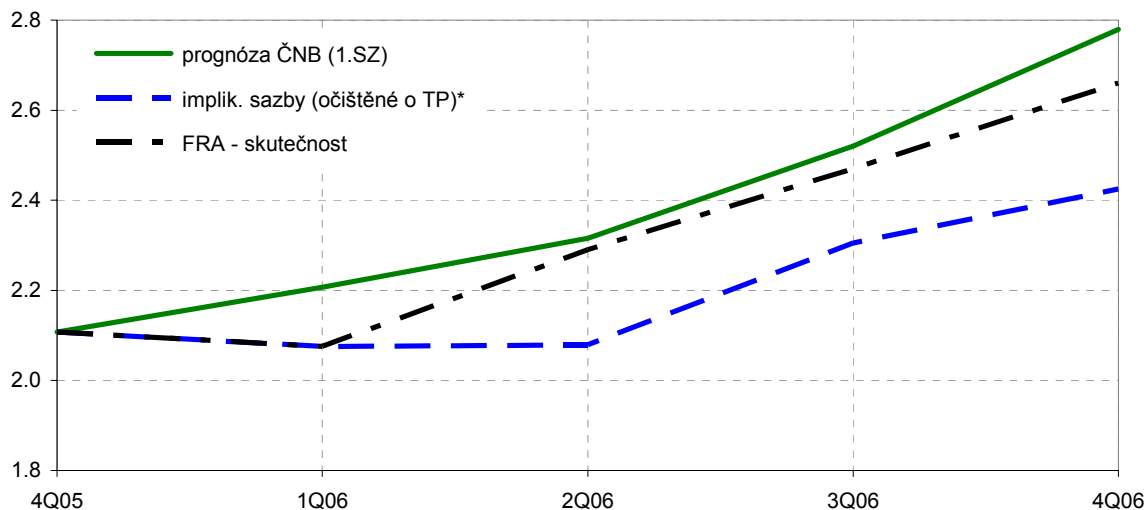
Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: úrokové sazby (%)

Datum vzniku prognózy	horizont 1R				
	ČNB	IOFT	CF	ČNB	IOFT
	3M PRIBOR	2T REPO	3M PRIBOR	12M PRIBOR	12M PRIBOR
12/05		2.4			2.8
1/06	2.8 (1Q07)	2.4	2.7	3.0	2.7
2/06		2.3			2.6
3/06		2.5			2.8

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 křivky⁵.

Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentních se základním scénářem (k 22. 3. 2006)



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

Z grafu je patrné, že očekávané tržní 3M sazby se v celém horizontu pohybují pod sazbami konzistentními se základním scénářem prognózy. Rovněž analytici v rámci průzkumu IOFT očekávají, že zvyšování základních sazeb ČNB bude mírnější, než předpokládá aktuální prognóza.

Shrneme-li, analytici ve svých aktuálních externích predikcích (ve srovnání se základním scénářem prognózy z 1. SZ) předpokládají silnější kurz. Ten se promítá do nižší očekávané inflace. ČNB proto bude podle nich své základní sazby zvyšovat jen mírně. Nízké úrokové sazby, očekávané oživení v Německu, příliv zahraničních investic a příliv peněz z EU se podle analytiků odráží v predikci vyššího růstu HDP (především pro rok 2006) ve srovnání s prognózou.

⁵ Kvůli názornějšímu srovnání tržních a modelově konzistentních sazeb jsme za tržní sazby v 1Q 2006 dosadili průměrný 3M PRIBOR za 1Q 2006, aktuální 3M PRIBOR aproximuje očekávané sazby ve 2Q 2006, atd. Snažíme se tím předejít nekonzistenci, která vzniká vždy při poslední „malé“ SZ před vznikem nové prognózy, kdy očekávání tržních sazeb se již více přibližuje nové prognóze pro další čtvrtletí (např. ve 3. SZ současné 3M sazby zasahují takřka celý 2Q 2006 a nikoli již téměř skončený 1Q 2006). Nicméně použití průměrného 3M PRIBORu pro 1Q 2006 je jinou informací, než poskytují aktuální očekávané 3M sazby v dalších čtvrtletích.

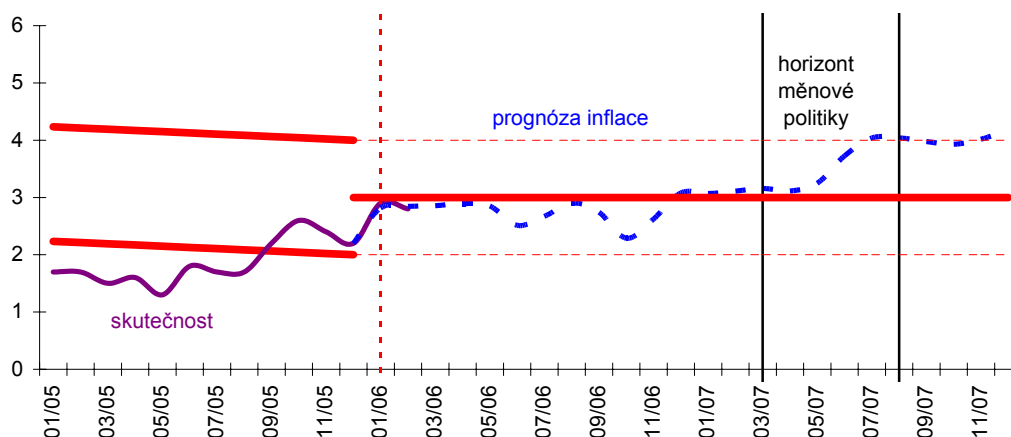
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

	Období	meziročně v %	
		predikce 1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt	IV/05	4.5	6.9
Hrubý domácí produkt	2005	4.9	6.0
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	IV/05	3.3	2.6
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	2005	2.8	2.6
Výdaje vlády na konečnou spotřebu	IV/05	-3.8	-0.6
Výdaje vlády na konečnou spotřebu	2005	0.4	0.8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	IV/05	2.8	4.2
Tvorba hrubého fixního kapitálu	2005	2.9	3.7
Změna stavu zásob a cenností (mld. Kč, s.c.)	IV/05	-20.6	-17.3
Změna stavu zásob a cenností (mld. Kč, s.c.)	2005	-7.2	4.3
Vývoz zboží a služeb	IV/05	7.8	10.4
Vývoz zboží a služeb	2005	10.5	11.1
Dovoz zboží a služeb	IV/05	2.3	4.4
Dovoz zboží a služeb	2005	4.5	4.8
Vývoz zboží	leden 2006	.	11.2
Dovoz zboží	leden 2006	.	12.8
Obchodní bilance (mld. Kč)	leden 2006	9.0	11.2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	leden 2006	.	4.1
Finanční účet plat. bil. (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	leden 2006	.	-9.6
Vývoz zboží	IV/05	.	8.7
Dovoz zboží	IV/05	.	6.0
Obchodní bilance (mld. Kč)	IV/05	-1.0	0.5
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	IV/05	-37.0	-20.7
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	IV/05	.	14.9
Index spotřebitelských cen	únor 2006	2.8	2.8
Ceny průmyslových výrobců	únor 2006	-0.3 (Q)	0.3
Ceny zemědělských výrobců	únor 2006	2.2 (Q)	-1.7
Vývozní ceny	leden 2006	1.3 (Q)	-2.0
Dovozní ceny	leden 2006	4.3 (Q)	2.7
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	únor 2006	9.6	9.7
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	únor 2006	.	9.1
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích	IV/05	5.4	4.8
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích	2005	5.7	5.5
Průměrná mzda v podnikatelské sféře	IV/05	5.4	4.9
Průměrná mzda v podnikatelské sféře	2005	5.3	5.2
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře	IV/05	5.5	4.5
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře	2005	7.1	6.7
Průměrná nominální mzda v průmyslu	leden 2006	.	6.3
NJMN v průmyslu	leden 2006	.	-6.5
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	leden 2006	.	9.0
NJMN ve stavebnictví	leden 2006	.	11.5
Peněžní zásoba (M2)	leden 2006	7.5 (Q)	8.9
Hypoteční úvěry	leden 2006	41.9 (Q)	48.3
Úvěry podnikům a domácnostem	leden 2006	.	20.2
Stavební výroba	leden 2006	.	-1.2
Index průmyslové produkce	leden 2006	.	15.1
Tržby v maloobchodu celkem	leden 2006	.	6.2

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

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA Z 1. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

V lednu 2006 byla aktualizována střednědobá inflační prognóza na léta 2006 až 2007. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, pásmo, resp. bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky.⁶ V únoru 2006 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 2,8 %, což bylo v souladu s tím, co očekávala prognóza z 1. SZ.



Výchozími předpoklady pro formulování lednové inflační prognózy byly:

Vnitřní prostředí

- výchozí mezera výstupu pro 4. čtvrtletí 2005 v rozsahu cca -0,1 % a budoucí růst potenciálního (inflaci nezrychlujícího) produktu ve výši kolem 4 % ročně;
- prakticky neutrálně působící úroková složka reálných měnových podmínek ve 4. čtvrtletí 2005;
- slabě uvolněná kurzová složka reálných měnových podmínek ve 4. čtvrtletí 2005 v rozsahu -0,6 % s příspěvkem -0,1 p.b. do RMCI;
- nominální devizový kurz 29,0 CZK/EUR v 1Q 2006;
- deficit soustavy veřejných rozpočtů v metodice ESA 95 ve výši 2,2 % HDP v roce 2006 s výhledem na jeho růst na 2,8 % v roce 2007; tomu odpovídá očekávaný fiskální impulz na úrovni +0,1 p.b. resp. +0,3 p.b. v těchto letech;
- byla provedena změna v nastavení dlouhodobých rovnovážných trajektorií v oblasti reálného měnového kurzu, reálných úrokových sazeb a rizikové premie.

Vnější prostředí

- v roce 2006, resp. 2007, růst zahraniční poptávky reprezentované indikátorem meziročního růstu HDP v Německu ve výši 1,5 %, resp. 1,4 %;
- pro nejbližší čtvrtletí prognóza předpokládá úroveň cen uralské ropy kolem 53 USD za barel s následným postupným poklesem k úrovni kolem 50 USD ke konci roku 2006 a stabilitu zhruba na těchto hodnotách v roce 2007;
- prognóza předpokládá určité zklidnění růstu cen v zahraničí v letošním roce reprezentované meziročním růstem spotřebitelských, resp. průmyslových cen v Německu

⁶ Zatímco prognóza se mezi velkými SZ nemění, měsíčně dochází k posunu horizontu měnové politiky. Výše uvedený graf pracuje s horizontem měnové politiky březen 2007 až srpen 2007.

ve výši 1,7 %, resp. 2,5 %; pro rok 2007 je potom prognóza konzistentní s růstem obou cenových indexů tempem 1,5 %.

Lednová prognóza ekonomického růstu vychází z očekávání dočasného opětovného mírného otevírání existující záporné produkční mezery v první polovině roku 2006. K tomu bude docházet vlivem jen slabé zahraniční konjunktury, dopadů zpřísnění reálného měnového kurzu a prakticky neutrálního působení fiskální politiky. Obnovení fáze postupného uzavírání mezery výstupu je očekáváno na počátku roku 2007 zejména vlivem pozitivního fiskálního impulsu v příštím roce. K protnutí hranice potenciálního produktu pak dojde na prognóze ve druhé polovině roku 2007. Tato trajektorie výstupové mezery spolu s předpokládaným tempem růstu potenciálního produktu povede v roce 2006 k růstu reálného HDP v rozsahu kolem 4 % a v roce 2007 kolem 4,5 %.

Tahounem ekonomického růstu budou i nadále exporty zboží a služeb, jejichž dynamika bude mírně předstihovat růst dovozů. Prognóza proto předpokládá kladný příspěvek čistého vývozu k růstu HDP, a to zejména v roce 2006. Hrubá tvorba fixního kapitálu bude v souladu s vývojem exportů také postupně urychlovat svůj růst. Spotřeba domácností bude v nejbližších čtvrtletích pokračovat v růstu tempem nad 3 % v návaznosti na vývoj reálného hrubého disponibilního důchodu a zpožděný vliv uvolněných reálných úrokových podmínek. V závěru roku 2006 a v roce 2007 se však tempo růstu spotřeby sníží vlivem rychle rostoucí míry inflace. Očekávaný vývoj nominálního disponibilního důchodu je v souladu s prognózou vývoje počtu zaměstnanců, kde se očekává zejména v roce 2006 relativně svižný růst. Mzdový vývoj bude dominován vývojem v podnikatelské sféře, kde prognóza očekává určité zrychlení dynamiky průměrných mezd zejména pod vlivem rostoucích inflačních očekávání.

Prognóza předpokládá v roce 2006 stagnaci nominálního devizového kurzu a v závěru prognostického horizontu potom jeho postupnou mírnou apreciaci. Vývoj devizového kurzu bude spolu s vývojem zahraničních cen a světových cen energií hlavním faktorem ovlivňujícím vývoj dovozních cen, přičemž v letech 2006 a 2007 bude vývoj dovozních cen v souhrnu působit na domácí cenovou hladinu zhruba neutrálně.

Lednová prognóza konstatovala, že v následujících dvou letech bude hlavní hybnou silou inflačního vývoje rychlý růst regulovaných cen spolu s primárními dopady změn daní. Na horizontu měnové politiky bude inflace tažena i jejich sekundárními dopady v podobě zvýšení inflačních očekávání ekonomických subjektů. Přes přetrvávající mírné dezinflační tlaky z vývoje reálné ekonomiky bude celková inflace postupně narůstat, přičemž na horizontu měnové politiky protne bodový cíl pro inflaci, aby v dalším období směřovala do horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb, i když v menší míře, než předpokládala říjnová prognóza. Nicméně současný vývoj kurzu a tržní kurzová očekávání se odchyľují od trajektorie, která je součástí prognózy. To posouvá rizika prognózy celkově protiinflačním směrem. Byly provedeny citlivostní analýzy, které ukazují, že v případě silnějšího kurzu koruny může být reakcí měnové politiky pokles úrokových sazeb.

V rámci zpracování lednové prognózy byl sestaven alternativní scénář, který zachovává trajektorie dlouhodobých rovnovážných veličin z předchozí SZ. Počáteční působení měnových podmínek je zde hodnoceno jako neutrální až mírně přísné, což vyústí ve výraznější otevírání záporné výstupové mezery. Oproti základnímu scénáři je prognóza

inlace mírně nižší, když proinflační dopady nákladových faktorů jsou částečně kompenzovány protiinflačními tlaky z reálné ekonomiky. K udržení inflace blízko stanoveného inflačního cíle přispívá i postupná deprecie nominálního měnového kurzu. Důsledkem je postupně rostoucí trajektorie úrokových sazeb, která je oproti základnímu scénáři poněkud strmější.

Sekce měnová a statistiky po diskuzi vyznění prognózy, jejích rizik (která byla vyhodnocena celkově jako vychýlená směrem k nižší inflaci a nižším sazbám oproti prognóze) a komunikačních aspektů doporučila BR ponechat měnověpolitické úrokové sazby na nezměněné úrovni. Bankovní rada na svém zasedání toto doporučení vyslyšela. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, dva členové hlasovali pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. Bankovní rada se podobně jako SMS shodovala, že rizika prognózy jsou vychýlena směrem dolů. K jejich hlavním zdrojům patří vývoj kurzu a nejistota ohledně tempa zvyšování zahraničních úrokových sazeb. V diskuzi o vývoji měnového kurzu se bankovní rada shodovala na tom, že tempo jeho zhodnocování, ke kterému docházelo v posledním období, není z hlediska reálné ekonomiky udržitelné.

V únorové situační zprávě byla rizika prognózy z 1. SZ vyhodnocena jako protiinflační, zejména z titulu vývoje nominálního měnového kurzu. Sekce měnová a statistiky doporučila bankovní radě úrokové sazby neměnit. BR na svém zasedání v souladu s tím rozhodla ponechat úrokové sazby na nezměněné úrovni. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů BR, jeden člen hlasoval pro snížení sazeb o 0,25 p.b. Stejně jako v lednu byla rizika prognózy bankovní radou vnímána celkově jako protiinflační, od projednávání lednové SZ nicméně došlo k jejich mírnému zeslabení. Bankovní rada se shodovala v názoru, že průsaky růstu cen pohonných hmot a regulovaných cen do ostatních cenových okruhů jsou nízké.

III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

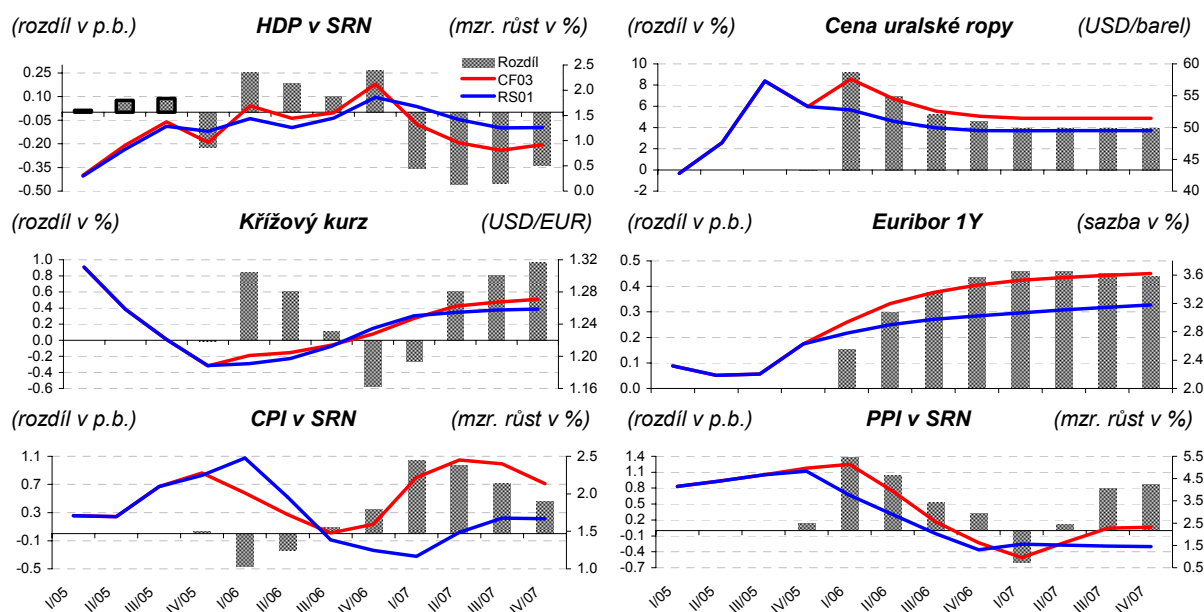
Aktualizovaný vývoj exogenních faktorů je založen na březnovém Consensus Forecasts (CF03). Ten nepřinesl významné změny ve srovnání s předchozím CF02. *Meziroční růst HDP v Německu* je odhadován na 1,7 % v roce 2006, což je mírně vyšší hodnota než činí předpoklad lednového referenčního scénáře (RS01). Naopak aktuální výhled pro rok 2007 je ve srovnání s RS01 nižší a dosahuje 1,0 %.

Spotřebitelská inflace v SRN by měla zrychlit z předpokládaných letošních 1,7 % na 2,3 % v roce 2007 (bez změny oproti CF02). Přehodnocen směrem nahoru byl oproti CF02 výhled *cen výrobců*, které by měly v roce 2006 vzrůst o 3,3 % a v roce 2007 o 1,8 %. Oproti předpokladům referenčního scénáře lednové prognózy se jedná v případě CPI o významné zvýšení očekávání pro rok 2007 z titulu cenových dopadů změn sazeb DPH. V případě PPI je posun vzhůru oproti RS01 patrný naopak zejména v roce 2006.

Směrem nahoru byl také přehodnocen výhled *úrokových sazeb v eurozóně*. 3M Euribor by měl v horizontu jednoho roku dosáhnout 3,2 %. Také implikované budoucí sazby Euribor 1Y dále vzrostly oproti minulému měsíci na celém horizontu předpovědi v průměru téměř o 0,3 p.b. Oproti RS01 jsou tak v průměru o téměř 0,4 p.b. výše.

Očekávání ohledně cen *ropy WTI* se výrazně nezměnila a CF03 předpokládá cenu 60,1 USD/b v horizontu tří měsíců a cenu 58,2 USD/b v horizontu jednoho roku. Aktuální i očekávaná cena uralské ropy je tak mírně nad předpokladem lednového referenčního scénáře.

U křížového *kurzu USD/EUR* očekává CF03 v průměru o 0,4 % slabší dolar ve srovnání s RS01. V horizontu jednoho roku by měl dolar oslabit na 1,26 USD/EUR.



1.2 Eurozóna a Německo

HDP eurozóny ve 4.Q 2005 skončilo pod všeobecným očekáváním (0,3 % oproti předchozímu čtvrtletí, 1,7 % meziročně). Zatímco v Německu a Nizozemsku vzrostla investiční aktivita, ve Francii a Španělsku byl růst podporován domácí poptávkou při zhoršující se obchodní bilanci. Průzkumy však naznačují, že oživení v *eurozóně* pokračuje a přelévá se do více sektorů⁷. Podobně jako v Německu roste ekonomický sentiment i ve Francii a Itálii. EK nepatrně zvýšila odhad růstu pro rok 2006 z 2,1 na 2,2 %. K určitému zlepšení došlo i u nezaměstnanosti, přesto zůstává počet lidí bez práce stále vysoký. Firmy budou pravděpodobně i nadále opatrné ve zvyšování investic a najímání nových pracovníků, neboť s ukončením období zvyšování sazeb v USA může dojít k opětovnému posílení eura a zhoršení konkurenceschopnosti. Inflation skončila v únoru dle očekávání na 2,3 % (2,4 % v lednu), ale jádrová inflace se v lednu i únoru držela na pětiletém minimu 1,2 %. Proti dalšímu zvyšování cen by měla působit i nadále vysoká nezaměstnanost a nízký růst platů. Růst cen výrobců však v lednu oproti předcházejícímu měsíci zrychlil ze 4,7 na 5,3 %.

ECB na začátku března zvýšila základní sazbu o 0,25 p.b. na 2,5 % a zároveň zvýšila odhad růstu HDP (z 1,9 na 2,1 % v roce 2006) a inflace (z 2,1 na 2,2 % jak letos, tak v roce 2007). Rizika inflace vnímá ECB jako poměrně vysoká (i v důsledku změn regulovaných cen, nepřímých daní a nepřímých dopadů vysokých cen ropy). Ve středním horizontu je rizikem nadále nadměrně rostoucí peněžní zásoba a úvěry v prostředí již tak velké likvidity. Banka bude podle Tricheta pozorně sledovat inflační vývoj a je připravena jednat, kdykoliv to bude nutné, aby zajistila cenovou stabilitu. Oproti Fedu má ECB ztíženou pozici tím, že růst je nerovnoměrný napříč Evropou a rovněž bublina na trhu s nemovitostmi je pouze v některých zemích – ne v Německu. CF neočekává zvýšení sazeb na nejbližším zasedání ECB (80 % pro stabilitu). Euro začalo výrazně posilovat, když se objevila zpráva „z dobře informovaného zdroje“, že ECB má v plánu zvyšovat sazby na neutrální úroveň 3 – 4 %.

Dobrým znamením je – po několika letech stagnace – zlepšení spotřebitelského sentimentu v *Německu*. Tvrdá data za leden (maloobchodní prodeje, tovární objednávky a vývoz) rovněž potvrzují pokračující oživení. Index Ifo přes očekávaný pokles vzrostl na nejvyšší úroveň od roku 1991 (ze 101,8 na 103,3)⁸. Inflation v únoru stagnovala na 2,1 %.

1.3 Spojené státy

HDP za 4.Q 2005 byl ve druhém odhadu revidován z anualizovaných 1,1 % na 1,6 %, stále se však jedná o zpomalení růstu oproti předchozímu období. Fed však pokles růstu považuje za dočasný, způsobený zejména výpadkem vládních výdajů na armádu. Ekonomika stále vytváří nová místa a nachází se blízko stavu „plné zaměstnanosti“ (nezaměstnanost v únoru vykazala mírný nárůst z 4,7 na 4,8 %).

⁷ Index ekonomické důvěry EK je nejvýše od roku 2001, rostla důvěra jak v průmyslu, tak v maloobchodu a spotřebitelský sentiment. I předstihové indexy PMI míří vzhůru, a to jak ve zpracovatelském průmyslu, tak v odvětví služeb (pouze u maloobchodu zůstává index pod hodnotou 50). I předstihové ukazatele OECD pro eurozónu signalizují budoucí oživení.

⁸ Index Ifo sice nesprávně v nedávné minulosti signalizoval již dvakrát budoucí oživení, ale vždy to bylo doprovázeno stagnací nebo zhoršením indexu současných podmínek. V současnosti je očekávání budoucího oživení doprovázeno i značným zlepšením vnímání současné situace. Naopak index institucionálních investorů ZEW neočekávaně poklesl z 69,8 na 63,4, trendově však stále ještě roste.

Přes nízký růst cen v únoru (mzm. 0,1 %) a pokles celkové inflace z 4 % na 3,6 % se jádrová inflace drží na 2,1 %, což je zhruba horní hranice, kterou je Fed ochoten ještě tolerovat. Inflační očekávání přitom v poslední době rostou, rozdíl mezi běžnými desetiletými dluhopisy a dluhopisy, jejichž výnos je chráněn proti vývoji spotřebitelských cen, se v lednu rozšířil o 0,2 procenta, což je nejvíce za posledních 20 měsíců. Předseda Fedu Bernanke ve své první řeči před Kongresem konstatoval, že ekonomika je blízko svého potenciálního růstu (3,5 %) a bez patřičné měnové politiky může čelit zvýšeným inflačním rizikům.

Podnikatelský sentiment zůstává stále vysoký (ISM, jak ve službách, tak v průmyslu), což koresponduje s vysokým využitím výrobních kapacit. Mohlo by tak dojít k dalšímu zrychlení investiční aktivity. Mnohem nejistější je budoucí vývoj soukromé spotřeby. Zadlužení domácností se od roku 2001 více než zdvojnásobilo (výhradně formou hypoték) a úspory jsou již nějaký čas záporné. S růstem sazeb nelze proto očekávat další zadlužování jako stimul pro růst spotřebitelské poptávky. Růst platů a zaměstnanosti není tak velký, aby uvedené negativní vlivy kompenzoval. To může být důvod, proč důvěra spotřebitelů a maloobchodní tržby v únoru značně poklesly. Budoucí vývoj soukromé spotřeby bude záviset do značné míry na vývoji cen na trhu nemovitostí. Jejich minulý růst byl doprovázen tzv. „wealth“ efektem, který se projevoval využitím bohatství za účelem spotřeby. Některé indikátory však již signalizují na trhu nemovitostí obrat.

Stále trávající příliv zahraničního kapitálu snižuje úrokové sazby na delších splatnostech a přispívá k rychlejšímu růstu, ale takový trend je do budoucna podle Fedu neudržitelný. Deficit BÚ dosáhl 6,5 % HDP v roce 2005 (7 % ve 4.Q). CF očekává růst deficitu BÚ z 800 na 865 mld. USD jak letos, tak v roce 2007. Po únorovém zvýšení sazeb na 4,5 % si Fed v doprovodném komentáři ponechal otevřená vrátka pro další zpříšňování MP dle aktuálního vývoje ekonomiky. Trhy mají březnové zvýšení započítané prakticky na 100 % a více než polovina obchodníků věří, že přijde ještě další zvýšení v květnu. CF03 očekává pouze jedno zvýšení na 4,75 % a pak již stagnaci sazeb až do konce roku 2007.

1.4 Středoevropské ekonomiky

S perspektivou dalšího růstu úrokových sazeb na hlavních světových trzích dochází ke globálnímu přesunu aktiv z vysoce úročených ale rizikovějších „emerging markets“ k americkým vládním dluhopisům. Přispělo k tomu i varování Světové banky, že aktiva na těchto trzích jsou nadhodnocená. V případě Polska je tento proces ještě zesilován křehkou politickou situací a v případě Maďarska vysokým rozpočtovým schodkem a deficitem BÚ, který je financován krátkodobým kapitálem. Středoevropské měny tak ve druhém březnovém týdnu shodně oslabovaly, docházelo k poklesu cen akcií a růstu výnosů.

Růst *polského* HDP ve 4.Q 2005 skončil mírně nad očekáváním, když zrychlil ze 3,7 na 4,2 %. Růst spotřeby byl umírněný, 3,1 %. Nejvíce k růstu přispěly investice, negativní byl po delší době příspěvek čistého vývozu. Dobrou výkonnost polské ekonomiky potvrdily i výsledky lednové platební bilance (přebytek OB a nižší deficit BÚ, než se očekávalo). Vysoké tempo růstu si zachovává průmyslová produkce (v únoru 10,1 %). Inflace se v únoru zvýšila z lednového historického minima 0,6 na 0,7 %, a to zásluhou cen energií, bydlení a potravin. Nízký je i růst cen výrobců, které mizr. vzrostly v únoru pouze o 0,7 %. Produktivita rostla tempem 7 % zatímco reálné platy jen 4,8 %. NBP podle očekávání snížila sazby o 0,25 p.b. na 4,0 % na základě příznivého výhledu inflace (celkové i jádrové) a relativně silného kurzu.

Tempo růstu HDP na *Slovensku* v posledním čtvrtletí 2005 dále zrychlilo ze 6,2 na 7,6 %. Celoroční růst se tak dostal z 5,5 % v roce 2004 na 6 %. HDP je tažen domácí poptávkou,

čistý vývoz naopak růst snižoval v důsledku vysokých dovozů. Soukromá spotřeba sice zpomalila z 6,2 na 5,9 %, ale hrubé investice vzrostly o 33 %, přičemž polovinou k tomuto růstu přispěl růst zásob (pravděpodobně tabák před zvýšením spotřební daně). Po vysoké lednové inflaci i únorový růst cen překvapil trhy a centrální banku vysokým číslem. Mzm. růst 0,6 % posunul mizr. inflaci ze 4,1 na 4,4 % (zejména zásluhou bydlení, energií, potravin). Navíc vzrostla i jádrová inflace z 1,9 na 2,2 % a čistá inflace dosahuje téměř 3 %. Znamená to, že růst regulovaných cen a energií se přelévá do zbytku spotřebního koše. Vysoký je i růst cen výrobců (v lednu růst ze 7,0 na 8,7 %). Překvapil i lednový deficit OB, 11 mld. korun (což v lednu nebývá obvyklé), kumulovaný roční deficit tak dále vzrostl z prosincových 5,3 na 5,9 % HDP. NBS zaskočila trhy půlprocentním zvýšením repo sazby na 3,5 % v reakci na zvýšené inflační tlaky a uzavírání produkční mezery. Zároveň zvýšila předpověď inflace pro konec roku. Slovenská měna reagovala posílením na historické maximum vůči euru, posléze však spolu s ostatními měnami regionu oslabil. V průběhu uplynulého měsíce došlo k růstu výnosů na celé výnosové křivce, ale díky vyššímu růstu na krátkém konci je křivka plochá.

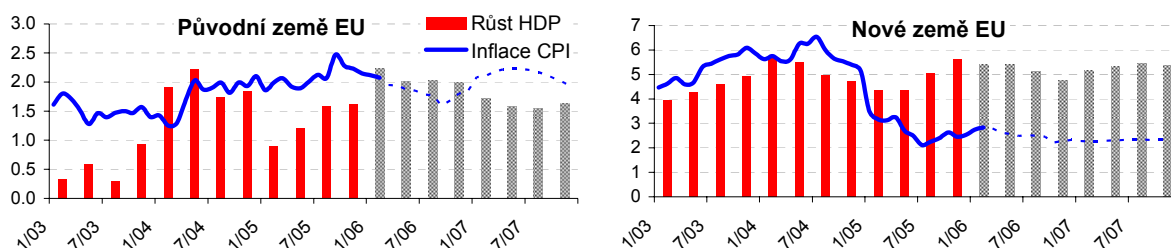
HDP v **Maďarsku** ve 4.Q 2005 mírně zpomalil dynamiku z 4,5 na 4,3 %, celoroč byl rovněž horší, 4,1 % oproti 4,6 v roce 2004, zejména zásluhou zpomalení tempa růstu investic. Došlo i ke zpomalení soukromé spotřeby a tak byl růst tažen výhradně čistým exportem. Průmyslová výroba si zachovala i v lednu vysokou dynamiku, 11 %. V únoru dále poklesla inflace z lednových 2,7 na 2,5 % při silném růstu cen potravin. Všeobecně se však očekával větší pokles z důvodu snížení DPH o 4 p.b. Jádrová inflace zůstává nadále nízká, v únoru vzrostla z lednových 0,5 na 0,6 %. Centrální banka ponechala svou základní sazbu na 6 %, což je údajně v souladu se střednědobým inflačním cílem 3 %. Předpověď CB ohledně inflace zůstává optimistická, i když se zvýšila z 1,1 na 1,3 % pro rok 2006 (2,8 % pro rok 2007 zůstalo beze změny). Krátký konec výnosové křivky však již zohledňuje očekávané zvýšení MP sazby o 0,5 p.b. do tří měsíců. Maďarské domácnosti jsou zadluženy značnou měrou v zahraničních měnách. Platí tak nižší úroky, než by platily v domácí měně, ale oslabení kurzu pro ně znamená velké riziko.

1.5 Efektivní ukazatele

Efektivní ukazatel růstu HDP v *původních zemích EU* byl ve 4.Q 2005 jen nepatrně (o 0,1 p.b.) nižší, než činila předpověď CF01. Aktuálně se pro rok 2006 očekávaný růst mírně zvyšuje a pro rok 2007 se předpověď nemění. Inflace v eurozóně dopadla podle očekávání a její budoucí výhled dle nového CF03 zůstává prakticky nezměněn.

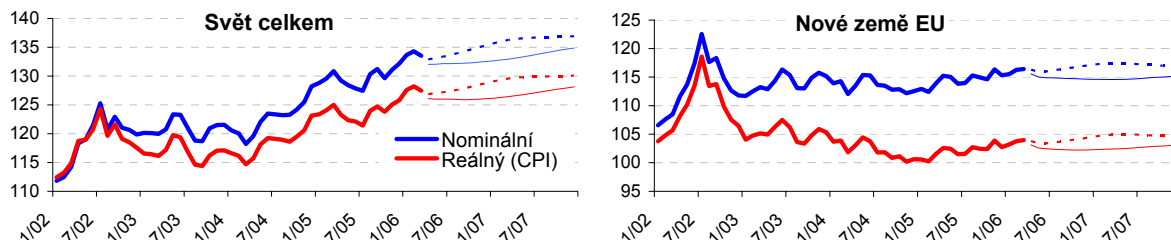
V *nových zemích EU* skončil růst HDP výrazně nad očekáváním (cca o 0,6 p.b.) a revidován vzhůru byl i celý rok 2005. Nová předpověď bude známa až se zveřejněním nového Eastern Europe CF. Inflace stejně jako v původních zemích EU skončila dle očekávání a její trajektorie se zatím nemění (z důvodu absence nové predikce).

Efektivní ukazatele růstu HDP a spotřebitelské inflace (% mizr., vč. předpov. Consensus Forecasts)



Efektivní kurz za poslední měsíc mírně oslabil jak v nominálním, tak v reálném vyjádření, ale jeho předpověď na základě Foreign Exchange CF se posunula vzhůru. CF tak očekává rychlejší posílení koruny než prognózy ČNB⁹. Vůči středoevropským měnám se efektivní devizový kurz udržuje na nejvyšších hodnotách od poloviny roku 2004.

Efektivní kurzy (rok 2000 = 100, růst = apreciace, předpověď ČNB - plná čára, předpověď CF - tečkovaná čára)



1.6 Cena ropy

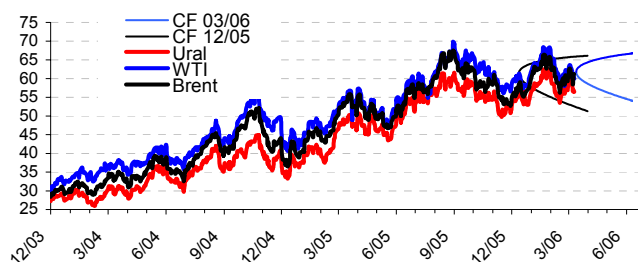
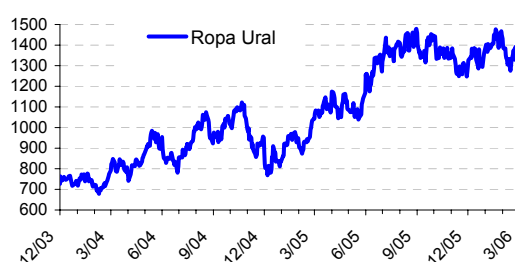
V první polovině února zaznamenaly ceny ropy prudký pokles, kterým vykompenzovaly předchozí více než měsíční růst. Po výpadku části nigerijských kapacit však cena opět vzrostla. Poté následovalo zklidnění a cena ropy WTI se pohybuje mírně nad hranicí 60 USD/b. V tomto pásmu by ji údajně rády viděly i země OPEC, které tak neměly na svém nedávném zasedání důvod měnit těžební kvóty.

Směrem vzhůru působí na cenu ropy zprávy o přetrvávajícím neklidu v Nigérii a jednání o iránském jaderném programu. Krátkodobě cenu ovlivnila i zpráva o (neúspěšném) teroristickém útoku na ropné zařízení v Saúdské Arábii. Trh pravděpodobně také ještě plně nezohlednil zprávu, že dovoz ropy do Číny vzrostl v lednu a únoru o 34 % oproti minulému roku. Čína hodlá letos začít budovat strategické ropné zásoby.

Ve výsledku však převládly statistiky o úrovni ropných rezerv¹⁰ (které se v USA pohybují již 14 % nad pětiletým průměrem – nejvýše od května 1999 – a dále rostou, vysoké jsou i v Evropě) a přehodnocení výhledu světové poptávky v roce 2006 směrem dolů (ve zprávách IEA a OPEC). Vysoké ceny ropy stlačují poptávku zejména v jihovýchodní Asii, naopak těžební kapacity pozvolna rostou. Proti růstu cen v současnosti spekulují i velké fondy, které aktuálně spíše prodávají, než nakupují.

⁹ Do výpočtu efektivních kurzů vstupuje i kurz CZK/EUR a u reálného kurzu i česká inflace. Jejich predikce je k dispozici jak ze strany ČNB, tak z materiálů CF. Proto je od minulé SZ výhled efektivních kurzů založen alternativně jak na předpovědi ČNB, tak předpovědi CF.

¹⁰ Růst ropných rezerv je dáván mj. do souvislosti s nízkým využitím rafinérských kapacit (86 % proti loňským 90 %) v důsledku nízkých rafinérských marží a stále neopravených škod způsobených hurikánem Katrina. Kromě toho americké rafinerie musí přecházet na přísnější ekologické standardy. Výpadek je však kompenzován zvýšeným dovozem do US; zásoby benzínu tak rovněž vzrostly a převýšily loňskou úroveň. V Evropě jsou zásoby benzínu nižší než vloni v důsledku vysokého exportu do USA.

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

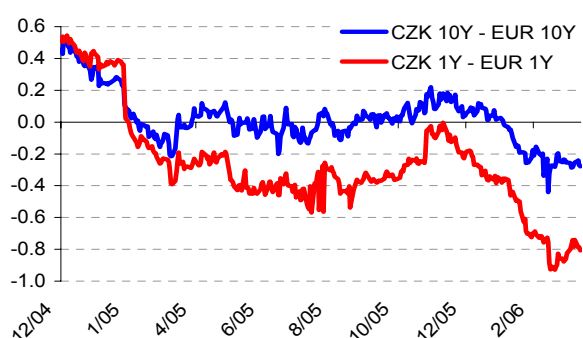
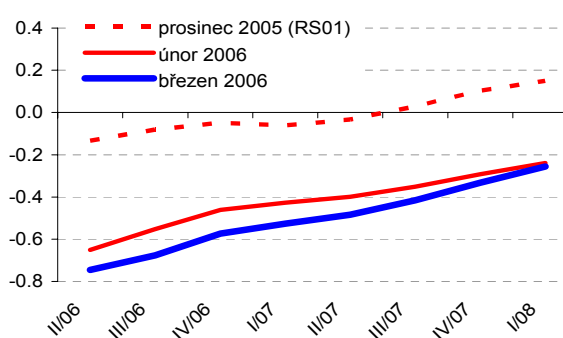
1.7 Kurz USD/EUR a úrokové sazby Euribor

Od konce ledna až do poloviny února posílil americký dolar pod hodnotu 1,19 USD/EUR. Kolem této úrovně se dolar udržel až do začátku března, kdy krátkodobě oslabil nad 1,20 USD/EUR. Následné posílení dolaru zpět pod hladinu 1,19 USD/EUR však netrvalo dlouho a dolar v polovině března opět oslaboval nad úroveň 1,20 USD/EUR, což je také hodnota průměrného kurzu od počátku roku.

Podle březnového Consensus Forecasts většina respondentů očekává v horizontu dvou let postupné oslabování dolaru proti euru. V polovině roku 2006 by měl kurz dosáhnout přibližně 1,21 USD/EUR a v ročním horizontu potom oslabit k úrovni 1,26 USD/EUR. Zdá se, že kurz dolaru je protisměrně ovlivňován na jedné straně vyššími dolarovými sazbami a na druhé straně obavami z rostoucího deficitu obchodní bilance Spojených států, který dosáhl v lednu nového maxima 68,5 mld. USD. Pravděpodobnost oslabení dolaru se tak zvyšuje v případě ukončení cyklu zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech za současné situace zpříšňování měnové politiky v dalších částech světa (eurozóna, Japonsko).

V polovině února se obrátil trend poklesu českých jednoletých sazeb PRIBOR, zatímco jednoleté sazby Euribor pokračovaly od ledna v mírném růstu, který se na konci února zrychlil. Výsledkem uvedeného vývoje bylo zastavení poklesu a mírný obrat k růstu jak jednoletých, tak desetiletých diferenciálů mezi korunovými a eurovými výnosy, ke kterému došlo v polovině února. Záporný výnosový diferenciál se tak do poloviny března poněkud zmírnil na cca 0,8 p.b. u jednoletých a cca 0,3 p.b. u desetiletých výnosů.

Oproti únoru došlo v březnu (k datu CF03) k dalšímu prohloubení záporného rozpětí mezi implikovanými budoucími jednoletými sazbami na krátkém konci. Trhy tak i nadále očekávají, že české sazby zůstanou na sledovaném horizontu trvale pod evropskými a tento rozdíl se bude jen postupně snižovat.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)**Výhled CZK 1Y - EUR 1Y z implikovaného rozpětí**

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Ve srovnání s lednovou SZ v zásadě neměníme hodnocení fiskálního vývoje v letech 2006 a 2007. Stejně jako v 1. SZ předpokládáme, že deficit vládního sektoru dosáhne v roce 2005 2,8 % HDP a v roce 2006 klesne na 2,2 % HDP. Tento pokles však není důsledkem konsolidačního úsilí vlády, ale je způsoben skutečností, že hodnota deficitu v roce 2005 je výrazně ovlivněna (zvýšena) zahrnutím mimořádných jednorázových operací. Prognóza deficitu upraveného o mimořádné operace (viz tabulka) tak naopak očekává nárůst deficitu, když se v daném období schodek vládního sektoru prohlubuje z 1,7 % na 2,2 % HDP. V roce 2007 jsme nově zohlednili výdaje související se zvýšením rodičovského příspěvku, a proto oproti 1. SZ mírně zvyšujeme prognózu deficitu na 3,1 % HDP. Ukazatel fiskálního impulsu charakterizující vliv fiskální politiky na dynamiku HDP zůstává v roce 2006 v podstatě na neutrální úrovni (+0,1 p.b.). V roce 2007 se projevil výše zmíněný nárůst deficitu zvýšením pozitivního příspěvku fiskální politiky k HDP z původních 0,3 p.b. (1. SZ) na 0,5 p.b. Základní fiskální ukazatele jsou zachyceny v následující tabulce:

	2003	2004	2005			2006			2007		
	3.SZ	3.SZ	1.SZ	2.SZ	3.SZ	1.SZ	2.SZ	3.SZ	1.SZ	2.SZ	3.SZ
Deficit vládního sektoru											
(ESA 95, ČNB) v % HDP	12,4%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,8%	2,8%	3,1%
Fiskální pozice (ESA95)	+5,9 p.b.	-9,9 p.b.	+0,3 p.b.	+0,3 p.b.	0,3 p.b.	-0,3 p.b.	-0,4 p.b.	-0,4 p.b.	+0,2 p.b.	+0,2 p.b.	+0,3 p.b.
Upravený deficit *											
(ESA95, ČNB) v % HDP	5,4 %	2,6%	1,7%	1,7%	1,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,8%	2,8%	3,1%
Fiskální pozice (upravený deficit)	0,8 p.b.	-2,4 p.b.	-0,5 p.b.	-0,5 p.b.	-0,5 p.b.	+0,8 p.b.	+0,8 p.b.	+0,8 p.b.	0,0 p.b.	0,0 p.b.	0,1 p.b.
Aproximace fiskálního impulsu	+0,1p.b.	-0,6 p.b.	-0,6 p.b.	-0,6 p.b.	-0,6 p.b.	+0,1 p.b.	+0,1 p.b.	+0,1 p.b.	+0,3 p.b.	+0,3 p.b.	+0,5 p.b.

*) deficit ESA 95 upravený o mimořádné jednorázové operace (Sýrie, Gripeny, garance, ruský dluh)

V polovině března Poslanecká sněmovna ČR odsouhlasila změny v zákonech o sociálních dávkách, které jí v závěru ledna vrátil Senát k dopracování. Po očekávaném podpisu novely prezidentem se s účinností od 1. dubna t.r. zvýší porodné a od července bude jako nová dávka státní sociální podpory vyplácen jednorázový příspěvek na školní pomůcky pro prvňáky. Sněmovna odsouhlasila též zvýšení příspěvku pro rodiče pečující o dítě ve věku od půl roku do čtyř let. S účinností od ledna roku 2007 bude tento rodičovský příspěvek přibližně dvojnásobný oproti současné částce, když ze stávajících 3696 Kč měsíčně se zvýší zhruba na 7600 Kč (na 40 % průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře). Předpokládaný negativní rozpočtový dopad tohoto opatření přesahuje 12 mld. Kč.

Vzhledem k tomu, že pravidelná březnová notifikace deficitu ESA byla letos posunuta na začátek dubna, je nutno brát odhad deficitu (neupraveného) za rok 2005 ve výši 2,8 % HDP až do zveřejnění oficiálních údajů ČSÚ jako předběžný.

Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Hospodaření státního rozpočtu za leden až únor 2006 skončilo schodkem 0,6 mld. Kč. Ve srovnání s koncem ledna t.r., kdy státní rozpočet dosahoval přebytku 3,4 mld. Kč, tak došlo ke zhoršení salda přibližně o 4,0 mld. Kč. V samotném únoru činily příjmy státního rozpočtu 69,2 mld. Kč, výdaje pak 73,2 mld. Kč.

V porovnání se stejným obdobím loňského roku, kdy bylo hospodaření SR v deficitu 2,6 mld. Kč, je výsledek lepší o 2,0 mld. Kč. Celkové příjmy i výdaje státního rozpočtu za

první dva měsíce roku 2006 meziročně výrazně vzrostly, příjmy o 16,2 %, výdaje o 14,4 %. Přírůstek příjmové strany se opíral zejména o daňové příjmy. Mezi nimi dominovalo inkaso DPH, které meziročně vzrostlo o 37,1 %, naopak přírůstek spotřebních daní byl minimální (1,3 %). U přímých daní zaznamenala výrazný nárůst DPPO, ale celkový objem jejího inkasa je (vzhledem k platebnímu kalendáři) nízký. Inkaso DPFO meziročně vzrostlo o 12,8 %. K poměrně silnému nárůstu nedaňových a kapitálových příjmů přispěl příliv dotací z EU (proti stejnému období loňského roku vyšší o 132,5 %, tj. přes 4,0 mld. Kč) a čerpání z rezervních fondů (meziročně +30,0 %, tj. více než 2,5 mld. Kč).

Nárůst výdajů v únoru 2006 byl ovlivněn vyššími neinvestiční transfery příspěvkovým organizacím (meziročně +46,2 %, tj. nárůst přibližně o 2,7 mld. Kč) a fondům sociálního a zdravotního pojištění. V této výdajové položce se projevilo (spolu s předsunutou lednovou platbou VZP ve výši 3,0 mld. Kč) i zvýšení plateb pojistného za tzv. státní pojištěnce. Od 1. února t.r. se zvýšil vyměřovací základ pojistného pro tyto pojištěnce z 3798 Kč na 4144 Kč a měsíční platba pojistného na jednoho pojištěnce tak vzrostla z dosavadních 513 Kč na 560 Kč.

Vlastní běžné hospodaření státního rozpočtu (očistěné o čerpání úvěrů od EIB a operace ve státních finančních aktivech) ke konci února 2006 skončilo schodkem ve výši 1,3 mld. Kč. Meziročně porovnatelný výsledek je tak o 1,9 mld. Kč lepší (viz tabulka):

	SR 2006 zákon	Skutečnost		Rozdíl	
		1 -2 / 2005	1 -2 / 2006	3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-74,4	-2,6	-0,6	2,0	73,8
v tom: čerpání úvěru EIB	-9,2	0,0	0,0	0,0	9,2
operace státních aktiv	0,0	0,6	0,7	0,1	0,7
vlastní běžné hospodaření SR	-65,2	-3,2	-1,3	1,9	63,9

Pramen: účty vedené u ČNB

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

UKAZATEL	OBDOBI	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra nezaměstnanosti - původní metodika MPSV (v %)	únor 2006	9.9	.
Míra nezaměstnanosti celkem - nová metodika MPSV (v %)	únor 2006	9.6	9.7
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	únor 2006	.	9.1
Měsíční mzda ve sled. org. - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/05	5.4	4.8
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/05	5.4	4.9
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/05	5.5	4.5
Hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna průměru v %)	IV/05	.	6.6
Hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna mediánu v %)	IV/05	.	6.1
Měsíční mzda v průmyslu (mzr. změna v %)	leden 2006	.	6.3
Měsíční mzda ve stavebnictví (mzr. změna v %)	leden 2006	.	9.0

Pramen: MPSV, ČSÚ

V období od 2. SZ byly publikovány údaje MPSV o míře registrované nezaměstnanosti v únoru, údaje ČSÚ o vývoji mezd ve 4. čtvrtletí a ve vybraných odvětvích v lednu a údaje MPSV o vývoji hodinových výdělků v podnikatelské sféře ve 4. čtvrtletí. Nové údaje v zásadě potvrzují naplňování makroekonomického rámce popsaného v 1. SZ v oblasti trhu práce.

Ke konci února dosáhla celková míra registrované nezaměstnanosti podle nové metodiky 9,7 % (predikce 9,6 %).¹¹ Ze sezónně očištěných údajů je nadále patrné, že se zvyšují počty sankčně vyřazených, zatímco počty nově hlášených nezaměstnaných se mírně snižují. Poptávka po práci se nadále neprojevuje ve vyšších počtech vyřazených, kteří jsou umístění na pracovní místa. Mimořádně vysoký nárůst počtu volných pracovních míst v minulém měsíci souvisí podobně jako v lednu s přísnějšími sankcemi v případě neplnění povinnosti hlásit volná místa na úřadech práce s platností od ledna 2006. To potvrzuje předpoklad z minulých SZ, že údaje o volných pracovních místech neodpovídají skutečné poptávce po práci.

Ve mzdové oblasti nově publikovaná data ČSÚ ukázala, že tempo růstu průměrné měsíční nominální mzdy v národním hospodářství se ve 4. čtvrtletí 2005 v porovnání s předchozími čtvrtletími snížilo. Ve sledovaných organizacích vzrostla průměrná nominální mzda o 4,8 % (prognóza 5,4 %), reálná mzda vzrostla o 2,3 %.

V podnikatelské sféře se průměrná nominální mzda zvýšila o 4,9 % (prognóza 5,4 %). Nižší růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře ve srovnání s predikcí byl na základě vývoje koincidenčních ukazatelů (průměrná mzda v průmyslu a stavebnictví) signalizován již ve 2. SZ. Nízký růst mezd v podnikatelské sféře při vysokém hospodářském růstu může souviset s nárůstem zaměstnanosti cizinců s nízkými mzdovými požadavky. O rozsahu tohoto vlivu svědčí i náhrady vyplacené nerezidentům, které ve 4. čtvrtletí dosáhly 14,4 mld. Kč. Zaměstnávání zahraničních pracovníků potvrzují i údaje o evidenci zaměstnaných cizinců na úřadech práce.

V nepodnikatelské sféře vzrostla průměrná nominální mzda ve 4. čtvrtletí 2005 o 4,5 % (prognóza 5,5 %). Mzdový vývoj v nepodnikatelské sféře loni ovlivnily především úpravy

¹¹ Tyto údaje se vztahují k nově definované pracovní síle, která zahrnuje cizince. V rámci nové definice MPSV rozlišuje dosažitelné uchazeče o zaměstnání, mezi které nepatří uchazeči v rekvalifikaci, pracovní neschopnosti, ženy na mateřské dovolené atd. Míra nezaměstnanosti vztahující se k dosažitelným uchazečům o zaměstnání dosáhla ke konci února 9,1 %.

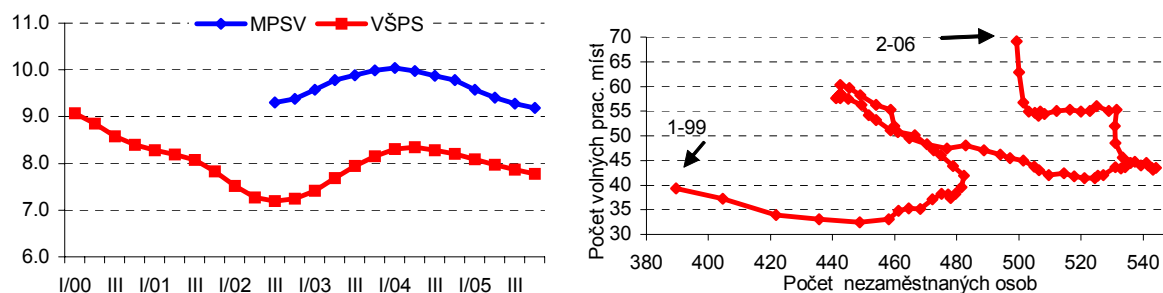
platových poměrů zaměstnanců ve veřejných službách a správě od ledna 2005. Ve veřejné správě a obraně vzrostla průměrná mzda ve 4. čtvrtletí dokonce o 8,4 %. V jiných odvětvích podnikatelské sféry byl růst mezd naopak nízký: 1 % ve vzdělávání, 3,2 % ve zdravotnictví a sociální péči a 3,1 % v ostatních veřejných sociálních a osobních službách.

Ve 4. čtvrtletí se nominální jednotkové mzdové náklady na bázi námi propočtených mezd a platů v národním hospodářství meziročně zvýšily jen o 0,3 %, zatímco lednová prognóza očekávala růst o 4,5 %. Nízký růst NJMN byl ovlivněn mírně nižším než očekávaným růstem průměrné mzdy a zejména vyšším růstem HDP. Výraznější zpomalení NJMN lze pozorovat i v metodice národních účtů. Národohospodářská produktivita se zvýšila o 5,6 %. Za celý rok 2005 se NJMN zvýšily o 1,8 % a produktivita práce o 5 %. Mzdový růst je tak v souladu se stabilním nízkoinflačním makroekonomickým prostředím.

Umírněný mzdový růst v posledních obdobích se bude promítat i do vývoje v roce 2006, o čemž svědčí i sjednaný meziroční růst průměrné nominální mzdy v doposud uzavřených kolektivních smlouvách vyššího stupně. Podle posledních údajů ČMKOS bylo dosud uzavřeno pro letošní rok 13 kolektivních smluv vyššího stupně (pro předchozí rok jich bylo uzavřeno 19). Sjednaný meziroční nárůst průměrné mzdy je v nich podle ČMKOS průměrně 4,6 %. Lze očekávat, že sjednaný růst mezd v podnikových kolektivních smlouvách bude mírně vyšší než ve vyšších kolektivních smlouvách, avšak cíl ČMKOS – 7% růst mezd v roce 2006 – se zřejmě v souladu s lednovou prognózou nenaplní.

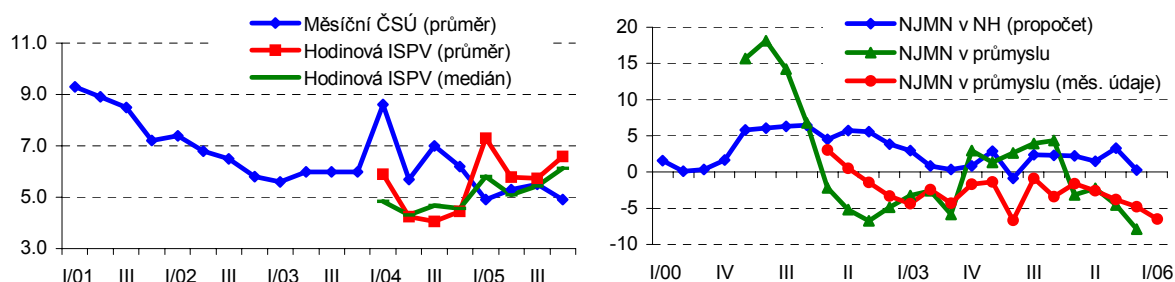
Údaje o vývoji mezd v průmyslu a stavebnictví v lednu 2006 ukazují, že může být naplněn předpoklad z 1. SZ, který počítá s růstem mezd v 1. čtvrtletí ve výši kolem 6 %. Lednový růst průměrné nominální mzdy v průmyslu o 6,3 % mohl být ovlivněn růstem počtu odpracovaných hodin z důvodu vyššího fondu pracovní doby ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Ve stavebnictví vzrostla v lednu průměrná mzda o 9 %.

Míra nezaměstnanosti a Beveridgeova křivka (sezónně očištěné údaje)



Poznámka: Míra registrované nezaměstnanosti podle nové metodiky.

Mzda v podnikatelské sféře a NJMN (meziroční změny v %)



Poznámka: NJMN v průmyslu z měsíčních údajů je v 1. čtvrtletí 2006 údaj za leden.

2 Ekonomický růst a jeho složky

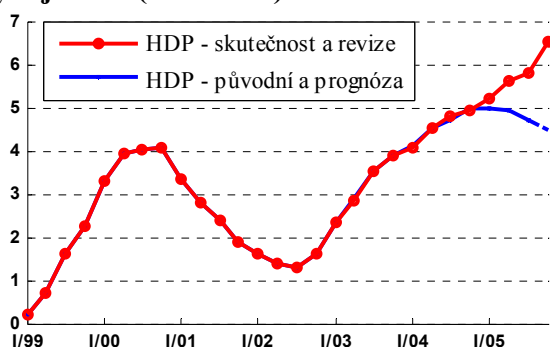
Meziroční reálný růst v %	Období	Predikce	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	4. čtvrtletí 2005	4,5	6,9
Spotřeba domácností	4. čtvrtletí 2005	3,3	2,6
Spotřeba vládních institucí	4. čtvrtletí 2005	-3,8	-0,6
Tvorba hrubého fixního kapitálu	4. čtvrtletí 2005	2,8	4,2
Reálný vývoz zboží a služeb	4. čtvrtletí 2005	7,8	10,4
Reálný dovoz zboží a služeb	4. čtvrtletí 2005	2,3	4,4
Reálný čistý vývoz (mld. Kč)	4. čtvrtletí 2005	-40,4	-39,9
Průmyslová výroba	leden 2006	-	15,1
Stavební výroba	leden 2006	-	-1,2
Tržby v maloobchodě	leden 2006	-	6,4

Čtvrtletní národní účty HDP ve 4. čtvrtletí 2005

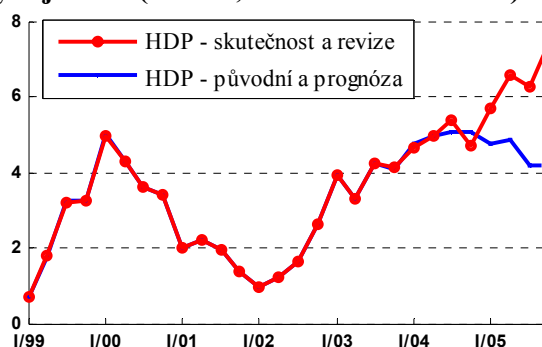
Reálný HDP se ve 4. čtvrtletí meziročně zvýšil o 6,9 %. V mezikvartálním srovnání vzrostl reálný HDP – očištěný o vliv sezónní složky včetně vlivu počtu pracovních dní – ve stejném období o 1,9 %. V obou případech se jedná o nejvyšší hodnoty ekonomického růstu dosažené od roku 1995. Odhad ČSÚ výrazně překonal lednovou prognózu, která předpokládala meziroční růst na úrovni 4,5 %¹².

K růstu HDP, obdobně jako v předcházejících čtyřech čtvrtletích, nadále nejvíce přispívalo meziroční snižování deficitu čistého vývozu. Kladný příspěvek, přibližně na stejné výši jako ve 3. čtvrtletí, zaznamenala také celková domácí poptávka.

Vývoj HDP (mzr. v %)



Vývoj HDP (sez.oč., mezikvartálně v %)



Pramen: ČSÚ, prognóza ČNB ze 1. SZ 2006

Celková domácí poptávka se ve 4. čtvrtletí 2005 meziročně zvýšila o 2,3 % a přibližně ve stejné výši (v p.b.) se pohyboval i její příspěvek k růstu reálného HDP. K růstu domácí

¹² Chyba prognózy růstu HDP spočívala jednak v předpokládaném nižším růstu hrubých investic a výraznějším poklesu spotřeby vlády a jednak v upřednostnění přímé predikce agregátu HDP vycházející z modelů na bázi předstihových a souběžných ukazatelů před odhady zohledňujícími vývoj složek při přípravě prognózy HDP na koincidenční čtvrtletí. Souběžné a předstihové indikátory nesignalizovaly zrychlení růstu HDP (natož pak v takovém rozsahu), spíše naopak. Do nich vstupující produkční a obrátové ukazatele (IPP, stavební výroba, tržby atd.) a další veličiny (stavební povolení, peněžní zásoba, data z trhu práce atd.) ukazovaly na pozvolný pokles dynamiky růstu HDP v závěru roku 2005 a na počátku roku 2006. Chyba v prognóze byla dále velmi významně ovlivněna revizí časové řady HDP za předchozí tři čtvrtletí roku 2005.

poptávky přispělo především oživení hrubé tvorby kapitálu a pokračující umírněný růst spotřeby domácností, zatímco vládní spotřeba meziročně poklesla.

Reálná spotřeba domácností se ve 4. čtvrtletí 2005 meziročně zvýšila jen o 2,6 %, což je o 0,7 procentního bodu méně, než předpokládala lednová prognóza. V mezikvartálním srovnání (po sezónním očištění) se růst soukromé spotřeby mírně zpomalil na 0,6 %. Ačkoliv předpoklad o 4,4% meziročním tempu růstu hrubého disponibilního důchodu byl naplněn, došlo v rozporu s predikcí a předchozím vývojem k nárůstu míry hrubých úspor. Míra hrubých úspor se mezičtvrtletně (po sezónním očištění) zvýšila o cca desetinu. Predikce naopak předpokládala její pokles v souvislosti se zpožděným dopadem postupného uvolňování reálných úrokových sazeb. Meziroční zvýšení míry hrubých úspor domácností o 0,3 p.b. na 7,4 % tak znamenalo nižší růst nominálních i reálných spotřebních výdajů ve srovnání s predikcí.¹³

Za celý rok 2005 vzrostl hrubý disponibilní důchod sektoru domácností o 3,8 % a míra úspor se zvýšila o 0,2 procentního bodu na 7,8 %. Toto zvýšení míry úspor ovlivnila zejména revize národních účtů sektoru domácností, která byla zveřejněna s údaji za 4. čtvrtletí 2005.

Spotřeba vlády v souladu s očekáváním lednové prognózy ve 4. čtvrtletí loňského roku meziročně poklesla, i když tento pokles (-0,6 %) byl oproti prognóze nižší (-3,8 %). Predikce reálné spotřeby vlády na 4. čtvrtletí vycházela z předpokládané výše nominálních spotřebních výdajů veřejného sektoru na celý rok 2005, odpočtu zveřejněných odhadů za první tři čtvrtletí minulého roku a odhadu čtvrtletního deflátoru. ČSÚ však provedl revizi dříve zveřejněných údajů, která se projevila v částečném oslabení reálného (i nominálního) růstu vládní spotřeby ve 3. čtvrtletí při zachování prakticky stejné celoroční výše nominálních výdajů, ze kterého vycházela lednová prognóza. Tím se dodatečně zvýšil proporcionální podíl nominálních výdajů na 4. čtvrtletí loňského roku, což se projevilo oproti prognóze nižším poklesem reálné vládní spotřeby.

Tvorba hrubého kapitálu se ve 4. čtvrtletí meziročně zvýšila o 4,2 %¹⁴, po setrvalém poklesu předchozích dvou čtvrtletí. Nadále pokračoval růst poptávky po fixních investicích na úrovni 3. čtvrtletí. Čerpání zásob ve 4. čtvrtletí (v souladu s prognózou) zůstalo na úrovni stejného období předchozího roku, tj. 17,4 mld. Kč. Příspěvek zásob k dynamice hrubé tvorby kapitálu a celkové domácí poptávky byl tudíž nulový (na rozdíl od předchozích čtvrtletí roku 2005, kdy byl příspěvek zásob záporný). Tahounem růstu hrubé tvorby fixního kapitálu zůstaly i nadále investice do strojů, dopravních prostředků a nebytových staveb, zatímco bytová výstavba se již třetí čtvrtletí v řadě meziročně snížila.

Ve shodě s prognózou se vyvíjel zahraniční obchod. Růst vývozu zboží a služeb oproti 3. čtvrtletí mírně zpomalil z 11,3 % na 10,4 %. Zpomalení růstu exportů v důsledku oslabení zahraniční konjunktury a pokračujícího posilování reálného devizového kurzu očekávala i lednová prognóza, i když ve větší intenzitě (na 7,8 %). Dynamika dovozů (6,1 %) v souladu s prognózou nadále zaostávala za vývozy o 6 procentních bodů. Deficit čistého vývozu ve

¹³ Z hlediska celého roku 2005 byl růst hrubého disponibilního důchodu ve 4. čtvrtletí mírně nadprůměrný. Na jeho zvýšení se nejvíce podílel poměrně stabilní vývoj nejvýznamnější položky – mezd a platů. Objem vyplacených mezd a platů se ve 4. čtvrtletí 2005 zvýšil o 5,6 %. Nejvyšší nárůst za posledních šest čtvrtletí zaznamenaly sociální dávky, které meziročně vzrostly o 7,5 %. Z hlediska objemu se na růstu sociálních dávek nejvíce podílely peněžité dávky sociálního zabezpečení a důchody, které dohromady vzrostly o více než 9 mld. Kč. Dynamiku růstu hrubého disponibilního důchodu negativně ovlivnil zejména pokles rozdělovaných důchodů společností o 13,6 %.

¹⁴ ČSÚ revidoval růst fixních investic za první tři čtvrtletí 2005 směrem nahoru o 0,7 procentního bodu.

stálých cenách dosáhl 39,9 mld. Kč (lednová prognóza 40,4 mld. Kč) a oproti stejnému období minulého roku se v souladu s očekáváním snížil o 24,8 mld. Kč.

Hrubá přidaná hodnota (HPH) ve stálých cenách se ve 4. čtvrtletí loňského roku zvýšila meziročně o 7,6 %. Nejvyšší přírůstek přidané hodnoty zaznamenala hlavní průmyslová odvětví, především zpracovatelský průmysl (16,0 %), resp. výroba a rozvod energií (11,4 %). V sektoru služeb se zvýšila přidaná hodnota u všech klíčových odvětví (kromě pohostinství a ubytování). Nejvyšší růst přidané hodnoty byl zaznamenán u finančních služeb (9,3 %) a obchodu a oprav motorových vozidel (6,7 %). Podle výpočtu z údajů ČSÚ k růstu HPH nejvíce přispěl sektor průmyslu, a to přibližně 4,1 procentního bodu. Příspěvek sektoru služeb činil přibližně 3,2 procentního bodu. ČSÚ zároveň zveřejnil zpřesněné údaje za první tři čtvrtletí loňského roku, které (oproti původním údajům) posilují růst především v průmyslu (v energetice o 4,8 p.b., ve zpracovatelském průmyslu o 1,9 p.b.) a dále v klíčových odvětvích služeb).

Vývoj HDP v roce 2005

Růst HDP v loňském roce oproti roku 2004 posílil o 1,3 % na 6,0 %. Růst HDP tak dosáhl nejvyšší hodnoty za posledních devět let. Oproti roku 2004 výrazně oslabil příznivý příspěvek celkové domácí poptávky. Naopak výrazně posílil vliv reálného čistého vývozu, jehož deficit se meziročně snížil o 96,7 mld. Kč na 128,4 mld. Kč. Nejrychleji rostoucí komponentou domácí poptávky zůstala i nadále hrubá tvorba fixního kapitálu (i přes určité zpomalení dynamiky), když se fixní investice oproti roku 2004 zvýšily o 3,7 %. Růst spotřeby domácností v loňském roce zpomalil o 0,6 procentního bodu na 2,6 %. Vládní spotřeba se v loňském roce – po šesti letech setrvalého růstu – snížila o 2,7 %. Přibližně na polovinu, tj. na 11,1 %, zpomalil růst reálných vývozů zboží a služeb, avšak prohloubil se předstih jejich růstu před růstem reálných dovozů, které se v loňském roce zvýšily pouze o 4,8 %.

Za celý rok 2005 se reálná hrubá přidaná hodnota (HPH) zvýšila meziročně o 6,6 % a – obdobně jako u HDP – vykazovala nejvyšší růst od roku 1995. Struktura růstu jednotlivých odvětví se výrazně nelišila od údajů za 4. čtvrtletí. Nejrychleji tedy vzrostla hodnota v oborech výroby a rozvodu energií (+14,1 %), zpracovatelského průmyslu (10,8 %), finančních služeb (11,0 %) a obchodu a oprav motorových vozidel (10,6 %). K růstu celkové HPH přispěly rovným dílem průmysl (3,3 procentního bodu) a služby (3,2 procentního bodu). Prakticky nulový byl příspěvek zemědělství a stavebnictví.

Indikátory vývoje HDP v 1. čtvrtletí 2006

Objem průmyslové produkce v lednu meziročně reálně vzrostl o 15,1 %, objem produkce zpracovatelského průmyslu o 16,0 % a tržby z průmyslové činnosti o 16,3 %. Pokračovala výrazná diferenciací v tempu růstu produkce mezi jednotlivými odvětvími, nejrychleji rostla výroba dopravních prostředků (meziročně o 39,7 %). Objem nových zakázek v průmyslových podnicích v lednu meziročně vzrostl o 19,3 % a dosáhl hodnoty 142,8 mld. Kč. V jejich rámci objem zakázek ze zahraničí (87,7 mld. Kč) vzrostl o 9,6 % a objem tuzemských zakázek zhruba o 30 %. Za posledních 12 měsíců se objem nových zakázek v průměru meziročně zvýšil o 7,4 %, což dává předpoklad pokračování růstu průmyslové produkce v nejbližších měsících zhruba na úrovni předchozího roku, tj. o cca 5,0 – 6,0 %.

Nízká úroveň výroby ovlivněná nepříznivými klimatickými podmínkami a vysoká srovnávací základna vyústily v meziroční reálný pokles **stavební výroby** v lednu o 1,2 %. Další měsíce ukáží, zda vývoj stavební výroby v lednu již nebyl rovněž ovlivněn postupně klesající úrovní nákladů nových stavebních povolení ve 2. polovině roku 2005. **Počet vydaných stavebních**

povolení v lednu meziročně mírně poklesl (o 0,7 %), orientační náklady staveb rovněž poklesly (o 17,9 % v běžných cenách). Náklady stavebních povolení vykázaly za posledních sedm měsíců meziroční pokles o 4,2 % a vyhlídky na pokračování silného růstu ve stavebnictví zvolna klesají.

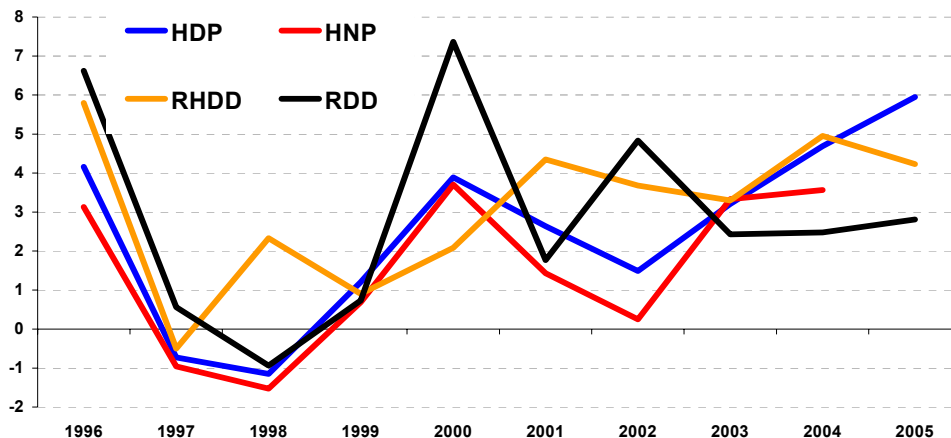
Příznivě se v lednu 2006 vyvíjely tržby v maloobchodě, když se meziročně zvýšily o 6,4 %. To představuje druhý nejvyšší růst od září 2003. K růstu přispěly především obchodní řetězce všech sortimentních typů prodejen. Vysoký růst tržeb v lednu potvrzuje předpoklad o zrychlení růstu spotřeby domácností v 1. čtvrtletí 2006.

Saldo souhrnného indikátoru důvěry na základě **konjunkturních šetření** v lednu 2006 oproti předchozímu měsíci vzrostlo o 1,4 bodu a samotný indikátor dosáhl 18ti měsíčního maxima.¹⁵ Očekávání podnikatelů se zvýšilo jen mírně, zejména zásluhou obchodu, když hodnocení v průmyslu zůstalo v únoru na úrovni prosince a ledna a hodnocení ve stavebnictví se slabě snížilo.

Jak bylo dokumentováno výše, růst reálného HDP se v roce 2005 vyvíjel mimořádně příznivě. Tento ukazatel však není jediným indikátorem vývoje reálného důchodu event. bohatství země, což je důležité např. z pohledu hodnocení reálné konvergence naší ekonomiky. Podobně mohou být jinak definované ukazatele hospodářského růstu než je HDP zajímavé pro měnovou politiku při identifikaci poptávkových inflačních tlaků. Srovnání konvenčního HDP s vybranými alternativními definicemi reálného důchodu přináší následující box.

Box: Porovnání vývoje reálných HDP, HNP a RHDD a RDD

Vývoj HDP, HNP, RHDD a RDD v průměrných cenách 1995 (meziročně v %)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, vlastní výpočty

Definice:

Reálný HDP – Představuje hodnotu veškerých finálních statků a služeb vytvořených uvnitř dané země během daného období vyjádřenou v průměrných cenách roku 1995.

¹⁵ Pro výpočet souhrnného a podnikatelského indikátoru důvěry došlo počínaje lednem 2006 ke změně metodiky. Časové řady však byly zpětně přepočteny a hodnocení jsou tedy srovnatelná. (V nové metodice průměr roku 2005 = 100 bodům).

Reálný hrubý národní produkt (HNP) – Představuje hodnotu finálních statků a služeb vytvořených domácími výrobními faktory během daného období. ČSÚ nepublikuje HNP ani v běžných cenách, ani v průměrných cenách roku 1995. HNP v běžných cenách je odvozen v souladu s definicí jako HDP plus saldo bilance výnosů na straně běžného účtu. Převod do průměrných cen roku 1995 je proveden deflováním prostřednictvím bazického deflátoru HDP.

Reálný hrubý domácí důchod (RHDD) – Tento ukazatel odvozuje ČSÚ tak, že k HDP v průměrných cenách předchozího roku (PCPR) je přičten tzv. zisk (příp. ztráta) ze změn směnných relací. Obchodní zisk (ztráta) ze změn směnných relací T je vypočten dle vzorce: $T = (X - M)/P - (X/P_x - M/P_m)$, kde X , resp. M , představuje vývoz, resp. dovoz, v běžných cenách, P představuje průměrný deflátor vývozu a dovozu, P_x je deflátor vývozu (PCPR) a P_m deflátor dovozu (PCPR). Průměrný deflátor vývozu a dovozu je odvozen z výrazu $(X + M)/(X/P_x + M/P_m)$. Hrubý domácí důchod v PCPR je dán rovnicí $RHDD = HDP(v \text{ PCPR}) + T$, přičemž převod do průměrných cen roku 1995 se provádí zřetěžením meziročních změn deflátorů RHDD tzv. metodou annual overlap (obdobně jako u reálného HDP).

Disponibilní důchod domácností (DD) je částka, kterou domácnosti mohou věnovat na konečnou spotřebu (aniž se zmenší jejich majetek). Je stanoven jako rozdíl mezi běžnými příjmy a běžnými výdaji domácností. Převod do DD v průměrných cenách roku 1995 (RDD) se provádí deflováním pomocí bazického deflátoru spotřeby domácností. Oficiální publikace ČSÚ poskytují časovou řadu nominálního DD v absolutních hodnotách za období 2003 až 2005. Údaje za období 1996 až 2002, které máme k dispozici, považuje ČSÚ za neaktuální, vyžadující revizi.

Ze srovnání výše prezentovaných ukazatelů vyplývá, že ve vývoji HDP i alternativních vyjádření reálného důchodu je patrný trend ke zrychlování růstu počínaje rokem 1999. Dále je patrný značný rozptyl v míře ekonomického růstu signalizovaný jednotlivými indikátory ve většině let sledovaného období i poměrně vysoká volatilita růstu v jednotlivých letech pro jednotlivé ukazatele. Na nejvyšší tempo růstu reálného důchodu ze všech alternativních vyjádření pak pro rok 2005 ukazuje reálný HDP. Tempo růstu reálného HNP není možno pro rok 2005 spolehlivě spočítat z důvodu chybějících revidovaných dat o vývoji bilance výnosů na běžném účtu v loňském roce.

Další box přináší komentář vývoje hospodaření nefinančních podniků v roce 2005, který z jiného úhlu pohledu rovněž ilustruje vývoj reálné ekonomické aktivity v loňském roce.

Box: Vývoj hospodaření podnikové sféry v roce 2005

Nefinanční podniky se 100 a více zaměstnanci¹⁶ za rok 2005 vykázaly růst provozního přebytku (o 5,2 %) při slabém meziročním poklesu celkového hospodářského výsledku před zdaněním. Tyto výsledky znamenaly slabé zhoršení hlavních finančních poměrových ukazatelů těchto podniků proti roku 2004, ze střednědobého pohledu nicméně stále představovaly jeden z finančně nejúspěšnějších roků za posledních 10 let. Uvedené výsledky firem byly pozitivně ovlivněny pokračujícím ekonomickým růstem, zejména růstem exportu¹⁷, ve směru zhoršení ukazatelů působil vliv výrazně zvýšených cen energií a některých surovin a také zhruba 6,5 % apreciacie efektivního nominálního kurzu (v průměru za rok 2005). Za podniky jako celek lze odhadovat růst jednotkových nákladů práce zhruba o 4,0 – 5,0 %. Pokračovala výrazná diferenciacie hospodářského výsledku i dalších ukazatelů nejen mezi jednotlivými národohospodářskými odvětvími, ale také mezi jednotlivými odvětvími v průmyslu a mezi jednotlivými typy vlastnictví.

¹⁶ Zhruba 50 % celkových aktiv a pasiv sektoru nefinančních podniků a dle odhadu zhruba dvě třetiny přidané hodnoty sektoru.

¹⁷ Podle údajů ČSÚ vzrostly v průmyslu tržby z hlavní činnosti v roce 2005 meziročně ve srovnatelných cenách o 8,1 %, v jejich rámci tržby z přímého vývozu o 10,2 %, podíl těchto tržeb na celkových tržbách se tedy zvýšil a v roce 2005 dosáhl 48,5 %. V důsledku změn v organizaci obchodu, byl růst celkových tržeb produkce, určené na vývoz, fakticky ještě vyšší a vyšší byl v roce 2005 také celkový podíl na vývoz směřované produkce (data, umožňující kvantifikovat tento vliv, však nejsou k dispozici).

Zveřejněné finanční výsledky¹⁸ a provedené propočty ukazují, že nedošlo k podstatnému zhoršení finanční stability firem. Podniky dosáhly nárůstu provozního zisku i při existujících silných kurzových a nákladových tlacích. Meziroční růst nominálních jednotkových nákladů práce v českém zpracovatelském průmyslu (o cca 5,2 %, při značných rozdílech mezi odvětvími) znamenal při cca 6,5 % meziroční apreciaci efektivního kurzu jejich nárůst v EUR o cca 12,0 %, s dopadem na růst celkových cen o zhruba 1,7 % (ve výrobě dopravních prostředků vzrostly náklady práce v EUR asi o 9,0 %)¹⁹.

Celkové výkony včetně obchodní marže meziročně vzrostly o 8,8 %. V rámci nákladů na tyto výkony výrazně vzrostla výkonová spotřeba (cca 70 % hodnoty výkonů, o 10,1 %), pomaleji rostly osobní náklady (o 7,2 %) i odpisy (o 1,9 %). Počet zaměstnanců mírně vzrostl (o 1,3 %) a dosáhl v roce 2005 1 547,8 tis. (přepočtených) osob. Souhrnný roční výsledek hospodaření před zdaněním se v roce 2005 meziročně snížil o 0,3 %, ve srovnatelném souboru se jedná o absolutní snížení zisku o 0,9 mld. Kč.

Uvedený vývoj znamenal snížení rentability vlastního kapitálu (z 13,8 % za rok 2004 na 12,7 % za rok 2005), na kterém se podílela zejména snížená rentabilita tržeb (vliv nákladových faktorů), naopak finanční páka zůstávala na úrovni dosažené v roce 2004 a obrát aktiv se dokonce mírně zvýšil. Došlo ke snížení podílu všech cizích zdrojů na celkových aktivech podniků a tomu odpovídá i růst podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech podniků (z 53,1 % ke konci roku 2004 na 53,6 % na konci roku 2005). Procento podniků, které dosáhly zisku, se snížilo z 80,0 % v roce 2004 (75,0 % v roce 2003) na 76,6% ke konci roku 2005.

	2004	2005	Změna 2005/2004	
Absolutní ukazatele	Celkem (v mld. Kč)		v mld. Kč	v %
Výkonová spotřeba /1/	2277.9	2508.8	230.9	10.1
Odpisy /2/	200.2	204.0	3.8	1.9
Osobní náklady /3/	477.9	512.5	34.6	7.2
Čistý provozní přebytek /4/	256.4	269.7	13.3	5.2
Výkony vč.obch.marže /5=1+2+3+4/	3212.4	3495.0	282.6	8.8
Účetní přidaná hodnota /6=5-1/	934.5	986.2	51.7	5.5
Ostatní náklady (dopočet)*/7/	1327.8	1445.9	118.1	8.9
Výnosy kromě výkonů /8/	1334.6	1438.6	104.0	7.8
HV z ostatní činnosti /9=8-7/	6.8	-7.3	-14.1	x
Náklady celkem 10 = 1+2+3+7	4283.8	4671.2	387.4	9.0
Výnosy celkem 11 = 5 + 9	4547.0	4933.6	386.6	8.5
HV před zdaněním 12=4+9	263.2	262.4	-0.8	-0.3
Čisté investice**/	227.0	248.0	21.0	9.3
Podílové ukazatele	v %	v %	v proc. bodech	v %
Rentabilita tržeb (zisk /tržby)	6.5	5.8	-0.7	-10.8
Obrát aktiv (tržby /aktiva)	114.2	115.6	1.3	1.2
Rentabilita vlastního kapitálu (zisk/ kapitál)	13.8	12.7	-1.1	-8.0

*/ Náklady minus (výkonová spotřeba+odpisy+osobní náklady)

**/ Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku

minus tržby z prodeje a předání dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku

¹⁸ Data za rok 2004 jsou semidefinitivní, data za rok 2005 předběžná.

¹⁹ Při meziročním růstu osobních nákladů o 6,6 %, vzrostla účetní přidaná hodnota v běžných cenách o 3,3 %, což při průměrném meziročním růstu cen ve zpracovatelském průmyslu o 2,1 % znamenalo růst přidané hodnoty ve srovnatelných cenách o 1,3 %. Podíl růstu osobních nákladů a růstu přidané hodnoty ve srovnatelných cenách ukazuje meziroční růst jednotkových nákladů práce (5,2 %), což při zhruba 6,5 % apreciaci váženého kurzu signalizuje zhruba po přepočtu 12,0 % růst nákladů práce v EUR. Při zhruba 14 % podílu osobních nákladů na výkonech lze dopad růstu jednotkových nákladů práce odhadnout na (12 x 0,14) 1,7 procenta.

3 Vývoj platební bilance

Od minulé situační zprávy byly zveřejněny údaje o revizi platební bilance za rok 2004, výsledky za 4. čtvrtletí 2005 i za celoroční (zpřesnění dříve zveřejněných měsíčních údajů) a nová data za leden 2006. K dispozici jsou i další informace, které se promítnou do dubnové revize prognózy platební bilance.

Revize výsledků platební bilance za rok 2004 znamenala zhoršení běžného účtu (o cca 24 mld. Kč) na 167,3 mld. Kč, tj. 6,0 % HDP. Zhoršení běžného účtu se týkalo zejména bilance výnosů o cca 18 mld. Kč (díky vyššímu objemu reinvestovaných zisků nerezidentů), v menší míře došlo ke zhoršení obchodní bilance (cca o 4 mld. Kč) a bilance běžných převodů (o necelé 2 mld. Kč). V oblasti finančního účtu došlo ke zlepšení salda přímých investic (cca o 1 mld. Kč), při současném nárůstu obrátu, a mezi ostatními investicemi výrazně vzrostl objem úvěrů čerpaných ze zahraničí (o cca 7 mld. Kč).

Je tedy pravděpodobné, že dosud platný **deficit běžného účtu za rok 2005 ve výši 2,1 % HDP se za rok po revizích bilance výnosů zhorší na 3,0 až 3,5 % HDP**. Tyto změny budou **v rámci dubnové predikce promítnuty do zhoršení prognózy bilance výnosů** (v rozsahu min. 20 mld. Kč ročně) a zvýšení přímých investic na roky 2006 a 2007.

Zveřejněné výsledky za 4. čtvrtletí a rok 2005, přes mírné úpravy proti měsíčním údajům, potvrzují **výrazné meziroční snížení deficitu běžného účtu platební bilance** ze 6 % HDP v roce 2004 na předběžných 2,1 % (61,7 mld. Kč). Ke zlepšení *běžného účtu* nejvýznamněji přispělo pokračující meziroční zlepšování obchodní bilance (od roku 2000 zejména vlivem růstu strojírenského vývozu, především v automobilovém průmyslu). V menší míře se na snížení deficitu běžného účtu podílela i bilance služeb, kde po třech letech zhoršování salda došlo v minulém roce k obrátu trendu. Na tomto vývoji se na straně jedné podílel růst příjmů, především v dopravě, a na straně druhé mírný pokles výdajů na turistiku a ostatní služby. Poměrně výrazné meziroční zlepšení bilance běžných transferů v roce 2005 bylo dáno jednorázovým vlivem úhrady škody ČSOB Slovenskou republikou. Po očistění o tento vliv se bilance běžných převodů v roce 2005 nadále meziročně zhoršovala, zejména vlivem zhoršení salda transferů vůči EU. Zlepšování běžného účtu je také zkresleno zatím vykázaným meziročním zlepšením bilance výnosů. Lze ale očekávat, že podobně jako v předcházejících letech dojde s ročním zpožděním k revizi, zejm. u reinvestovaného zisku z přímých investic²⁰.

Nové údaje o platební bilanci v roce 2005 ovlivní v dubnu **prognózu bilance služeb** na roky 2006 i 2007 ve směru zvýšení přebytku o cca 5 mld. Kč²¹. Naopak předčasné uhrazení škody ČSOB Slovenskou republikou (v prosinci 2005 místo v lednu 2006) povede technicky ke snížení prognózy kladného salda běžných transferů v roce 2006 v rozsahu také cca 5 mld. Kč.

Kapitálový účet platební bilance skončil přebytkem ve výši 5,1 mld. Kč (cca 0,2 %) HDP. Jedná se především o transfery ze strukturálních fondů EU.

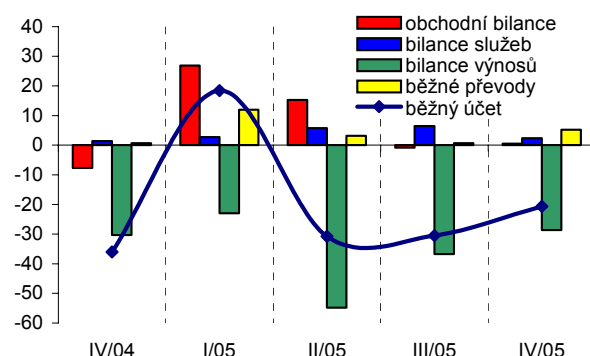
Finanční účet platební bilance za rok 2005 skončil přebytkem 137,9 mld. Kč tj. cca 4,6 % HDP. V dominantní míře se na něm podílelo saldo přímých investic (242,7 mld. Kč), zejména prodeje majetku nerezidentům (cca 150 mld. Kč) a reinvestované zisky (cca 80 mld. Kč).

²⁰ Již byly zveřejněny informace o meziročním nárůstu zisku většiny velkých firem kontrolovaných nerezidenty a navíc se zde promítne vliv prodeje čtyř významných firem, jejichž roční zisk přesahuje 10 mld. Kč.

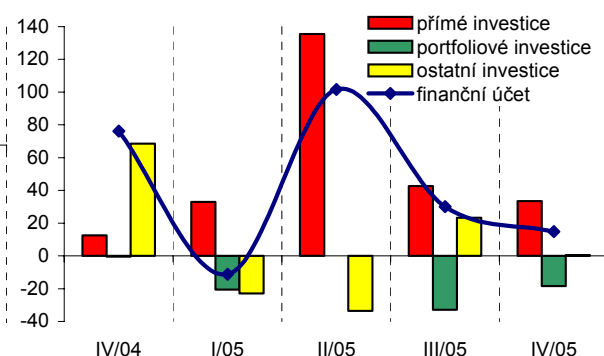
²¹ Schválení tendru na mýtné ÚHS povede pravděpodobně k dalšímu zvýšení prognózovaného salda bilance služeb na rok 2007 o cca 5 mld. Kč.

V menší míře se na přebytku podílelo čerpání úvěrů vládou (resp. deblokace aktiv) a podnikatelských sektorem (více než 60 mld. Kč). Přebýtek finančního účtu byl zmírňován odlivem portfoliových investic (72 mld. Kč) a odlivem kapitálu prostřednictvím bankovního sektoru (téměř 100 mld. Kč – korunové operace vůči nerezidentům, zajištění vládních dluhopisů, ponechání náhrady škody ČSOB na Slovensku, absorpce přebytku deviz na trhu).

Běžný účet (v mld. Kč)



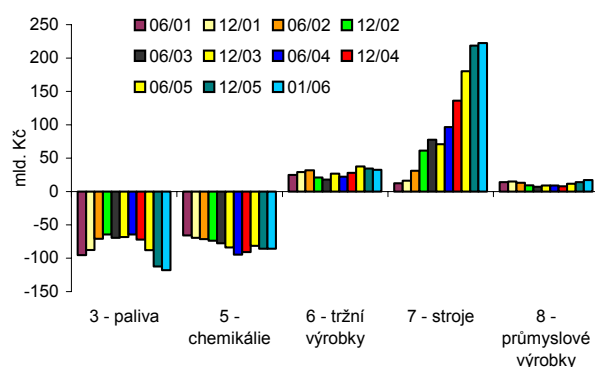
Finanční účet (v mld. Kč)



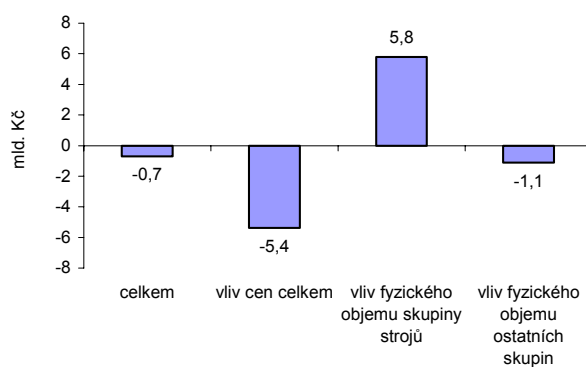
Tyto informace nepovedou ke změnám predikce. U přímých investic však dojde, kromě již avizované změny u reinvestovaných zisků, ke zvýšení čistého odlivu kapitálu vlivem nově zveřejněných informací. Prognózy na rok 2006 se dotkne zastavení privatizace Aero Vodochody a snížení základního jmění Transgasu. Podstatný vliv budou mít i zahraniční akvizice ČEZu, protože v Polsku získá dvě elektrárny za cca 9 mld. Kč, v Bulharsku elektrárnu za 5,88 mld. Kč a může uspět i při dalších privatizacích na Balkáně, resp. odkoupit některé zahraniční investice na Ukrajině. **Díky těmto vlivům může dojít v roce 2006 poprvé k většímu odlivu přímých investic než přílivu ze zahraničí (očistěno o reinvestované zisky).** Nové informace také naznačují výrazné snížení přesunů výrob ze západní Evropy do ČR od počátku letošního roku, což by mělo významný dopad na dynamiku českého vývozu v příštím roce.

Běžný účet platební bilance za leden 2006 skončil přebytkem ve výši 4,1 mld. Kč. Hlavní příčinou byl, podobně jako v loňském roce, vysoký přebýtek obchodní bilance. Ten dosáhl 11,2 mld. Kč (v lednu 2005 činil přebýtek 11,9 mld. Kč). Přes výrazně posilující kurz koruny se udržela poměrně vysoká dynamika růstu vývozu (11,2 %) i dovozu (12,8 %). Tahounem růstu byl podle očekávání automobilový průmysl, dále pak dodávky výpočetní techniky. Aktivum bylo snižováno vysokým meziročním růstem cen energetických surovin (negativní dopad na celkové saldo bilance činil téměř 6 mld. Kč). Z teritoriálního hlediska se zlepšovalo saldo vůči EU a zhoršovalo saldo vůči ostatním zemím, zejména Rusku.

12ti-měsíční klouzavé úhrny salda obchodní bilance



Faktory mizr. změny celkového salda za leden 2006



Také v ostatních položkách běžného účtu pokračovaly dosavadní trendy. Balance služeb skončila mírným přebytkem ve výši 0,3 mld. Kč. Přebytek běžného účtu snižoval deficit bilance výnosů 6,4 mld. Kč (zejména evidenční reinvestované zisky nerezidentů z přímých investic a náhrady zaměstnancům). Vývoj běžných transferů a kapitálového účtu byl ovlivněn finančními toky mezi ČR a EU, které byly přibližně vyrovnané (mírný deficit transferů a přebytek kapitálového účtu).

Finanční účet platební bilance skončil v lednu 2006 deficitem ve výši 9,6 mld. Kč. Hlavní příčinou byl pokles krátkodobých závazků bank vůči zahraničí. Přímé investice dosáhly 11 mld. Kč. Relativně slabý odliv portfoliových investic (jen 1,8 mld. Kč) byl ovlivněn jednorázovou emisí vládních dluhopisů na japonském trhu ve výši 6 mld. Kč. Předběžné lednové výsledky jsou v souladu s očekáváním a dubnovou revizí prognózy neovlivní.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

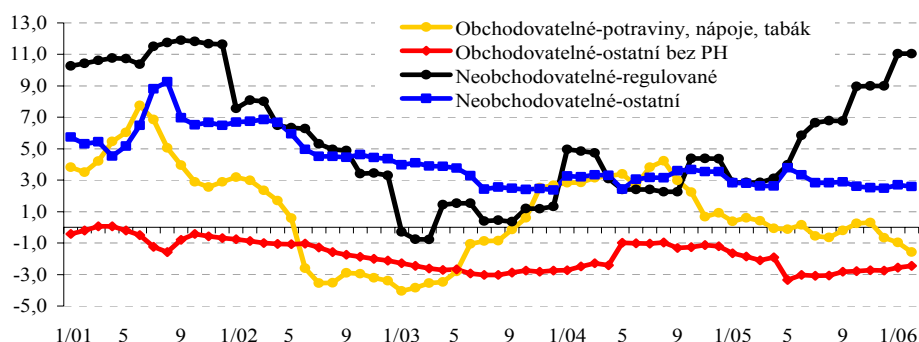
4.1 Spotřebitelské ceny

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %	
		predikce 1.SZ	skutečnost	predikce 1.SZ	skutečnost
Index spotřebitelských cen	únor 2006	0,2	0,1	2,8	2,8
Regulované ceny		0,4	0,2	10,9	11,0
Čistá inflace		0,0	-0,1	0,3	0,3
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		-0,5	-0,6	-1,2	-1,6
Korigovaná inflace bez PH		0,2	0,2	0,4	0,5
Ceny pohonných hmot - čisté		-0,3	0,5	13,7	13,9
Primární dopady změn daní v nereg. cenách v p.b.		0,13	0,13	0,34	0,34

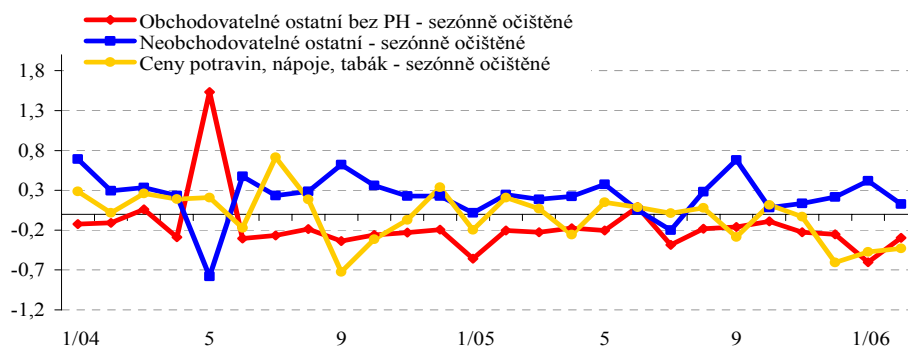
Spotřebitelské ceny v únoru 2006 zaznamenaly meziměsíční růst o 0,1 %. V rámci regulovaných cen mělo největší dopad do inflace zvýšení ceny tepla o 0,8 % a ubytování v domově důchodců o 4,2 % a dočasné snížení poplatku za zřízení stále bytové telefonní stanice (o 100 %). Teoretický primární dopad změn nepřímých daní – zvýšení spotřebních daní u cigaret – byl 0,13 p.b., ceny cigaret ale rostly méně a tak byl dopad změny jejich cen do inflace podstatně nižší a do čisté inflace a čistých cen potravin záporný (viz minulé SZ).

V únoru v rámci tržních cen meziměsíčně poklesly ceny potravin, avšak to bylo z velké části způsobeno uvedeným záporným dopadem plynoucím z nezvýšení cen cigaret (ceny potravin bez očištění o vliv daní poklesly jen o 0,1 %). Tento pokles cen potravin ovlivnily zejména nižší ceny ovoce a tuků, naopak nejvíce rostly ceny zeleniny. Meziměsíční korigovaná inflace bez PH ve výši 0,2 % znamená po sezónním očištění zhruba stagnaci cen v tomto segmentu. V rámci KI bez PH ceny neobchodovatelných ostatních položek meziměsíčně vzrostly o 0,5 % a ceny ostatních obchodovatelných položek bez PH poklesly o 0,4 %. Ceny obchodovatelných ostatních položek prakticky trvale meziměsíčně klesají již od počátku roku 2001. Ceny pohonných hmot v únoru (po čtyřech měsících vyšších meziměsíčních poklesů) vzrostly o 0,5 % a reagovaly tak na růst cen ropy na přelomu roku.

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



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



Rizika (změny) predikce z 1. SZ 2006

U **regulovaných cen** byla odchylka v predikci v souhrnu za leden a únor zanedbatelná. Aktuální vývoj tedy neimplikuje potřebu změny predikce na další období. Novou informací je jen rozhodnutí o zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti o 1,4 % v dubnu t.r. s dopadem do inflace cca 0,05 p.b. a do regulovaných cen cca 0,25 p.b. (s tím 1. SZ nepočítala). O tento dopad by byla zvýšena predikce a ke konci roku 2006 bychom tak nyní predikovali meziroční růst regulovaných cen 5,3 % (predikce v 1. SZ byla 5,0 %) s minimálním dopadem této změny do celkové inflace. Jinak nejsou k dispozici žádné nové informace, které by vedly k zásadnější změně celkové predikce regulovaných cen (ani pro rok 2007).

V oblasti **dopadů změn nepřímých daní** nedošlo k žádnému novému rozhodnutí a dosavadní vývoj odpovídá prognóze. V tuto chvíli tedy není důvod jejich predikci měnit.

Změny **cen pohonných hmot** byly v souhrnu za leden a únor v souladu s očekávanými 1. SZ, avšak scénář předpokládaného vývoje cen ropy se nenaplní (skutečnost v únoru byla 56,37 USD/barel, scénář 1. SZ byl 52,80 USD/barel). Tato odchylka byla zčásti kompenzována oproti scénáři silnějším kurzem Kč vůči dolaru (skutečnost v únoru 23,80 Kč /USD, scénář 24,30 Kč /USD). Z výše uvedeného vyplývá, že nadále pokračuje pokles nákladových a ziskových marží v řetězci zpracovatelů ropy a výrobců a distributorů

pohonných hmot započatý v závěru minulého roku.²² V březnu by rovněž nemělo dojít k výraznějšímu odchýlení vývoje cen pohonných hmot od predikce z 1. SZ – z týdenních šetření jejich cen prozatím vyplývá meziměsíční pokles v březnu ve výši cca 1,0 %, přičemž v 1. SZ je predikce mzm. poklesu v březnu 0,6 %.

Meziměsíční změny čistých **cen potravin** byly v souhrnu za leden a únor o 0,4 p.b. nižší než predikce. Týdenní šetření cen potravin na březen nevysílají jednoznačné signály o tom, zda bude skutečný růst cen potravin v tomto měsíci vyšší nebo nižší než predikce z 1. SZ. Z nových informací o posledním vývoji hlavních indikátorů inflace cen potravin ale vyplývají určitá protiinflační rizika predikce z 1. SZ. Poslední údaje o meziroční změně cen zemědělských výrobců byly totiž poněkud nižší, než očekávala 1. SZ. Také vývoj některých dalších indikátorů inflace je méně inflační, než očekávala poslední predikce (viz dále pasáž o korigované inflaci).

V poslední době se objevily signály, že představitelé Podnikatelského svazu pekařů a cukrářů chtějí prosadit při jednáních s obchodními řetězci růst cen pekářenských výrobců od května 2006 až o cca 25 %. V případě skutečného růstu maloobchodních cen těchto výrobků v tomto rozsahu by to znamenalo dopad do spotřebitelských cen ve výši 0,7 p.b. a zhruba 2,5 p.b. do cen potravin. Tento scénář však považujeme za nepravděpodobný a nedomníváme se proto, že by byla z tohoto důvodu zásadně zpochybněna prognóza spotřebitelských cen potravin z 1. SZ 2006.²³ Tuto informaci tak vnímáme spíše jako zeslabení protiinflačních rizik dosavadního vývoje v oblasti cen potravin.

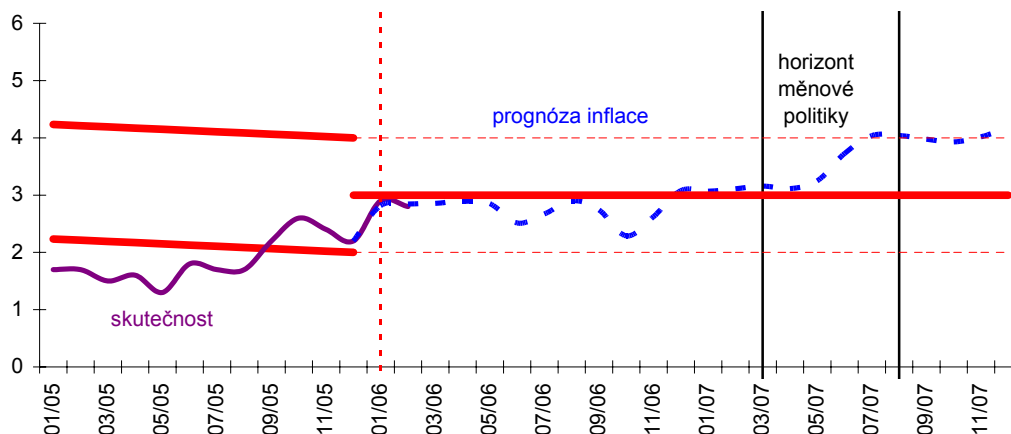
Predikce **korigované inflace bez PH** se za leden a únor prakticky naplnila. Z hlediska jejího bezprostředního dalšího vývoje je však důležité, že byl zaznamenán oproti očekávání nižší růst objemu mezd a platů a jednotkových mzdových nákladů v národním hospodářství. Dále jsme pozorovali nižší než očekávaný růst spotřeby domácností. Potenciálně protiinflační vliv těchto poptávkových faktorů na budoucí vývoj inflace poněkud kontrastuje s posledními daty o agregátním HDP, který zaznamenal neočekávaně prudký mzm. růst. Zde ovšem panuje určitá nejistota o dopadech tohoto zrychlení růstu HDP do zvýšení tempa uzavírání produkční mezery a její aktuální výše. Na straně nákladových faktorů vývoje korigované inflace bez PH byl proti očekávání zaznamenán nižší růst dovozních cen zejména pod vlivem silnějšího kurzu koruny k euru i k dolaru. V souhrnu tedy v krátkodobém horizontu identifikujeme mírná protiinflační rizika predikce korigované inflace bez PH z 1. SZ.

²² Zde připomínáme, že od dubnové prognózy dojde pravděpodobně k opuštění dosavadního odvozování domácích cen PH výlučně od vývoje korunových cen ropy uralské, která dominuje v dovozu energetických surovin. Tato změna bude současně znamenat zohlednění vazby domácích cen PH na vývoj kotovaných cen benzinů na komoditních burzách, které nesou více cenotvorných informací z hlediska domácích PH než je tomu v případě uralské ropy.

²³ Hlavní argumenty producentů poukazují na prudký růst cen energií v posledním období a dále průběžný růst mezd. Analýza vývoje hlavních složek výrobních nákladů a realizačních cen v tomto odvětví provedená v SMS však ukazuje, že požadavky producentů jsou krajně vyhocené. Nejsou zejména konzistentní s vývojem cen hlavní vstupní suroviny, kterou je potravinářská pšenice, jejíž cena dlouhodobě výrazně klesala v důsledku příznivých sklizní v letech 2004 a 2005. Tento její vývoj do značné míry kompenzuje nákladové tlaky z titulu růstu cen energií a mezd. Připomínáme, že poslední výraznější zvyšování spotřebitelských cen pekářenských výrobků v ČR v listopadu 2003 bylo v rozsahu 9,1 %, a to především z titulu tehdejšího mzm. růstu cen pšenice o cca 40 % podpořeném zrušením 10h a 20h mincí. Dopad tohoto zvýšení do spotřebitelských cen tehdy činil necelé 0,3 p.b. Na základě analogie s tímto případem se domníváme, že není možno vyloučit určitý růst cen pekářenských výrobků v nejbližším období, ale patrně v řádově menším rozsahu, než požadují producenti.

Predikce celkové mizr. **spotřebitelské inflace** se v souhrnu v lednu a v únoru naplnila. Rovněž odchylky v predikci jejích jednotlivých hlavních složek byly jen malé. Na základě nově dostupných informací není důvod k významnější změně predikce regulovaných cen a dopadů změn nepřímých daní. Určité riziko prognózy pak vyplývá z posledního vývoje některých indikátorů inflace, které ukazují na mírná protiinflační rizika predikce cen potravin a korigované inflace bez PH.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



4.2 Ostatní cenové okruhy

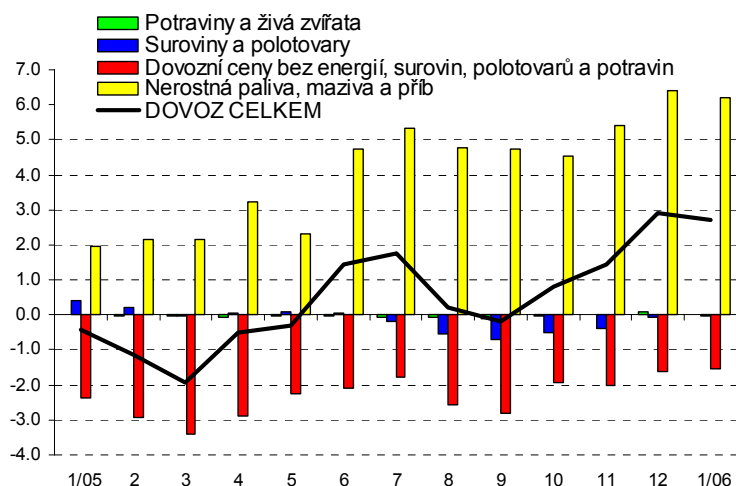
Meziroční změny v %	Období	Scénář/ predikce	Skutečnost	Skutečnost za 4. čtvrtletí 2006
Ceny průmyslových výrobců	2/2006	-0,3 ¹⁾	0,3	0,0
Ceny zemědělských výrobců	2/2006	2,2 ¹⁾	-1,7	-5,8
Dovozní ceny	1/2006	4,3 ¹⁾	2,7	1,7

1) Predikce průměrné hodnoty za 1. čtvrtletí 2006

Meziroční růst dovozních cen v lednu 2006 byl v porovnání se stávající prognózou nižší. Naproti tomu ceny průmyslových výrobců v lednu 2006 zaznamenaly mírně vyšší meziroční růst oproti stávající prognóze, který jde na vrub vyšším cenám ropy na počátku roku. Ceny zemědělských výrobců byly v lednu i únoru sice pod prognózou, ale potvrdila se tendence ke zmírňování jejich mizr. poklesu.

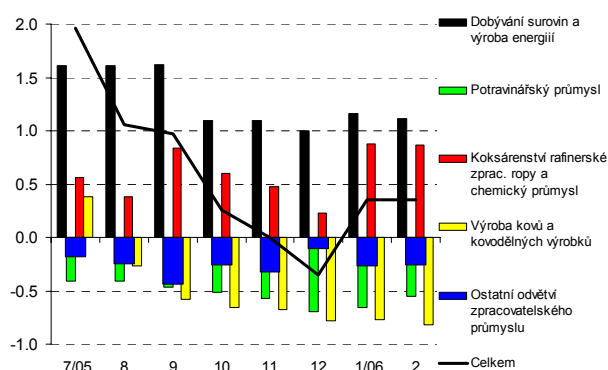
Dovozní ceny se v meziročním srovnání zvýšily v lednu 2006 o 2,7 % (v prosinci o 2,9 %) a byly nejvíce ovlivněny růstem cen nerostných paliv o 41,3 % (hlavně plynu, ropy a ropných výrobků). Ceny ostatních skupin klesly – nejvíce pak hotových výrobků o 8,4 %. Ceny strojů a dopravních prostředků se snížily o 1,3 % (především strojů a zařízení k výrobě energie). Rozdíl mezi prognózou na 1. čtvrtletí a skutečností za leden je dán vývojem ve většině hlavních skupin dovozních cen, nižší proti prognóze byly jak ceny energií (a to i přes vyšší korunové ceny dovážené ropy), tak i ceny potravin a ostatních surovin.

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



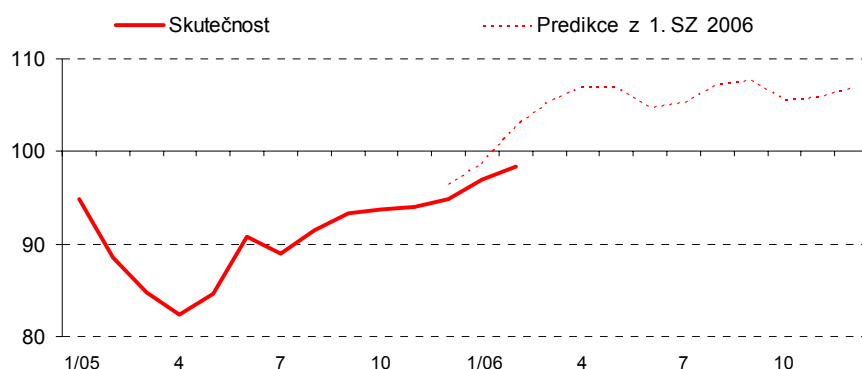
Ceny průmyslových výrobců byly meziročně vyšší o 0,3 % (stejně jako v lednu). Celkovou cenovou hladinu nadále zvyšovaly hlavně ceny energetických zdrojů. V odvětví elektřiny, plynu a vody byly ceny v únoru meziročně vyšší o 7,6 % (stejně jako v lednu) a v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků o 16,5 % (v lednu 15,4 %). V dalších odvětvích byl zaznamenán mírnější růst. Ceny strojů a zařízení byly v únoru meziročně vyšší o 1,8 %, chemických výrobků a vláken o 1,0 % a elektrických a optických přístrojů o 0,7 %. Zvýšení celkové cenové hladiny bylo naopak zmírněno poklesem cen základních kovů, hutních a kovárenských výrobků o 5,9 %, potravinářských výrobků, nápojů a tabákových výrobků o 2,8 % a dopravních prostředků o 1,5 %. Růst cen průmyslových výrobců v lednu a únoru 2006 byl ve srovnání s aktuální prognózou ČNB mírně vyšší, na čemž se podílely především vyšší ceny ropy na počátku roku a návazný vývoj cen v chemickém průmyslu.

Struktura meziročního růstu cen průmyslových výrobců (příspěvky k mizr. růstu v p.b., resp. %)



Ceny zemědělských výrobců byly v meziročním srovnání v únoru nižší o 1,7 % (v lednu o 3,0 %). Poprvé od září 2004 vzrostly ceny rostlinných výrobků, a to o 2,0 %. Zvýšily se ceny zeleniny (53,7 %), ovoce (11,6 %) a brambor (7,3 %, poprvé po 20 měsících), nižší byly ceny obilovin (4,9 %). Ceny živočišných výrobků byly nižší o 3,1 %, přičemž klesly zejména ceny drůbeže (o 9,5 %) a prasat. Již pouze mírný meziroční pokles cen zemědělských výrobců v lednu a únoru odpovídá svým trendem aktuální prognóze ČNB. Nižší než očekávaný růst cen zemědělských výrobků v únoru je dán především hlubším poklesem cen živočišné výroby.

Ceny zemědělských výrobců a jejich predikce z 10. SZ (s.o.p.r. = 100)



5 Peníze a úvěry

Peníze

Růst peněžní zásoby se v lednu 2006 dále zrychlil. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 se zvýšil o 0,9 p.b. na 8,9 %. Roční míra růstu peněžního agregátu M2 upravená o kurzové a ostatní vlivy vzrostla o 1,1 p.b. na 9,2 %. Nově dostupná data o vývoji HDP za celý loňský rok jsou v nominálním vyjádření přibližně v souladu s vývojem peněžního agregátu M2 za stejné období (viz graf níže).

Hlavním faktorem zrychlení **peněžního agregátu M2** byl v lednu, obdobně jako v předchozích měsících, peněžní agregát M1. Jeho dynamika se zvýšila na 13,9 %. Urychlil se růst jednodenních vkladů, a to u nefinančních podniků. Podíl M1 na M2 se v lednu dále zvýšil na 55,3 %. To dokládá, že nízká úroveň úrokových sazeb implikuje nízké náklady příležitosti z držby peněz a je významným faktorem dynamiky peněžní zásoby (spread mezi úrokovou sazbou z vkladů s dohodnutou splatností do

Meziroční přírůstky peněžních agregátů

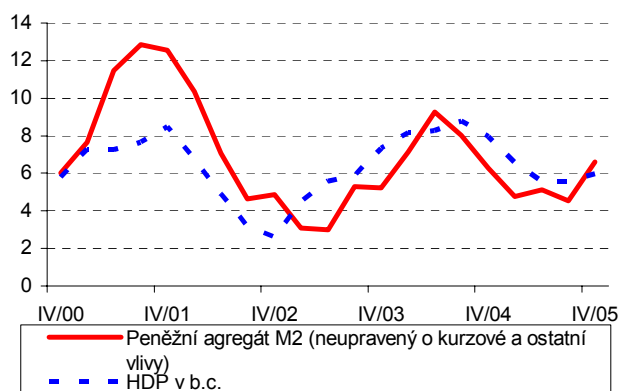
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, v %)

	II/05	III/05	IV/05	12/05	1/06	Podíl absolutních stavů na M2 v % 1/06
M1	7,0	6,4	11,1	13,0	13,9	55,3
Oběživo	8,2	8,3	10,3	11,4	10,2	13,2
Jednodenní vklady	6,5	5,7	11,4	13,5	15,1	42,1
M2-M1 (kvazi-peníze)	3,2	2,6	1,7	2,6	3,2	44,7
Vklady s dohodnutou splatností	2,1	0,7	-1,2	-0,6	-0,8	32,7
Vklady s výpovědní lhůtou	10,3	10,5	11,5	12,7	12,5	11,3
Repo operace	-46,7	-9,9	11,6	22,8	129,1	0,7
M2	5,1	4,5	6,6	8,0	8,9	100,0

1 roku a sazbou z jednodenních vkladů dosahoval v lednu u podniků i domácností pouze cca 1 p.b.; vyšší byl jen spread mezi sazbou z vkladů domácností s výpovědní lhůtou do 3 měsíců a sazbou z jednodenních vkladů (1,8 p.b), i když v lednu se mírně snížil). Meziroční růst kvazi-peněz se zrychlil pouze mírně na 3,2 %. Ve struktuře kvazi-peněz se nejvíce zvýšil růst repo operací, a to u neměnových finančních institucí, zahrnujících pojišťovny, penzijní fondy a ostatní finanční zprostředkovatele. Jejich podíl na peněžní zásobě je však velmi nízký.

Z hlediska celkových vkladů peněžního agregátu M2 pokračovalo v lednu zvýšení meziročního růstu vkladů nefinančních podniků a nově i neměnových finančních institucí. To se projevilo u korunových i cizoměnových vkladů podniků, což mohlo souviset s vyšší tvorbou zdrojů, plynoucích z exportní činnosti a zlepšením ziskovosti ve 4. čtvrtletí 2005, i když v celém roce 2005 hospodářský výsledek před zdaněním mírně poklesl. Vklady neměnových finančních institucí jsou však poměrně volatilní a obvykle jsou spojovány spíše se změnou portfolií, než s transakčními účely. Meziroční růst vkladů domácností se po zrychlení ve 4. čtvrtletí loňského roku, což bylo v souladu s růstem míry hrubých úspor a umírněnějším růstem spotřebních výdajů, následně v lednu nezměnil.

Vývoj peněžního agregátu M2 a HDP
(průměry za čtvrtletí, meziroční přírůstky v %)



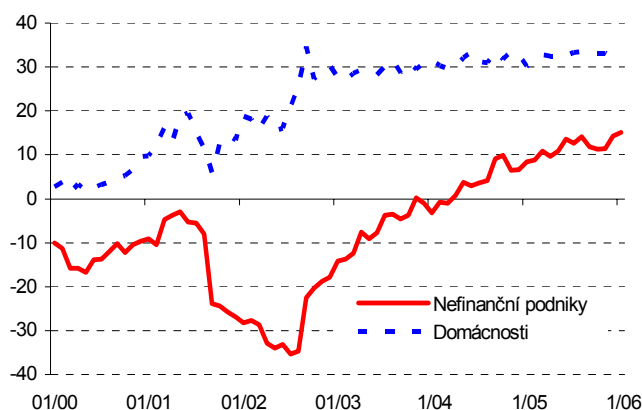
Významným faktorem rychlejšího růstu peněžní zásoby z hlediska protipoložek bylo v lednu zvýšení roční míry růstu čistých zahraničních aktiv na 25,3 % (souvisí s vývojem běžného účtu platební bilance, s investicí nerezidentů do vládních cenných papírů a s poklesem vkladů přijatých od nerezidentských bank) a nepatrně i urychlení roční míry růstu úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem na 20,8 % (upraveno o kurzové a ostatní vlivy). Záporná roční míra růstu čistého úvěru vládě se v lednu prohloubila na -64,3 % v důsledku lednového přebytkového hospodaření státního rozpočtu a prodeje vládních cenných papírů nerezidentům, a tím zrychlování růstu peněžní zásoby korigovala. V meziročním srovnání byl vývoj čistého úvěru vládě ovlivněn zejména zlepšováním pozice ČKA vlivem odprodeje pohledávek.

Úvěry

V lednu pokračoval růst úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem. Jejich meziroční přírůstek se zvýšil o 0,2 p.b. na 20,2 % (bez úpravy o kurzové a ostatní vlivy). Celková úroková sazba z nových úvěrů přetrvávala na úrovni 5,5 %.

Meziroční růst úvěrů nefinančním podnikům se v lednu zvýšil o 0,9 p.b. na 15,1 %, a to v důsledku výraznější dynamiky úvěrů poskytnutých podnikům pod zahraniční kontrolou. Podle definitivních údajů o platební bilanci za rok 2005 bylo vyšší čerpání úvěrů z tuzemska ve 4. čtvrtletí loňského roku doprovázeno vyšším čerpáním úvěrů ze zahraničí, čímž došlo k částečné korekci vývoje z předchozích čtvrtletí. Jednalo se zejména o vývozní a dovozní úvěry. Čerpání úvěrů ze zahraničí však nadále

Meziroční přírůstky úvěrů
(v %)



dosahuje pouze cca jedné třetiny čerpání úvěrů z tuzemska. Podle předběžných údajů bylo v lednu zaznamenáno snížení ročního toku úvěrů ze zahraničí. U domácích úvěrů je vysoký především růst korunových úvěrů (17,1 %), zatímco růst cizoměnových úvěrů je nižší (6,9 %). Dynamika celkových cizích zdrojů podniků (tj. vč. emise dluhopisů, mezipodnikových dluhů apod.) se podle statistiky finančního hospodaření podniků se 100 a více zaměstnanci v roce 2005 zvýšila. To vedlo k mírnému nárůstu poměru dluhu podniků k HDP na 61,2 % (úvěry od MFI činily 18 %). V eurozóně se poměr dluhu nefinančních podniků (zahrnuje zejména úvěry a emisi dluhopisů) k HDP pohybuje rovněž mírně nad 60 % (úvěry od MFI však činí více než 40 %). Ve 4. čtvrtletí loňského roku se v ČR současně zvýšila dynamika růstu vlastních zdrojů nefinančních podniků v důsledku zlepšení ziskovosti.

Z hlediska **odvětvové struktury** se na růstu úvěrů nefinančním podnikům podílely zejména úvěry poskytované zpracovatelskému průmyslu, obchodu a energetice, tj. odvětvím, která měla nejvýznamnější podíl na růstu hrubé přidané hodnoty v roce 2005. V rámci zpracovatelského průmyslu rostly zejména úvěry podnikům s výrobou kovů a kovodělných výrobků, strojů a zařízení, elektronického a elektrotechnického průmyslu. Pokud jde o členění úvěrů **podle splatnosti**, došlo k dalšímu zvýšení meziročního tempa růstu dlouhodobých úvěrů (o 2,5 p.b. na 19,9 %), a to u domácích i zahraničních podniků. Meziroční růst krátkodobých úvěrů se rovněž zvýšil (o 2,6 p.b. na 13,9 %) a pravděpodobně souvisel s rozhodnutím podniků financovat provozní potřeby při nízké hladině úrokových sazeb z cizích zdrojů. Dynamika střednědobých úvěrů se dále snižovala (o 4 p.b. na 10,7 %).

V lednu přetrvával růst **úvěrů domácnostem** na vysoké úrovni 32,2 %. Z celkového stavu úvěrů domácnostem tvoří úvěry na bydlení zhruba dvě třetiny. Jejich tempo růstu se však neurychlovalo (33,8 %). Ve struktuře úvěrů na bydlení pokračovalo zvyšování růstu hypotečních úvěrů bez státní podpory, pokles objemu hypotečních úvěrů se státní podporou a zpomalování růstu úvěrů ze stavebního spoření patrné od poloviny loňského roku. Meziroční růst spotřebitelských úvěrů se po zpomalení v celém 4. čtvrtletí loňského roku následně v lednu opět zvýšil na 32,0 %. Poměr úvěrů domácnostem k HDP vzrostl v roce 2005 o 2,9 p.b. na 14,3 %, zůstává však zatím podstatně nižší než v eurozóně, kde obdobný podíl činí více než 50 %.

Celková úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem vstupující do makroekonomické prognózy v lednu přetrvávala na úrovni 5,5 %, i když sazby finančního trhu dále klesaly. Projevovalo se zde zvýšení příspěvku domácností vlivem zdražení úvěrů na spotřebu. Vývoj krátkodobých a dlouhodobých sazeb byl poměrně rozdílný u jednotlivých úvěrových produktů. Celková úroková sazba z nových úvěrů byla však nadále zhruba na úrovni prognózy. Spread mezi touto sazbou a 1R PRIBOR se v lednu, obdobně jako v minulém měsíci, mírně zvýšil, a to na 3,1 p.b. (prognóza na celé 1. čtvrtletí očekává úroveň 3,2 p.b.).

Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v lednu jen nepatrně snížila na 3,9 %. Poklesla sazba z kontokorentních úvěrů (o 0,1 p.b. na 4,5 %) a z velkých úvěrů s objemem nad 30 mil. Kč (o 0,1 p.b. na 3 %). Sazba z úvěrů do 30 mil. Kč naopak dále mírně rostla (o 0,2 p.b. na 4,9 %). Obdobné sazby se v eurozóně podle posledních údajů za prosinec zvyšovaly. Ve srovnání s ČR jsou vyšší u kontokorentních úvěrů (5,1 %) a mírně u úvěrů nad 30 mil. Kč (3 – 4 % v závislosti na fixaci sazby). Sazby z úvěrů do 30 mil. Kč zůstávají v eurozóně na úrovni cca 4 % a jsou nižší než v ČR. U těchto sazeb přetrvává rozdíl delší dobu a je pravděpodobně ovlivněn nižší rizikovou přírážkou v eurozóně než v ČR.

Úroková sazba z nových úvěrů domácnostem se v lednu dále zvýšila o 0,4 p.b. na 11,4 %. Vzrostla sazba ze spotřebitelských úvěrů (o 0,4 p.b. na 12,9 %). Sazby z úvěrů na bydlení a z kontokorentních úvěrů přetrvávaly na úrovni 4,5 %, resp. 15,2 %. Obdobné sazby v eurozóně se zvyšovaly, zůstávají však výrazně nižší než v ČR u spotřebitelských úvěrů (6 – 7 % v závislosti na fixaci sazby) a u kontokorentních úvěrů (9,8 %). Naopak sazba z úvěrů na bydlení je v eurozóně pouze nepatrně nižší (cca 4 %). Roční procentní sazba nákladů, zahrnující navíc ostatní náklady související s úvěrem klienta (poplatky apod.), se v ČR v lednu u spotřebitelských úvěrů zvýšila o 0,3 p.b. na 14,5 % a u úvěrů na bydlení přetrvávala na úrovni 4,7 %.

V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

1 Domácí úrokové sazby a úrokový diferenciál

Na počátku února **úrokové sazby** s kratší splatností pokračovaly v poklesu vlivem silících spekulací ohledně snížení klíčových sazeb ČNB. Sazby s delší splatností byly z větší části závislé na vývoji na trzích eurozóny a USA, kde se naopak očekávalo další zpřísnění měnové politiky. Rozhodnutí ČNB ponechat klíčové sazby na stávající úrovni (23.2.) a dle trhu překvapivý poměr hlasování (5:1) se staly impulzem k růstu sazeb ve všech splatnostech. Po zvýšení sazeb ECB (2.3.) se dále rozšířil negativní úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám, na což koruna reagovala mírným oslabením. Za této situace všechny spekulace na možné snížení klíčových sazeb ČNB odezněly. Většina tržních subjektů očekává jejich stabilitu přibližně do 3Q 2006, poté jejich zvýšení. Zveřejněné údaje o růstu HDP překonaly očekávání trhu, do výše sazeb se však nepromítly (struktura růstu by podle komentářů neměla centrální banku nutit k rychlejšímu zvyšování sazeb, protože spotřeba zůstává umírněná). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu nadále pohybuje pod trajektorií sazeb konzistentní s aktuální prognózou.

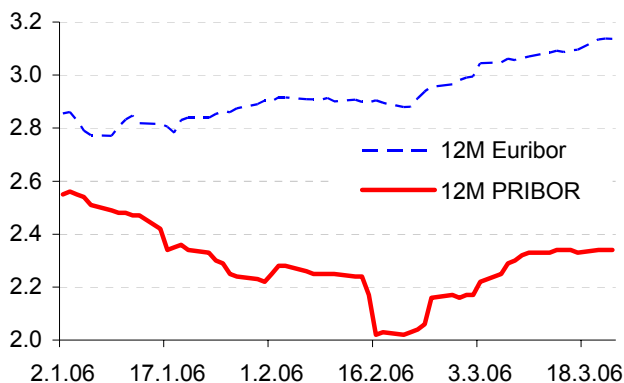
Výnosová křivka peněžního trhu má pozitivní sklon: průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za 1Q 2006 (do 22.3.) činil +0,2 p.b. To je v souladu s aktuální prognózou. 3M PRIBOR se v dosavadním průběhu 1Q 2006 pohyboval téměř na úrovni předpokládané základním scénářem prognózy.

V primárních aukcích **státních dluhopisů** byly nabízeny další tranše dluhopisů se splatností 3R (8.3.) a 15R (22.3.). Aukce byly relativně úspěšné (podobně jako zatím všechny aukce od počátku roku), prodány byly dluhopisy za 5,4 a 6,0 mld. Kč. Průměrné výnosy dosáhly 2,75 % a 3,91 %. Ministerstvo financí zveřejnilo emisní kalendář dluhopisů na 2Q 2006. Objem 40 mld. Kč byl obchodníky hodnocen jako překvapivě vysoký.

Klientské úrokové sazby se v lednu nezměnily. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů stagnovala na 5,5 %, sazba z termínovaných vkladů na 1,7 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 2,6 %, z pohledu ex ante 3,0 %.

Průměrná hodnota **úrokového diferenciálu** (1R PRIBOR – 1R Euribor) za dosavadní průběh 1Q 2006 dosahuje -0,6 p.b., přičemž prognóza předpokládá spread -0,4 p.b. Aktuální hodnota tuzemské sazby (k 22.3.) vykazuje jen zanedbatelnou odchylku oproti předpokladům referenčního scénáře, v případě zahraniční sazby je odchylka vyšší.

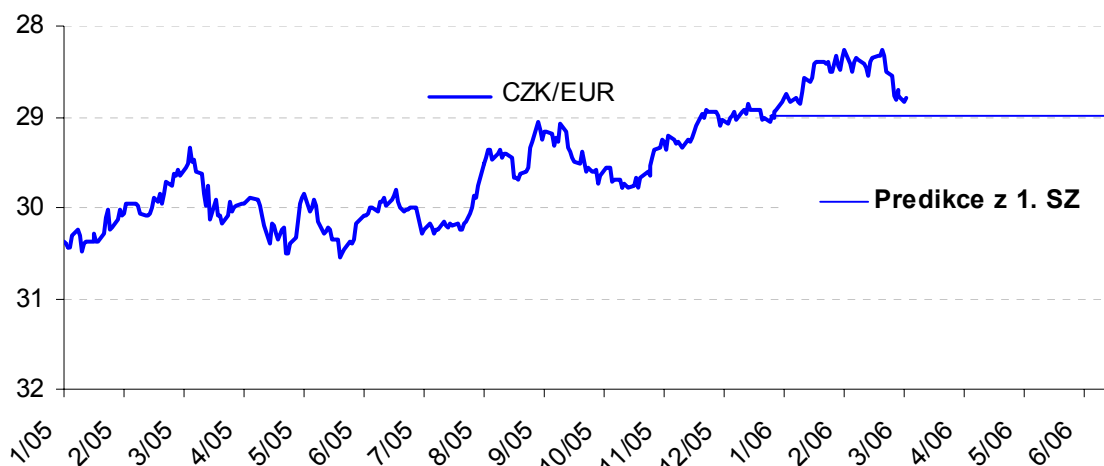
Vývoj 12M PRIBORu a 12M Euriboru



2 Devizový kurz

V únoru kurz koruny vůči euru dále posiloval a zvýšil tak svou odchylku od prognózované hodnoty. Průměrná únorová hodnota činila 28,4 CZK/EUR (leden 28,7 CZK/EUR). V průběhu první poloviny března však koruna oslabila až na 28,8 CZK/EUR. Průměrná hodnota kurzu koruny vůči euru v dosavadním průběhu 1. čtvrtletí (do 17.3.) činila cca 28,6 CZK/EUR, což je oproti lednové prognóze hodnota silnější o cca 1,3 %. Průměrná meziroční aprece koruny v únoru činila 5,2 %.

Vývoj nominálního měnového kurzu CZK/EUR



Kurz koruny v únoru v podstatě nereagoval na domácí ekonomické údaje a pohyboval se v zásadě společně s dalšími středoevropskými měnami. Krátkodobě byl ovlivněn pouze komentáři premiéra Paroubka a některých členů Bankovní rady ČNB. Koruna se pohybovala mezi 28,2 až 28,6 Kč. Rozhodnutí BR ČNB o ponechání měnověpolitických sazeb beze změny a zveřejnění informace, že pro zachování sazeb hlasovalo 5 ze 6 přítomných členů BR, vedlo k mírnému posílení koruny pod úroveň 28,3 CZK/EUR. Po zvýšení úrokových sazeb ECB o 0,25 p.b. na počátku března a „jestřábích“ komentářích zaznívajících z ECB i Fedu však začala koruna oslabovat (v průběhu čtyř dnů až o téměř 2 % na 28,8 CZK/EUR). Odliv zahraničního kapitálu z ČR byl patrný především z vývoje akciového trhu. Příčinou však, spíše než přímý vliv úrokového diferenciálu mezi korunou a eurem, byla změna sentimentu zahraničních investorů vůči rozvíjejícím se trhům spojená s očekáváním růstu sazeb v USA a eurozóně. Zveřejnění informací o překvapivě vysokém hospodářském růstu ČR v roce 2005 vedly k mírné korekci předchozího oslabení a koruna krátkodobě posílila až o 20 hal. V polovině března korunu podpořily krátkodobě i nová data o vývoji platební bilance za leden a také pokles inflace v USA (za únor) obnovil zájem investorů o středoevropské měny.

Box: Vývoj platební bilance v roce 2005 a jeho dopad na kurz koruny

Zveřejněné údaje o vývoji platební bilance za rok 2005 naznačují, že záporný úrokový diferenciál přetrvávající vůči euru po velkou část roku přispěl k meziročnímu snížení čistého přílivu kapitálu ze zahraničí o více než 30 mld. Kč a tím pravděpodobně i ke zmírnění rozsahu aprece koruny. Viditelné snížení přílivu je koncentrováno do dvou položek. Meziročně poklesl zhruba na polovinu růst držby domácích dluhopisů denominovaných v korunách nerezidenty (tj. o cca 18 mld. Kč) a dále se snížilo čisté čerpání úvěru ze zahraničí domácím podnikatelským sektorem (meziroční snížení přírůstku o cca 40 %, tj. o 15 mld. Kč). Zpomalení tempa růstu čerpání zahraničních úvěrů bylo přitom plně kompenzováno zvýšením zájmu o tuzemské úvěry. Záporný diferenciál však nevedl k významnějšímu zvýšení zájmu rezidentů o portfoliové investice v zahraničí (při porovnání vývoje za poslední čtyři roky je odliv přibližně stejný).

3 Měnové podmínky

Hodnocení dosavadního vývoje

Následující tabulka obsahuje srovnání předpokladů základního scénáře prognózy v oblasti veličin určujících nominální měnové podmínky s jejich skutečným vývojem v průběhu 1Q 2006. Zatímco tuzemské i zahraniční úrokové sazby téměř odpovídají předpokladům prognózy, kurz koruny je mírně apreciovanější.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	1Q 2006 – základní scénář	1Q 2006 – skutečnost	22.3. – skutečnost
3M PRIBOR**	2,2	2,1*	2,1
1R PRIBOR	2,4	2,3*	2,3
Nově poskytnuté úvěry	5,6	5,5***	
1R Euribor	2,8	2,9*	3,1
Kurz – CZK/EUR	29,00	28,59*	28,68

* Průměr za čtvrtletí do 22.3.2006

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

*** Údaj za leden

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 lednové prognózy.

Za těchto předpokladů reálná úroková složka měnových podmínek působí neutrálně, reálná kurzová složka je mírně přísná. Celkově reálné měnové podmínky jsou v dosavadním průběhu 1Q 2006 mírně přísné. Vůči prognóze z 1. SZ je celková odchylka skutečných měnových podmínek v dosavadním průběhu 1Q 2006 v rozsahu 0,3 p.b. směrem k jejich přísnějšímu působení.

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 téměř odpovídají základnímu scénáři prognózy. Nominální devizový kurz koruny vůči euru je apreciovanější. Celkově příslušný bod v GRIPu implikuje mírně nižší úroveň sazby 3M PRIBOR.

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 1Q 2006 se pohybuje mírně nad úrovní předpokládanou referenčním scénářem. Trajektorie budoucích sazeb 1R Euribor z období šetření CF03 rovněž implikuje riziko, že i budoucí sazby 1R Euribor se budou pohybovat na vyšší hladině (oproti RS01 až o 0,4 p.b.). K výraznějším posunům pro

rok 2007 došlo i v trajektoriích německého HDP (pokles cca 0,4 p.b.) a inflace (nárůst cca 0,8 p.b.). Celkově simulace u bodu „Exogenní veličiny – Německo, 1R Euribor“ neimplikuje změnu sazby 3M PRIBOR.

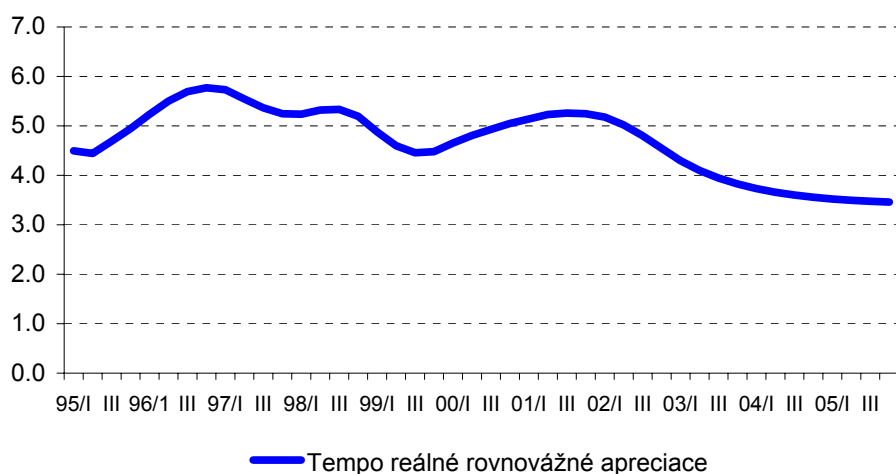
Souhrnným pohledem přes vývoj veličin spadajících do indexu nominálních měnových podmínek, tedy součtem obou zmíněných bodů Grafu rizik prognózy, následně dostáváme ve srovnání s lednovou prognózou mírně nižší úroveň 3M PRIBOR v následujících šesti čtvrtletích. Pro celkové hodnocení rizik prognózy, které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

Příloha 1 – Ověření předpokladů o tempu rovnovážné reálné apreciace vstupujících do čtvrtletních makroekonomických prognóz

Úvod

Tento text se snaží poukázat na evidenci v datové oblasti související s rovnovážnou reálnou apreciací české koruny a ověřit tak předpoklady o trendu jejího reálného ekvilibriálního zhodnocování dosud přijímané při zpracovávání čtvrtletních prognóz.

Úvodem připomeňme některá základní fakta. S využitím jádrového predikčního aparátu při nastavování počátečních podmínek a rovnovážných trendů základních veličin ve čtvrtletních prognózách získávala SMS postupně náhled i na průběh reálné rovnovážné apreciace na historii. Používá se Kalmanův filtr, který se vedle samotných časových řad, k jejichž detrendování je určen, řídí i předpokládanými strukturálními vztahy mezi makroekonomickými veličinami založenými na teorii. Aplikace tohoto filtru na dostupných datech vede k následujícímu odhadu vývoje mizr. tempa reálné rovnovážné apreciace v čase.



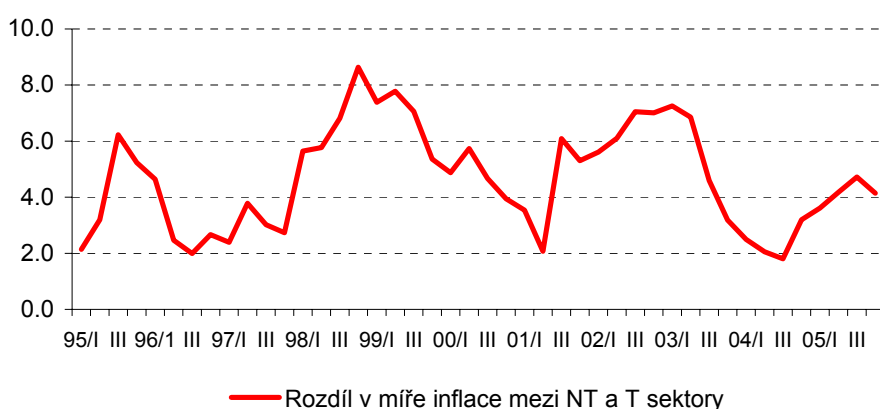
Jak je vidět, tempo rovnovážného zhodnocování v posledním desetiletí mírně oscilovalo kolem hodnot na úrovni 4 – 5 % s tendencí k postupnému poklesu tohoto tempa v posledních několika letech. Trendové zhodnocování se v daných podmínkách realizovalo z části skrze inflační diferenciál vůči referenční zemi a z části prostřednictvím nominálního posilování měnového kurzu.

Další části textu této přílohy jsou strukturovány následovně. Na tuto úvodní pasáž navazuje první kapitola identifikující a kvantifikující možné zdroje reálného rovnovážného zhodnocování v české ekonomice. Druhá kapitola potom zasazuje fenomén cenové konvergence ekonomiky ČR a reálného zhodnocování koruny do mezinárodního kontextu. Vyhodnocení výsledků obou pohledů vzhledem k dosud přijímaným předpokladům ohledně tempa reálného ekvilibriálního zhodnocování je předmětem závěrečné části.

I. Identifikace a kvantifikace možných zdrojů rovnovážné reálné apreciacie

Zdrojem pozorované rovnovážné apreciacie mohou být v souladu s teorií zejména následující tři faktory¹:

V první řadě sem patří tradiční *Balassa-Samuelsonův efekt*, který vidí zdroj rovnovážného zhodnocování v kladných diferenciacích mezi růstem produktivity při výrobě obchodovatelných a neobchodovatelných komodit. Vlivem růstu mezd v ekonomice, který spíše odráží vývoj produktivity práce v tradables sektoru, dochází v čase k tlakům na růst relativních cen při výrobě neobchodovatelných komodit (zejména služeb). Předpokládá se, že konvergující země s vyšším růstem potenciálního produktu vůči svému okolí dosahují tohoto předstihu zejména při výrobě obchodovatelného zboží, a proto je zde příspěvek B-S efektu k celkovému růstu cen silnější než v zemích doháněných. Možnou velikost tohoto efektu v české realitě zobrazuje následující graf.



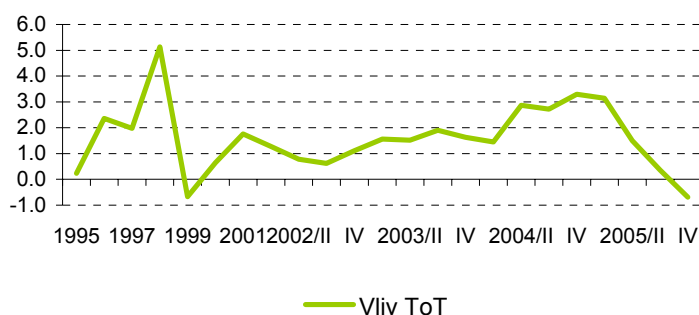
Zde vidíme, jak se v čase vyvíjí rozdíl v míře inflace mezi neobchodovatelnými neregulovanými položkami v rámci CPI (převážně služby) a obchodovatelnými ostatními komoditami (převážně zboží bez potravin a energií). Váha součtu takto definovaným skupin položek v rámci CPI dosahuje cca 50 %. Inflační diferenciaci dosahuje v průměru zhruba 5 p.b. bez zřetelného trendu, přičemž jeho kolísání v čase je důsledkem cyklických a jiných (zejména kurzových) vlivů. Pokud budeme předpokládat, že v zemích, ke kterým česká ekonomika konverguje, se B-S efekt vyskytuje zhruba v rozsahu 2 p.b., potom lze tento faktor použít pro vysvětlení tempa reálné rovnovážné apreciacie zhruba v rozsahu **1,5 p.b.** (5 minus 2 krát 0,5). Tento náš propočet zhruba potvrzuje předchozí sofistikovanější odhady provedené na půdě ČNB (i mimo ni) v rámci různých výzkumných projektů apod.

Druhým zdrojem rovnovážné reálné apreciacie je tzv. *efekt směnných relací*. Ten říká, že pokud se směnné relace zlepšují z titulu příznivějšího vývoje vývozních cen oproti cenám dovozním, může si daná země dovolit reálnou apreciaci své měny. V tom případě totiž mohou domácí exportéři kompenzovat silnější nominální kurz a/nebo vyšší domácí ceny skrze vyšší kontraktní ceny při prodeji své produkce bez negativního dopadu do celkových tržeb z exportu v domácí měně. Těchto vyšších kontraktních cen lze dosáhnout zejména skrze růst kvality vyvážené produkce, a to jak kvality skutečné, tak kvality zahraničními trhy vnímané.

¹ Existují další možné zdroje rovnovážné reálné apreciacie nad rámec zde diskutovaných (např. vliv změny struktury spotřeby a související přesun výdajů od nákupu obchodovatelného zboží k neobchodovatelným službám, efekty vyplývající z klesající energetické náročnosti konvergující ekonomiky apod.). Z důvodu nedostatku potřebných dat se zde v identifikaci a kvantifikaci omezuje pouze na námi uvedené tři efekty.

Do první skupiny patří lepší technické parametry výrobku včetně výhodnějších obchodních, dodacích a platebních podmínek a propracovanějšího systému servisu a péče o zákazníka. Lze se domnívat, že vlivem změn na nabídkové straně ekonomiky dochází vedle růstu množství domácí produkce i ke zvyšování její kvality. Druhý způsob, tj. zvyšování vnímané kvality, se týká zejména skutečnosti, že v mnoha případech je díky realizovanému přílivu PZI domácí produkce určená na vývoz nabízena nikoliv pod lokální značkou českého producenta, ale v rámci výrobního portfolia některé nadnárodní společnosti. Z toho vyplývají různé marketingové efekty, které umožňují dosahovat vyšších realizačních cen domácích vývozů.

Paralelně se růst všech složek kvality zboží týká i domácí produkce určené pro domácí užití, kdy je skrze tento kanál možno absorbovat růst domácích cen a/nebo apreciaci kurzu bez negativního dopadu na reálné dovozy a vnější rovnováhu. V souhrnu řečeno, čím vyšší je růst kvality domácí produkce a tomu odpovídající tempo ekonomické konvergence a rovnovážné reálné apreciacie, tím pomaleji mohou růst ceny dovážené produkce vůči cenám domácí produkce a domácích vývozů bez vzniku vnějších nerovnováh. Vývoj cen v obou okruzích v českých podmínkách souhrnně zachycují směnné relace v následujícím grafu.

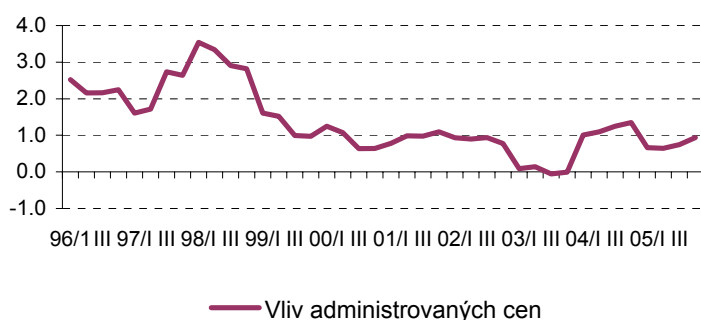


Graf zachycuje mizr. změnu směnných relací na bázi výběrových indexů cen vývozu a dovozu zboží v rámci obchodní bilance. Pro větší relevanci vzhledem k předmětu našeho zájmu byly směnné relace propočteny jen na výrobcích s vyšší přidanou hodnotou, jejichž cenový vývoj nepodléhá tak silně výkyvům světových cen obchodovaných komodit a zejména cen surovin a materiálů. Konkrétně se jedná o vážený průměr cenových indexů pro vývoz i dovoz ve skupinách SITC 5 – 8 (Chemikálie, tržní výrobky, stroje a zařízení, a různé průmyslové výrobky). Tyto skupiny se podílejí cca 80 % na celkovém dovozu zboží a cca 90 % na jeho celkovém vývozu. Pro období 1995 – 2001 jsou k dispozici pouze roční hodnoty, počínaje rokem 2002 pak čtvrtletní data. Ukazuje se, že směnné relace takto definovaného segmentu se vyvíjejí v delší perspektivě příznivě s průměrnou mizr. změnou ve sledovaném období ve výši kolem +1,5 %. To současně můžeme v aproximaci považovat za příspěvek efektu směnných relací k rovnovážné reálné apreciaci. Příspěvek tohoto faktoru přitom v letech 2001–04 postupně narůstal na 3 p.b., v loňském roce však došlo k výraznému poklesu až do mírně záporných hodnot ke konci roku.

Třetím zdrojem reálné rovnovážné apreciacie je vývoj *státem administrovaných cen*. Vliv tohoto faktoru se dále dělí na efekt regulovaných cen a na příspěvek změn nepřímých daní. V případě první podskupiny je vazba na trendové reálné zhodnocování koruny následující. Změna regulovaných cen odrážející nápravu cenových poměrů vyplývajících z ekonomicky neodůvodněně nízkých cen některých položek spotřeby domácností (často v segmentu neobchodovatelného zboží) v režimu centrálně plánované ekonomiky je proces konzistentní s reálnou konvergencí tuzemské ekonomiky a s transformačním procesem obecně. Z toho důvodu nemohou být vyplývající cenové tlaky a tendence považovány za nerovnovážné podkopávající cenovou konkurenceschopnost domácí produkce vůči zahraniční.

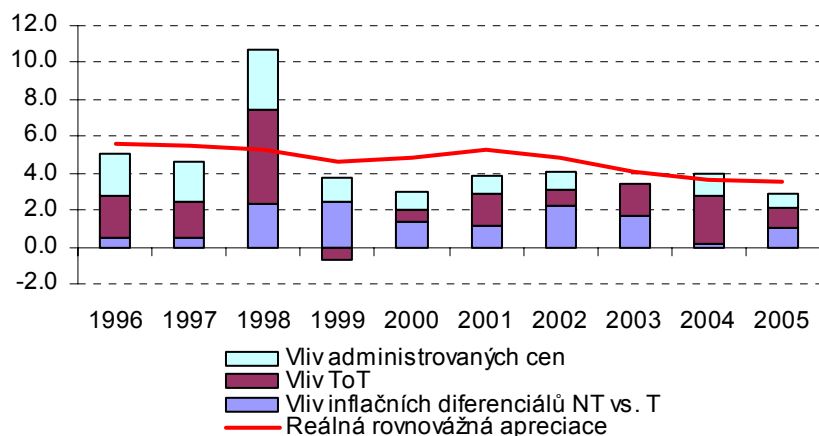
Jedná se zde tedy o ty cenové deregulace, které přibližují výchozí nízkou hladinu cen účtovaných domácnostem cenám ekonomicky relevantním pokrývajícím ekonomické náklady včetně obvyklého zisku. V historii to byly zejména úpravy regulovaných nájmů, prvotní fáze zvyšování cen tepla, elektřiny a zemního plynu v návaznosti na odstraňování křížového financování a přechod na nákladové ceny, zdražování různých poplatků (rozhlas a televize), zvyšování cen léků, dopravy apod. Naopak sem pro účely této analýzy nezahrnujeme ty změny formálně regulovaných cen, kde již došlo k růstu cen na úroveň odpovídající ekonomickým nákladům a kde je cena věcně usměrňovaná v závislosti na změnách cen vstupních surovin (světových cen ropy a plynu apod.). Sem patří zvyšování cen plynu, elektřiny a dalších energií v posledních letech, které se odehrává nikoliv pouze v české ekonomice, ale i v zahraničí v důsledku globálního ekonomického vývoje. Z tohoto důvodu nemohou mít tyto „deregulace“ vliv na vývoj reálného kurzu, pomineme-li čistě statistický artefakt daný různými vahami jednotlivých energií v rámci spotřebního koše v různých zemích.

Příspěvek nepřímých daní k růstu spotřebitelských cen považujeme za vliv, který neovlivňuje cenovou konkurenceschopnost domácí produkce, protože se na domácím trhu týká symetricky i zboží dováženého. Cenové dopady těchto daňových úprav (mnohdy harmonizačních) nemají proto dle našeho názoru charakter nerovnovážných cenových tlaků, a jsou proto konzistentní s trajektorií reálné rovnovážné apreciace.



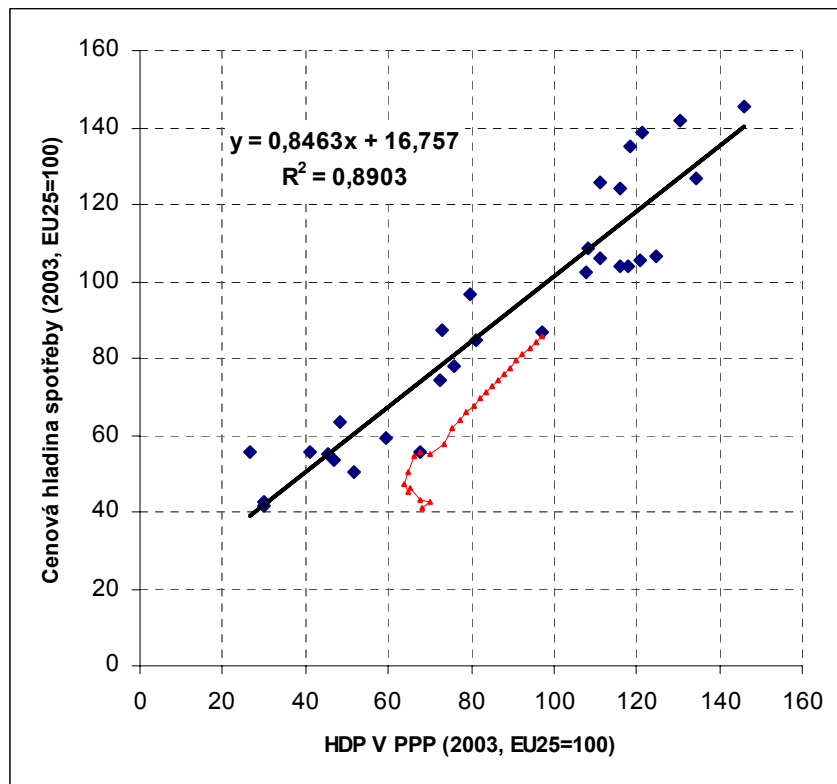
V průměru činí námi definovaný příspěvek administrovaných cen (vybraných změn regulovaných cen i změn daní) k mizr. růstu CPI **1,4 p.b.** To můžeme současně považovat za jejich příspěvek k rovnovážné reálné apreciaci. Nejvyšší byl přitom v období do roku 1999, od té doby osciluje zhruba v intervalu 0,0 – 1,0 p.b. Vzhledem k omezené dostupnosti dat o vývoji regulovaných cen a jejich podrobnější struktuře není možno zmapovat vývoj tohoto faktoru před rokem 1996.

V souhrnu pak průměrný příspěvek všech tří námi analyzovaných faktorů činí **4,3 p.b.**, což je jen nepatrně méně než odpovídá průměrnému tempu rovnovážného zhodnocování v uplynulé dekádě dle Kalmanova filtru. Jak ukazuje následující graf, v jednotlivých letech námi zkoumaného období se však pochopitelně součet zdrojů rovnovážné apreciace a výsledek Kalmanova filtru liší. Ve většině roků je součet jednotlivých vlivů mírně pod vyfiltrovanou trajektorií, přičemž naopak turbulentní rok 1998 ukazuje na mnohem vyšší tempo reálné rovnovážné apreciace vyplývající z jednotlivých vlivů oproti modelovému odhadu.



II. Cenová konvergence v mezinárodním srovnání

Alternativní pohled na rovnovážnou reálnou apreciaci lze získat z mezinárodního srovnání HDP v paritě kupní síly a cenových hladin. Následující graf zachycuje dobře známou silnou korelaci mezi oběma makroekonomickými veličinami pro evropské země (cenová hladina se týká nikoli HDP ale pouze spotřeby domácností ve snaze zachovat konzistenci s definicí reálného kurzu v prognóze). Zjištěná empirická závislost vyjádřená proloženou regresní přímkou jasně dokumentuje potřebu konvergujících ekonomik, mezi něž patří i ČR, přibližovat se k vyspělým zemím z hlediska své cenové hladiny. Tento proces je ekvivalentní dlouhodobé reálné apreciaci měnového kurzu.



Samotný tento obrázek neumožňuje rozlišit zdroje reálné apreciacie na B-S efekt, změny směnných relací a vlivy hospodářské politiky státu.² Nabízí však jiné členění pozorované apreciacie – na vliv konvergence reálného HDP (tj. pohyb podél odhadnuté regresní přímky, který v sobě může zahrnovat jak klasický B-S efekt, tak alespoň zčásti efekt směnných relací) a vliv ostatních faktorů (pohyb směrem k přímce). Na základě předpokladů o budoucím tempu reálné konvergence a procesu přibližování se odhadnutému mezinárodnímu vztahu lze navíc učinit předpověď tempa rovnovážného zhodnocování měny do budoucna.

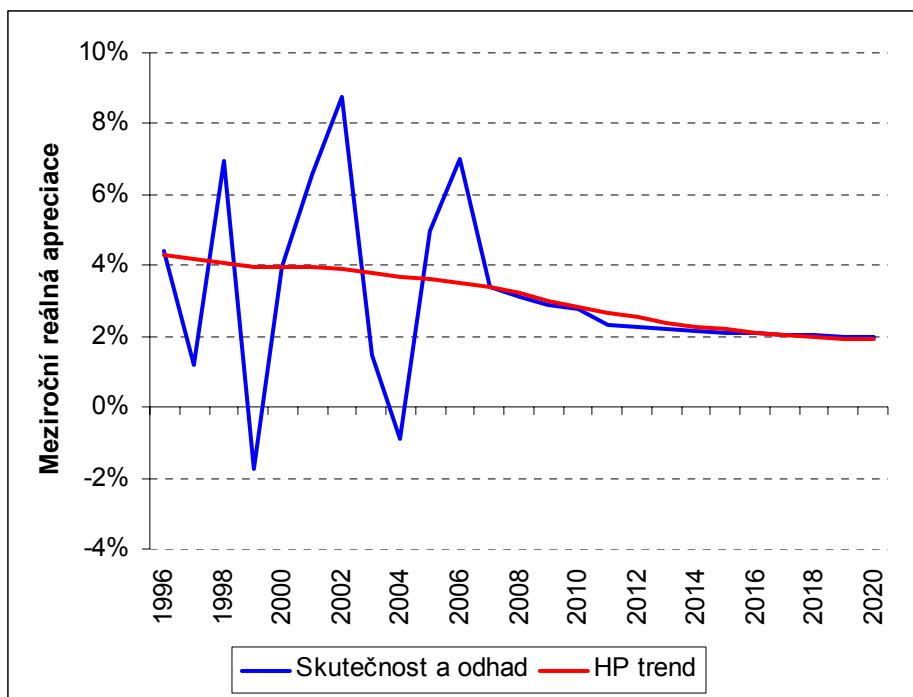
Červenou barvou je v grafu zachycen dosavadní a očekávaný průběh konvergence HDP i cenové hladiny ČR. Předpoklad o budoucí konvergenci HDP je převzat z lednové prognózy ČNB. Je odvozen z rozdílu mezi potenciálním tempem růstu HDP v ČR a SRN (což může být pro naše účely poněkud nadhodnocený odhad, protože regresní vztah v grafu zachycuje konvergenci k průměru EU-25, nikoli k pomaleji rostoucí německé ekonomice). Odhad vývoje cenové hladiny je pak opřen o výše odhadnutý regresní vztah a o předpoklad, že se mu bude ČR pozvolna přibližovat, tj. je nezávislý na standardním prognostickém aparátu ČNB a může sloužit k ověření jeho předpokladů. Proces přibližování se regresní přímce je modelován prostým proložením historických reziduí ČR logaritmickým trendem a protažením tohoto trendu do budoucna.³

Následující graf ukazuje průběh dosavadní a očekávané reálné apreciacie koruny odvozené ze změny cenové hladiny ČR vůči EU-25 v meziroční optice. Minulý vývoj cenové hladiny byl z důvodu odstranění volatility proložen HP filtrem. Meziroční změny takto získaného trendu jsou rovněž zobrazeny v grafu a lze je volně interpretovat jako dlouhodobé rovnovážné tempo reálné apreciacie. Z obrázku je vidět, že odhad rovnovážné reálné apreciacie se aktuálně pohybuje mírně pod 4 p.b. ročně. Z toho odhadu zhruba 70 % představuje vliv předstihu v potenciálním růstu HDP, zbytek je dán jinými vlivy (předpoklad přibližování se regresní přímce). V delší perspektivě by mělo pokračovat trendové zpomalování tempa rovnovážné apreciacie zhruba ke 2 p.b. Stále větší roli přitom bude hrát růstový diferenciál na úkor ostatních faktorů. Tyto závěry jsou minimálně kvalitativně v souladu s předpoklady používanými v prognózách ČNB.⁴

² Čihák a Holub (2003, 2005) nicméně odhadli rozšířený regresní vztah, na jehož základě dospěli k závěru, že vedle B-S efektu jsou pro vysvětlení mezinárodních rozdílů v cenových hladinách důležité i další faktory včetně směnných relací a administrativních vlivů.

³ Alternativně byla rezidua modelována pomocí AR procesu a výsledky byly podobné jako zde prezentované (s tím, že rovnovážné tempo reálné apreciacie vyšlo nepatrně nižší).

⁴ Přesné kvantitativní srovnání nemá vzhledem k rozdílům v použitých metodách odhadu, jinému srovnávacímu základu (SRN vs. EU-25) apod. velký význam. Lze však konstatovat, že rozdíly nejsou nijak zásadní ani z kvantitativního pohledu.



Závěr

Vzhledem k výše uvedenému se domníváme, že odhad rovnovážného tempa reálné apreceiace prostřednictvím Kalmanova filtru na úrovni kolem 4 % v delší časové perspektivě na dosavadní historii a jeho protažení do nejbližší budoucnosti s postupně klesající trajektorií nejsou v rozporu s dostupnou empirickou evidencí v souvisejících makroekonomických veličinách. Zároveň je zřejmé, že B-S efekt je pouze jedním ze zdrojů reálné rovnovážné apreceiace, a při diskusi jejího výhledu do budoucna je tedy třeba zohlednit i předpokládaný výhled dalších dvou zdrojů.

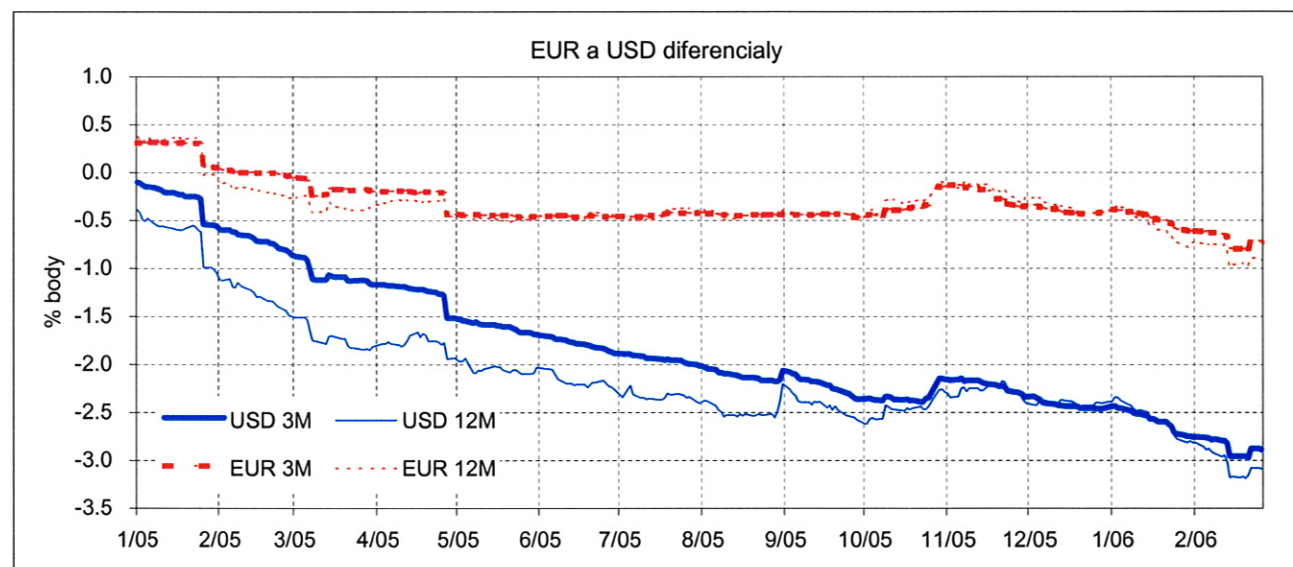
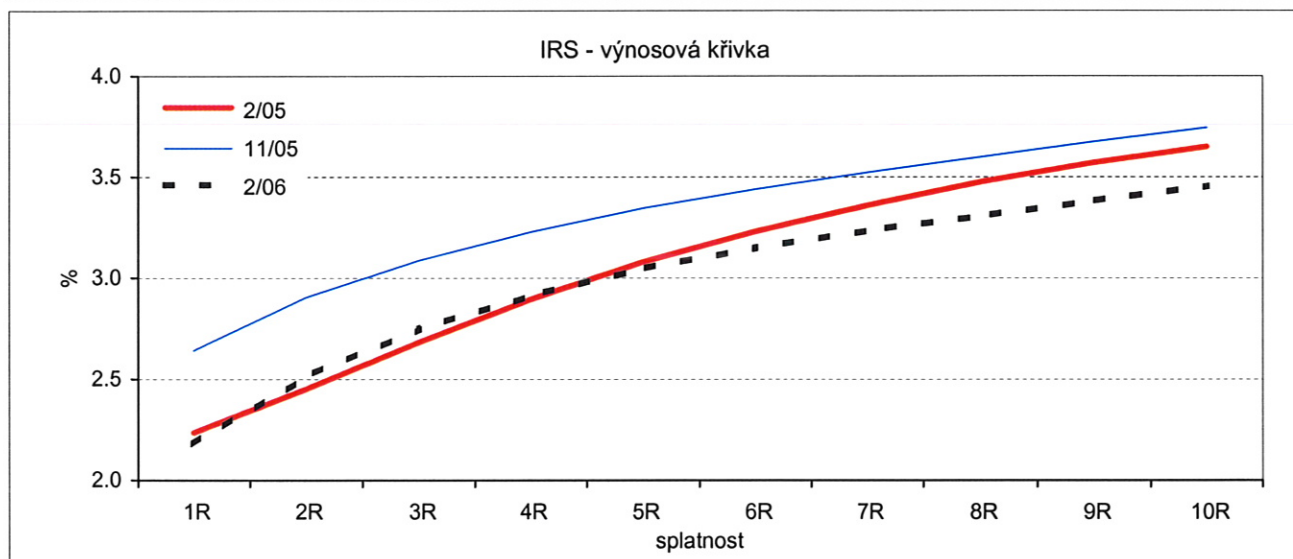
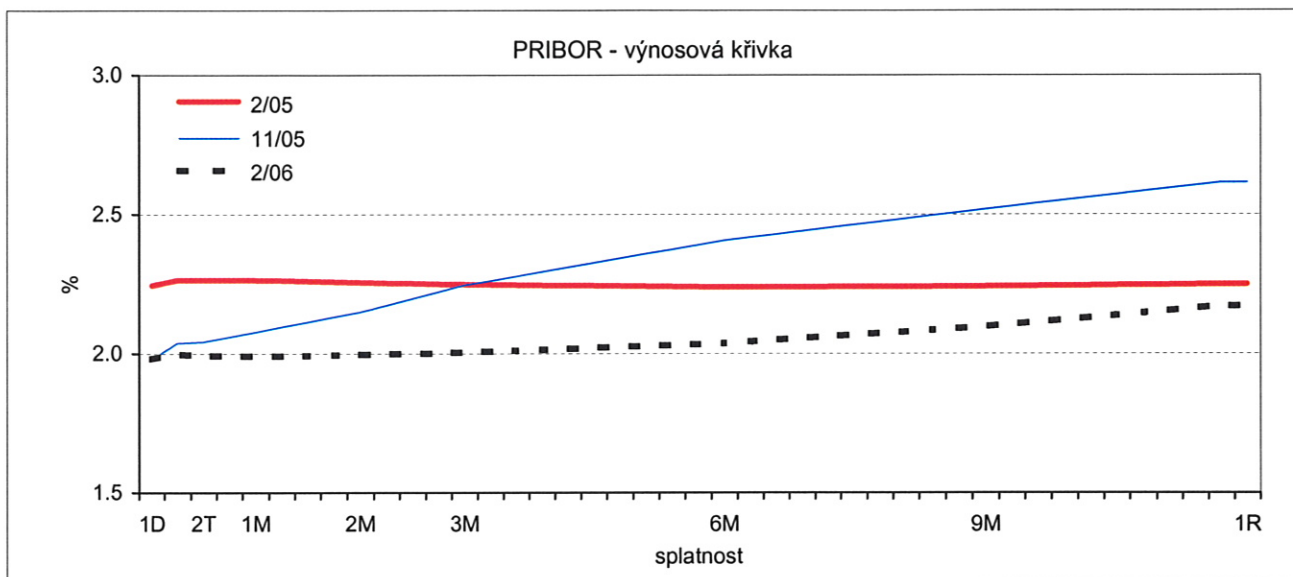
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

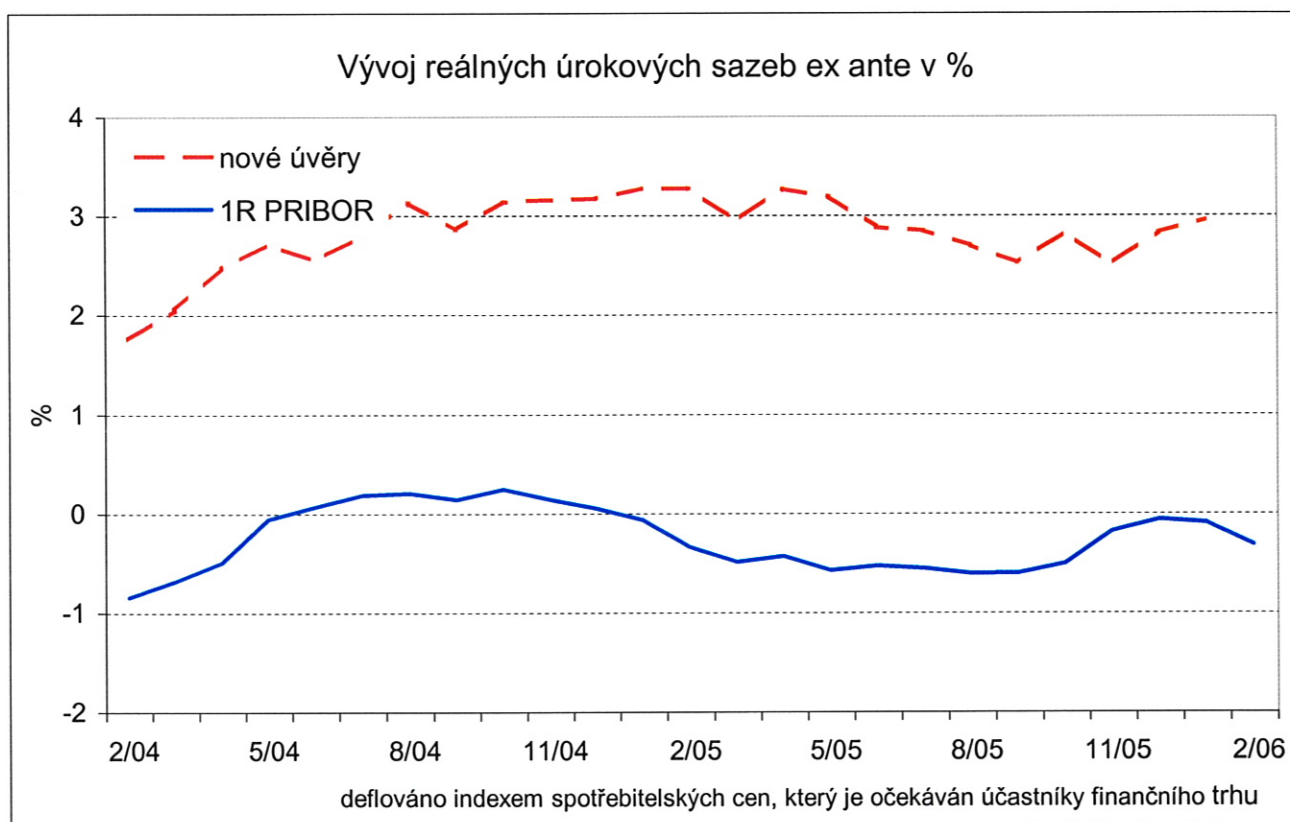
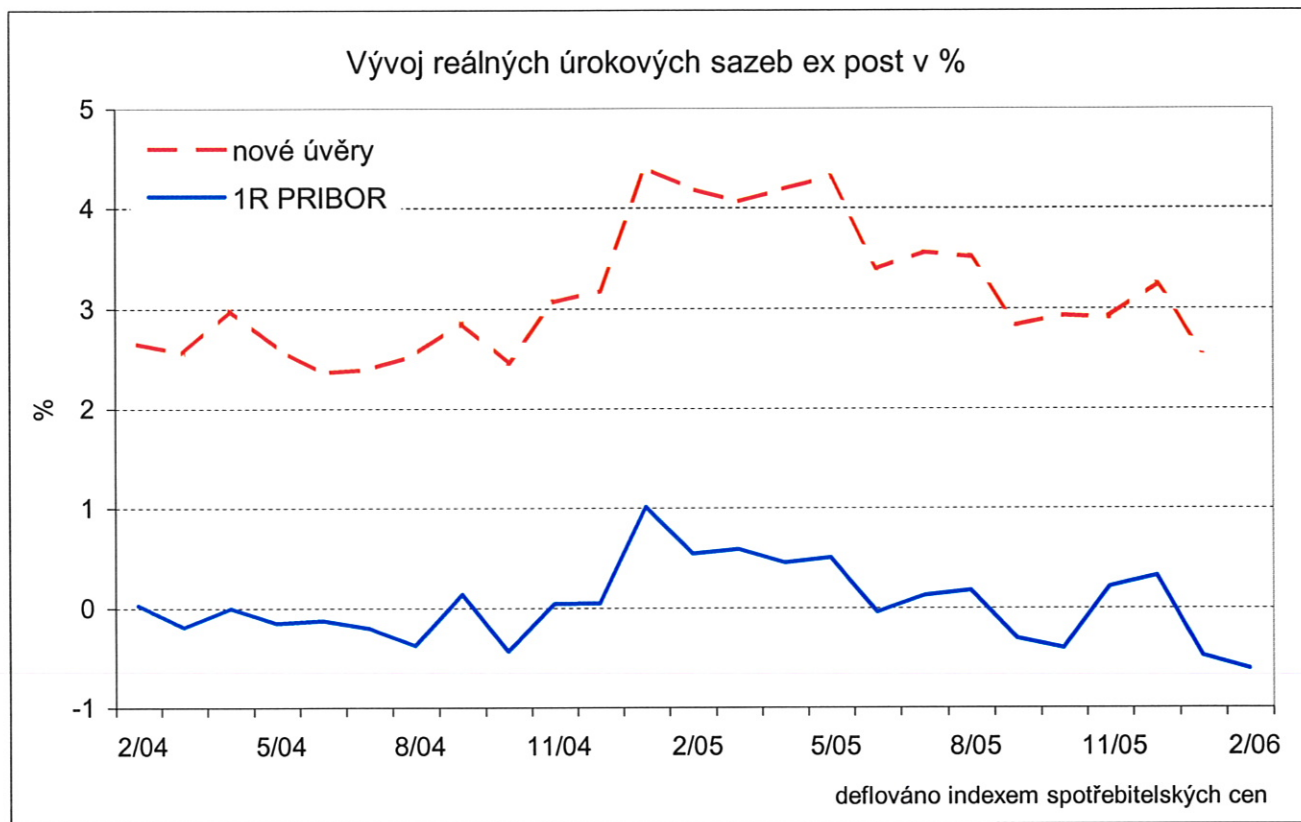
Měnový přehled

(stav k konci měsíce v mil. Kč)

	2005/01	2005/02	2005/03	2005/04	2005/05	2005/06	2005/07	2005/08	2005/09	2005/10	2005/11	2005/12	2006/01
AKTIVA													
Cistá zahraniční aktiva (ČZA)													
ČZA ČNB	874 467,5	863 636,2	916 768,1	957 445,5	993 306,2	1 100 983,6	1 100 549,9	1 080 140,0	1 080 770,2	1 090 635,8	1 066 544,4	1 076 364,8	1 061 151,1
ČZA OMF	639 130,2	622 295,5	637 958,4	651 540,7	663 978,5	748 038,5	743 967,6	728 308,3	729 979,9	725 095,2	718 127,8	724 726,4	700 163,9
Čistá domácí aktiva (ČDA)	235 337,3	241 342,7	278 809,7	305 904,8	329 327,7	352 945,2	358 582,4	351 831,7	350 790,3	365 540,5	348 416,6	351 638,4	360 987,2
Domácí úvěry	953 020,0	980 821,7	928 126,6	924 730,1	918 804,5	812 020,1	807 729,8	840 319,9	838 442,3	843 228,1	899 024,0	915 639,5	928 100,5
Čistý úvěr vlády (včetně cenných papírů)	1 156 537,8	1 181 658,3	1 146 134,4	1 167 587,3	1 179 483,3	1 087 563,6	1 071 180,1	1 092 135,6	1 094 157,8	1 110 700,1	1 147 852,8	1 166 621,8	1 171 780,0
ČOV centrální vlády (ČOV) (včetně CP)	261 061,1	272 715,0	221 401,4	231 148,8	228 518,3	109 827,4	85 834,6	84 145,5	67 303,9	66 609,0	91 686,2	99 211,2	95 427,1
ČOV ostatní vlády (včetně CP)	320 549,1	336 200,7	278 290,9	302 973,3	293 638,0	175 148,6	169 927,4	162 780,9	141 805,2	151 522,7	169 462,9	183 166,3	176 901,0
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	-59 488,0	-63 485,8	-56 889,5	-71 824,5	-65 119,7	-65 321,2	-84 092,8	-78 635,4	-74 501,3	-84 913,7	-77 776,7	-63 955,1	-81 473,9
Úvěry podnikům (bez CP)	895 476,7	908 943,4	924 733,0	936 438,5	950 965,0	977 736,2	985 345,4	1 007 990,0	1 026 853,9	1 044 091,0	1 056 166,6	1 067 410,6	1 076 352,9
Úvěry domácnostem (bez CP)	578 080,4	588 153,3	596 535,1	600 819,0	606 293,1	622 748,4	623 236,4	636 500,3	646 464,9	652 717,7	653 952,5	649 611,6	653 996,3
Ostatní čistě položky (vč CP a kapitálu)	317 396,3	320 790,0	328 197,9	335 619,5	344 671,9	354 987,8	362 109,0	371 489,7	380 388,9	391 373,3	402 214,1	417 799,0	422 356,5
Kapitál a rezervy	-203 517,9	-200 836,6	-218 007,8	-242 857,3	-260 678,8	-275 543,6	-263 450,3	-251 815,7	-255 715,5	-267 472,0	-248 828,8	-250 982,3	-243 679,5
CP v držení	-188 886,4	-178 594,3	-209 489,3	-209 489,3	-216 865,2	-222 625,7	-230 013,8	-219 486,8	-226 399,4	-232 774,1	-228 087,3	-229 818,4	-212 795,4
CP emitované	18 552,5	18 875,9	18 472,2	18 455,0	18 746,5	20 195,0	19 037,1	19 044,4	18 122,9	16 748,8	14 748,4	14 400,1	14 550,3
Ostatní	-79 298,1	-79 610,2	-90 044,8	-90 721,2	-95 434,1	-96 659,6	-98 168,6	-98 770,0	-100 951,5	-107 360,4	-112 794,8	-119 143,1	-118 972,7
	46 114,1	38 491,9	49 457,1	38 896,7	32 874,0	23 546,6	45 695,0	47 396,8	53 512,5	55 913,7	77 304,9	83 579,1	73 538,3
PASIVA													
M2	1 827 487,6	1 844 460,1	1 844 894,8	1 882 175,7	1 912 110,9	1 913 003,7	1 908 279,8	1 920 459,9	1 919 212,4	1 933 863,8	1 965 568,4	1 992 004,4	1 989 251,5
M1	965 466,2	963 544,3	972 684,8	965 460,4	1 007 711,1	1 003 977,7	1 004 195,9	1 038 228,1	1 015 213,5	1 048 491,4	1 078 197,2	1 087 191,8	1 099 770,5
Oběživo	237 759,3	240 849,5	242 863,0	245 941,5	248 750,1	253 195,8	252 997,5	252 859,6	256 287,1	258 547,6	262 695,0	263 787,2	261 829,7
Jednodenní vklady	727 706,9	722 694,8	729 821,7	719 518,9	758 961,0	750 781,9	751 198,4	775 368,5	758 926,4	789 943,8	815 502,2	823 404,6	837 940,8
Jednodenní vklady - domácnosti	424 220,4	430 823,9	430 298,5	436 550,4	443 629,3	446 049,3	450 923,4	454 949,2	456 472,6	460 901,4	463 489,0	456 545,1	470 510,3
Jednodenní vklady - podniky	303 486,5	291 870,8	299 522,2	282 968,5	315 331,7	304 732,6	300 275,0	320 419,3	302 453,7	329 042,4	352 013,2	366 859,5	367 430,5
M2-M1 (kvalita - peníze)	862 021,4	880 915,8	872 210,1	916 715,3	904 399,8	909 026,0	904 083,9	892 231,8	903 998,9	885 372,4	887 371,2	904 812,6	889 481,0
Vklady se dohodnutou splatností	655 838,7	676 268,8	665 528,6	707 816,4	696 067,3	702 098,1	696 127,8	679 761,9	692 572,4	673 703,2	670 333,5	671 346,0	650 332,1
Vklady se splatností - domácnosti	458 854,5	454 468,2	453 793,8	464 558,4	461 406,6	456 202,1	454 168,8	451 779,3	447 986,1	444 112,5	438 681,3	445 089,4	442 569,0
Vklady se splatností - podniky	198 984,2	221 800,6	211 734,8	243 247,9	234 660,7	245 896,0	241 959,1	227 982,6	244 586,3	229 590,7	231 652,2	226 256,6	207 763,1
Vklady s výpovědní lhůtou	199 997,2	198 188,0	198 903,1	199 264,1	198 821,9	198 840,8	198 760,4	198 798,1	199 347,0	201 650,8	207 310,2	224 146,5	224 979,4
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	195 594,1	194 977,6	194 528,0	195 005,5	194 348,3	194 834,3	194 781,4	194 722,7	195 884,9	197 961,7	203 781,0	220 595,5	221 113,5
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	4 403,1	4 210,3	4 375,1	4 258,6	4 473,6	4 006,5	3 979,1	4 075,5	3 462,1	3 689,1	3 529,2	3 551,0	3 866,0
Repo operace	6 185,6	5 459,0	7 778,4	9 634,8	9 510,6	8 087,1	9 195,6	13 671,8	12 079,5	10 018,4	9 727,5	9 320,1	14 169,5
Mezitrošný změny (%)													
M1	9,1	8,4	8,9	7,1	7,6	6,2	7,6	6,4	5,1	10,0	10,5	13,0	13,9
M2	4,2	4,8	5,3	4,7	5,4	5,2	4,8	4,6	4,2	5,0	6,8	8,0	8,9
Úvěry podnikům a domácnostem	13,7	15,3	16,4	15,5	16,4	18,3	18,4	19,6	18,9	18,6	18,7	20,0	20,2
M2-M1 (vklady)	-0,7	1,0	1,6	2,3	3,0	4,2	1,8	2,6	3,3	-0,2	2,6	2,6	3,2
Roční míry růstu (%)													
M1	10,2	9,4	10,0	8,0	8,1	6,8	8,1	7,2	5,7	10,5	10,9	13,1	14,3
M2	5,3	5,8	6,4	5,6	5,9	5,8	5,3	5,4	4,9	5,5	7,1	8,1	9,2
Úvěry podnikům a domácnostem	16,6	17,3	18,6	17,3	17,8	19,9	19,6	21,1	20,2	19,8	19,9	20,7	20,8
M2-M1 (vklady)	0,4	2,1	2,7	3,3	3,5	4,8	2,4	3,4	3,9	0,2	2,9	2,6	3,5

Vývoj výnosových křivek a úrokových diferenciálů



Vývoj reálných úrokových sazeb

Vývoj inflace v roce 2004 - varianta střed

2004	Stálá váha ve spoř. koší v %	Prepočtená váha ke konci jedna	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. (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu nepr. daní v nereg. cenách *) Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	100,00	100,00	1,8	0,2	0,1	0,0	0,4	0,2	0,4	0,0	-0,8	0,5	-0,1	0,1
	17,93	20,94	3,7	0,2	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	-0,1	0,0	1,6	0,0	0,0
	x	x	0,76	0,04	0,01	-0,10	-0,15	0,00	0,00	-0,03	0,01	0,34	-0,01	0,00
	82,07	79,06	0,35	0,00	0,00	0,04	0,23	0,07	0,04	0,01	0,03	0,00	0,00	0,00
	0,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,5	0,1	0,4	0,0	-1,0	0,2	0,0	0,2
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu sp cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	27,68	26,59	1,0	-0,2	0,1	0,3	0,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	0,0	1,1
	54,39	52,47	0,26	-0,06	0,02	0,07	0,14	-0,03	-0,13	-0,15	-0,16	-0,01	0,01	0,01
	0,9	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,9	-1,2	0,2	-0,1	-0,3
	0,48	0,14	0,08	0,14	0,08	-0,04	0,23	0,14	0,48	0,14	-0,03	0,13	-0,05	-0,16
2004	Stálá váha ve spoř. koší v %	Prepočtená váha ke konci jedna	konec m.r. = 100											
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.		
	100,00	100,00	1,8	2,0	2,1	2,1	2,5	2,7	2,7	3,1	3,1	2,3	2,7	2,8
	17,93	20,94	3,7	3,9	4,0	3,5	3,9	2,7	2,8	2,8	2,7	4,4	4,4	4,4
	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
Spotřebitelské ceny cel. (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu nepr. daní v nereg. cenách *) Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) 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
	0,9	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,7	1,8	2,3	2,2	1,2	1,4	2,2	1,5
	0,74	0,84	0,94	0,96	0,94	0,96	1,34	1,47	1,81	1,79	1,07	1,11	1,07	1,20
	1,0	0,8	0,9	1,2	1,7	1,6	1,7	1,6	1,0	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,9
	0,26	0,22	0,24	0,31	0,45	0,43	0,54	0,43	0,27	0,12	-0,04	-0,05	-0,04	0,25
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu sp cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	54,39	52,47	0,9	1,2	1,2	1,2	1,7	2,0	2,9	3,1	1,9	2,2	3,1	1,8
	0,48	0,62	0,69	0,65	0,89	1,04	1,53	1,04	1,03	1,68	1,03	1,16	1,11	0,95
2004	Stálá váha ve spoř. koší v %	Prepočtená váha ke konci jedna	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.		
	100,00	100,00	2,3	2,5	2,5	2,3	2,9	3,2	3,2	3,4	3,0	3,5	2,9	2,8
	17,93	20,94	5,0	4,9	4,7	3,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	4,4	4,4	4,4
	x	x	1,01	0,99	0,96	0,64	0,50	0,50	0,50	0,47	0,47	0,91	0,90	0,90
Spotřebitelské ceny cel. (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu nepr. daní v nereg. cenách *) Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) 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
	0,9	1,2	1,2	1,5	1,4	1,5	2,0	2,1	2,5	2,6	2,3	2,1	2,6	1,5
	0,96	0,92	1,15	1,20	1,63	1,70	2,02	2,11	2,11	1,81	1,27	1,27	1,27	1,20
	2,8	2,8	3,2	3,3	3,4	2,7	3,8	4,2	4,2	4,2	3,0	2,2	0,7	0,9
	0,75	0,75	0,63	0,66	0,90	0,71	1,00	1,10	1,10	1,10	0,78	0,59	0,18	0,25
z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp cen) Regulované ceny (podíl na růstu sp cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	54,39	52,47	0,4	0,3	0,6	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	1,8
	0,27	0,17	0,32	0,34	0,73	0,99	1,02	1,02	1,02	1,01	1,03	1,12	1,09	0,95
	x	x	0,3	0,8	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	2,0	2,2	2,5	2,7	2,8
	x	x	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
	x	x	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Průměr od počátku roku														
*) Od 1.1. 2004 zvýšení spotřebních daní a vlna a přesuny položek mezi soubory DPH, v dubnu až květnu zvýšení spotřebních daní u tabákových výrobků, od 1.5. 2004 dále přesuny položek mezi soubory DPH (převážně zvýšení DPH u služeb) a snížení základní sazby DPH z 22 na 19 %.														
2004	předch.m.=100		51,34	49,69	1,0	0,3	0,0	0,3	1,0	0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0
	Korigovaná inflace bez PH **) - čistá		(podíl na růstu sp cen)	0,50	0,00	-0,06	0,01	0,13	0,52	0,13	-0,61	0,06	-0,01	-0,01
	Ceny pohonných hmot - čisté		3,05	2,52	-0,8	8,5	0,4	0,4	-1,2	0,4	-0,6	2,6	-4,2	-4,9
	(podíl na růstu sp cen)		-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													
2004	Korigovaná inflace bez PH **) - čistá		51,34	49,69	0,6	0,7	0,9	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
	(podíl na růstu sp cen)		0,32	0,36	0,47	0,69	0,51	0,51	0,72	0,74	0,81	0,81	0,79	0,79
	Ceny pohonných hmot - čisté		3,05	2,52	-4,3	-7,0	-5,6	7,9	10,6	9,7	7,4	11,2	10,5	5,9
	(podíl na růstu sp cen)		-0,11	-0,19	-0,15	-0,09	0,23	0,23	0,29	0,28	0,21	0,31	0,29	0,16
	st. obd. m.r. = 100													

2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená 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 nepr. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp cen) z toho: ceny potravin, nápoje, tabák (podíl na růstu sp cen) korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	100,00	100,00	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,6	0,3	0,0	-0,3	0,9	-0,3	-0,1	
	17,21	21,20	2,2	0,2	0,1	-0,2	0,1	1,8	0,8	0,0	0,0	3,7	0,0	0,0	
	x	x	0,48	0,04	0,01	-0,05	0,02	0,16	0,16	0,00	0,39	0,78	0,00	0,00	
	82,79	78,80	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	
	0,3	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	
	0,26	0,13	-0,06	0,11	0,15	0,15	0,15	0,17	0,17	-0,01	-0,26	0,05	-0,20	-0,20	
	0,5	0,0	-0,1	-0,2	0,5	0,2	0,2	-1,3	-0,7	-0,2	-0,2	0,4	0,1	0,1	
	0,12	0,01	-0,02	-0,06	0,12	0,12	0,12	-0,33	0,11	0,11	0,02	0,02	0,03	0,03	
	0,3	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,3	0,9	0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	
	0,14	0,11	-0,04	0,17	0,03	0,14	0,14	0,50	0,16	-0,21	-0,22	-0,22	-0,23	-0,23	
			konc m.r. = 100												
2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená váha ke konci ledna	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.	
			0,7	0,9	0,8	0,9	1,0	1,6	2,0	1,9	1,7	2,5	2,3	2,2	
			2,2	2,4	2,5	2,2	2,3	4,2	5,0	5,0	5,1	9,0	9,0	9,0	
			0,48	0,51	0,53	0,47	0,50	0,89	1,06	1,06	1,07	1,87	1,86	1,86	
			x	x	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,05	0,00	
			82,79	78,80	-0,06	0,4	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	0,7	0,4	0,4
			0,26	0,39	0,33	0,45	0,60	0,79	0,95	0,94	0,72	0,68	0,72	0,52	0,32
			0,5	0,5	0,4	0,2	0,6	0,8	-0,5	-1,1	-1,3	-0,8	-1,3	-0,8	-0,7
			0,12	0,14	0,11	0,05	0,17	0,22	-0,22	-0,30	-0,34	-0,30	-0,20	-0,17	-0,17
			0,3	0,5	0,4	0,7	0,8	1,1	2,0	2,3	1,9	1,8	1,4	1,9	0,9
0,14	0,26	0,22	0,40	0,43	0,57	1,07	1,23	1,01	0,94	0,72	0,49	0,49			
2005	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená váha ke konci ledna	Rok 2005												
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.	
			1,7	1,7	1,5	1,6	1,3	1,8	1,7	1,7	2,2	2,6	2,4	2,2	
			2,9	2,9	2,9	3,1	4,0	5,8	6,6	6,8	6,8	9,0	9,0	9,0	
			0,61	0,60	0,61	0,66	0,83	1,21	1,38	1,41	1,41	1,87	1,87	1,87	
			x	x	0,35	0,31	0,09	0,02	-0,02	-0,03	-0,06	-0,05	0,00	0,00	
			82,79	78,80	0,7	0,8	0,6	0,7	0,4	0,4	1,1	1,0	0,8	0,4	0,4
			0,72	0,75	0,59	0,68	0,46	0,59	0,53	0,35	0,35	0,89	0,60	0,60	0,32
			0,4	0,6	0,4	-0,1	-0,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,7	-0,7
			0,11	0,17	0,12	-0,02	-0,03	0,12	0,04	-0,15	0,04	-0,05	-0,17	0,08	-0,17
55,11	52,44	0,9	1,3	0,9	0,9	1,0	1,8	1,0	1,8	1,1	0,9	0,9			
0,61	0,59	0,47	0,69	0,49	0,48	0,50	0,52	0,94	0,74	0,57	0,49	0,49			
Rocní klouz. průměr	x	x	2,8	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9		
	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8		

[illegible]

2005												
príbeh.m.=100												
Korigovaná inflácia bez PH **) - čistá												
Ceny pohonných hmôt - čisté												
st. obd. m.r. = 100												
Korigovaná inflácia bez PH **) - čistá												
Ceny pohonných hmôt - čisté												
49,40	52,07	49,40	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,8	-1,1	0,0	-0,1
2,54	3,05	2,54	-4,3	-0,7	2,3	8,4	0,7	1,9	4,1	11,6	-2,0	-6,3
			-0,02	-0,06	0,06	-0,12	0,02	0,06	0,12	0,35	-0,07	-0,20
49,40	52,07	49,40	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,5	0,7	0,6	0,5
2,54	3,05	2,54	2,2	2,1	1,4	8,9	1,1	2,7	8,3	21,6	16,1	9,8
			0,05	0,05	0,03	0,23	0,03	0,08	0,23	0,46	0,46	0,26

- varianta střed
(v závorkách je uvedena skutečnost)

- varianta střed
(v závorkách je uvedena skutečnost)

[illegible]

(v zrávkách je uvedena skutečnost)

Příloha č. 6

Vývoj inflace v roce 2007 - varianta střed

2007	Stála váha ve spoř. koší 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.
Sporitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,8	0,2	-0,5	0,3	0,2	0,5
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	17,21	22,34	3,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp cen)	x	x	0,97	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04	0,03	0,02	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	82,79	77,66	0,05	0,00	0,00	0,00	0,17	0,40	0,30	0,17	0,05	0,00	0,00	0,00
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	27,68	25,99	0,8	0,0	0,0	0,1	0,15	0,3	0,6	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,6
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	55,11	51,67	0,43	0,20	0,01	0,06	0,16	0,27	0,44	0,07	-0,49	0,34	0,22	0,25
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	27,68	25,99	1,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,6	0,4	1,3
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	55,11	51,67	0,26	0,07	0,00	0,05	0,11	0,04	-0,20	-0,09	0,04	0,17	0,17	0,34
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	27,68	25,99	0,7	0,4	0,0	0,0	0,1	0,4	1,2	0,3	-0,3	0,3	0,2	0,2
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	55,11	51,67	0,37	0,16	0,01	0,01	0,05	0,23	0,64	0,16	-0,33	0,16	0,11	0,11
Průměr od počátku roku	x	x	0,37	0,16	0,01	0,01	0,05	0,23	0,64	0,16	-0,33	0,16	0,11	0,11
2007	Stála váha ve spoř. koší v %	Přepočtená váha ke konci ledna	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.	31.12.	31.12.	31.12.
Sporitelské ceny cel.	1,3	1,5	1,6	1,9	2,6	3,4	3,6	3,1	3,5	3,7	3,7	4,2	4,2	4,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	3,1	3,2	3,2	3,2	3,5	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp cen)	0,07	0,71	0,71	0,71	0,76	0,80	0,83	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	0,09	0,00	0,00	0,11	0,93	0,81	0,92	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	0,8	1,1	1,1	1,3	1,7	2,3	2,4	1,7	2,4	2,4	1,7	2,4	3,0	3,0
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	1,0	1,0	1,2	1,6	1,8	1,0	0,7	0,8	1,5	1,5	0,8	1,5	1,9	3,2
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	0,39	0,37	0,32	0,43	0,48	0,20	0,19	0,23	0,40	0,37	0,23	0,40	0,37	0,27
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	0,7	1,1	1,1	1,1	1,6	2,9	2,5	2,2	2,5	2,7	2,2	2,5	2,7	2,9
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	0,37	0,39	0,37	0,43	0,48	0,20	0,19	0,23	0,40	0,37	0,23	0,40	0,37	0,27
Průměr od počátku roku	0,37	0,39	0,37	0,43	0,48	0,20	0,19	0,23	0,40	0,37	0,23	0,40	0,37	0,27
2007	Stála váha ve spoř. koší v %	Přepočtená váha ke konci ledna	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.	31.12.	31.12.	31.12.
Sporitelské ceny cel.	3,1	3,1	3,1	3,2	3,7	4,0	4,0	4,0	3,9	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	4,2	4,0	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *) (podíl na růstu sp cen)	0,93	0,88	0,88	0,88	0,86	0,83	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Čistá inflace (podíl na růstu sp cen)	1,9	2,2	2,4	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	1,9	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	0,37	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
z toho: ceny potravin, nápoje, tabak (podíl na růstu sp cen)	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
korigovaná inflace (podíl na růstu sp cen)	1,02	1,11	1,23	1,28	1,28	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Roční klouz. průměr	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Průměr od počátku roku	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

*) Od 1.5.2007 postupuje průměrná doprava zvýšení spotřebních daní u cigaret palné od 1.1.2007.

předch.m.=100														
2007														
Korigovaná inflace bez PH **)	52,07	0,00	0,0	0,1	0,5	1,3	0,3	-1,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05	0,00	-0,9	-0,9	-0,7	-0,7	0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
st. obd. m.r.=100	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07
Korigovaná inflace bez PH **)	52,07	0,00	2,3	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Ceny pohonných hmot - čisté	3,05	0,00	-1,1	-1,6	-1,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
st. obd. m.r.=100	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03

VÝVOJ VEŘEJNÉHO SEKTORU

Hospodaření veřejného sektoru

Metodika GFS IMF - cash *)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Údaje dle ČNB								
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-67,0	-56,5	-89,1	-97,5	-77,5	-63,0	-65,0	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,4	-3,7	-3,8	-2,8	-2,1	-2,1	.
Údaje dle MF ČR								
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-67,0	-56,5	-89,1	-97,5	-77,5	-63,0	-123,7	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,1	-2,4	-3,7	-3,8	-2,8	-2,2	-4,0	.
- 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	-5,0	-4,4	-3,7	.
Metodika ESA 95 - accrual **)								
Údaje dle ČNB								
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč	-78,5	-137,0	-163,0	-318,1	-79,9	-82,4	-68,6	-104,9
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-12,4	-2,9	-2,8	-2,2	-3,1
Údaje dle MF ČR								
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KOPR 11/2005	-78,5	-137,0	-163,0	-319,5	-85,3	-139,5	-117,9	-109,5
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-12,5	-3,1	-4,8	-3,8	-3,3
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - Notifikace 09/05	-78,5	-137,0	-163,0	-319,5	-83,5	-140,5	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-3,7	-5,9	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8	.	.
- schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - Notifikace 03/05	-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	-5,1	-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	-5,1	-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	-5,3	-4,4	-3,7	.

Fiskální pozice ***)

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

Fiskální impuls ****)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Poptávkové saldo v mld. Kč	-62,2	-63,1	-94,1	-103,7	-83,2	-57,5	-65,3	-97,0
Poptávková změna v mld. Kč	-24,1	-0,9	-31,0	-9,6	20,5	25,7	-7,8	-31,7
Aproximace fiskálního impulsu v p.b.	0,27	-0,10	0,77	0,10	-0,64	-0,64	0,08	0,50

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	760,8	815,0	.
- podíl dluhu na HDP v %	15,5	17,5	18,4	21,6	23,8	26,0	26,0	.
Údaje dle MF ČR								
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)	332,4	404,5	444,5	553,0	659,4	760,8	849,4	.
- podíl dluhu na HDP v % (bez ČKA)	15,5	17,5	18,4	21,6	23,8	26,1	27,2	.
- 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	31,2	34,8	36,1	.
Metodika ESA 95 - accrual **)								
Údaje dle ČNB								
- dluh v mld. Kč	392,2	608,7	719,0	941,3	1011,5	1063,0	1093,3	.
- podíl dluhu v %	18,2	26,3	29,8	36,8	36,5	36,3	34,9	.
Údaje dle MF ČR								
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč KOPR 11/2005	392,2	608,7	719,0	941,3	1011,5	1063,0	1150,7	1269,8
- podíl dluhu v %	18,2	26,3	29,8	36,8	36,5	36,4	36,9	38,0
- dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč Notifikace - 09/05	392,2	608,7	719,0	941,3	1011,5	1085,9	.	.
- podíl dluhu v %	18,2	26,3	29,8	36,8	36,5	37,2	0,0	.
- 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	37,2	36,7	.	.
- 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	38,1	38,3	39,2	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	37,6	.	.	.
- 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	31,0	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, akruálním přístupu.

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

****) Fiskální impuls je analytický koncept, který odhaduje krátkodobý efekt příspěvků změny poptávkové relevantního salda veřejných rozpočtů k dynamice HDP. Propočty vycházejí z "ESA 95" metodiky a údajů ČNB.

Měsíční platební bilance - 1. pololetí 2006 (v mld. Kč)

	leden		únor		březen		1. čtvrtletí	
	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje
I. Běžný účet		4,1					4,1	
A. Obchodní bilance	156,3	145,0					156,3	145,0
B. Bilance služeb	19,8	19,5					19,8	19,5
C. Bilance výnosů	8,8	15,3					8,8	15,3
1. Náhrady zaměštnancům	2,0	4,3					2,0	4,3
2. Investiční výnosy	6,8	11,0					6,8	11,0
2.1 přímé investice	0,3	7,3					0,3	7,3
2.2 portfoliové investice	1,4	0,3					1,4	0,3
2.3 ostatní investice	5,1	3,5					5,1	3,5
D. Běžné převody	3,2	4,2					3,2	4,2
II. Kapitálový účet	1,4	0,0					1,4	0,0
	aktiva	pasiva					aktiva	pasiva
III. Finanční účet bez změny deviz. rezerv		-17,4						-17,4
1. Přímé investice	-0,2	11,3					-0,2	11,3
1.1 základní kapitál	0,0	3,1					0,0	3,1
1.1.2 reinvestovaný zisk	-0,3	6,5					-0,3	6,5
1.1.3 ostatní kapitál	0,0	1,6					0,0	1,6
2. Portfoliové investice	-9,6	7,8					-9,6	7,8
2.1 majetkové cenné papíry a účasti	-2,9	2,5					-2,9	2,5
2.2 dluhové cenné papíry	-6,7	5,3					-6,7	5,3
2.2.1 dluhopisy a směnky	-6,2	5,3					-6,2	5,3
2.2.2 nástroje peněžního trhu	-0,5	0,0					-0,5	0,0
3. Finanční deriváty		-4,1					0,0	0,0
4. Ostatní investice	40,6	-63,2					40,6	-63,2
4.1. ČNB	0,0	-5,3					0,0	-5,3
4.2 vláda	0,1	0,0					0,1	0,0
4.3 ménové finanční instituce	41,9	-56,6					41,9	-56,6
dlouhodobá aktiva a pasiva	-0,7	0,2					-0,7	0,2
krátkodobá aktiva a pasiva	42,5	-56,8					42,5	-56,8
4.4 ostatní sektory	-1,4	-1,3					-1,4	-1,3
5. Změna devizových rezerv (-nárůst)		4,0						4,0
IV. Saldo chyb a opomenutí, kurz. rozdíly		8,0						8,0

	červenec		srpen		září		3. čtvrtletí					
	přijmy	výdaje	saldo	přijmy	výdaje	saldo	přijmy	výdaje	saldo			
I. Běžný účet			-11,5		-10,7		-8,4					
A. Obchodní bilance	139,3	140,3	-1,0	151,2	154,9	-3,8	169,1	165,1	4,0	459,5	460,3	-0,8
B. Bilance služeb	23,2	20,9	2,3	23,3	21,9	1,4	22,9	20,2	2,7	69,4	63,0	6,4
C. Bilance výnosů	7,7	20,7	-13,0	9,9	18,1	-8,2	8,4	23,9	-15,5	26,0	62,8	-36,8
1. Náhrady zaměstnancům	1,8	4,5	-2,6	1,8	4,5	-2,6	1,8	4,5	-2,6	5,5	13,4	-7,9
2. Investiční výnosy	5,9	16,3	-10,4	8,1	13,7	-5,6	6,5	19,4	-12,9	20,5	49,4	-28,9
2.1 přímé investice	0,3	12,0	-11,7	2,3	8,3	-6,0	0,3	15,3	-15,0	2,8	35,6	-32,7
2.2 portfoliové investice	1,3	1,1	0,3	1,4	1,9	-0,5	1,3	0,3	1,1	4,1	3,2	0,8
2.3 ostatní investice	4,3	3,2	1,0	4,4	3,5	1,0	4,9	3,9	1,0	13,6	10,6	3,0
D. Běžné převody	4,1	3,8	0,3	4,0	4,1	-0,1	4,5	4,1	0,4	12,6	12,0	0,6
II. Kapitálový účet	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0
	aktiva	pasiva	saldo	aktiva	pasiva	saldo	aktiva	pasiva	saldo	aktiva	pasiva	saldo
III. Finanční účet bez změny deviz. rezerv			5,4			11,5				13,2		30,0
1. Přímé investice	-0,2	8,1	7,9	-0,3	7,7	7,3	-10,2	37,5	27,3	-10,7	53,3	42,6
1.1.1 základní kapitál	-0,1	1,7	1,7	-0,1	0,5	0,4	-0,1	31,2	31,1	-0,3	33,5	33,2
1.1.2 reinvestovaný zisk	-0,3	6,5	6,3	-0,3	6,5	6,3	-0,3	6,5	6,3	-0,8	19,6	18,8
1.1.3 ostatní kapitál	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,6	-9,8	-0,2	-10,0	-9,7	0,2	-9,4
2. Portfoliové investice	0,5	-5,8	-5,3	-5,1	5,5	0,4	-10,3	-17,8	-28,1	-14,9	-18,1	-33,0
2.1 majetkové cenné papíry a účasti	-0,5	4,3	3,8	-3,9	0,7	-3,2	-4,9	-21,1	-26,1	-9,4	-16,1	-25,4
2.2 dluhové cenné papíry	1,0	-10,1	-9,1	-1,2	4,8	3,6	-5,4	3,3	-2,1	-5,6	-2,0	-7,6
2.2.1 dluhopisy a směnky	-0,1	-9,4	-9,4	-2,5	3,4	0,9	-5,0	4,0	-1,0	-7,6	-1,9	-9,5
2.2.2 nástroje peněžního trhu	1,1	-0,8	0,3	1,3	1,4	2,7	-0,3	-0,7	-1,0	2,0	0,0	1,9
3. Finanční deriváty			0,6			-3,8			0,3	0,0	0,0	-2,8
4. Ostatní investice	-6,9	9,0	2,1	3,4	4,2	7,5	-18,3	31,9	13,6	-21,8	45,1	23,3
4.1. ČNB	0,0	0,8	0,8	0,0	-0,4	-0,4	0,0	1,3	1,3	0,0	1,7	1,7
4.2 vláda	2,1	1,4	3,5	2,4	6,1	8,4	-0,4	0,8	0,4	4,1	8,3	12,4
4.3 měnové finanční instituce	-8,6	3,0	-5,6	3,9	-1,1	2,8	-16,2	21,1	4,9	-20,9	23,0	2,1
dlouhodobá aktiva a pasiva	-3,7	-0,2	-3,9	-3,2	0,1	-3,1	-3,2	2,1	-1,1	-10,1	2,0	-8,1
krátkodobá aktiva a pasiva	-4,9	3,2	-1,7	7,1	-1,2	5,9	-13,0	19,0	6,0	-10,8	21,0	10,2
4.4 ostatní sektory	-0,4	3,8	3,4	-2,9	-0,4	-3,3	-1,6	8,7	7,1	-4,9	12,1	7,2
5. Změna devizových rezerv (-nárůst)			-0,3			-1,2			-1,2			-2,7
IV. Saldo chyb a opomenutí, kurz. rozdílý			6,5			0,1			-3,5			3,1

Aktualizace vývoje exogenních faktorů pro 3. situační zprávu na základě 3. Consensus Forecasts z března 2006

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	I/07	II/07	III/07	IV/07	Zdroj
ceny průmyslových výrobků v SRN (v %) ¹⁾	0,1	1,4	2,2	3,0	4,2	4,4	4,7	5,0	5,1	3,9	2,6	1,6	1,0	1,6	2,3	2,3	Consensus Forecasts 3 2006
spotřebitelské ceny v SRN (v %) ¹⁾	1,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	2,1	2,3	2,0	1,7	1,5	1,6	2,2	2,5	2,4	2,1	Consensus Forecasts 3 2006
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)	35,2	38,3	43,9	48,3	49,7	53,1	63,1	60,0	62,9	60,8	59,5	58,7	58,3	58,2	58,2	58,2	Consensus Forecasts 3 2006
cena ropy - uralská (USD/barel) ²⁾	29,8	32,2	38,0	37,3	42,8	47,6	57,3	53,3	57,6	54,5	52,6	51,8	51,5	51,4	51,4	51,4	Viz pozn. ³⁾
mzr. změna cen ropy - uralské (v %)	-1,1	33,4	39,5	35,8	43,7	47,8	51,1	42,9	34,7	14,5	-8,3	-2,8	-10,7	-5,6	-2,1	-0,6	ČNB
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m ³) ³⁾	122,0	125,3	137,2	156,2	182,2	198,4	220,7	250,6	276,0	277,5	275,0	271,2	267,7	264,8	262,8	261,3	Viz pozn. ³⁾
mzr. změna cen plynu (dle struktury dovozu, v %)	7,4	-2,8	5,5	20,5	49,3	58,4	60,9	60,4	51,5	39,8	24,6	8,2	-3,0	-4,5	-4,4	-3,7	ČNB

Zahraníční poplávka																	
HDP v SRN (mzr. v %) ⁴⁾	1,9	2,1	1,2	1,3	0,3	0,9	1,4	1,0	1,7	1,4	1,6	2,1	1,3	1,0	0,8	0,9	Consensus Forecasts 3 2006

Devizové kurzy a úrokové sazby																	
nominální kurz USD za 1 EUR	1,249	1,204	1,221	1,295	1,311	1,258	1,221	1,188	1,201	1,204	1,214	1,228	1,247	1,262	1,267	1,271	Consensus Forecasts 3 2006
nominální kurz CZK za 1 USD	26,30	26,59	25,86	24,03	22,90	23,94	24,31	24,66	23,80	24,06	23,91	23,65	23,25	22,91	22,73	22,59	ČNB
nominální kurz CZK za 1 EUR	32,86	32,03	31,59	31,13	30,01	30,13	29,68	29,30	28,6	29,0	29,0	29,0	29,0	28,9	28,8	28,7	ČNB
1 Y EURIBOR ⁵⁾	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,6	2,9	3,2	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	Viz pozn. ⁴⁾

Poznámky:

- ¹⁾ odhady pro čtvrtletí odvozeny na základě predikce pro celoroční, sezonně očistěné řady
- ²⁾ cena ropy uralské je EC multiplikativním způsobem odvozena od ceny ropy WTI: $0,5 * \text{cena WTI} + 1,1 * \text{cena WTI} + 1,1 * \text{cena WTI} + 1,1 * \text{cena WTI}$
- ³⁾ cena plynu je odvozena z minulých hodnot cen plynu a uralské ropy: $0,9 * \text{cena plynu} + 0,5 * \text{cena uralské ropy}$
- ⁴⁾ skutečnost je vypočtena ze sezonně očistěného (množství v % počet pracovních dnů) agregátu, předpověď se přebírá z CF pro sezonně očistěný agregát
- ⁵⁾ propočet je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y ke dni zjišťování Consensus Forecasts. Pro maturitu 3M a 10Y se forwardy statisticky nelíší od předpovědi CF.

Porovnání referenčního scénáře pro 1. situační zprávu a aktualizovaného vývoje exogenních faktorů podle 3. 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	I/07	II/07	III/07	IV/07
ceny průmyslových výrobků v SRN (v p.b.)								0,1	1,39	1,04	0,54	0,32	-0,60	0,12	0,80	0,87
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)									-0,47	-0,23	0,09	0,35	1,05	0,97	0,72	0,46
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)									3,24	2,86	2,83	2,58	2,27	2,20	2,20	2,20
cena ropy - uralská (USD/barel)									4,85	3,54	2,62	2,26	1,96	1,93	1,94	1,94
mzr. změna cen ropy - uralské (v %)									11,35	7,44	4,56	4,28	-4,49	-2,76	-1,23	-0,62
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m ³)									22,04	21,80	20,10	18,02	16,04	14,32	13,07	12,16
mzr. změna cen plynu (dle struktury dovozu, v %)									12,09	10,99	9,11	7,19	-2,10	-2,54	-2,41	-2,05

Zahraníční poptávka																	
HDP v SRN (mzr. v p.b.)						0,1	0,1	-0,2	0,25	0,18	0,10	0,26	-0,36	-0,46	-0,45	-0,34	

Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR									0,010	0,007	0,001					
nominální kurz CZK za 1 USD									-0,54	-0,14	-0,03	0,14	0,06	-0,14	-0,18	-0,22
nominální kurz CZK za 1 EUR								-0,01	-0,41	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1 Y EURIBOR (v p.b.)									0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4

Porovnání minulého Consensus Forecasts s aktuálním vývojem exogenních faktorů podle 3. 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	I/07	II/07	III/07	IV/07
cený průmyslových výrobců v SRN (v p.b.)								0,0	0,86	0,58	0,16	0,01	-0,65	-0,08	0,50	0,63
spotřebitelské ceny v SRN (v p.b.)									0,04	0,02	-0,02	-0,04	-0,06	-0,02	0,03	0,05
cena ropy - West Texas Intermediate (USD/barel)									0,01	0,44	0,66	0,78	0,74	0,70	0,70	0,70
cena ropy - uralská (USD/barel)									0,21	0,91	0,68	0,71	0,65	0,61	0,62	0,62
mzr. změna ceny ropy - uralské (v %)									0,49	1,92	1,18	1,33	0,81	-0,46	-0,08	-0,17
cena plynu (dle struktury dovozu, USD/1000m ³)									-0,29	0,89	1,67	2,16	2,52	2,69	2,80	2,88
mzr. změna ceny plynu (dle struktury dovozu, v %)									-0,16	0,45	0,76	0,86	1,01	0,66	0,44	0,30
Zahraníční poptávka																
HDP v SRN (mzr. v p.b.)						0,0	0,0	0,0	0,06	0,10	0,12	0,12	0,05	0,01	-0,03	-0,03
Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR									-0,013	-0,004	-0,005	-0,007	-0,007	0,001	0,004	0,007
nominální kurz CZK za 1 USD									-0,08	0,09	0,11	0,13	0,13	-0,02	-0,08	-0,12
nominální kurz CZK za 1 EUR									-0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
1 Y EURIBOR (v p.b.)									0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Odbor vnějších ekonomických vztahů: J. Hošek, S. Pokutová

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí

ukazatel	měrná jednotka	2001	2002	2003	2004	2005	2005 duben	2005 květen	2005 červen	2005 červenec	2005 srpen	2005 září	2005 říjen	2005 listopad	2005 prosince	2006 leden	2006 únor	2006 březen
Eurozóna																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,6	0,9	0,7	2,0			1,2			1,6			1,7				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,9	0,6	1,1	1,3			1,3			1,5			0,8				
podíl běžného účtu na HDP	%	-0,2	0,8	0,1	0,6			-0,8			-0,2			-0,7				
podíl obchodní bilance na HDP	%	0,7	1,4	1,0	1,0			0,6			0,4			-0,1				
míra nezaměstnanosti	%	7,8	8,3	8,7	8,9	8,6	8,7	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,3	8,8	8,8	8,3		
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	2,1	2,3	2,0	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	1,9	2,1	2,4	2,3	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-0,7	1,4	0,9	3,5	4,2	4,3	3,5	4,0	4,1	4,0	4,4	4,2	3,9	4,2	5,3		
jednorroční úroková sazba	%	4,1	3,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,4	2,7	2,8	2,8		
SRN																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,2	0,2	0,0	1,0			1,6			1,3			1,0				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,9	-0,4	0,3	-0,4			0,2			0,0			-0,7				
podíl běžného účtu na HDP	%	0,1	2,6	2,2	3,5			3,1			3,3			5,1				
podíl obchodní bilance na HDP	%	4,5	6,1	6,0	7,1			5,3			5,0			7,1				
míra nezaměstnanosti	%	9,4	9,8	10,5	10,6	11,6	11,7	11,7	11,7	11,6	11,6	11,7	11,6	11,4	11,2	11,3	11,3	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,3	1,1	1,1	2,2	2,1	1,6	1,7	1,8	2	1,9	2,5	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	0,1	0,6	1,8	2,9	5,2	4,6	4,1	4,6	4,6	4,6	4,9	4,6	5	5,2	5,6	5,9	
Velká Británie																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,3	1,8	2,2	3,1			1,6			1,7			1,8				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	3,1	3,2	2,3	3,3			1,6			1,3			1,7				
podíl běžného účtu na HDP	%	-2,3	-1,7	-1,7	-2,2			-0,5			-3,4			-5,6				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,8	-3,0	-2,9	-3,3			-3,2			-4,7					2,9	2,9	
míra nezaměstnanosti	%	3,2	3,1	3,1	2,7	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9		
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,0	1,7	1,3	1,6	2,0	1,9	1,9	2	2,3	2,4	2,5	2,3	2,1	2,0	1,95		
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-1,1	1,0	1,8	2,9	2,4	3,3	2,7	2,5	3,1	3,0	3,3	2,6	2,2	2,4	2,9	2,9	
nominální kurz EUR/GBP	mzr. změna, %	2,0	1,0	10,1	-2,0	0,8	2,7	1,9	0,7	3,3	2,3	-0,7	-1,5	-2,7	-2,3	-1,7	-0,9	
jednorroční úroková sazba	%	5,1	4,4	3,9	5,0	4,8	5,0	4,9	4,7	4,5	4,6	4,5	4,6	4,7	4,7	4,6		
USA																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	0,8	1,9	3,0	4,4			3,6			3,6			3,2				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,8	2,5	3,8	3,8			3,4			4,1			1,2				
podíl běžného účtu na HDP	%	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7			-6,4			-6,2			-7,0				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-3,6	-4,0	-4,5	-5,3			-5,6			-5,8			-6,2				
míra nezaměstnanosti	%	4,8	5,8	6,0	5,5	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	4,9	5,1	4,9	5,0	4,9	4,7	4,8	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,6	2,4	1,9	3,3	3,4	3,5	2,8	2,5	3,2	3,6	4,7	4,3	3,5	3,4	4,0	3,6	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-1,6	1,2	4,0	4,2	5,4	4,8	3,6	3,7	4,7	5,3	6,9	5,9	4,4	5,4	5,7		
nominální kurz EUR/USD	mzr. změna, %	-2,9	5,5	19,7	9,9	0,1	7,9	5,6	0,1	-1,8	0,9	0,1	-3,8	-9,3	-11,6	-7,6	-8,3	
jednorroční úroková sazba	%	3,8	2,2	1,4	2,1	4,0	3,7	3,7	3,8	4,0	4,2	4,2	4,5	4,7	4,8	4,8		

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	2005	2005 duben	2005 květen	2005 červen	2005 červenec	2005 srpen	2005 září	2005 říjen	2005 listopad	2005 prosincec	2006 leden	2006 únor	2006 březen
Maďarsko																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	3,5	3,0	4,0			4,5		4,5				4,3				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	5,9	9,2	7,6	2,9			2,6		2,4				1,7				
podíl běžného účtu na HDP	%	-6,2	-7,1	-8,7	-8,9			-8,5		-7,4				-2,9				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,3	-3,2	-4,0	-3,0			-3,2		-3,6						7,5		
míra nezaměstnanosti	%	5,7	5,8	5,9	6,0	7,1	7,2	7,2	7,1	7,1	7,2	7,3	7,3	7,2	7,3	7,5		
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	6,8	4,8	5,7	5,5	3,3	3,9	3,6	3,8	3,7	3,6	3,7	3,2	3,3	3,3	2,7	2,5	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-0,4	-1,3	6,2	1,6	4,7	5,3	5,2	5	4,2	3,4	3,9	4,1	4,4	4,7	4,5		
nominální kurz EUR/HUF	mzr. změna, %	-1,4	-5,4	4,5	-0,8	-1,4	-0,7	-0,3	-1,6	-1,4	-1,8	-0,5	2,1	2,4	2,7	1,7	3,3	
jednorroční úroková sazba	%			8,1	10,7	7,0	7,5	7,4	6,9	6,5	6,2	5,7	6,2	6,5	6,7	6,4		
Polsko																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	1,0	1,4	3,8	5,4			2,8		3,7				4,2				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,1	3,4	3,1	3,3			1,6		2,7								
podíl běžného účtu na HDP	%	-2,9	-2,7	-2,2	-1,3			0,3		-1,9				-2,1				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,1	-3,8	-2,7	-2,3			-0,4		-1,2				-1,0				
míra nezaměstnanosti	%	18,0	19,7	19,9	19,6	18,2	18,8	18,3	18	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18		
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	3,6	0,8	1,7	4,4	0,7	3	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,7	0,7	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	-0,4	2,2	3,7	5,2	0,5	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,5	0,3	0,7	
nominální kurz EUR/PLN	mzr. změna, %	-8,5	5,1	14,1	3,0	-11,2	-12,7	-11,4	-11,5	-8,2	-8,8	-10,4	-9,2	-6,7	-6,9	-6,2	-4,6	
jednorroční úroková sazba	%	14,7	8,3	5,4	6,6	5,1	5,5	5,3	4,9	4,5	4,6	4,4	4,5	4,8	4,8	4,5		
Slovensko																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	4,6	4,5	5,5			5,1		6,2				7,6				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	4,9	5,5	-0,8	3,5			5,7		6,2				5,9				
podíl běžného účtu na HDP	%	-8,4	-7,9	-0,8	-1,9			-11,4		-4,4				-3,5				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-10,2	-8,7	-2,0	-3,4			-4,7		-2,2				-9,6				
míra nezaměstnanosti	%	18,2	17,8	15,1	14,3	11,6	11,9	11,3	11,1	11,0	10,9	11,2	10,9	10,9	11,4	11,8	11,7	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	6,4	3,4	9,3	5,9	3,7	2,7	2,4	2,5	2,0	2,0	2,2	3,3	3,4	3,7	4,1	4,4	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	2,2	2,3	8,7	4,3	7,0	3,5	3,9	4,8	5,3	5,6	5,8	5,7	7,4	7,4	7,0	8,7	
nominální kurz EUR/SKK	mzr. změna, %	1,6	-1,4	-2,8	-3,5	-3,6	-2,4	-2,9	-3,6	-2,7	-3,6	-3,9	-2,7	-2,2	-2,6	-2,8	-1,7	
jednorroční úroková sazba	%	7,7	7,4	5,4	4,1	2,6	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,8	3,2	3,0	3,1		

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

Key macroeconomic indicators

	years										quarters of 2005				quarters of 2006				quarters of 2007						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
DEMAND AND SUPPLY																									
GROSS DOMESTIC PRODUCT																									
GDP	1406.7	1527.7	1516.8	1499.2	1517.3	1576.3	1617.9	1642.0	1694.7	1774.2	1879.8	1933.1	2015.5	442.4	481.1	481.4	474.8	439.1	496.6	495.6	481.8	477.8	517.7	517.2	502.8
bn CZK, constant p.																									
% y-o-y, real terms	4.2	-0.7	-1.1	-1.2	3.0	2.6	2.8	1.5	3.2	4.7	6.0	3.9	4.3	5.3	5.8	5.8	6.9	4.2	3.8	3.8	3.8	4.1	4.3	4.4	4.3
% y-o-y, nominal terms	8.6	1.4	-1.5	-2.2	4.9	2.6	2.7	4.8	3.3	2.6	3.1	2.0	2.1	2.1	2.8	2.9	2.8	3.3	3.1	3.4	2.6	2.3	2.2	1.6	1.8
% y-o-y, real terms	7.6	-3.4	-1.0	-1.5	4.6	2.5	4.9	3.9	3.4	3.5	5.0	3.9	4.3	-1.4	0.8	4.6	4.0	-1.7	0.0	-0.9	6.3	-0.7	-0.5	-1.6	0.7
% y-o-y, nominal terms	7.7	-1.0	-1.7	0.9	4.1	4.0	3.3	3.4	3.5	3.5	5.1	3.8	3.0	0.2	3.3	4.2	2.2	3.1	4.2	2.7	4.1	4.5	3.2	3.7	4.2
% y-o-y, real terms	5.5	8.4	10.5	5.5	16.5	11.5	2.1	7.5	21.4	11.1	8.6	11.9	8.6	17.5	6.5	11.3	10.4	9.6	7.9	9.3	11.5	11.5	12.1	11.8	11.9
% y-o-y, nominal terms	12.1	6.9	8.4	5.0	16.3	13.0	4.9	7.9	18.4	4.8	11.0	8.6	11.0	10.4	-0.4	6.1	4.4	8.6	8.1	6.9	10.5	9.7	10.8	11.1	12.3
% y-o-y, real terms	-43.2	-120.0	-116.9	-109.5	-110.5	-126.9	-161.3	-204.6	-225.7	-225.1	-128.4	-123.0	-119.3	-22.1	-29.4	-37.0	-39.9	-18.6	-34.5	-29.5	-40.4	-11.5	-31.6	-29.0	-47.1
bn CZK, constant p.																									
SHARE INDICATORS																									
Household consumption / GDP	49.4	51.6	52.7	52.5	53.0	52.5	52.6	53.3	54.0	53.3	51.6	51.8	50.7	51.1	50.1	51.9	53.3	50.9	50.0	52.1	54.3	50.0	49.0	50.8	53.0
Government consumption / GDP	21.7	21.1	21.6	21.6	22.5	21.7	22.0	22.6	22.8	21.2	20.1	19.7	18.8	18.7	19.9	19.5	21.5	18.7	19.2	19.1	21.8	17.9	18.3	18.0	21.0
Gross fixed capital formation / GDP	31.6	32.6	31.8	31.8	30.3	30.6	31.4	32.0	32.4	32.6	31.9	32.4	32.9	31.2	31.8	31.9	32.8	31.1	32.6	32.4	32.5	31.3	32.2	32.9	34.1
Gross fixed capital formation / GDP	31.6	31.4	29.9	28.3	27.0	27.7	27.6	26.6	26.8	26.9	26.4	26.0	26.4	25.7	26.3	26.6	27.0	25.5	26.4	26.0	26.1	25.7	27.2	28.5	28.4
Domestic demand / GDP	104.3	107.9	107.5	106.9	106.6	106.8	108.2	110.1	110.4	109.1	104.5	104.7	105.4	103.4	104.3	105.6	104.5	102.4	105.2	104.3	106.7	99.9	103.6	103.1	106.8
Net exports / GDP	-4.3	-7.9	-7.7	-7.3	-7.3	-8.1	-10.0	-12.5	-13.3	-12.7	-6.8	-6.4	-5.9	-5.0	-6.1	-7.7	-8.4	-4.1	-6.9	-6.0	-8.4	-2.4	-6.1	-5.6	-9.4
% real terms																									
CONSTRUCTORS INDICATORS																									
Industrial production	8.5	5.3	-3.9	-7.0	-6.5	5.3	6.6	2.5	8.9	9.7	4.2	-	-	-	3.2	0.1	7.3	9.7	-	-	-	-	-	-	-
Construction output	-2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Receipts in retail trade	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% y-o-y, real terms																									
PRICES																									
Inflation rate	9.1	8.8	8.5	10.7	2.1	3.9	4.7	1.8	0.1	2.8	1.9	2.8	3.5	2.6	2.4	2.0	1.9	2.2	2.5	2.7	2.8	2.8	3.0	3.3	3.5
% end-of-period																									
% y-o-y, end-of-period	7.9	8.6	10.0	6.8	2.5	4.0	4.1	0.6	1.0	2.8	2.2	3.1	4.2	1.5	1.8	2.2	2.2	2.9	2.5	2.7	3.1	3.2	3.7	4.0	4.2
Regulated prices (17.93)**	10.1	13.8	22.7	20.3	4.2	7.3	11.7	3.3	1.3	4.4	9.0	5.0	3.9	2.9	5.8	6.8	9.0	11.0	9.4	8.9	5.0	3.9	3.9	3.9	3.9
Net inflation (82.07 %)**	7.3	6.6	6.8	1.7	1.5	3.0	2.4	-0.2	1.0	1.5	0.4	1.6	3.0	0.7	0.7	1.1	0.4	0.2	0.2	0.1	1.6	2.4	2.4	2.7	3.0
Adjusted inflation (54.39 %)**	8.7	6.5	6.8	3.6	3.0	2.6	2.1	1.5	0.1	1.8	0.9	1.7	2.9	0.9	0.9	1.8	0.9	1.0	0.6	0.2	1.7	2.3	2.6	2.6	2.9
Food prices (including alcoholic beverages and tobacco) (27.68 %)**	5.4	6.8	5.6	-1.2	-0.7	3.7	2.9	-3.4	2.7	0.9	-0.7	1.3	3.2	0.4	-0.4	-0.2	-0.7	-1.2	-0.5	-0.1	1.3	2.5	2.1	2.9	3.2
Fuel prices (3.05 %)**	-0.4	10.1	6.0	-8.4	27.6	10.3	-15.0	1.4	-2.0	5.9	9.8	-2.5	-1.1	1.4	2.7	21.6	9.8	10.5	-1.3	-14.7	-2.5	-0.7	-1.9	-1.6	-1.1
% y-o-y, end-of-period																									
GDP deflator	8.7	8.3	11.2	2.8	1.4	4.9	2.8	2.6	3.4	0.0	3.3	2.2	1.2	1.2	-0.2	-0.2	-0.8	0.1	4.3	3.9	4.7	2.1	1.5	1.9	3.1
% y-o-y																									
PRICES: PRICE INDICATORS																									
Producers prices	7.6	4.8	4.9	4.9	1.0	4.9	2.9	-0.5	-0.3	5.7	3.0	0.2	1.2	6.9	4.1	1.1	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
% y-o-y, average																									
Agricultural prices	8.9	7.5	2.7	3.2	-11.3	8.6	9.6	-7.5	-4.5	9.6	-8.8	5.3	-	-10.6	-14.1	-8.8	-5.8	2.2	6.2	6.7	6.0	-	-	-	-
% y-o-y, average																									
Construction work prices	10.6	11.3	11.3	9.3	4.8	4.1	4.0	2.7	2.2	3.5	2.9	-	-	4.1	2.4	2.3	2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
% y-o-y, average																									
Market services prices	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Urban crude oil	9.2	21.4	-7.3	-35.2	48.5	73.5	-13.4	6.0	15.4	26.9	50.2	50.8	49.5	42.8	47.6	57.3	53.3	52.8	51.0	50.0	49.5	49.5	49.5	49.5	49.5
% y-o-y, average																									
LABOUR MARKET																									
Average monthly wages in monitored organizations	18.9	18.3	9.9	9.2	8.4	6.4	8.7	7.3	6.6	6.6	5.5	5.9	6.0	5.8	5.3	6.2	4.8	6.1	6.0	6.0	5.6	6.4	6.1	5.9	5.8
% y-o-y, nominal terms																									
Average monthly wages in monitored organizations	8.7	8.7	1.3	-1.4	6.2	2.4	3.8	5.4	6.5	3.7	3.6	3.2	2.9	4.1	3.7	4.2	2.3	3.2	3.2	3.4	3.3	3.2	3.2	2.4	2.5
% 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	2.2	2.8	1.0	1.7	1.9	2.9	2.3	3.7	3.1	2.1	2.5	1.3	1.1	0.9	0.7
Number of employees	17.6	13.4	9.7	7.3	4.0	1.0	6.1	4.9	1.2	1.6	1.8	4.9	2.7	2.2	1.5	3.3	0.3	5.7	5.2	4.3	4.3	5.5	2.9	2.3	2.1
% y-o-y																									
Nominal unit labour costs in industry	-	-	2.5	7.8	2.4	-1.8	0.8	0.2	-3.5	-3.2	-3.3	-	-	-1.8	-2.9	-3.8	-4.7	1.8	2.0	2.7	3.1	3.3	3.7	3.9	3.8
% y-o-y																									
Aggregate labour productivity	4.0	3.9	4.8	6.5	8.7	8.8	8.1	7.3	7.8	8.3	7.9	7.4	3.7	3.0	35.9	39.5	-97.0	1.8	2.0	2.7	3.1	3.3	3.7	3.9	3.8
% y-o-y																									
ILO general unemployment rate	3.0	3.1	4.3	6.0	8.5	9.0	8.5	9.2	9.9	10.2	9.8	9.3	9.2	10.5	9.5	9.6	9.4	9.8	9.0	9.4	9.2	9.6	8.6	9.2	9.0
% average																									
Registered unemployment rate	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% average																									
PUBLIC FINANCE																									
Public finance deficit (ESA95)	-196.3	-51.2	-43.5	-98.5	-74.4	-78.5	-137.0	-163.0	-319.5	-79.9	-82.4	-68.6	-92.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
bn CZK, current p.																									
% nominal terms	-13.4	-3.1	-2.4	-5.0	-3.6	-3.7	-5.9	-4.8	-12.5	-2.9	-2.8	-2.7	-2.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Public debt (ESA95)	218.9	217.6	225.9	294.4	325.7	392.2	680.7	719.0	641.3	1011.5	1083.0	1093.3	1257.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
bn CZK, current p.																									
% nominal terms	15.0	13.1	12.7	15.0	16.0	18.2	26.3	29.8	36.8	36.8	36.8	34.9	37.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Public debt / GDP																									
EXTERNAL RELATIONS																									
Exports of goods	23.4	6.3	17.9	17.6	8.9	23.4	13.2	-1.2	9.3	-0.4	12.0	11.4	12.7	-0.5	-1.2	6.5	7.3	10.7	10						

Legend: NL = net loans; - = data are not available; * = data are available but not usually released; ** = ONS calculation; *** = in brackets are constant weights in actual consumer basket