

V Praze dne 21. července 2006

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

**7. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji**

**Stručný obsah – důvod předložení:**

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na II. pololetí 2006.  
Materiál se předkládá bez rozporu.

**Útvary, s nimiž byl materiál projednán:**

Sekce bankovních obchodů  
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

**Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:**

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

**Část I**

Předkládací zpráva

**Část II**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Příloha č. 2: Aktuální vývoj na trhu práce

Příloha č. 3: Nabídková strana ekonomiky

Příloha č. 4: Peníze a úvěry

Příloha č. 5: Nákladové faktory

Příloha č. 6: Platební bilance

Příloha č. 7: Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

Příloha č. 8: ČR a rozpočet EU

Příloha č. 9: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období

Příloha č. 10: Peníze a inflační rizika

Příloha č. 11: Rozšíření modelu o trh práce

**Část III**

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

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

## **Předkládací zpráva**

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na II. pololetí 2006. Obsahuje přílohy: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu, Aktuální vývoj na trhu práce, Nabídková strana ekonomiky, Peníze a úvěry, Nákladové faktory, Platební bilance, Aktuální vývoj na trhu nemovitostí, ČR a rozpočet EU, Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období, Peníze a inflační rizika a Rozšíření modelu o trh práce.

## O B S A H

|                                                                                            |               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>I. SHRUTÍ .....</b>                                                                     | <b>1</b>      |
| I.1 Předpoklady a počáteční podmínky prognózy .....                                        | 1             |
| I.2 Vyznění prognózy .....                                                                 | 2             |
| I.3 Alternativní scénáře .....                                                             | 5             |
| I.4 Srovnávací tabulka změn v prognóze .....                                               | 6             |
| <br><b>II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA .....</b>                                              | <br><b>9</b>  |
| II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí .....                                         | 9             |
| II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky .....                                          | 16            |
| II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení<br>současného hospodářského vývoje ..... | 17            |
| II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů .....                                             | 28            |
| II.5 Vyznění prognózy .....                                                                | 30            |
| <br><b>III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE .....</b>                                                 | <br><b>40</b> |
| III.1 Rizika základního scénáře .....                                                      | 40            |
| III.2 Prognózy ostatních institucí .....                                                   | 45            |

**Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu**

**Příloha č. 2: Aktuální vývoj na trhu práce**

**Příloha č. 3: Nabídková strana ekonomiky**

**Příloha č. 4: Peníze a úvěry**

**Příloha č. 5: Nákladové faktory**

**Příloha č. 6: Platební bilance**

**Příloha č. 7: Aktuální vývoj na trhu nemovitostí**

**Příloha č. 8: ČR a rozpočet EU**

**Příloha č. 9: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období**

**Příloha č. 10: Peníze a inflační rizika**

**Příloha č. 11: Rozšíření modelu o trh práce**

**Tabulkové přílohy**

# I. SHRnutí

## I.1 Předpoklady a počáteční podmínky prognózy

Očekávaný vývoj vnějšího prostředí je jedním ze základních předpokladů prognózy. Pro tento účel ČNB standardně využívá zejména publikaci Consensus Forecasts, shrnující předpovědi řady zahraničních analytických týmů. Aktuální prognóza je založena na červnových datech této publikace a tržních informacích platných v den jejího zjišťování;<sup>1</sup> počínaje červencem 2006 však při tvorbě referenčního scénáře došlo k určitým změnám v oblasti předpokladů o zahraničním vývoji. Vývoj ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR je nově vyjádřen pomocí efektivních ukazatelů HDP a cenového vývoje eurozóny, které nahrazují dosavadní ukazatele za Německo. Nově se součástí referenčního scénáře stává výhled cen ropy Brent, který jako indikátor vývoje cen energetických surovin nahrazuje výhled cen uralské ropy. Hodnocení zahraničního působení na vývoj české ekonomiky v nejbližším období je zhruba stejné jako v minulé prognóze, pro rok 2007 je poněkud méně proinflační.

Podle nového referenčního scénáře dosáhne letošní růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen eurozóny 1,8 % a v roce 2007 zrychlí na 2,2 %. Hlavním důvodem je podstatné urychlení růstu cen v Německu z titulu změny sazby DPH v roce 2007, které by však nemělo vytvářet tlak na zvýšení dovozních cen do ČR, a tento efekt je proto v prognóze očištěn. U efektivního ukazatele cen výrobců eurozóny očekáváme zpomalení růstu z letošních 4,6 % na 2,2 % v roce 2007. Hospodářský růst eurozóny v efektivním vyjádření se sníží z letošních 1,9 % na 1,5 % příští rok zejména v důsledku dopadů daňové změny na německou spotřebitelskou poptávku.

Výhled cen ropy Brent předpokládá mírný nárůst v horizontu jednoho roku, přičemž do konce roku 2007 by se cena měla pohybovat nad hranicí 70 USD/barel. Průměrná cena benzínu dosáhla ve druhém čtvrtletí hodnotu o 5,9 % vyšší, než předpokládal referenční scénář dubnové prognózy. Nový výhled cen benzínu se na celém horizontu zvýšil v průměru o 6 % a nadále předpokládá mírný růst cen.

Očekávané hodnoty kurzu USD/EUR odrážejí oslabení dolaru ve druhém čtvrtletí 2006 a zachovávají předpoklad jeho další pozvolné depreciae k úrovni 1,3 USD/EUR v horizontu jednoho roku. Trajektorie implikovaných jednoletých sazeb Euribor se oproti předpokladům minulé prognózy nepatrně snížila.

Vedle předpokladů o zahraničním ekonomickém vývoji je významným vstupem prognózy i předpoklad o působení domácí fiskální politiky. Aktuální prognóza nepřehodnocuje předpoklady o fiskálním vývoji a jeho vlivu na ekonomickou aktivitu v prognózovaném horizontu. Deficit veřejných financí v metodice ESA95 je předpokládán na úrovni 2,4 % HDP v roce 2006 a 3 % HDP v roce 2007. Po oba roky tak bude příspěvek fiskální politiky k růstu ekonomiky kladný. Na horizontu prognózy nadále není očekáván výraznější dodatečný fiskální stimul z titulu přílivu peněz z fondů Evropské unie.

---

<sup>1</sup> Pro stanovení referenčních trajektorií některých ekonomických veličin, které vstupují do prognózy, ale jejichž předpovědi nejsou v publikaci Consensus Forecasts obsaženy, je očekávaný vývoj odvozen z tržních kontraktů ke dni zjišťování referenční publikace. Jedná se o výhled sazeb 1R Euribor a výhled dolarových cen benzínu.



Dalším faktorem determinujícím vyznění prognózy je předpoklad o rovnovážných hodnotách klíčových makroekonomických veličin, především reálných úrokových sazeb a reálného kurzu, a o tempu růstu inflaci nezrychlujícího produktu. Z těchto hodnot je odvozena aktuální pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu a aktuální nastavení měnových podmínek. Vývoj rovnovážných veličin zároveň představuje rámec základního směřování prognózy. Stanovení počátečních podmínek prognózy a hodnot rovnovážných veličin vychází mimo jiné z analýzy údajů o minulém a aktuálním vývoji ekonomické aktivity, inflace, kurzu a úrokových sazeb. Tato analýza využívá vzájemných vazeb mezi uvedenými veličinami tak, jak je vnímá prognostický aparát ČNB.

Oproti minulé prognóze došlo pouze k mírné úpravě rovnovážných veličin. Odhad tempa rovnovážného reálného posilování leží aktuálně a na prognóze v intervalu 3,5 – 4 % s pozvolna klesající tendencí. Rovnovážná roční reálná úroková sazba peněžního trhu leží mírně pod 1 % a na prognóze se rovněž pozvolna snižuje. V souvislosti s revizí dat o HDP a s vysokými pozorovanými tempy ekonomického růstu při přetrvávající absenci výraznějších poptávkových tlaků dochází oproti minulé prognóze ke zvýšení předpokládaného dlouhodobého tempa růstu inflaci nezrychlujícího produktu na úroveň 5 %. V souvislosti s tím došlo k mírnému přehodnocení jeho aktuálního tempa nepatrně nad 5,5 %. Na horizontu prognózy toto tempo postupně klesá ke své dlouhodobé úrovni.

Dynamický vývoj ekonomické aktivity vedl v minulých čtvrtletích k rychlému uzavření mezery výstupu a ekonomika se v současnosti nachází nad hranicí inflaci nezrychlujícího produktu. V první polovině roku 2006 zůstává růst HDP tažen zlepšováním čistých vývozů, i když předstih dynamiky vývozu před dovozy se výrazně snížil. Zrychlil se růst investic a zároveň dochází i k oživení spotřeby. Příspěvek spotřeby vlády k růstu domácí poptávky byl zanedbatelný.

Spotřebitelské ceny rostly ve druhém čtvrtletí 2006 více, než předpokládala dubnová prognóza. Jejich vývoj byl nadále ve znamení protisměrného působení cen energií a ostatních dovozních cen, když výrazně protiinflačně působil kurz koruny. Rychleji, než bylo očekáváno, rostly zejména ceny potravin, regulované ceny a ceny pohonných hmot. Vývoj korigované inflace bez pohonných hmot naznačuje, že případné mírné proinflační tlaky z titulu rostoucí poptávky a inflačních očekávání jsou doposud vývojem kurzu zcela kompenzovány. Nicméně lze pozorovat první mírné náznaky zprostředkovaných dopadů růstu cen ropy a energií do spotřebitelských cen, i když zatím pouze v omezeném počtu položek.

Nastavení reálných měnových podmínek ve druhém čtvrtletí 2006, které ovlivňuje průběh hospodářského cyklu v následujících čtvrtletích, lze charakterizovat v souhrnu jako neutrální až velmi mírně přísné, což je především odrazem zpřísnění kurzové složky během roku 2006. Působení úrokové složky je vnímáno jako neutrální až slabě uvolněné již několik čtvrtletí.

## **I.2 Vyznění prognózy**

Současná prognóza částečně mění pohled na předpokládaný vývoj ekonomického růstu, jeho struktury a výstupové mezery v letech 2006 a 2007. Za touto změnou stojí zejména pokračující rychlá dynamika ekonomické aktivity v posledních čtvrtletích, která se promítla do zvýšení odhadovaného tempa růstu inflaci nezrychlujícího produktu i do přehodnocení počáteční mezery výstupu do více kladných hodnot. Vliv zpřísněné kurzové složky měnových podmínek a slabé zahraniční konjunktury bude působit proti dalšímu růstu mezery výstupu, k jejímu udržení v kladných hodnotách ale přispěje postupné uvolňování měnových podmínek

i pozitivní příspěvek fiskálu. Reálný HDP tak v roce 2006 poroste průměrným ročním tempem 6,6 % a v roce 2007 tempem 5,1 %.

Spotřeba domácností bude v nejbližších čtvrtletích zrychlovat zejména díky pozitivnímu vývoji na trhu práce. I přes zpomalování růstu zaměstnanosti a tlumící účinky zaměstnávání osob s nižšími mzdovými nároky se růst mezd a platů v podnikatelském sektoru v letech 2006 a 2007 udrží na vysokých hodnotách. Výrazný růst transferů v roce 2007 přispěje k dalšímu zrychlení růstu nominálního disponibilního důchodu. V reálném vyjádření však bude růst disponibilního důchodu tlumen vyšší inflací. Zpožděné působení uvolněné úrokové složky měnových podmínek se odrazí v poklesu hrubé míry úspor pod 7 % a umožní tak růst reálných spotřebitelských výdajů o 3,8 % v letech 2006 i 2007. Prognóza nominálních výdajů na spotřebu vlády nebyla výrazněji přehodnocena, v reálném vyjádření však byla snížena v důsledku přehodnocení deflátoru. V roce 2006 tak poroste tempem 0,4 % a v roce 2007 poklesne o 1,2 %.

Dynamika tvorby hrubého fixního kapitálu se v prognózovaném období udrží zhruba na současných hodnotách. V soukromém sektoru bude investiční aktivita nadále podporována zejména přílivem přímých zahraničních investic, proti vyššímu růstu bude působit postupné zpříšňování reálných úrokových sazeb. V obou letech je očekáván i kladný příspěvek investičních výdajů veřejného sektoru. Tvorba hrubého fixního kapitálu vzroste o 7,2 % v roce 2006 a o 6,0 % v roce 2007.

Trendový růst exportní výkonnosti spojený s přílivem přímých zahraničních investic a souvisejícími změnami na nabídkové straně ekonomiky bude pokračovat i ve druhém pololetí roku 2006 a v roce 2007. Oživení zahraniční poptávky v první polovině roku 2006 a náběh nových exportně orientovaných kapacit napomůže meziročnímu zrychlení tempa růstu reálných vývozu v roce 2006 na úroveň 14 % i přes přísný reálný kurz. Postupné uvolnění reálného kurzu na prognóze naopak nebude plně kompenzovat ochlazení zahraniční konjunktury v roce 2007 a růst reálných vývozu zpomalí na úroveň mírně pod 10 %. Zrychlení domácí poptávky, a zejména domácí investiční aktivity, se v roce 2006 projeví ve zvýšení ročního tempa růstu reálných dovozu nad 12 %. V roce 2007 dojde k mírnému zpomalení tempa na 8,3 %. Díky udržení předstihu růstu reálných vývozu před dovozy dojde v roce 2006 k dalšímu snížení deficitu čistého vývozu ve stálých cenách; v roce 2007 již bude dosaženo přebytku.

Na horizontu prognózy se kurz koruny vůči euru bude pohybovat poblíž současných hodnot, přičemž depreciační tlaky plynoucí z negativního úrokového diferenciálu vůči zahraničí při vyšší domácí inflaci budou vyváženy vlivem dlouhodobého rovnovážného zhodnocování reálného kurzu.

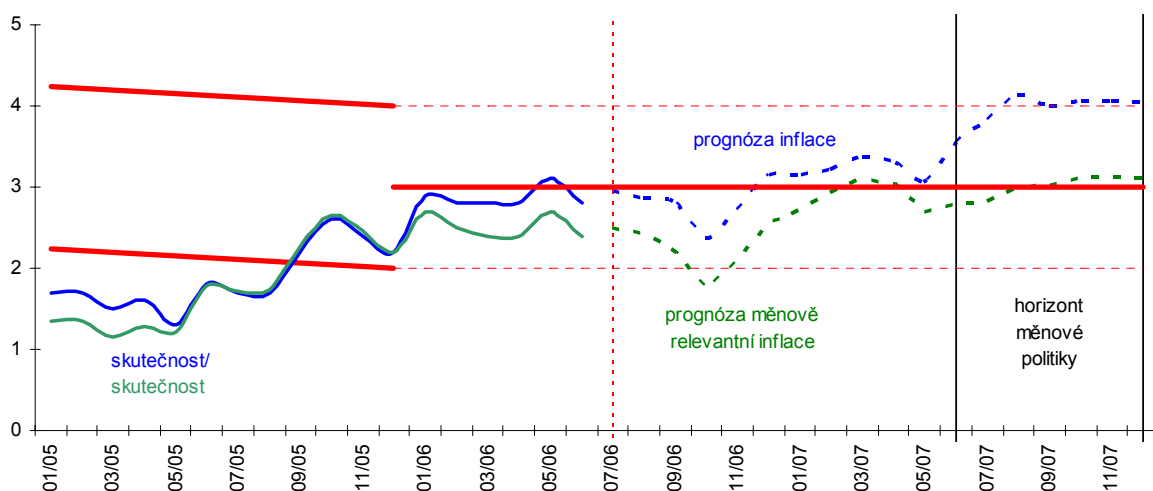
Očekávaný vývoj inflace je dán souběhem vývoje poptávkových tlaků vyplývajících z reálné ekonomické aktivity, dovezené inflace a ostatních exogenních faktorů. Predikce inflace pro roky 2006 a 2007 byla mírně zvýšena. V nejbližším horizontu toto přehodnocení odráží zejména vyšší než očekávaný růst cen potravin a regulovaných cen ve druhém čtvrtletí letošního roku. K vyšší inflaci také přispěje více proinflační vývoj nákladových a poptávkových faktorů v celém predikčním horizontu a mírné zvýšení výhledu administrativních cen pro rok 2007. Ve zbytku roku 2006 se inflace bude pohybovat mírně pod úrovní 3 %, v průběhu roku 2007 se však dále zvyšuje a na horizontu měnové politiky leží v těsné blízkosti horní hranice tolerančního pásma bodového inflačního cíle.

Spotřebitelská inflace bude v letech 2006 a 2007 zásadně ovlivněna růstem regulovaných cen a dopadem změn nepřímých daní (harmonizační změny spotřebních daní na tabákové výrobky). Celkový příspěvek administrativních vlivů, tedy změn nepřímých daní a regulovaných cen, k meziroční inflaci dosáhne ke konci obou let výše zhruba 1,9 procentního bodu. Korigovaná inflace bude v průběhu prognózovaného období zrychlovat v důsledku růstu inflačních očekávání, odeznívání protiinflačního působení kurzu a mírně proinflačních tlaků z reálné ekonomiky. Stejně jako v minulé prognóze je uplatněn předpoklad pouze částečného promítání sekundárních dopadů růstu cen energií a regulovaných cen do ostatních cenových okruhů. Rychlejší než dosud pozorovanou dynamiku si udrží i ceny potravin. Průměrné tempo inflace v roce 2006 dosáhne 2,8 % a v roce 2007 se zvýší na 3,7 %.

Na primární dopady nepřímých daní, jejichž vliv je výrazný zejména v roce 2007, kdy dosahuje téměř jednoho procentního bodu, je standardně aplikován institut výjimek. Po očištění o tyto vlivy se inflace, na kterou měnová politika reaguje, v horizontu měnové politiky pohybuje v těsné blízkosti bodového inflačního cíle.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb.

**Graf: Prognóza inflace**



## Aktuální prognóza a její změny oproti 4. SZ 2006

| I.   |                                    | 2Q2006 | 7. SZ  | 4. SZ  |        |        |        |     |
|------|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
|      | Mezera výstupu                     |        | 0,9    | -0,1   |        |        |        |     |
|      | RIR gap (příspěvek do RMCI gap)    |        | -0,1   | -0,1   |        |        |        |     |
|      | RER gap (příspěvek do RMCI gap)    |        | 0,2    | 0,2    |        |        |        |     |
|      | RMCI gap                           |        | 0,1    | -0,1   |        |        |        |     |
| II.  |                                    | 3Q2006 | 4Q2006 | 1Q2007 | 2Q2007 | 3Q2007 | 4Q2007 |     |
|      | CPI                                | 7. SZ  | 2,8    | 2,7    | 3,2    | 3,3    | 4,0    | 4,1 |
|      |                                    | 4. SZ  | 2,6    | 2,4    | 2,8    | 3      | 3,8    | 3,9 |
|      | Mezera výstupu                     | 7. SZ  | 0,6    | 0,3    | 0,2    | 0,3    | 0,3    | 0,3 |
|      |                                    | 4. SZ  | -0,3   | -0,3   | -0,1   | 0,1    | 0,3    | 0,3 |
|      | HDP                                | 7. SZ  | 6,5    | 5,6    | 4,9    | 4,8    | 5,2    | 5,4 |
|      |                                    | 4. SZ  | 5,9    | 5,2    | 5,0    | 5,3    | 5,6    | 5,5 |
|      | Implikované sazby                  | 7. SZ  | 2,5    | 2,9    | 3,1    | 3,5    | 3,9    | 4,2 |
|      |                                    | 4. SZ  | 2,4    | 2,7    | 2,8    | 3,2    | 3,6    | 4,0 |
| III. |                                    | 2006   | 2007   |        |        |        |        |     |
|      | Průměrná nom. mzda ve sled. org.   | 7. SZ  | 6,6    | 6,9    |        |        |        |     |
|      |                                    | 4. SZ  | 5,8    | 6,6    |        |        |        |     |
|      | Průměrná reálná mzda ve sled. org. | 7. SZ  | 3,6    | 3,2    |        |        |        |     |
|      |                                    | 4. SZ  | 3,1    | 3,5    |        |        |        |     |
|      | Míra nezaměstnanosti*              | 7. SZ  | 8,9    | 8,7    |        |        |        |     |
|      |                                    | 4. SZ  | 9,2    | 9,0    |        |        |        |     |
|      | BÚ/HDP v b.c.                      | 7. SZ  | -3,0   | -2,1   |        |        |        |     |
|      |                                    | 4. SZ  | -2,2   | -1,5   |        |        |        |     |

\*/ Registrovaná míra nezaměstnanosti (průměr za období)

Komentář k tabulce:

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

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

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

## I.3 Alternativní scénáře

Při zpracování prognózy byly připraveny dvě citlivostní analýzy. První ošetřuje nejistotu ve výhledu zahraničních úrokových sazeb a druhá standardně analyzuje dopad kurzové odchylky do vyznění prognózy. Zároveň byl zpracován alternativní scénář reagující na obecné riziko správného určení inflačních tlaků z reálné ekonomiky.

Inflační tlaky z reálné ekonomiky se odrážejí v mezeře reálných mezních nákladů, která obsahuje náklady plynoucí z objemu produkce při klesajících výnosech z rozsahu (mezera

výstupu) a náklady výrobního faktoru práce na jednotku produkce (mezera reálné mzdy). Současný jádrový predikční model ČNB předpokládá procyklické chování reálných mezd a aproximuje mezeru reálných mezních nákladů pouze mezerou výstupu. Alternativní scénář používá jádrový predikční model rozšířený o mzdové náklady v podmínkách strnulých nominálních mezd, který uvolňuje předpoklad o procyklickém vývoji reálných mezd a umožňuje odhad počátečních podmínek a modelování inflačních tlaků pomocí obou složek reálných mezních nákladů.

Při téměř shodném nastavení reálných měnových podmínek jako v základním scénáři alternativa identifikuje také podobnou mezeru výstupu. Působení mezery reálné mzdy je hodnoceno jako protiinflační, i přes mírné zrychlení růstu nominálních mezd v posledním období. Reálné mzdy se nacházejí pod svou rovnovážnou úrovní a nevytvářejí pro výrobce tlak na zvyšování cen. Mezera celkových reálných mezních nákladů je tak v současnosti jenom velmi mírně proinflační a inflační tlaky jsou oproti základnímu scénáři nižší.

V alternativní prognóze zůstává mezera reálných mezd v důsledku strnulosti nominálních mezd při zrychlující inflaci záporná a reálné mezní náklady po většinu prognózovaného horizontu vytvářejí spíše protiinflační tlaky, které působí proti zvyšujícím se inflačním očekáváním a tlumí růst inflace. Prognóza celkové inflace i inflace očištěné o primární vlivy změn daní je v alternativě oproti základnímu scénáři prognózy mírně nižší. Trajektorie sazeb však zůstává rostoucí.

## **I.4 Srovnávací tabulka změn v prognóze**

Následující část shrnutí přináší srovnání současné a minulé prognózy. Kvantifikuje vlivy jednotlivých faktorů, které byly v aktuální prognóze změněny. Srovnání je provedeno pro celkovou inflaci, korigovanou inflaci bez cen pohonných hmot, mezeru výstupu a tříměsíční úrokové sazby.

Trajektorie úrokových sazeb konzistentní se základním scénářem prognózy leží na celém horizontu prognózy výše než ve 4. SZ 2006. Důvodem je vyšší měnověpolitická inflace, tj. inflace, na kterou měnová politika reaguje, aktuální průběh hospodářského cyklu a také vyšší úroveň politicky neutrální sazby.

Působení **Efektu historických dat, exogenních faktorů a NTF** je spíše protiinflační, zvláště pak na delším konci predikčního horizontu. Tento posun je způsoben zejména efektem historických dat. Dopad změny historických dat působí na celkovou inflaci protiinflačně, především díky počáteční podmínce dovozních cen potravin. Stejným směrem ovlivňuje celkovou inflaci i apreciovanější měnový kurz. Mezera výstupu se na prognóze v důsledku nových dat (zejména apreciovanějšího kurzu) posouvá mírně směrem dolů. Měnová politika reaguje na tyto změny nižšími úrokovými sazbami. Exogenní faktory působí nepatrně protiinflačně, když posun trajektorie 1R Euribor zejména v roce 2007 mírně směrem dolů přispívá k poklesu domácích úrokových sazeb. Změna NTF naopak působí směrem proinflačním, zejména díky predikci cen potravin a cen pohonných hmot, přestože v něm obsažená složka korigované inflace bez PH má efekt protiinflační. Mezera výstupu se vlivem NTF nepatrně snižuje.

V oblasti dopadů změn nepřímých daní došlo v porovnání s dubnovou SZ k jedné změně. Bylo rozhodnuto o snížení DPH u kávy, čaje a cukrovinek z 19 na 5 %, což by se mělo

v inflaci odrazit od srpna 2006. Tato změna DPH se projeví mírným snížením celkové inflace (viz řádek **Efekty daní**).

Ve směru mírného zvýšení prognózy inflace působí přehodnocení prognózy regulovaných cen (viz řádek **Efekty regulovaných cen**). Tento posun je způsoben rozhodnutím o odlišném výpočtu maximálního růstu cen regulovaného nájemného oproti původnímu vládnímu návrhu, což povede k vyššímu růstu regulovaného nájemného od ledna 2007.

Ve srovnání s minulou prognózou došlo k úpravě odhadu rovnovážných trajektorií (viz část II.4), která měla pouze zanedbatelný vliv na počáteční nastavení obou složek reálných měnových podmínek. Spolu s přehodnocením počáteční podmínky mezery výstupu<sup>2</sup> k vyšším kladným hodnotám působí směrem proinflačním. V nejbližším období je mezera výstupu výše a přispívá tak k růstu inflace a tím i úrokových sazeb (viz **Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu**).

Souhrnný dopad expertních úprav má na prognózu celkové inflace téměř nulový vliv (viz **Efekty expertních úprav**). V aktuální prognóze došlo, jako ve dvou předešlých, ke snížení propagace vlivu nákladových faktorů do inflačních očekávání na polovinu standardní modelové kalibrace. Očekávaný příspěvek nákladových faktorů k růstu inflace zůstává přibližně stejný jako v předchozí SZ. Uvedená expertní úprava tak nemá v podstatě vliv na změnu prognózy. Předpoklady o fiskálním vývoji v letech 2006 a 2007 se nemění.

Oproti dubnové prognóze došlo v jádrovém predikčním modelu k několika úpravám, které v souhrnu znamenaly pouze nepatrný posun prognózy (viz řádek **Efekt změny modelu**). Efekt změny modelu zahrnuje změnu modelové rovnice dovozních cen energií a přechod na efektivní ukazatele zahraničního ekonomického vývoje.

Domácí ceny energií jsou v modelu QPM odvozovány od dovozních cen energií, do kterých v předešlých verzích modelu vstupovala cena ropy uralské. Od 7. SZ jsou dovozní ceny energií odvozeny od cen pohonných hmot z burz ARA. Tato modelová změna měla na prognózu zanedbatelný efekt.

Přechod na efektivní ukazatele zahraničního ekonomického vývoje měl téměř nulový vliv na vyznění modelové prognózy. Systematické odchylky mezi starými a novými ukazateli byly promítnuty do změny nastavení rovnovážných veličin se zanedbatelným dopadem na prognózu. Očekávané daňové úpravy v Německu, se kterými bylo kalkulováno již v dubnové SZ, byly patřičně očištěny z efektivního ukazatele CPI.

| <i>Celková meziroční inflace [%]</i>                | <b>06q3</b> | <b>06q4</b> | <b>07q1</b> | <b>07q2</b> | <b>07q3</b> | <b>07q4</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Efekt změny modelu                                  | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        |
| Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF   | 0,2         | 0,1         | 0,0         | -0,2        | -0,4        | -0,3        |
| Efekty rovnovážných trajektorií a počátečního stavu | 0,1         | 0,2         | 0,4         | 0,5         | 0,5         | 0,4         |
| Efekty daní                                         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | 0,0         |
| Efekty regulovaných cen                             | 0,0         | 0,0         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Efekty expertních úprav                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Celkový posun oproti 4, SZ 2006</b>              | <b>0,2</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,2</b>  |

<sup>2</sup> Důvody jsou podrobněji popsány v částech II.3 a II.4.

| <i>Korigovaná meziroční inflace bez PH [%]</i>      | <b>06q3</b> | <b>06q4</b> | <b>07q1</b> | <b>07q2</b> | <b>07q3</b> | <b>07q4</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Efekt změny modelu                                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF   | -0,3        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,3        | -0,2        |
| Efekty rovnovážných trajektorií a počátečního stavu | 0,2         | 0,4         | 0,6         | 0,8         | 0,8         | 0,7         |
| Efekty daní                                         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty regulovaných cen                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty expertních úprav                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Celkový posun oproti 4. SZ 2006</b>              | <b>-0,2</b> | <b>-0,1</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,5</b>  |

| <i>Mezera výstupu [%]</i>                           | <b>06q3</b> | <b>06q4</b> | <b>07q1</b> | <b>07q2</b> | <b>07q3</b> | <b>07q4</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Efekt změny modelu                                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF   | -0,1        | -0,3        | -0,2        | -0,1        | 0,0         | 0,1         |
| Efekty rovnovážných trajektorií a počátečního stavu | 1,0         | 0,8         | 0,6         | 0,4         | 0,2         | 0,0         |
| Efekty daní                                         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty regulovaných cen                             | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        |
| Efekty expertních úprav                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Celkový posun oproti 4. SZ 2006</b>              | <b>0,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,0</b>  |

| <i>3 měsíční úroková sazba [%]</i>                  | <b>06q3</b> | <b>06q4</b> | <b>07q1</b> | <b>07q2</b> | <b>07q3</b> | <b>07q4</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Efekt změny modelu                                  | -0,1        | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF   | -0,2        | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,5        |
| Efekty rovnovážných trajektorií a počátečního stavu | 0,3         | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,6         | 0,5         |
| Efekty daní                                         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Efekty regulovaných cen                             | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,1         | 0,1         |
| Efekty expertních úprav                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Celkový posun oproti 4. SZ 2006</b>              | <b>0,2</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,2</b>  |

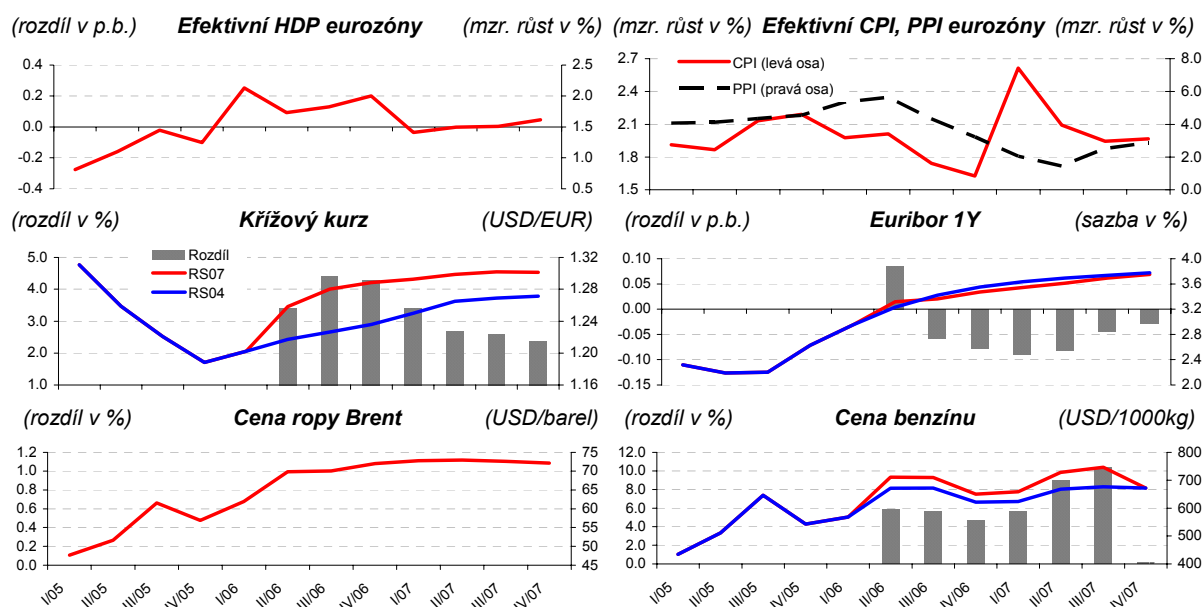
## II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA

### II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí

Nová data potvrzují optimistický krátkodobý scénář pro eurozónu i Německo, zatímco Spojené státy jsou již pravděpodobně na začátku ekonomického zpomalení. Klíčovým tématem zůstává vývoj cen a reakce centrálních bank. Nová geopolitická rizika mohou přinést nárůst cen ropy a tedy i inflačních rizik. Do konce roku se očekává zvýšení sazeb v eurozóně, USA, Japonsku i v mnoha dalších zemích a vyšší výnos bezpečných aktiv může změnit strategie na finančních trzích. Rozvíjející se trhy už nemusí být zajímavou investiční alternativou, stejným směrem jde i vývoj ve středoevropském regionu.

#### Nový referenční scénář a změny od poslední prognózy

Nový referenční scénář (RS07) byl standardně připraven na základě červnového Consensus Forecasts (CF06), dochází však ke změně v používaných ukazatelích zahraničního vývoje. Vývoj ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR je nově zachycen pomocí efektivních ukazatelů HDP a cenového vývoje eurozóny, které nahrazují dosavadní ukazatele za Německo (viz **Box: Efektivní ukazatele zahraničního vývoje**). Nově se součástí referenčního scénáře stává výhled cen ropy Brent (viz **Box: Ceny ropy a benzínu v prognóze ČNB**), který jako indikátor obecného cenového vývoje energetických surovin v prognostickém aparátu ČNB nahrazuje výhled cen ropy uralské a WTI.



Dle nového referenčního scénáře by měl růst *efektivního ukazatele spotřebitelských cen* eurozóny dosáhnout 1,8 % v tomto roce a v roce 2007 dále zrychlit na 2,2 %. Hlavním důvodem zůstává podstatné urychlení růstu cen v Německu z titulu změny sazby DPH v roce 2007. V případě *efektivního ukazatele cen výrobců* eurozóny očekáváme zpomalení růstu z letošních 4,6 % na 2,2 % v roce 2007. *Hospodářský růst eurozóny* v efektivním vyjádření by měl klesnout z letošních 1,9 % na 1,5 % příští rok zejména díky vývoji v Německu.

Výhled *cen ropy Brent* předpokládá mírný nárůst v horizontu jednoho roku, přičemž do konce roku 2007 by se cena měla pohybovat nad hranicí 70 USD/b. Mírný nárůst se očekává i u *cen benzínu*. Ve druhém čtvrtletí dosáhla průměrná cena benzínu hodnoty o 5,9 % vyšší,



než předpokládal referenční scénář dubnové prognózy (RS04). Také nový výhled je na celém horizontu v průměru 6 % nad RS04.

Průměrná hodnota *kurzu USD/EUR* byla ve 2.Q 2006 o 3,4 % depreciovanější, než předpokládal RS04. Nový referenční scénář předpokládá další oslabení dolaru a v horizontu jednoho roku by se měl dolar pohybovat okolo 1,3 USD/EUR. Ve srovnání s RS04 leží nová trajektorie v průměru o 3,3 % na slabší hladině.

Trajektorie implikovaných jednoletých sazeb *Euribor* se oproti RS04 posunula nepatrně směrem dolů a na konci horizontu předpovědi by sazba měla dosáhnout 3,7 %. Ve druhém čtvrtletí činila průměrná hodnota jednoleté sazby 3,3 %, což je o 10 b.b. nad RS04.

Referenční scénář pro červencovou prognózu vychází z CF06 a tržních kontraktů kotovaných v den jeho zjišťování. Předpovědi červencového Consensus Forecasts (CF07) byly zveřejněny po dokončení prognózy a nejsou v ní tedy zahrnuty. Kromě zvýšení očekávání inflace cen výrobců v obou prognózovaných letech nepřinesl CF07 významné změny. Výhledy efektivní spotřebitelské inflace a růstu HDP pro rok 2006 byly přehodnoceny mírně nahoru, předpověď pro rok 2007 změn nedoznala. Očekávaný kurz dolaru zůstává prakticky nezměněn. Výhled ceny ropy Brent se posunul výše o 3,5 % na celém horizontu. Výrazněji výše se posunula tržní očekávání sazeb *Euribor*; implikované sazby 1R *Euribor* by měly růst až na 4 % v roce 2007, což je cca 30 b.b. nad RS07.<sup>3</sup>

#### **Box: Efektivní ukazatele zahraničního vývoje**

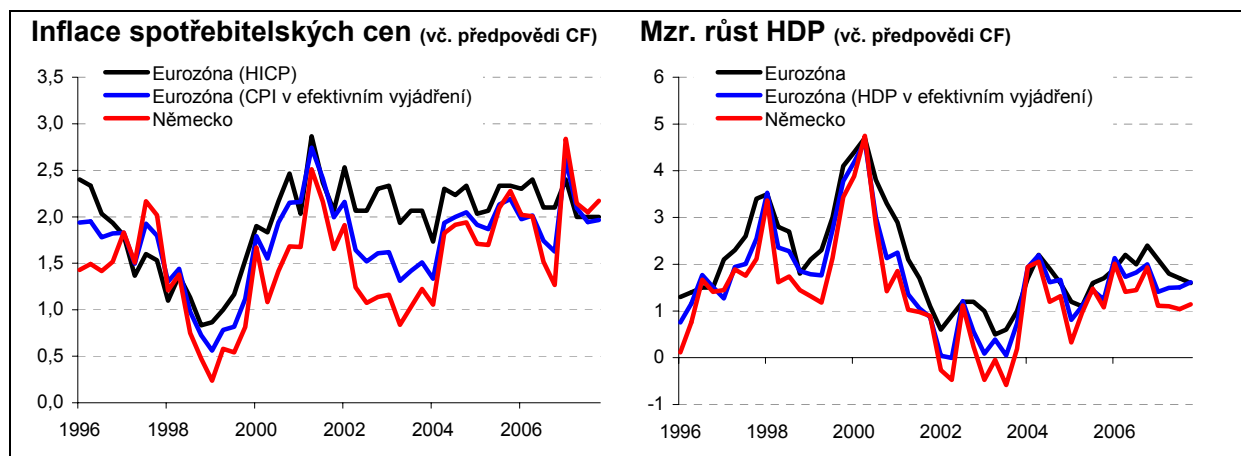
Počínaje červencem 2006 je prognóza ČNB v oblasti předpokladů o zahraničním vývoji založena na efektivních ukazatelích eurozóny. Efektivní ukazatele eurozóny (11 členských zemí bez Lucemburska) oproti dosud používaným ukazatelům vývoje německé ekonomiky úplněji popisují zahraniční vývoj. Fixní váhy, pomocí kterých se efektivní ukazatele počítají, jsou pro jednotlivé země stanoveny podle průměrného podílu dané země na zahraničním obchodě s ČR v roce 2005 (Německo – 60,6 %, Rakousko – 10,1 %, Itálie – 8,1 %, Francie – 7,3 %, ostatní země – méně než 5 %).

Pro potřeby predikce jsou sestavovány efektivní ukazatele HDP, inflace spotřebitelských cen a cen výrobců. Historické řady pro efektivní spotřebitelskou inflaci a HDP jsou počítány na základě dat národních statistických úřadů, efektivní inflace cen výrobců je založena na harmonizovaných datech Eurostatu. Predikce všech těchto ukazatelů jsou odvozeny z předpovědi Consensus Forecasts.

Jak je zřejmé z grafů, efektivní ukazatele mají podobný vývoj jako původně používané ukazatele pro Německo. V průměru za celé období jsou však efektivní inflace i růst HDP mírně vyšší než údaje za Německo, ale nižší než standardní ukazatele eurozóny. Zavedení agregátu zahrnujícího více zemí tlumí dopady specifických faktorů, jako je změna sazby DPH v Německu, na zahraniční inflaci a zahraniční poptávku. Rozdíl jednotlivých efektivních ukazatelů oproti standardním ukazatelům eurozóny je dán zejména rozdílnými vahami, ale u spotřebitelské inflace i konkrétním použitým indexem (pro výpočet efektivního ukazatele jsou použity indexy CPI pro jednotlivé země, nikoliv indexy HICP).

Adekvátně pozorovaným rozdílům mezi efektivními ukazateli a ukazateli pro SRN byly v jádrovém predikčním modelu upraveny rovnovážné veličiny tak, aby nedošlo k neopodstatněnému posunu v pohledu na minulý a budoucí vývoj.

<sup>3</sup> Tržní vývoj je v rozporu s očekáváními analytiků; CF07 zvýšil výhled 3M sazeb pouze o 0,1 p.b. a výhled dlouhého konce výnosové křivky nezměnil.

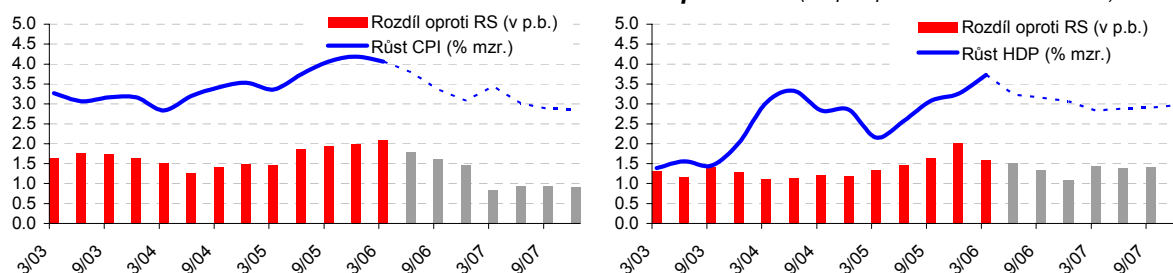


## Vývoj v zahraničí

V souvislosti se zavedením efektivních ukazatelů eurozóny jsme nahradili popis efektivních ukazatelů pro původní země EU a nové členské státy popisem efektivních ukazatelů pro všechny obchodní partnery (celkem 73 zemí) a pro středoevropské ekonomiky (Slovensko, Maďarsko a Polsko). Váhy jednotlivých zemí jsou určeny podle podílu na zahraničním obchodě s ČR. Předpovědi jsou opět odvozeny z publikací Consensus Forecasts<sup>4</sup>. Tento pohled je širší než náhled referenčního scénáře a může tak odkrýt rizika v něm nezachycená<sup>5</sup>.

Hodnoty efektivních ukazatelů inflace i růstu HDP jsou při zahrnutí **všech obchodních partnerů** dlouhodobě vyšší než odpovídající efektivní ukazatele za eurozónu, proto je při analýze nutné se zaměřit na odchylky od tohoto dlouhodobého trendu. U obou efektivních indikátorů se na základě CF06 očekává pokles – snížení inflace ze současných vysokých hodnot nad 4 % o jedno procento níže do konce roku 2007 a pokles růstu HDP na hladinu okolo 3 % v roce 2007. Zatímco zpomalení růstu HDP je v souladu s referenčním scénářem, u inflace je patrný rozdíl v trendu díky vlivu změny sazby DPH v Německu.

### Efektivní ukazatele růstu CPI a HDP všech obchodních partnerů (vč. předpov. Consensus Forecasts)



V červenci efektivní kurz koruny v nominálním i reálném vyjádření stagnoval, ale v následujících měsících by se podle CF06 měl vrátit na své dlouhodobé rostoucí trajektorie. Ty jsou i nadále nad predikcí ČNB, která v krátkém horizontu předpokládá mírné oslabení domácí měny.

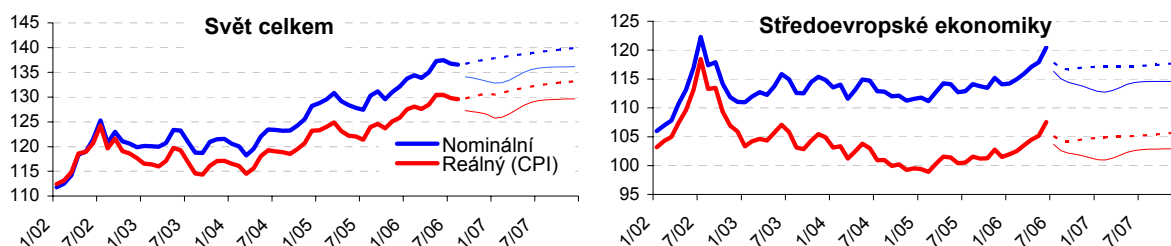
Prudké posílení koruny vůči koši měn ostatních středoevropských ekonomik bylo způsobeno nejistotou na finančních trzích a novými politickými a ekonomickými riziky (reforma

<sup>4</sup> Pro agregát všech obchodních partnerů je k dispozici předpověď pouze pro 59 ze 73 zemí.

<sup>5</sup> Celkový agregát není v prognóze používán, protože ta vyžaduje použití konzistentních ukazatelů zahraničního ekonomického vývoje, inflace, kurzu a sazeb.

veřejných financí v Maďarsku, politická nejistota v Polsku a na Slovensku). Consensus Forecasts očekává korekci tohoto vývoje, po které bude následovat jen pozvolná nominální i reálná aprece domáci měny.

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



## Eurozóna<sup>6</sup>

V 1.Q 2006 dosáhl růst HDP eurozóny 2,0 %, což je o 0,1 p.b. více než dříve zveřejněný první odhad. Struktura růstu se ale výrazně nemění – hlavním zdrojem zůstává spotřeba domácností, zatímco příspěvek investic se zvýšil jen nepatrně. Podle CF06 by měl hospodářský růst eurozóny dosáhnout 2,1 % letos a 1,8 % v příštím roce. Krátkodobé růstové vyhlídky zůstávají pozitivní, i když chybí výraznější potvrzení dlouhodobého ekonomického oživení. Index podnikatelského klimatu Ifo posílil nad očekávání trhu přes stále vysoké ceny ropy a relativně silné euro. V červenci opět překvapil index sentimentu ekonomických očekávání ZEW, který signalizoval oslabení růstu. Situace na trhu práce se zlepšila, když míra nezaměstnanosti v květnu opět klesla; na úrovni 7,9 % je tak 0,7 p.b. pod úrovní stejného období minulého roku.

Meziroční růst spotřebitelských cen podle předběžného odhadu setrval v červnu na úrovni z předchozího měsíce (2,5 %). Naopak růst cen výrobců se opět zvýšil a v květnu dosáhl 6 %. Riziko inflace a zvyšující se tempo růstu peněžní zásoby významně vnímá Evropská centrální banka. V červenci ponechala ECB sazby beze změny, ale naznačila, že v srpnu hodlá přikročit k jejich dalšímu zvýšení.

V Německu červnový růst spotřebitelských cen zůstal na úrovni 2 %. Tempo růstu cen výrobců ale nadále zůstává mírně nad průměrem eurozóny (6,2 % v květnu). Také trh práce se díky strukturálním změnám (zčásti také díky světovému šampionátu) lepší. Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti v červnu klesla na 10,9 % (z 11 % v květnu a 11,7 % ve stejném období minulého roku), což by mohlo mít, společně s očekávanou změnou sazby DPH od ledna příštího roku, v současnosti významný vliv na soukromou spotřebu. Pozitivní situaci v průmyslu signalizují výsledky červnového šetření Ifo a květnový růst průmyslové výroby (1,5% nárůst oproti předchozímu měsíci), který výrazně předčil očekávání.

## Spojené státy

Podle revidovaných údajů vzrostl americký HDP v 1.Q 2006 meziročně o 3,7 % hlavně díky vysokému přírůstku spotřeby domácností a soukromých investic. Do konce příštího roku bude podle CF06 růst zpomalovat až těsně pod 3 % (na celoroční průměr 3,4 %). Hlavním faktorem bude oslabení dynamiky spotřeby domácností, které je signalizováno údaji o výdajích na osobní spotřebu za duben a květen. Proti ochlazení trhu rezidenčních nemovitostí, který patřil

<sup>6</sup> V této části jsou pro srovnání uvedeny standardní údaje za celou eurozónu, popis efektivních ukazatelů se nachází v části **Nový referenční scénář a změny od poslední prognózy**.

doposud k hlavním tahounům spotřebitelské poptávky, působí růst zaměstnanosti.<sup>7</sup> Výsledky šetření spotřebitelské a podnikatelské důvěry dávají poněkud nejasný obraz, zhruba polovina se jich v posledních týdnech zlepšila a druhá polovina zhoršila. Přes vysoký růst spotřebitelských cen i jádrové inflace (v květnu 4,2 % a 2,4 %) nedošlo k výraznému zvýšení inflačních očekávání a jednotkové mzdové náklady rostou umírněně. Hlavními riziky pro inflační vývoj jsou vysoké využití kapacit (v květnu 81,7 %) a ceny energií a surovin.

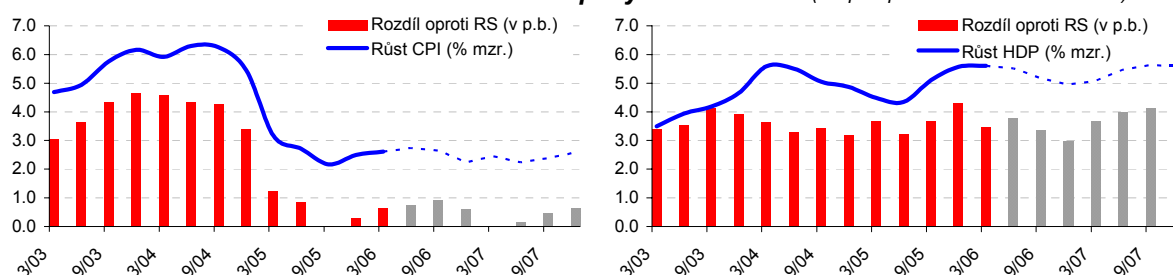
Vysoký ekonomický růst doprovázený vysokou inflací přiměl FOMC na svém zasedání 29.6. již po sedmákrát zvýšit svou základní sazbu o 0,25 p.b. na 5,25 %. Zvýšení bylo trhy vesměs očekáváno, ale překvapením byl doprovodný komentář. Fed naznačil, že další zpřísnění měnové politiky není bezpodmínečně nutné a bude záležet na nových údajích o růstu a inflaci. Fed již v současnosti pozoruje náznaky postupného snižování růstu k dlouhodobě udržitelné úrovni v důsledku ochlazování na trhu bytových nemovitostí a zpožděnému efektu vyšších úrokových sazeb i cen energií a surovin. Pokles dynamiky HDP pak povede podle Fedu k utlumení současných inflačních tlaků.

Americký dvojí deficit zůstává základním makroekonomickým problémem, i když v obou případech došlo v 1.Q 2006 k mírnému zlepšení. Údaje z národních účtů o vnějším sektoru ukazují, že v porovnání se 4.Q 2005 se v 1.Q 2006 snížil deficit běžného účtu o 14 mld. USD a deficit obchodní bilance o 4 mld. USD. Deficit federální vlády byl za prvních 8 měsíců fiskálního roku 2006 o 45 mld. USD nižší než v předchozím roce.

## Středoevropský region

Ve srovnání s eurozónou v efektivním vyjádření dosahují středoevropské ekonomiky mnohem vyššího růstu při téměř shodné úrovni inflace jako v eurozóně (zejména díky nízké inflaci v Polsku). Data květnového výhledu Eastern European Consensus Forecasts (EECF05) indikují udržení efektivní inflace mezi 2 – 3 % do konce roku 2007, zatímco růst HDP zůstane nad hranicí 5 %. Červencová předpověď však zahrne i nové informace o vývoji v regionu (zejména v Maďarsku) a lze tak očekávat zvýšení výhledu efektivní inflace a snížení výhledu efektivního růstu HDP. Trhy již upravily náhled na region, což vedlo k oslabení středoevropských měn.

**Efektivní ukazatele růstu CPI a HDP středoevropských ekonomik** (vč. předpov. Consensus Forecasts)



Tempo **polského** hospodářského růstu se v průběhu roku 2005 postupně zvyšovalo a v 1.Q 2006 dosáhlo 5,2 % zejména díky vysokému přírůstku investic a spotřeby domácností. O pokračování velmi silného oživení svědčí rovněž rekordní růst průmyslové produkce v květnu (19,1 %). Přírůstek HDP ve 2.Q 2006 se očekává také okolo 5 %. Podle šetření EECF05 bude velmi rychlý ekonomický růst (meziročně 4,5 % – 5 %) pokračovat po celý letošní i příští rok. Hlavními motory oživení zůstane dynamika investic, spotřeby domácností a vývozu. Očekává se, že urychlení ekonomického růstu doprovázené dalším poklesem

<sup>7</sup> Přestože v červenci došlo z hlediska růstu zaměstnanosti ke zklamání finančních trhů (viz dále).

nezaměstnanosti a vyšší dynamikou mezd, spolu s důsledky vyšších cen energií a surovin, povedou k vyšší inflaci. Tempo meziročního růstu cen v květnu mírně akcelerovalo, u spotřebitelských cen z 0,7 % na 0,9 %, u cen výrobců z 1,7 % na 2,3 %. Jádrová inflace dosáhla pouze 1 %. Podle NBP se sice inflace a mzdy zvyšují poněkud rychleji než předpokládala, ale inflační tlaky zůstávají zatím slabé; inflační cíl ve výši 2,5 % bude podle očekávání dosažen teprve ve druhé polovině roku 2007. Vzhledem k tomuto výhledu ponechala NBP na zasedání 28.6. svou základní sazbu na 4 %.

Makroekonomický vývoj **maďarské** ekonomiky není zvláště příznivý. Růst HDP v 1.Q 2006 sice dosáhl 4,6 %, ale v regionu je toto tempo nejnižší a připravovaná fiskální opatření jej mohou dále snížit. Prognóza EECF pro roky 2006 a 2007 (4 – 4,5 %) může klesnout až o 2,5 p.b. Fiskální opatření přímo negativně ovlivní také inflaci zvýšením DPH, regulovaných cen plynu i cen řady služeb (zdravotnictví, školství).<sup>8</sup> Problémy veřejných financí dále zhoršují inflaci nepřímo prostřednictvím slabšího kurzu forintu, který v posledních měsících oslabuje a propadl se až na historické minimum pod 285 HUF/EUR. Přispělo k tomu také snížení ratingu agentur Fitch (v prosinci 2005) a S&P (v červnu 2006). Změnu ratingu Moody's lze očekávat, neboť Maďarsko má stejný rating jako ČR, ale v poměru k HDP téměř trojnásobný deficit běžného účtu i státního rozpočtu. Přes tyto problémy maďarský premiér dále trvá na přijetí eura v roce 2010, čemuž trhy příliš nevěří. Centrální banka považuje fiskální reformy za důležitý krok k získání vnitřní a vnější stability. V roce 2007 však mohou vyvolat tlak na ceny a proto pomocí pomalého zvyšování sazeb hodlá vrátit inflaci v roce 2008 zpět na hladinu 3 %. V červnu banka zvýšila své úrokové sazby o 25 b.b. na 6,25 %.

I v letošním roce si **slovenská** ekonomika udržuje vysoká tempa růstu z minulého roku. V 1.Q 2006 se díky dynamické spotřebě domácností a investicím zvýšil HDP o 6,3 % a podle EECF05 si toto tempo zhruba udrží po celý rok 2006, kdy opět dosáhne průměrného růstu 6,1 % při současném snižování deficitu obchodní bilance a běžného účtu. Tempo růstu spotřebitelských cen, které 9 měsíců zrychlovalo a v květnu dosáhlo 4,8 %, se bude podle EECF05 v následujících měsících snižovat a v příštím roce klesne pod 3 %. Tento výhled ale může doznat podstatných změn. Byla jmenována nová vláda, kterou sestavil vítěz voleb strana SMER (11 ministrů) se SNS (3 ministři) a HZDS (2 ministři). Z dosud zveřejněných informací lze očekávat, že rovná daň bude zachována se zvýšením počtu odpočitatelných položek pro nízkopříjmové skupiny, DPH se sníží pro vybraná zboží, zruší se některá úsporná opatření ve zdravotnictví a zvýší sociální výdaje. Navíc bude zastavena privatizace státního majetku. Celkově tato opatření zhorší hospodaření veřejných financí a mohou ohrozit dosud plánované přijetí eura v roce 2009, i když vláda vyjádřila zájem termín dodržet. Finanční trhy vnímají povolební situaci jako rizikovou pro další ekonomický vývoj Slovenska a negativní hodnocení již vedlo k oslabení kurzu SKK. V reakci na oslabení slovenské koruny nad hranici 38,50 SKK/EUR NBS intervenovala ve prospěch koruny. Na měnověpolitickém zasedání ponechala NBS sazby beze změny, ale naznačila, že při pokračování inflačních rizik je připravena ke zpřísnění své politiky.

### **Euribor a kurz eura vůči dolaru**

Úrokové sazby Euribor od poloviny dubna dále rostly v očekávání zvýšení základní měnověpolitické sazby ECB. 3M Euribor vzrostl z 2,8 % na současnou hodnotu 3,1 %, 1R Euribor z 3,2 % na 3,6 % a desetileté výnosy stouply o 30 b.b. na 4,3 %. Na počátku června došlo ke zvýšení základní sazby ECB o 25 b.b. na 2,75 %, které bylo očekáváno již

<sup>8</sup> Definitivní podoba fiskálních opatření stále ještě není zřejmá. Maďarský parlament zatím schválil zvýšení daní (střední sazby DPH z 15 % na 20 %, 4% solidární daň pro ziskové firmy a osobní příjmy nad 6 mil. HUF, 20% daň z kurzových a úrokových zisků ).

v květnu. V červenci ponechala ECB sazby beze změny, ale naznačila, že v srpnu hodlá přikročit k dalšímu zvýšení sazeb. Také výhled CF06 předpokládá zvýšení řídicí sazby a v horizontu jednoho roku očekává sazbu 3M Euribor ve výši 3,4 %.

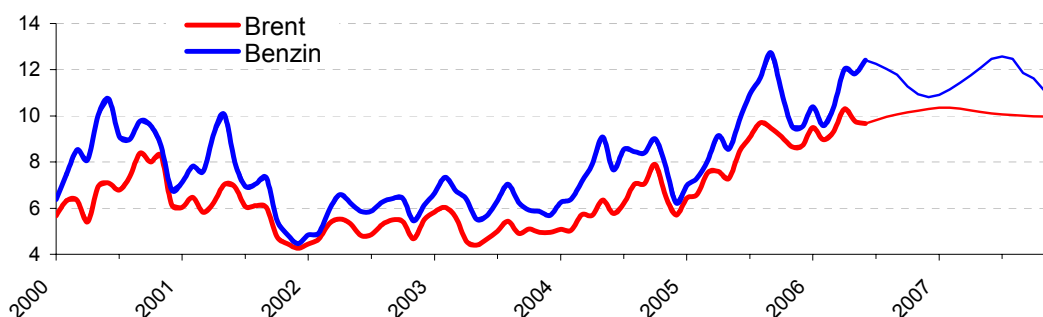
Do poloviny května dolar vůči euru oslaboval zejména díky spekulacím, že cyklus zvyšování amerických sazeb je u konce. Tyto obavy se ukázaly jako liché a kurz se zastavil na hladině 1,28 USD/EUR. Díky komentářům představitelů Fedu dolar v průběhu června opět posílil a to až na úroveň 1,25 USD/EUR. Červencové údaje o počtu pracovních míst byly pro trh zklamáním, i když došlo k růstu zaměstnanosti, a dolar opět oslabil. Tento ukazatel z trhu práce je jedním z hlavních indikátorů, které Fed sleduje, a podle názoru trhu Fed tedy v srpnu sazby už dále nezvýší.

## Cena ropy

Vzhledem k začínající motoristické sezóně se jako úzké hrdlo ropného průmyslu stále více jeví kapacita rafinerií. Rafinerie kvůli nízkým investicím v minulosti a přechodu na vyšší ekologické standardy kvality benzínu v USA nestačí trh pružně zásobovat, a to ani přes růst využití kapacit (které ale zůstává 1 % pod hodnotou ve stejném období minulého roku). Na druhé straně Saudská Arábie marně hledá odbyt pro část své ropy a Irák dosáhl v červnu úrovně své předválečné produkce, když se podařilo zprovoznit severní terminál. Cena ropy Brent se pohybovala celý červen nad hranicí 65 USD/b a ke konci měsíce se přehoupala přes hranici 70 USD/b. Cenu drží vysoko stále dobré růstové vyhlídky světové ekonomiky.<sup>9</sup> Krátkodobá dynamika zásob evidentně zajímá investory více, než jejich hladina, která se u surové ropy v USA pohybuje 5 % nad hodnotou ve stejném období minulého roku a v případě benzínu je jen o necelá 2 % nižší. Americké rafinerie navíc stále ještě plně neodstranily škody po loňských hurikánech a přísun surovin je krátkodobě omezen i kvůli uzavření terminálu v blízkosti Louisiany. Nabídka surové ropy může být také ohrožena. V Nigérii pokračují útoky opozičních sil na těžební zařízení a ohrožen je vývoz ropy z Venezuely do USA. Vyostření konfliktu mezi Izraelem a Libanonem vyneslo cenu ropy Brent na rekordních 78,10 USD/b.

Forwardová křivka cen ropy Brent se od dubna posunula výrazně vzhůru, na krátkém konci téměř o 5 USD/b. Při přetrvávajícím contangu, které má maximum 75 USD/b zhruba za 12 měsíců, se v delším horizontu očekává postupný pokles cca k 68 USD/b. Obdobný vývoj byl zaznamenán u futuritních kontraktů na benzín. V korunovém vyjádření by se měla cena ropy Brent udržet na současné úrovni.

### Vývoj ceny ropy Brent a benzínu (CZK/l)



<sup>9</sup> Spotřeba benzínu v USA dále roste i při rekordní ceně, blíží se 3 USD/galon.



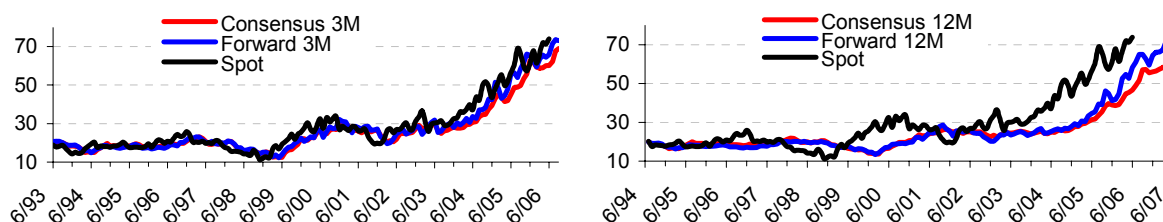
### Box: Ceny ropy a benzínu v prognóze ČNB

Ceny pohonných hmot jsou v krátkodobé prognóze predikovány pomocí očekávaných dolarových cen benzínu odvozených ze swapových kontraktů na burzách v severozápadní Evropě již od 4. SZ. Počínaje 7. SZ používá tento ukazatel i jádrový predikční model. Zároveň se indikátorem pro popis obecného cenového vývoje energetických surovin v prognostickém aparátu ČNB stává výhled cen ropy Brent a nahrazuje tak ukazatele cen ropy uralské a WTI.

V novém schématu jsou ceny ropy i benzínu odvozovány od kotace termínových kontraktů, zjištěné v zájmu konzistence s ostatními ukazateli zahraničního vývoje vždy ke dni průzkumu referenčního Consensus Forecasts (CF). Zatímco předpověď CF je dostupná pouze pro tříměsíční a roční horizont (a vývoj v ostatních horizontech je tedy nutné dopočítávat), kotace termínových kontraktů jsou dostupné na několik let dopředu v měsíční frekvenci. Očekávaný budoucí vývoj ceny ropy a benzínu vypočtený na základě těchto kotací je tak lépe definován. Navíc analýza ČNB ukázala, že od roku 2004 předpovídaly futuritní kontrakty budoucí cenu ropy WTI (jediný ukazatel vývoje ceny ropy obsažený v CF) výrazně lépe než odhady analytiků, dotazovaných v rámci průzkumu CF, a to především v delším horizontu (viz Graf, viz také Box: Cenový výhled ropy ve 4. SZ 2005).

Výsledky rolovaných simulovaných předpovědí vývoje indexu dovozních cen energetických surovin na základě cen různých druhů ropy ukázaly, že největší vysvětlovací schopnost má ropa typu Brent. Stejně tak cena benzínu na burzách v severozápadní Evropě (ARA) je nejlepším dostupným indikátorem pro odhad maloobchodní ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích v ČR.

#### Porovnání předpovědí cen ropy WTI na základě CF a odpovídajících forwardů



## II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky

Předpoklady o fiskálním vývoji v letech 2006 a 2007 se nemění. Probíhající politická jednání o sestavení nové vlády a jejím programu doposud nepřinesla jednoznačné odpovědi na otázky ohledně budoucího fiskálního vývoje. Změny FISIM provedené v rámci revize HDP neměly na fiskální veličiny vliv, neboť stávající fiskální predikce vychází z dubnových notifikací, které již změny FISIM obsahovaly. Nadále proto očekáváme, že fiskální deficit v metodice ESA95 by měl v tomto roce klesnout na 2,4 % HDP (z 2,6 % v roce 2005) a poté vzrůst na 3,0 % HDP v roce 2007. Saldo státního rozpočtu se v letošním roce vyvíjí v souladu s předpoklady naší fiskální prognózy (viz **Příloha 1**).

Očekávaný fiskální impulz i fiskální pozice zůstávají na předchozích hodnotách: předpokládáme mírně kladný příspěvek fiskální politiky k dynamice HDP v letošním roce ve výši +0,2 p.b. a pozitivní příspěvek ve výši cca +0,5 p.b. v roce 2007. Ukazatel fiskální pozice odvozený na základě deficitu upraveného o mimořádné operace indikuje pro roky 2006 i 2007 fiskální uvolnění (meziroční růst cyklicky očištěného deficitu o 0,9 p.b., resp. o 0,6 p.b.). Základní fiskální ukazatele jsou zachyceny v následující tabulce:

|                                                          | 2004             | 2005      |           |                  | 2006      |           |                  | 2007       |            |                  |
|----------------------------------------------------------|------------------|-----------|-----------|------------------|-----------|-----------|------------------|------------|------------|------------------|
|                                                          | 7.SZ             | 4.SZ      | 6.SZ      | 7.SZ             | 4.SZ      | 6.SZ      | 7.SZ             | 4.SZ       | 6.SZ       | 7.SZ             |
| <b>Deficit vládního sektoru</b><br>(ESA 95, ČNB) v % HDP | <b>2,9%</b>      | 2.6%      | 2.6%      | <b>2.6%</b>      | 2.4%      | 2.4%      | <b>2.4%</b>      | 3.0%       | 3.0%       | <b>3.0%</b>      |
| Fiskální pozice (ESA95)                                  | <b>-3,8 p.b.</b> | +0,1 p.b. | +0,1 p.b. | <b>+0,1 p.b.</b> | 0,0 p.b.  | 0,0 p.b.  | <b>0,0 p.b.</b>  | +0,4 p.b.  | +0,4 p.b.  | <b>+0,4 p.b.</b> |
| <b>Upravený deficit *</b><br>(ESA95, ČNB) v % HDP        | <b>2,6%</b>      | 1.6%      | 1.6%      | <b>1.6%</b>      | 2,2%      | 2,2%      | <b>2,2%</b>      | 3.0%       | 3.0%       | <b>3.0%</b>      |
| Fiskální pozice (upravený deficit)                       | <b>-2,1 p.b.</b> | -0,7 p.b. | -0,7 p.b. | <b>-0,7 p.b.</b> | +0,9 p.b. | +0,9 p.b. | <b>+0,9 p.b.</b> | + 0,6 p.b. | + 0,6 p.b. | <b>+0,6 p.b.</b> |
| <b>Aproximace fiskálního impulsu</b>                     | <b>-1,1 p.b.</b> | -0,3 p.b. | -0,3 p.b. | <b>-0,3 p.b.</b> | +0,2 p.b. | +0,2 p.b. | <b>+0,2 p.b.</b> | +0,5 p.b.  | +0,5 p.b.  | <b>+0,5 p.b.</b> |

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

V uplynulém měsíci byl vládou projednán materiál návrhu střednědobých výdajových rámců na roky 2007 až 2009. Navrhoval rámce, které by vedly k fiskálním deficitům (v metodice ESA95) ve výši 3,9 % HDP v roce 2007, 2,8 % HDP v roce 2008 a 2,1 % HDP v roce 2009. Navržené výdajové rámce ale vycházejí z původních nadhodnocených odhadů z dřívějších let a nereflktují skutečný vývoj roku 2005, ani první poloviny letošního roku, kdy státní rozpočet kopíruje příznivou loňskou trajektorii. Podle prognózy ČNB deficit vládního sektoru bude letos již třetím rokem pod 3% maastrichtskou hladinou a navržené výdajové rámce tak představují prostor pro možné fiskální uvolnění v roce 2007 ve výši 1,5 % HDP.

Ministerstvo financí začátkem července informovalo veřejnost o tom, že připravuje státní rozpočet na rok 2007 se schodkem ve výši 88 mld. Kč. Vychází přitom ze schváleného státního rozpočtu na rok 2006 se schodkem ve výši 74,4 mld. Kč, který je z našeho pohledu nadhodnocen. Opět tak dochází k přesunu výdajové bubliny, která se projevuje vysokou tvorbou rezervních fondů v závěru roku (viz zkušenosti let 2004 a 2005). K přiblížení rozpočtové dokumentace zpět realitě by bylo nutné, aby základna pro sestavení státního rozpočtu na rok 2007 vycházela z hodnot deficitu státního rozpočtu, který byl po očištění o čistou tvorbu rezervních fondů skutečně vykázan v roce 2005, a nikoliv z nerealistické rozpočtované hodnoty letošního schodku.

## II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení současného hospodářského vývoje

Vyznění prognózy je do značné míry určeno již nastavením počátečních podmínek. Těmi se rozumí odhad současné pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu a současného působení měnových podmínek. Tento odhad je dán rozdílem mezi pozorovanou aktuální hodnotou dané makroekonomické veličiny a předpokladem o její rovnovážné úrovni.<sup>10</sup> Následující tabulka shrnuje počáteční podmínky pro mezeru výstupu, reálný kurz a reálné úrokové sazby, a dále předpoklady o rovnovážné reálné apreciaci a hladině rovnovážných reálných sazeb.

<sup>10</sup> Stanovení počátečních podmínek vychází z analýzy informací o vývoji ekonomické aktivity, inflace, úrokových sazeb a kurzu. Odhad nastavení je proveden na základě využití vazeb mezi uvedenými veličinami, které reprezentují základní pohled na fungování transmisního mechanismu zachycený ve čtvrtletním modelu QPM. Vedle toho je však využívána také řada dalších podpůrných indikátorů.



**Tabulka: Nastavení počátečních podmínek ve 2.Q 2006 podle 4. SZ 2006 a 7. SZ 2006**

| 2.Q 2006                     | 4. SZ 2006 | 7. SZ 2006 |
|------------------------------|------------|------------|
| Mezera výstupu               | -0,1       | 0,9        |
| Mezera RMCI                  | 0,0        | 0,1        |
| Úroková složka RMCI          | -0,1       | -0,1       |
| Kurzová složka RMCI          | 0,2        | 0,2        |
| Reálná rovnovážná apreceiace | 3,7        | 3,9        |
| Rovnovážná reálná 1R sazba   | 0,9        | 0,8        |

V porovnání s minulou prognózou došlo k několika změnám v nastavení rovnovážných trajektorií. V souvislosti se změnou zahraničních indikátorů (viz části II.1 a II.4) došlo při zpracování aktuální prognózy k odpovídající úpravě rovnovážných trajektorií zahraniční reálné úrokové sazby a reálné apreceiace. Vyšší průměrná efektivní inflace v eurozóně oproti Německu znamená, že za jinak nezměněných podmínek by rovnovážné reálné sazby i reálná rovnovážná apreceiace koruny byly nižší. V opačném směru na odhad rovnovážné reálné apreceiace v letech 2004 – 2007 však působí expertní úprava, která odráží názor, že zvýšení domácího inflačního diferenciálu vlivem růstu regulovaných cen a cen energií nemá silný dopad do zhoršení konkurenceschopnosti české ekonomiky. Ve výsledku byl předpoklad reálné rovnovážné apreceiace pro tyto roky zvýšen.<sup>11</sup> V souladu s posunem trajektorií zahraniční reálné rovnovážné sazby a rovnovážné reálné apreceiace byla přehodnocena riziková prémie; změny v domácích rovnovážných reálných sazbách jsou zanedbatelné. Ve vazbě na použití efektivních ukazatelů ekonomické aktivity eurozóny byl rovněž mírně zvýšen předpoklad dlouhodobého tempa inflaci nezrychlujícího růstu v zahraničí, který do prognózy vstupuje při odhadu zahraniční mezery výstupu.

Přehodnocení rovnovážných trajektorií nevedlo k zásadnějším změnám v hodnocení působení reálných měnových podmínek na historii. I když došlo k mírným změnám v jednotlivých složkách a některých obdobích, přičemž drobné odchylky jsou způsobeny zejména změnou zahraničních ukazatelů, v souhrnu nemají podstatné dopady na celkový ekonomický příběh. Příspěvek zahraničí k domácímu růstu v minulosti je však v důsledku přechodu na efektivní eurozónu hodnocen jako poněkud méně záporný.

Významným faktorem, který ovlivnil hodnocení současného vývoje ekonomiky, je kompletní revize statistických dat o HDP.<sup>12</sup> Na základě všech nových informací odhadujeme, že ekonomika aktuálně operuje nad hranicí inflaci nezrychlujícího produktu. První náznaky toho, že se začínají projevovat proinflační tlaky, byly avizovány již v 6. SZ, nová data tento náhled nevyvracejí. Odhad tempa růstu neinflačního produktu se pohybuje na úrovních mírně nad 5,5 % a oproti 4. SZ tak dosáhl vyšších hodnot zejména v roce 2005 a na počátku roku 2006.<sup>13</sup> V důsledku revize dat o HDP a částečně i výše uvedených úprav rovnovážných veličin se trajektorie mezery výstupu na historii posunula mírně směrem nahoru. Aktuální nastavení mezery výstupu je mimo jiné výsledkem uvolnění měnových podmínek v letech 2004 a 2005, proti kterému působil pomalý ekonomický růst v zahraničí a restriktivní vliv fiskálu. Rychlost uzavření záporné mezery výstupu však byla v posledním období poněkud vyšší, než by odpovídalo minulému působení těchto poptávkových faktorů.

<sup>11</sup> Zároveň došlo k dílčí úpravě rozložení rovnovážné reálné apreceiace do jednotlivých cenových okruhů.

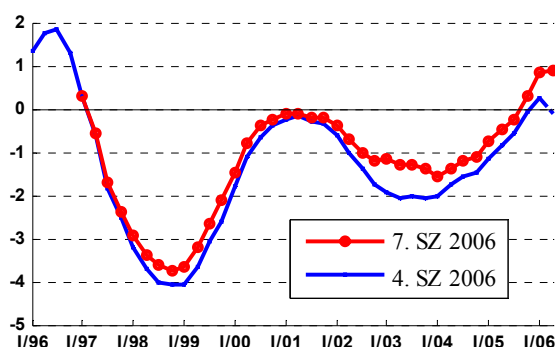
<sup>12</sup> Revize dat o HDP byla popsána v 6. SZ.

<sup>13</sup> Do budoucna se předpokládá pouze pozvolný pokles k dlouhodobé hodnotě 5,0 %.

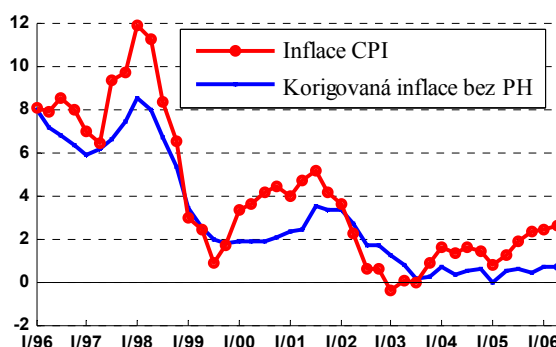
Současné působení reálných měnových podmínek, které ovlivňují budoucí průběh hospodářského cyklu, je hodnoceno v souhrnu jako neutrální až velmi mírně přísné. Mírně přísné působení kurzové složky je důsledkem rychlé nominální apreciace na přelomu let 2005 a 2006. Působení úrokové složky je vnímáno jako zhruba neutrální až slabě uvolněné.

Mezera výstupu se bude v nejbližším období držet v kladných hodnotách, je však očekávána mírná korekce směrem blíže k neutrální úrovni. Oproti 4. SZ mírně optimističtější, ale nadále nevýrazné, zahraniční oživení a neutrální měnové podmínky budou působit neinflačně, narozdíl od expanzivního vlivu fiskálu.

**Graf: Mezera výstupu**



**Graf: Inflace očištěná o vliv změn daní (mzr. v %)**

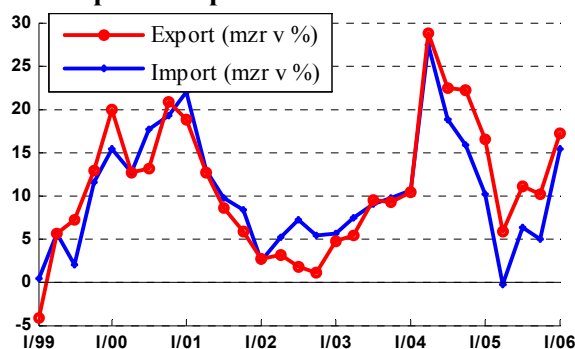
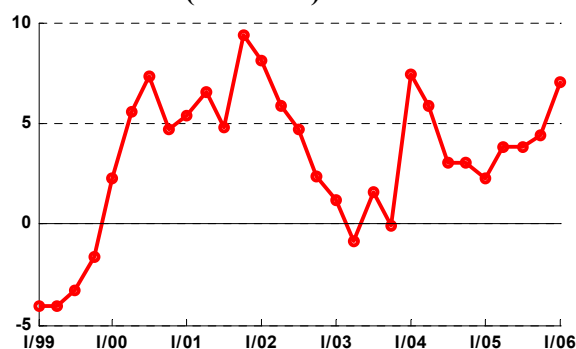


Nejistota v nastavení počáteční výstupové mezery souvisí především s revizemi časové řady HDP a s přirozenými omezeními analytického aparátu. Možný nástup poptávkově-inflačních tlaků, ale v menší intenzitě než je signalizováno v základním scénáři prognózy, naznačuje také plnohodnotný alternativní scénář s využitím modelu QPM rozšířeného o mzdové náklady (podrobněji viz část III.1). Přístup s pomocí produkční funkce, který prezentuje odlišný pohled na cyklické dění v ekonomice, indikuje uzavření výstupové mezery již delší dobu.

Následující část se podrobněji věnuje posledním údajům o ekonomické aktivitě, které jsou prvním zdrojem informací pro nastavení počátečních podmínek prognózy.

## Hospodářský růst a trh práce

Meziroční růst reálného HDP se v 1.Q 2006 zvýšil na 7,4 % a překonal tak rekordní hodnotu z předchozího čtvrtletí. V mezikvartálním srovnání – po očištění o vliv sezónní složky a počtu pracovních dní – se HDP zvýšil o 2,0 %, tedy stejně jako v předchozím čtvrtletí. Odhad ČSÚ mírně převýšil dubnovou prognózu, která v obou případech předpokládala růst o 0,2 procentního bodu nižší. Ve velkém souladu s prognózou se vyvíjely spotřeba domácností a fixní investice. Očekávání dubnové prognózy naopak překonal růst reálných vývozu. Pokračování vysokého růstu HDP v 1.Q 2006 se – při postupném zvyšování meziroční dynamiky inflaci nezrychlujícího produktu až k tempům mírně nad 5,5 % – promítlo do vytvoření kladné produkční mezery na odhadované úrovni 0,8 %.

**Graf: Export a import****Graf: Investice (mzr. v %)**

Dostupné údaje o vývoji ekonomické aktivity ve 2.Q 2006 signalizují pokračující meziroční růst reálného HDP na úrovni nepatrně nižší než v 1.Q 2006 (7,2 %). To odpovídá mezikvartálnímu zvýšení po sezónním očištění o 1,4 %. Při zachování posledních dosahovaných temp růstu potenciálního produktu tak došlo k setrvání kladné produkční mezery přibližně na úrovni prvního čtvrtletí (0,9 %).

Reálná **spotřeba domácností** se v 1.Q 2006 meziročně zvýšila o 3,4 %, což představuje zrychlení jak v meziročním, tak v mezikvartálním vyjádření (po sezónním očištění). Tento reálný růst byl výsledkem zvýšení nominálních spotřebitelských výdajů domácností o 6,2 % a inflace měřené deflátořem spotřeby domácností ve výši 2,8 %. Při zvýšení tempa růstu hrubého disponibilního důchodu na 6,9 %<sup>14</sup> (reálně 4 %) došlo ke zvýšení míry hrubých úspor domácností. Zpožděný dopad uvolňování úrokové složky měnových podmínek tak působil s malou intenzitou – místo očekávaného poklesu míry hrubých úspor došlo k jejímu zvýšení. Přes určité zrychlení je tempo růstu reálné spotřeby domácností méně než poloviční ve srovnání s růstem HDP. To odpovídá současné fázi ekonomického cyklu i zdrojům dlouhodobého růstu českého hospodářství, kdy rostoucí část domácího produktu připadá zahraničním výrobním faktorům.

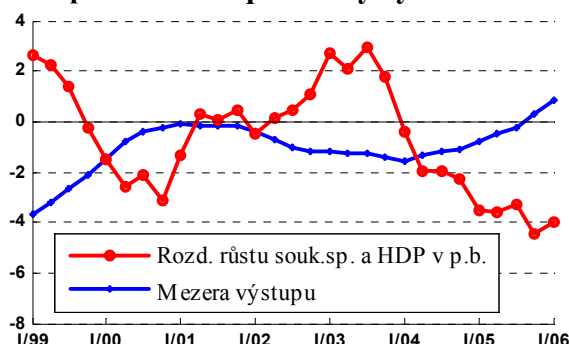
Ve 2.Q 2006 se podle použitých odhadů reálná spotřeba domácností meziročně zvýšila o 3,5 %, což ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím představuje nepatrné zrychlení. Další zrychlení nominálních výdajů domácností na individuální spotřebu bude konfrontováno s vyšší inflací (deflátoř spotřeby se zvýší o 3,1 %) a s mírným zvolněním hrubého disponibilního důchodu. Snaha domácností o zachování tempa růstu reálných výdajů v prostředí vyšší inflace a působení zpožděného dopadu uvolnění úrokové složky měnových podmínek povede k poklesu míry hrubých úspor.

Indikátor spotřebitelské důvěry rovněž naznačuje prostor pro zrychlení spotřebitelských výdajů. Ve 2. čtvrtletí 2006 byl průměr měsíčních hodnot tohoto indikátoru historicky nejvyšší (tj. od roku 1998 kdy máme měření k dispozici). Domácnosti očekávají zlepšení své finanční situace. Indikátor důvěry spotřebitelů byl ve 2. čtvrtletí 2006 o 3,7 % vyšší než ve

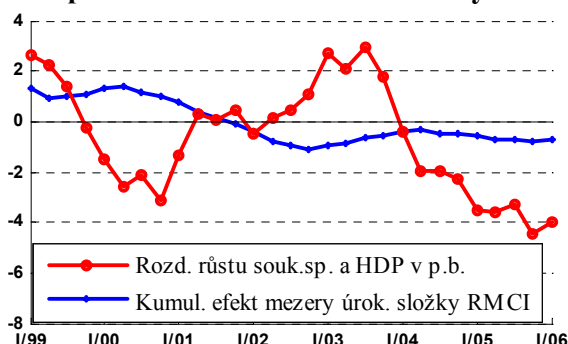
<sup>14</sup> Růst nominálního disponibilního důchodu byl nejvyšší za posledních několik let, jeho reálnou hodnotu však snižoval vyšší růst cenové hladiny měřené deflátořem spotřeby domácností. Reálně tak byl o 0,1 p.b. nižší než v předcházejícím čtvrtletí. Na růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu se nejvíce podílely náhrady zaměstnancům, které vzrostly o 6,8 %. Sociální dávky jiné než naturální sociální transfery vzrostly o 7,1 %. Na zvýšení sociálních dávek se nejvíce podílely peněžité dávky sociálního zabezpečení a důchody (náhrady zaměstnancům a sociální dávky představují hlavní složky běžných příjmů domácností). Tempo růstu disponibilního důchodu pozitivně ovlivnila i nízká dynamika běžných výdajů domácností (zejména daní z důchodů a jmění), která byla o 2,3 procentního bodu nižší než dynamika běžných příjmů.

stejném období minulého roku. Spotřebu domácností podporuje též vysoký růst spotřebitelských úvěrů ve 2. čtvrtletí 2006 (viz **Příloha 4 – Peníze a úvěry**).

**Graf: Spotřeba a hospodářský cyklus**



**Graf: Spotřeba a reálné úrokové sazby**



**Spotřeba vlády** ve stálých cenách se v 1.Q 2006 meziročně snížila o 1,0 %, zatímco dubnová prognóza očekávala její růst o 1,4 %. Při úplném naplnění prognózy nominální výše vládní spotřeby v běžných cenách (154,2 mld. Kč) se do odchylky promítl o 1 procentní bod vyšší než očekávaný růst deflátoru spotřeby vlády, stejně jako zvýšení základny loňského prvního čtvrtletí v důsledku revize dat o HDP. Pokud dojde k naplnění scénáře výše a struktury výdajů veřejných rozpočtů, lze předpokládat ve 2.Q 2006 mírně kladný meziroční růst reálné spotřeby vlády na úrovni +0,7 %.

**Meziroční růst tvorby hrubého kapitálu** se v 1.Q 2006 oproti předchozímu čtvrtletí více než zdvojnásobil, když dosáhl 16,7 %, přičemž růst fixních investic činil 7,1 %. Tahounem růstu hrubé tvorby fixního kapitálu zůstaly i nadále investice do strojů, dopravních prostředků a k oživení došlo ve výstavbě bytů. Poklesly naopak investice do nebytových staveb.

Podle aktuálních předpokladů se růst celkových **fixních investic** ve 2.Q 2006 zrychlil přibližně na 7,5 %. K růstu pravděpodobně nadále přispívaly nejvíce investice do strojů a dopravních prostředků, zatímco příspěvek investic stavební povahy se pravděpodobně snížil či stagnoval.

Meziroční růst **vývozu zboží a služeb** se v 1.Q 2006 zvýšil na 17,0 % a oproti 4.Q minulého roku se téměř zdvojnásobil. Ke zrychlení dynamiky domácích exportů přispělo částečně zrychlení ekonomického růstu EU (především Německa), které překonalo předpoklady referenčního scénáře. Neméně důležitý zdroj růstu české exportní výkonnosti představoval náběh nových výrobních exportně orientovaných kapacit, především v sektoru výroby dopravních prostředků.

Podle předběžných údajů růst českých vývozu ve 2.Q 2006 částečně zpomalil, nadále si však udržel relativně vysokou dynamiku ve výši 14,3 %. Růst vývozu podporovaly obdobné faktory jako v předchozím čtvrtletí, zejména pokračující mírně rychlejší ekonomický růst v okolních evropských zemích a zvýšená exportní produkce automobilového průmyslu.

Růst **dovozů** v 1.Q 2006 v souladu s prognózou mírně zaostával za vývozy, když dosáhl v meziročním srovnání 15,3 %. Kladný diferenciál mezi růstem vývozu a dovozu se oproti roku 2005 výrazně snížil, nicméně se promítl do historicky prvního přebytku reálného čistého

vývozu<sup>15</sup> ve výši 6,4 mld. Kč. Tento vývoj souvisí pravděpodobně s oživením růstu domácí poptávky, jmenovitě spotřeby domácností a hrubé tvorby kapitálu.

Ve 2.Q 2006 se dynamika reálných dovozů pravděpodobně mírně snížila na 12,4 %, a nadále zaostávala za vývozy. Relativně vysoký růst dovozů souvisel s pokračujícím růstem domácí poptávky, především investic a soukromé spotřeby. Čistý vývoz ve stálých cenách roku 2000 dosáhl podle předběžného výpočtu meziročního snížení deficitu o 7,1 mld. Kč na -0,5 mld. Kč a kladně tak přispěl k růstu HDP.

Vývoj v oblasti **trhu práce** je v souladu s předpokladem, že míra nezaměstnanosti je stále mírně vyšší než NAIRU. Údaje VŠPS o zaměstnanosti za 1.Q 2006 signalizují dále se zvyšující poptávku po práci, ve srovnání s minulou prognózou však v nižší dynamice. Počty zaměstnanců se zvýšily především ve zpracovatelském průmyslu a v odvětví nemovitostí, pronájmu a podnikatelské činnosti. V odvětvích nepodnikatelské sféry se zaměstnanost celkově téměř nemění. Vyšší poptávka po práci, která odpovídá současné fázi hospodářského cyklu, je zčásti realizována zaměstnáváním cizích státních příslušníků a slaběji je zároveň patrná ve snižování obecné i registrované míry nezaměstnanosti (viz **Příloha 2 – Aktuální vývoj na trhu práce**). Z vývoje Beveridgeovy křivky je zřejmé, že se v posledním období snižuje i cyklická složka registrované nezaměstnanosti. Registrovaná nezaměstnanost se však snižuje především z důvodu vyšších počtů osob vyřazených z evidence ze sankčních důvodů.

Rychlejší růst průměrné měsíční mzdy v podnikatelské sféře podle údajů ČSÚ (meziročně o 7,2 %) je zčásti dán vyšším fondem pracovní doby. Podle údajů ISPV došlo ke snížení dynamiky růstu průměrného hodinového výdělku na 5,4 %, přičemž medián se ve stejném období zvýšil jen o 4,5 %. V průběhu 2.Q je v měsíčních údajích ČSÚ patrný růst mezd v průměru zhruba na úrovni předchozího čtvrtletí, když v dubnu a květnu se v průmyslu průměrná měsíční mzda zvýšila o 6,6 % a ve stavebnictví o 7,0 %. Objem mezd a platů se vyvíjí shodně s prognózou. Zrychlení růstu produktivity práce na úrovni národního hospodářství v 1.Q na 7,1 % je dáno velmi rychlým růstem produktivity v průmyslu. Nadále nejsou v oblasti trhu práce patrné inflační tlaky, které by se projevovaly v rychlejším růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů. NJMN se na úrovni národního hospodářství vyvíjí shodně s prognózou, v průmyslu se výrazně snižují (viz **Příloha 2**). Příznivý vývoj mzdových a produkčních veličin je patrný i v průběhu 2.Q v měsíčních údajích ČSÚ v průmyslu. Protiinflační působení mzdových nákladů v současné fázi hospodářského cyklu je explicitně zachyceno v alternativním scénáři založeném na rozšířené verzi modelu QPM (viz část III.1).

## **Inflace**

Vývoj spotřebitelských cen byl ve druhém čtvrtletí tohoto roku pod vlivem apreciacie kurzu koruny a s ním spojeného protiinflačního působení dovozních cen bez energií (viz **Příloha 5 – Nákladové faktory**). Začínají se objevovat první náznaky zprostředkovaného průsaku růstu cen ropy a energií do spotřebitelských cen, zatím však jen v omezeném počtu položek. Ve 2.Q byla podle odhadu ČNB mezera výstupu již otevřená, k překmitu do kladných hodnot přispěly uvolněné měnové podmínky. Neregulované ceny po očištění o daňové změny však prozatím nesignalizovaly výrazné zrychlení meziročního růstu.

Predikce ze 4. SZ na druhé čtvrtletí 2006 byla nižší než skutečnost (meziroční růst ke konci čtvrtletí o 0,3 p.b.). Rychleji rostly především ceny potravin, s menšími dopady pak

<sup>15</sup> Kromě předstihu vývozu před dovozy sehrál významnou roli při snížení absolutní výše předchozího deficitu čistého vývozu také přepočty ČSÚ na stálé ceny 2000.

regulované ceny a ceny pohonných hmot. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla naopak nižší než predikce. Predikce dopadů změn nepřímých daní se naplnily.

|                                                         | Období      | meziměsíčně v % |             | meziročně v % |            |
|---------------------------------------------------------|-------------|-----------------|-------------|---------------|------------|
|                                                         |             | predikce 4.SZ   | skutečnost  | predikce 4.SZ | skutečnost |
| <b>Index spotřebitelských cen</b>                       | červen 2006 | <b>0,2</b>      | <b>0,3</b>  | <b>2,5</b>    | <b>2,8</b> |
| <b>Regulované ceny</b>                                  |             | 0,1             | 0,1         | 10,0          | 10,5       |
| <i>Primární dopady změn daní v nereg. cenách v p.b.</i> |             | 0,00            | 0,00        | 0,39          | 0,39       |
| <b>Čistá inflace</b>                                    |             | 0,2             | 0,3         | 0,0           | 0,3        |
| <b>Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté</b>             |             | 0,2             | 0,9         | -1,4          | -0,6       |
| <b>Korigovaná inflace bez PH</b>                        |             | <b>0,2</b>      | <b>-0,1</b> | <b>0,5</b>    | <b>0,3</b> |
| <b>Ceny pohonných hmot - čisté</b>                      |             | 0,2             | 0,0         | 6,1           | 8,3        |

Za růstem spotřebitelských cen ve druhém čtvrtletí v mezičtvrtletním srovnání stálo především jednorázové zvýšení cen pekárenských výrobků, zvýšení cen pohonných hmot a regulovaných telefonních poplatků. Za meziroční změnou spotřebitelských cen v červnu stály z velké části administrativní změny.

Vývoj **regulovaných cen** byl ve druhém čtvrtletí nejvíce ovlivněn zvýšením cen zemního plynu od 1. dubna o 1,4 % a růstem regulovaných cen telefonních poplatků v souhrnu o cca 8 %.

Během druhého čtvrtletí neovlivnily inflaci nové dopady **změn nepřímých daní** (meziroční růst byl ovlivněn předešlými změnami). Od 1. dubna sice vstoupilo v platnost další zvýšení spotřebních daní u cigaret, avšak cigarety s novými cenami se na trhu zatím ve větší míře neobjevily. Zatím nevyšel ani cenový věstník, který by stanovoval nové ceny u cigaret obsažených ve spotřebním koši.

Vývoj cen sloučené skupiny **potravin** byl během druhého čtvrtletí nejvíce ovlivněn vysokým růstem cen pekárenských výrobků (o 5,2 % v červnu). Ostatní ceny potravin zaznamenaly jen malé meziměsíční růsty. Růst cen potravin je v souladu se zrychlováním růstu cen zemědělských výrobců a obecně s tímto trendem počítala predikce ze 4. SZ. Avšak vzhledem ke specifičnosti cen pečiva (které se zpravidla nemění plynule, ale téměř jednorázově) se celkově ceny potravin zvýšily skokově. Růst cen pečiva je kromě vlivu vyšší tržní koncentrace v odvětví zapříčiněn do značné míry růstem cen energií (zejména elektřiny), dále i růstem cen pohonných hmot i mírným zvyšováním cen obilovin v posledních měsících.

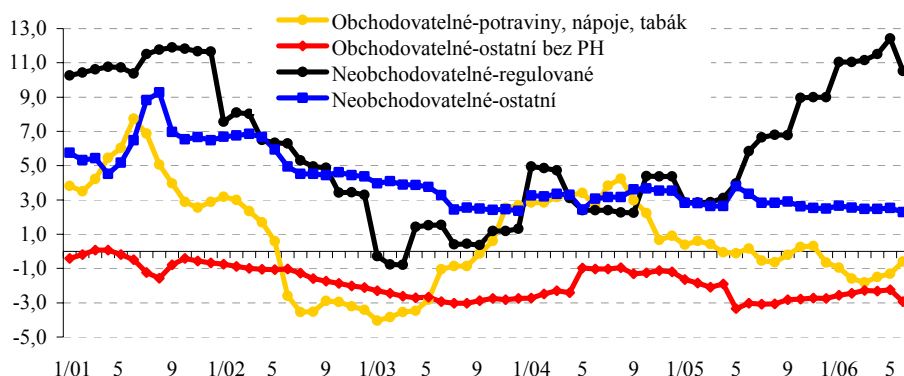
Po dvou měsících druhého čtvrtletí, kdy byla meziměsíční **korigovaná inflace bez pohonných hmot** mírně vyšší než predikce ČNB ze 4. SZ, došlo v červnu k opačné chybě a její meziroční růst ke konci druhého čtvrtletí byl nakonec nižší než bylo očekáváno. Korigovaná inflace bez PH byla stále tlumena apreciačním vývojem kurzu koruny, který byl ve druhém čtvrtletí silnější oproti prognóze, a z něho plynoucího protiinflačního vývoje dovozních cen bez energií. Vývoj korigované inflace bez PH naznačuje, že případné mírné inflační tlaky z titulu vývoje poptávky a inflačních očekávání jsou doposud vývojem kurzu zcela kompenzovány. Ceny ostatních obchodovatelných položek bez PH v červnu dále klesaly (poklesly o 0,2 % a trvale meziměsíčně klesají již od roku 2001) a ceny neobchodovatelných položek vzrostly jen mírně (o 0,1 %), přestože je v tomto období obvyklý sezónní růst cen rekreací.

Během druhého čtvrtletí **ceny pohonných hmot** dále stoupaly, což předpokládala i predikce ze 4. SZ a dopad odchylky predikce do inflace je tak malý. Vývoj cen PH byl ovlivněn dalším růstem cen ropy, který byl částečně kompenzován posilováním kurzu koruny vůči dolaru.

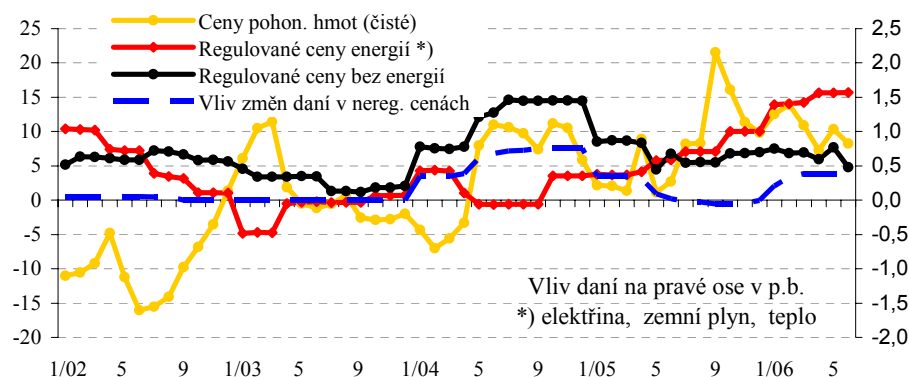
Týdenní šetření cen pohonných hmot ukazují, že i v červenci maloobchodní ceny pohonných hmot stoupají a že jejich meziměsíční růst v červenci bude odhadem okolo 2 %.

Následující graf zobrazuje zpomalování meziročních růstů resp. prohlubování poklesů všech uvedených částí inflace vyjma cen potravin v červnu. Prohloubil se i dlouhotrvající meziroční pokles obchodovatelných ostatních cen bez PH – od počátku roku 2001 poklesly ceny v tomto segmentu již o cca 12 %.

#### Mzr. růst jednotlivých skupin cen (kromě regulovaných cen očištěné o vliv změn daní, v %)



#### Meziroční změny dalších segmentů inflace v % a dopad změn nepřímých daní v p.b.



Pozn.: Stálé váhy ve spotřebním koši: ceny pohonných hmot 3,05 %, regulované ceny energií 8,48 %, regulované ceny bez energií 8,73 %.

Ve zbytku roku 2006 se bude růst spotřebitelských cen pohybovat většinou pod 3 %. Na přelomu druhého a třetího čtvrtletí dojde k jeho krátkodobému poklesu vlivem srovnávací základny. Mírné zrychlování meziročního růstu tržních cen bude podpořeno proinflačním dopadem zvýšení spotřebních daní u cigaret. Na meziročních růstech spotřebitelských cen se budou nadále značnou měrou podílet dopady změn regulovaných cen a spotřebních daní. Meziroční čistá inflace se bude v nejbližších měsících pohybovat na úrovních do 1 %.

#### Reálné měnové podmínky

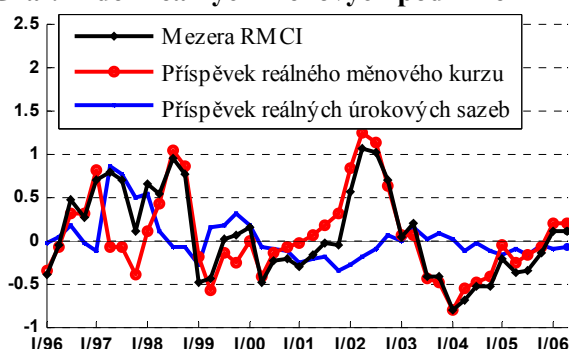
Odhad počáteční mezery výstupu je vedle vývoje inflace odvozován také od vývoje reálných měnových podmínek. Vzájemný vztah mezi mezerou výstupu a měnovými podmínkami je však charakterizován existencí zpoždění, které je nutno brát v úvahu. Současné působení měnových podmínek je tak určující pro vyznění prognózy do budoucna.



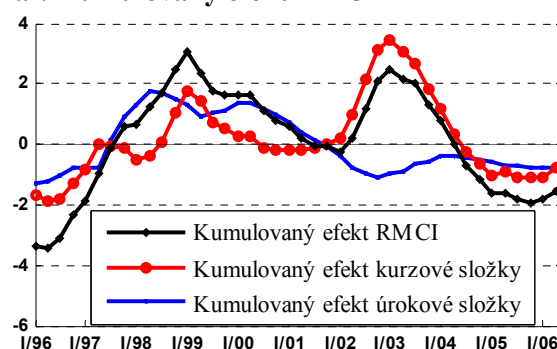
Aktuální nastavení reálných měnových podmínek ve 2.Q 2006 hodnotíme v souhrnu jako neutrální až velmi mírně přísné. Úroková složka měnových podmínek již několik čtvrtletí zůstává relativně stabilní a její působení v ekonomice lze v současnosti označit jako zhruba neutrální až slabě uvolněné. Kurzová složka se od poslední SZ významně nezměnila a zůstává v mírně přísné poloze.

Kumulovaný efekt jednotlivých složek měnových podmínek ukazuje, že kurzová i úroková složka působí od roku 2004 uvolněně. Měnové podmínky přispívají k uzavírání záporné mezery výstupu i v podmínkách slabé zahraniční poptávky a restriktivního působení veřejných rozpočtů.

**Graf: Index reálných měnových podmínek**



**Graf: Kumulovaný efekt RMCI**

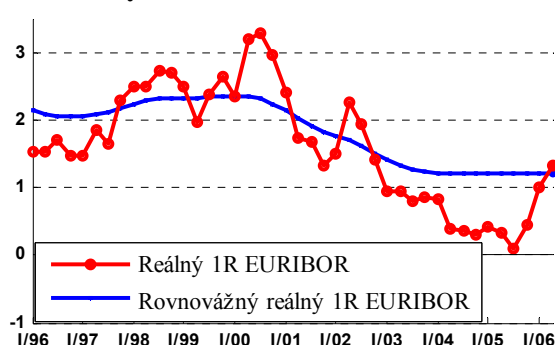


Vysoký podíl peněžního agregátu M1 na M2 (zhruba 56,2 %) je v souladu s dosavadním působením mírně uvolněné úrokové složky reálných měnových podmínek a nízké nominální úrokové sazby. Tento podíl lze chápat jako alternativní indikátor nastavení úrokové složky měnových podmínek.<sup>16</sup> Příznivé podmínky financování se projevovaly také v rychlém růstu úvěrů poskytnutých podnikům a zejména domácnostem (viz **Příloha 4 – Peníze a úvěry**).

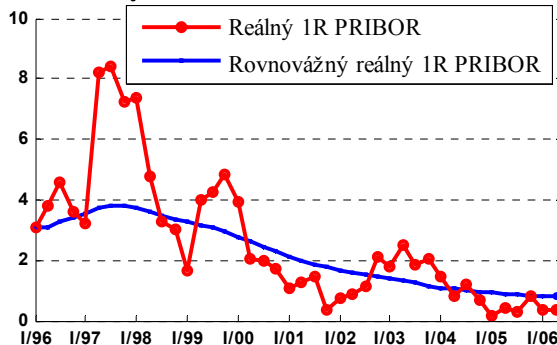
## Sazby

Úroková složka reálných měnových podmínek je podle současných odhadů pro 2.Q 2006 neutrální až slabě uvolněná, což odpovídá hodnocení z dubnové prognózy.

**Graf: Reálný 1R Euribor**



**Graf: Reálný 1R PRIBOR**



<sup>16</sup> Obecně lze očekávat, že podíl M1 na M2 bude spíše růst (resp. klesat) v reakci na uvolněné (resp. přísné) nastavení reálné úrokové složky měnových podmínek. Toto očekávání vychází z konceptu intertemporální substituce, v němž nižší úroková míra vede subjekty k přesunu prostředků z kvazi-peněz (sloužících spíše k odkladu spotřeby) do M1 (kde umožňují dřívější spotřebu). Na růst (resp. pokles) podílu M1 na M2 působí také relativně nízké (resp. vysoké) nominální úrokové sazby, které snižují (resp. zvyšují) náklady příležitosti z držby peněz v likvidní podobě. Empirická data o podílu M1 na M2 a o vývoji úrokových sazeb nejsou s touto úvahou v rozporu.



Úrokové sazby na finančním trhu se ve 2.Q 2006 zvýšily; sazby na peněžním trhu celkově vzrostly o 0,1 až 0,3 p.b., některé sazby s delší splatností až o 0,4 p.b. Hlavním faktorem bylo pokračující zpříšňování měnové politiky v USA a eurozóně a zesilující očekávání zvýšení úrokových sazeb v ČR. Rostoucí trend byl přerušen během května, kdy tržní sazby dočasně klesaly v reakci na dubnové zasedání bankovní rady ČNB. Na tomto zasedání zůstaly klíčové úrokové sazby podle očekávání nezměněny, tisková konference a zveřejněný zápis z jednání však vyzněly mírněji, než trh očekával. K poklesu tržních sazeb přispěl i posilující kurz koruny. Na konci května úrokové sazby opět začaly růst. Ze zveřejněných ekonomických ukazatelů byl důležitý především údaj o vyšší dynamice růstu spotřeby domácností za 1.Q 2006, kterou účastníci trhu hodnotili jako signál pro ČNB ke zvyšování klíčových sazeb. Také inflace za květen byla vyšší v porovnání s očekáváním. Převážná část finančního trhu očekává zpřísnění měnové politiky ve 3.Q 2006 (blíže viz kapitola III.2 Prognózy ostatních institucí).

Průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za 2.Q 2006 činil 0,3 p.b., což je nepatrně nad dubnovou prognózou. 3M PRIBOR se pohyboval na úrovni předpokládané základním scénářem dubnové prognózy. Aktuální výnosová křivka na peněžním trhu má pozitivní sklon, spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR k 19.7. činí 0,5 p.b.

Klientská úroková sazba z nově poskytnutých úvěrů v květnu dosáhla 5,6 %; stejné výše v souladu s dubnovou prognózou dosahuje i dosavadní průměr za 2.Q 2006. Sazba z termínovaných vkladů stagnovala na 1,7 %.

V reálném vyjádření byly sazby 1R PRIBOR a sazby z nově poskytnutých úvěrů ve 2.Q 2006 mírně vyšší, než předpokládala dubnová prognóza. Při jenom kosmetické změně rovnovážných sazeb zůstávají reálné sazby nadále mírně uvolněné, oproti minulé prognóze však působí nepatrně přísněji.

Působení zahraničních sazeb v úrokové složce měnových podmínek se oproti minulé prognóze nezměnilo a v 2.Q 2006 je hodnoceno jako neutrální. I když zahraniční reálná úroková sazba 1R Euribor byla oproti předpokladům o 0,2 p.b. nižší, tento posun je jenom důsledkem změny zahraničních ukazatelů a je plně kompenzován změnou rovnovážné trajektorie.

Nepatrné změny v působení reálných sazeb měly zanedbatelný vliv na celkové hodnocení úrokové složky měnových podmínek, které zůstává ve shodě s dubnovou SZ neutrální až velmi mírně uvolněné.

Úrokový diferenciál (1R PRIBOR – 1R Euribor) v 2.Q 2006 činil -0,8 p.b., přičemž prognóza předpokládala -0,9 p.b. Aktuální úrokový diferenciál k 19.7. dosahuje -0,7 p.b.

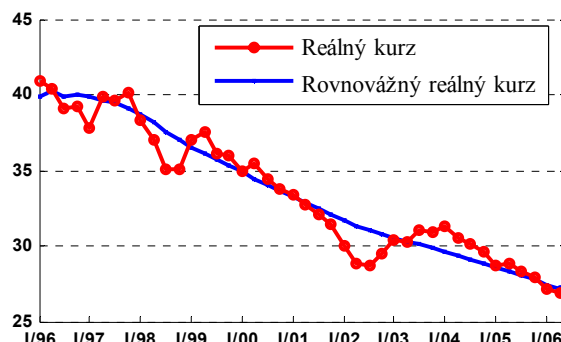
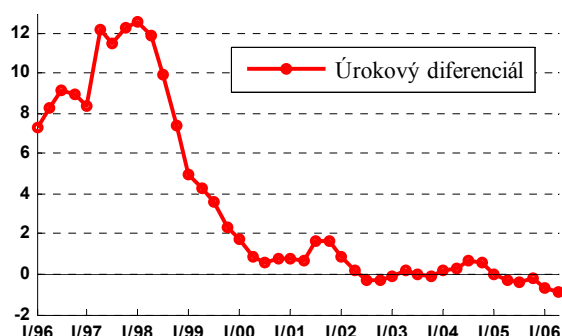
Autonomní vývoj úrokové složky reálných měnových podmínek bude ceteris paribus v nejbližším období působit zhruba neutrálně na růst reálné ekonomiky, na mezeru výstupu a následně i na inflaci.

### **Kurz**

Reálný kurz měl v letech 2003 a 2004 klíčový význam pro uvolněné působení reálných měnových podmínek. Nicméně, toto působení v loňském roce sláblo, zejména v důsledku výrazné apreciace měnového kurzu v závěru roku 2005, a v první polovině roku 2006 došlo

ke zpřísnění kurzové složky reálných měnových podmínek. Působení kurzové složky měnových podmínek ve 2.Q 2006 zůstalo, stejně jako v 1.Q, mírně přísné.

**Graf: Úrokový diferenciál ročních nominálních sazeb vůči eurozóně**      **Graf: Reálný kurz vůči euru**



Ve 2.Q 2006 nominální kurz koruny vůči euru mezikvartálně dále posílil (o 0,8 %) a jeho průměrná hodnota dosáhla 28,38 CZK/EUR. Ve srovnání s dubnovou prognózou tak byl kurz koruny rovněž o 0,8 % pevnější. Meziročně se jednalo o posílení o 5,8 %.<sup>17</sup> Tendence k apreciaci kurzu koruny pokračovala až do konce května, kdy se kurz krátkodobě pohyboval až pod hranici 28,2 CZK/EUR. V průběhu června však koruna oslabila až na 28,5 CZK/EUR a v první červencové dekádě se pohybovala v intervalu 28,4 až 28,5 CZK/EUR.

Určitá korekce v tomto období bývá obvykle spojována se zvýšenou poptávkou po devizách spojenou s výplatou dividend do zahraničí. V letošním roce je však červnové oslabení koruny analytiky spojováno především s obecnou tendencí k odlivu kapitálu z rozvíjejících se trhů zpět do rozvinutých zemí pozorovanou v posledním období. Odráží především růst úrokových sazeb v rozvinutých zemích (zejména USA) a zvýšenou citlivost investorů vůči rozvíjejícím se zemím s nadměrným, nebo rychle se zvyšujícím, deficitem běžného účtu. V důsledku tohoto vývoje prudce oslabila řada měn (zejména jihoafrický rand, turecká lira, islandská koruna). Oslabování měn se výrazně dotklo i středoevropského regionu (zejména forintu, v menší míře zlotého), české koruny se však tento vývoj týká jen velmi okrajově. Narozdíl od minulosti investoři citlivěji rozlišují mezi jednotlivými zeměmi regionu a přihlížejí více k vývoji fundamentálních veličin. Trochu paradoxně tak dochází k opačnému vývoji měn ve středoevropském regionu, než by odpovídalo vývoji úrokového diferenciálu.

#### **Vývoj české koruny vůči ostatním středoevropským měnám:**

|     | Od počátku roku | Za poslední měsíc |
|-----|-----------------|-------------------|
| HUF | + 12,6 %        | + 6,5 %           |
| PLN | + 6,2 %         | + 2,0 %           |
| SKK | + 3,4 %         | + 0,6 %           |
| SIT | + 2,0 %         | - 0,8 %           |

V mírně přísném nastavení kurzové složky měnových podmínek se odráží také několik změn v základních předpokladech. Jednak je to přechod na zahraniční efektivní indikátor pro inflaci, a pak změna rovnovážné reálné aprece. I když byl nominální kurz apreciovanější

<sup>17</sup> Ve srovnání s ostatními měnami šlo podle agentury Bloomberg o největší meziroční posílení vůči euru.

a domácí inflace mírně vyšší, celkově je působení kurzové složky pro 2.Q 2006 shodné s předpoklady minulé prognózy.

Pro 3.Q 2006 předpovídá krátkodobá prognóza stabilitu nominálního kurzu CZK/EUR na úrovni 28,40 CZK/EUR, což odpovídá průměru 2.Q 2006. Ve výhledu vývoje kurzové složky reálných měnových podmínek se v blízkém časovém horizontu předpokládá, a to zejména vlivem vyššího tempa rovnovážné reálné aprece, postupné zaostávání reálné aprece za rovnovážnou i při očekávané vyšší domácí inflaci oproti zahraniční. Tím bude docházet k opětovnému autonomnímu uvolňování kurzové složky měnových podmínek.

## II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů

Ve srovnání se 4. SZ došlo v modelovém aparátu k několika změnám. Nově byly pro aproximaci zahraničního ekonomického vývoje použity efektivní ukazatele eurozóny. V důsledku přechodu na efektivní ukazatele také došlo k odpovídajícím změnám trajektorií rovnovážných veličin. Další úprava tempa rovnovážné reálné aprece v letech 2004 – 2006 byla odrazem přehodnocení vlivu růstu regulovaných cen a cen energií na konkurenceschopnost české ekonomiky. Zároveň došlo k dílčí úpravě rozložení rovnovážné reálné aprece do jednotlivých cenových okruhů. Předpokládané dlouhodobé tempo růstu inflaci nezrychlujícího produktu bylo zvýšeno. V aktuální verzi jádrového predikčního modelu došlo také k avizované změně rovnice pro odhad domácích cen pohonných hmot, která nově pracuje výlučně s cenami pohonných hmot z burz ARA.

Vývoj ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR je nově aproximován pomocí efektivních ukazatelů HDP a cenového vývoje eurozóny, které nahradily dosud používané ukazatele za Německo. Referenční oblast zahrnuje 11 zemí eurozóny, jejichž váhy odpovídají průměrnému podílu na zahraničním obchodě s ČR v roce 2005 (viz popis v části II.1). Vzhledem k tomu, že efektivní ukazatel zahraniční inflace je tak (v porovnání s německou inflací) systematicky výše zhruba o 0,2 p.b., jsou ve stejném rozsahu výše i zahraniční inflační očekávání. Technicky tak dochází k poklesu zahraničních reálných úrokových sazeb a reálné aprece kurzu. Tento systematický posun však nemá výraznější dopad na odhad cyklických složek veličin, a je zohledněn ve změně rovnovážných trajektorií. Zahraniční reálné rovnovážné sazby tak leží níže na celém horizontu prognózy přibližně o 0,2 p.b., a také tempo rovnovážné reálné aprece kurzu bylo sníženo o zhruba 0,2 p.b. Uvedené přehodnocení trajektorií rovnovážných trendů mělo pouze nepatrný vliv na nastavení počátečních podmínek obou složek reálných měnových podmínek.

Podobně jako u inflace je nový efektivní indikátor růstu HDP eurozóny v porovnání s německým růstem HDP systematicky výše o 0,2 – 0,3 p.b. Předpoklad dlouhodobého tempa inflaci nezrychlujícího růstu produktu v zahraničí byl proto zvýšen z původní hodnoty 1,7 % na 1,9 %. Odpovídající mírné přehodnocení zahraniční mezery výstupu je v souladu s náhledem, že německá ekonomika v posledních letech vytváří mírně výraznější protiinflační popťávkové tlaky než zbytek eurozóny.

Obecné nejistoty ohledně nastavení rovnovážných veličin včetně jejich změn byly diskutovány a popsány při prezentaci posledních dvou prognóz. Další diskuse během zpracování aktuální prognózy identifikovaly nejistotu o vlivu vysokého růstu regulovaných cen a cen energií na konkurenceschopnost české ekonomiky a zachycení tohoto vlivu

v modelovém aparátu. Růst cen vyvolaný zdražením ropy zřejmě výrazně neovlivní konkurenceschopnost české ekonomiky. Rovněž lze očekávat, že plánované deregulace v oblasti nájemného přispějí k rozvoji tržního prostředí a v konečném důsledku ke zvýšení konkurenceschopnosti domácích výrobců. Efekt vyšší inflace z výše uvedených titulů, který se promítá do silnějšího reálného kurzu, nebyl v prognóze doposud dostatečně zohledněn. Proto dochází k expertnímu přehodnocení trajektorie tempa rovnovážné reálné apreciace kurzu v letech 2004 – 2007 směrem nahoru. Tato změna v uvedeném období mírně převáží dopad technických změn plynoucích ze změny zahraničních indikátorů. Tempo rovnovážné reálné apreciace se tak na minulosti postupně zvyšuje až k hodnotě 3,9 % na přelomu let 2005 a 2006.

Zároveň s přehodnocením trajektorie celkové rovnovážné reálné apreciace došlo k úpravě neobchodovatelných složek v jednotlivých okruzích inflace. Zatímco na historii se tato úprava promítne v drobné modifikaci odhadované mezery výstupu, největší změnou na horizontu prognózy je mírně odlišný vývoj jednotlivých složek inflace.

Kompletní revize časové řady dat o HDP provedená ČSÚ a nově publikované údaje o HDP za 1.Q 2006 vyústily v opětovné přehodnocení dlouhodobého rovnovážného tempa růstu neinflačního produktu<sup>18</sup> na historii, které bylo zvýšeno na úroveň 5 % z předchozí hodnoty 4,5 %. Ve stejné míře bylo upraveno dlouhodobé rovnovážné tempo růstu na prognóze, což vyjadřuje předpoklad o zachování vyššího růstu neinflačního produktu i na budoucnosti.

V jádrovém predikčním modelu dochází k avizovanému přechodu na prognózu domácích cen pohonných hmot pomocí minulého a očekávaného budoucího vývoje cen benzínů na burzách ARA. Tyto ceny benzínu tak nahrazují doposud používané ceny uralské ropy. V souvislosti s touto změnou byla nově kalibrována modelová rovnice mezičtvrtletní inflace dovozních cen energií.

Z důvodu současného velkého výkyvu inflace regulovaných cen a cen energií, který je považován za jednorázový a neměl by dlouhodobě ovlivnit inflační očekávání, jsou vysoké příspěvky těchto položek do inflace z titulu inflačních očekávání v modelu částečně očištěny. Tato úprava byla aplikována již v posledních predikčních kolech a průsak je omezen na 50 % standardní modelové kalibrace.

Veškeré dopady změn domácích nepřímých daní jsou na horizontu prognózy stejně jako v minulých SZ rozděleny na primární a sekundární dopady s tím, že na primární dopady je aplikován institut výjimek. V souvislosti s očekávanou změnou nepřímých daní v Německu v roce 2007 jsou v prognóze očištěny cenové dopady této změny ze zahraničních inflačních očekávání a domácích dovozních cen. Odpovídající úprava byla provedena již v minulé prognóze.

---

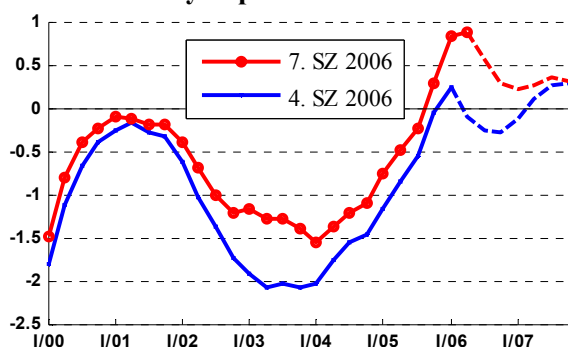
<sup>18</sup> Uvedeným termínem je myšleno tempo růstu neinflačního produktu dosažené v „ustáleném stavu“ (steady state).

## II.5 Vyznění prognózy

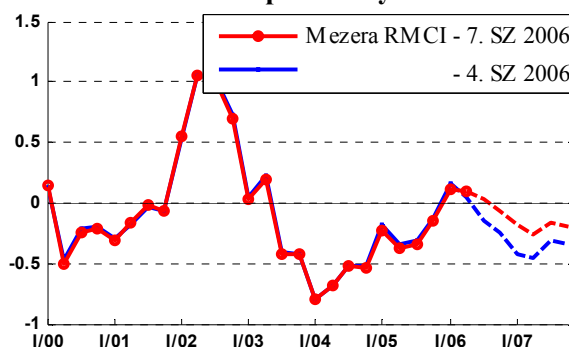
### HDP a trh práce

Dočasné zpřísnění reálných měnových podmínek v první polovině letošního roku a zmírnění zahraniční konjunktury povede v následujících čtvrtletích k zastavení dalšího otevírání kladné výstupové mezery. K zachování jejích mírně pozitivních hodnot ve zbytku prognostického horizontu přispěje působení uvolňující se kurzové složky měnových podmínek a mírně kladný fiskální impuls. To spolu s předpokládaným tempem růstu inflaci nezrychlujícího produktu na úrovni kolem 5,5 % vyústí v růst HDP tempem 6,6 % v roce 2006 a v částečné zpomalení jeho růstu na 5,1 % v roce 2007. Na straně výdajových složek bude ekonomický růst nadále tažen zahraniční a investiční poptávkou, poměrně dynamický růst lze očekávat také u spotřeby domácností vlivem příznivého vývoje na trhu práce. S očekávaným vývojem ekonomické aktivity je v souladu prognóza růstu peněžního agregátu M2 v roce 2006 tempem kolem 8 % a jeho lehké zpomalení na úroveň kolem 7 % v roce 2007.

Graf: Mezera výstupu



Graf: Reálné měnové podmínky

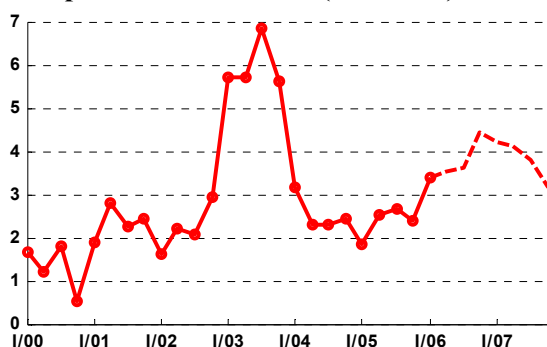


Předpoklady prognózy ohledně zahraniční poptávky, fiskální politiky a působení měnových podmínek ovlivní i jednotlivé složky celkové poptávky. **Spotřeba domácností** v následujících čtvrtletích poněkud zrychlí především v důsledku vývoje na trhu práce. Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu v roce 2006 dosáhne 5,8 %, což bude odrážet růst mezd a platů českých domácností o 6,6 %<sup>19</sup> a transferů o 4,1 %. V reálném vyjádření však dynamika disponibilního důchodu vlivem vyššího růstu cen meziročně zpomalí na 3 %. Působení mírně uvolněné úrokové složky z 2. poloviny roku 2004 a roku 2005 se při nízkém růstu reálného disponibilního důchodu projeví v poklesu hrubé míry úspor o 0,6 p.b. na 6,5 % a umožní růst reálných spotřebitelských výdajů domácností o 3,8 %. V roce 2007 bude na spotřebu domácností pozitivně působit zrychlení dynamiky mezd a platů. Transfery domácnostem se zvýší o 7,2 %.<sup>20</sup> Dojde tak ke zrychlení růstu disponibilního důchodu o 1 p.b. na 6,8 %, což spolu s růstem cenové hladiny povede k reálnému růstu hrubého disponibilního důchodu o 3,9 %. Toto tempo růstu reálného disponibilního důchodu tak při nezměněné míře úspor (vlivem neutrálního působení úrokové složky měnových podmínek) umožní růst reálné spotřeby o 3,8 %.

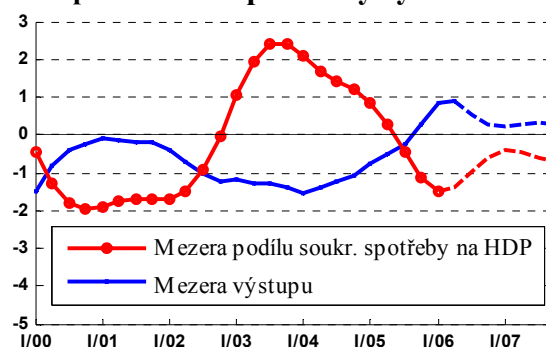
<sup>19</sup> Růst objemu mezd a platů vyplacených na území ČR bude vlivem výrazného růstu zaměstnanosti cizinců vyšší a dosáhne cca 8,4 %. Ačkoli se růst mezd a platů vyplacených na území ČR ve srovnání s 4. SZ prakticky nemění, zvyšuje se tempo růstu mezd a platů českých domácností. To je způsobeno revizí národních účtů domácností, podle níž se rozdíl mezi oběma řadami v minulosti snížil. V predikci proto dochází k obdobnému sblížení, tj. k vyšší dynamice mezd a platů českých domácností ve srovnání se 4. SZ.

<sup>20</sup> Zrychlení dynamiky růstu transferů o 3,2 p.b. ve srovnání s rokem 2006 je způsobeno především zákonnou úpravou výše rodičovského příspěvku (+12 mld. Kč).

**Graf: Spotřeba domácností (mzr. v %)**



**Graf: Spotřeba a hospodářský cyklus**

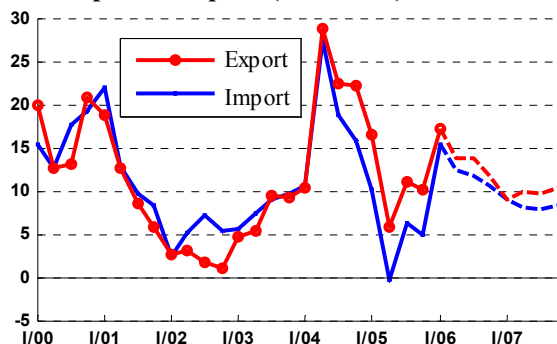


Růst **hrubé tvorby fixního kapitálu** v průběhu letošního a příštího roku v porovnání s loňským rokem zrychlí. Soukromá investiční aktivita bude nadále podporována pokračujícím růstem exportní poptávky a přílivem reálně alokovaných přímých zahraničních investic. Působení reálných úrokových sazeb bude po zbytek roku 2006 neutrální, v průběhu roku 2007 však dojde k jejich mírnému zpřísnění. K růstu celkové investiční poptávky v letech 2006 a 2007 bude přispívat také oživení dynamiky investičních výdajů veřejného sektoru, které odpovídá předpokladu o pozitivním fiskálním impulzu v celém horizontu prognózy. V případě naplnění uvedených předpokladů lze očekávat zvýšení hrubé tvorby fixního kapitálu o 7,2 % v roce 2006 a o 6,0 % v roce 2007.

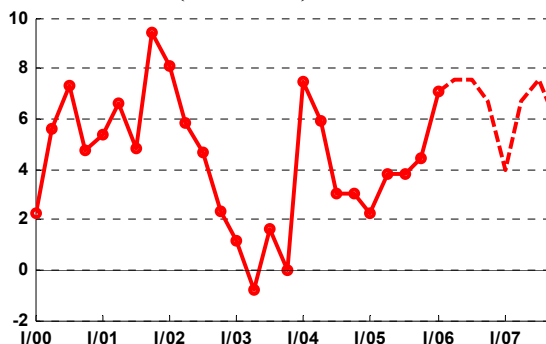
Předpokládaný růst nominálních **výdajů na spotřebu vlády** o 5,1 % v roce 2006, resp. o 3,4 % v roce 2007, se oproti dubnové prognóze nemění. Změna predikce reálného růstu vládní spotřeby odráží především přehodnocení očekávaného růstu deflátoru. V reálném vyjádření vládní spotřeba poroste o 0,4 % v roce 2006 a příštím roce se sníží o 1,2 %.

Vývoj **reálných vývozu** v obou letech prognózy se bude odehrávat na pozadí pokračujícího trendového růstu exportní výkonnosti ekonomiky, který vychází ze změn na nabídkové straně. Ty souvisejí s přílivem PZI a rozšířením vývozně orientovaných kapacit (mimo jiné náběh na plnou kapacitu automobilky TPCA v Kolíně). Zahraniční oživení z první poloviny letošního roku v následujících čtvrtletích částečně ochabne, nadále však bude kladně přispívat k udržení růstu reálných vývozu. Celoroční tempo růstu reálných vývozu dosáhne v roce 2006 přibližně 14,0 %. V roce 2007 dojde i přes uvolnění reálného měnového kurzu k částečnému snížení exportní dynamiky na 9,8 %.

**Graf: Export a import (mzr. v %)**



**Graf: Investice (mzr. v %)**



Růst **reálných dovozů** zboží a služeb bude v průběhu roku 2006 nadále zaostávat za dynamikou vývozu, i když tento rozdíl se v důsledku zrychlení růstu domácí poptávky

(především na straně hrubé tvorby kapitálu) výrazně sníží. Předpokládaný meziroční růst dovozů za celý rok 2006 činí 12,4 %, což generuje meziroční snížení deficitu čistého vývozu v letošním roce přibližně o 29 mld. Kč na -16 mld. Kč. V roce 2007 růst dovozů zpomalí na 8,3 % a čistý vývoz tak vykáže přebytek ve výši 19 mld. Kč.

### HDP a jeho složky (meziroční změny v %)

| UKAZATEL                                    | I/05 | II/05 | III/05 | IV/05 | 2005  | I/06 | II/06 | III/06 | IV/06 | 2006  | I/07 | II/07 | III/07 | IV/07 | 2007 |
|---------------------------------------------|------|-------|--------|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|------|-------|--------|-------|------|
| Hrubý domácí produkt                        | 5.4  | 6.1   | 5.9    | 6.9   | 6.1   | 7.4  | 7.2   | 6.4    | 5.6   | 6.6   | 4.9  | 4.8   | 5.2    | 5.4   | 5.1  |
| Spotřeba domácností                         | 1.8  | 2.5   | 2.7    | 2.4   | 2.4   | 3.4  | 3.5   | 3.6    | 4.5   | 3.8   | 4.2  | 4.1   | 3.8    | 3.2   | 3.8  |
| Spotřeba vlády                              | -1.4 | 0.8   | 4.5    | -1.0  | 0.7   | -1.0 | 0.7   | 0.5    | 1.3   | 0.4   | -0.3 | -1.0  | -1.5   | -1.7  | -1.2 |
| Spotřeba neziskových institucí              | 1.0  | -1.5  | -4.1   | 4.6   | 0.0   | 0.6  | 10.3  | 8.9    | 1.7   | 5.4   | 13.0 | 6.1   | 5.4    | 6.6   | 7.6  |
| Hrubá tvorba fixního kapitálu               | 2.3  | 3.8   | 3.8    | 4.4   | 3.6   | 7.1  | 7.5   | 7.6    | 6.7   | 7.2   | 4.0  | 6.7   | 7.5    | 5.8   | 6.0  |
| Dovoz zboží a služeb                        | 10.1 | -0.3  | 6.3    | 4.8   | 4.9   | 15.3 | 12.4  | 11.8   | 10.6  | 12.4  | 9.1  | 8.2   | 7.9    | 8.3   | 8.3  |
| Vývoz zboží a služeb                        | 16.5 | 5.9   | 10.9   | 10.1  | 10.6  | 17.0 | 13.8  | 13.7   | 11.7  | 14.0  | 8.9  | 9.9   | 9.8    | 10.4  | 9.8  |
| Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč) | -2.3 | -7.6  | -16.1  | -19.2 | -45.3 | 6.4  | -0.5  | -7.5   | -14.7 | -16.3 | 6.1  | 10.5  | 4.1    | -1.3  | 19.4 |
| Podíl čistého vývozu na HDP (v %)           | -0.4 | -1.1  | -2.4   | -2.8  | -1.7  | 1.0  | -0.1  | -1.1   | -2.1  | -0.6  | 0.9  | 1.4   | 0.6    | -0.2  | 0.7  |

Zdroj: ČSÚ, prognóza ČNB

### Srovnání prognózy HDP a jeho složek v 7. SZ se 4. SZ

|                               | 2006 |      |        | 2007 |      |        |
|-------------------------------|------|------|--------|------|------|--------|
|                               | 4.SZ | 7.SZ | Rozdíl | 4.SZ | 7.SZ | Rozdíl |
| <b>mzr v %</b>                |      |      |        |      |      |        |
| Spotřeba domácností           | 2.8  | 3.8  | 1.0    | 2.9  | 3.8  | 0.9    |
| Spotřeba vlády                | 1.0  | 0.4  | -0.6   | -0.4 | -1.2 | -0.8   |
| Hrubá tvorba fixního kapitálu | 6.8  | 7.2  | 0.4    | 6.4  | 6.0  | -0.4   |
| Vývoz zboží a služeb          | 10.2 | 14.0 | 3.8    | 9.5  | 9.8  | 0.3    |
| Dovoz zboží a služeb          | 8.1  | 12.4 | 4.3    | 8.9  | 8.3  | -0.6   |
| HDP                           | 6.1  | 6.6  | 0.5    | 5.4  | 5.1  | -0.3   |

Nedávné rychlé uzavření mezery výstupu bylo spojeno i se zvýšenou dynamikou **zaměstnanosti**, která však bude v nejbližší budoucnosti postupně oslabovat. Počet zaměstnanců tak v roce 2006 vzroste o 1,7 % (2,5 % ve 4. SZ) a celková zaměstnanost se zvýší o 1,4 % (1,3 % ve 4. SZ). Růst poptávky po práci, patrný zejména ve zpracovatelském průmyslu a v některých tržních službách, se bude nadále, i když v klesající míře, realizovat zaměstnáváním zahraničních pracovníků. Míra nezaměstnanosti se bude nacházet mírně nad svou neinflační úrovní, což bude spolu se zaměstnáváním osob s nižšími mzdovými nároky nadále tlumit tlaky na rychlejší růst mezd. Míra registrované nezaměstnanosti se bude v průměru nacházet na úrovni 8,9 % (9,2 % ve 4. SZ), přičemž podstatným faktorem pro její snižování bude i nadále působení přísnějších podmínek pro registraci na úřadech práce. Míra obecné nezaměstnanosti se bude pohybovat okolo 7,6 % (stejně jako ve 4. SZ).

V roce 2007 se počet zaměstnanců zvýší o 1,2 % (1,3 % ve 4. SZ). Míra registrované i obecné nezaměstnanosti se sníží ve srovnání s rokem 2006 o 0,2 p.b. až 0,3 p.b.

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

| UKAZATEL                                                    | 2004 | I/05 | II/05 | III/05 | IV/05 | 2005 | I/06 | II/06 | III/06 | IV/06 | 2006 | I/07 | II/07 | III/07 | IV/07 | 2007 |
|-------------------------------------------------------------|------|------|-------|--------|-------|------|------|-------|--------|-------|------|------|-------|--------|-------|------|
| Zaměstnanost celkem                                         | -0.6 | 0.6  | 1.1   | 1.7    | 1.5   | 1.2  | 1.7  | 1.5   | 1.1    | 1.1   | 1.4  | 1.0  | 0.8   | 0.6    | 0.5   | 0.7  |
| z toho : zaměstnanci a)                                     | -0.2 | 1.7  | 1.9   | 2.9    | 2.3   | 2.2  | 2.2  | 1.9   | 1.2    | 1.4   | 1.7  | 1.3  | 1.2   | 1.1    | 1.1   | 1.2  |
| ostatní zaměstnaní                                          | -2.4 | -4.8 | -3.1  | -4.1   | -2.6  | -3.7 | -1.0 | -0.7  | 0.7    | -0.2  | -0.3 | -0.3 | -1.3  | -2.2   | -2.6  | -1.6 |
| Registrovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr              | 10.4 | 10.3 | 9.3   | 9.3    | 9.2   | 9.5  | 9.6  | 8.5   | 8.6    | 8.7   | 8.9  | 9.3  | 8.4   | 8.4    | 8.5   | 8.7  |
| Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr                    | 8.3  | 8.4  | 7.8   | 7.8    | 7.8   | 7.9  | 8.0  | 7.5   | 7.5    | 7.5   | 7.6  | 7.7  | 7.3   | 7.1    | 7.2   | 7.3  |
| Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) b)            | 6.6  | 5.7  | 5.3   | 6.2    | 4.6   | 5.4  | 6.9  | 6.5   | 6.5    | 6.5   | 6.6  | 6.9  | 6.9   | 7.1    | 6.8   | 6.9  |
| (reálná)                                                    | 3.7  | 4.0  | 3.7   | 4.2    | 2.2   | 3.5  | 4.0  | 3.5   | 3.5    | 3.6   | 3.6  | 3.5  | 3.5   | 3.0    | 2.6   | 3.2  |
| z toho: podnikatelská sféra (nominální)                     | 6.9  | 4.8  | 5.3   | 5.5    | 4.7   | 5.1  | 7.2  | 6.6   | 6.6    | 6.6   | 6.7  | 7.1  | 7.2   | 7.4    | 7.0   | 7.2  |
| z toho: průmysl (nominální)                                 | 7.0  | 3.8  | 5.1   | 5.0    | 4.4   | 4.6  | 6.1  | .     | .      | .     | .    | .    | .     | .      | .     | .    |
| nepodnikatelská sféra (nominální)                           | 5.7  | 8.9  | 5.5   | 8.6    | 4.5   | 6.7  | 6.0  | 6.0   | 6.0    | 6.0   | 6.0  | 6.0  | 6.0   | 6.0    | 6.0   | 6.0  |
| Mzdy a platy v NH (nominální) c)                            | 6.4  | 7.5  | 7.4   | 9.2    | 7.1   | 7.8  | 9.3  | 8.5   | 7.8    | 7.9   | 8.4  | 8.2  | 8.3   | 8.3    | 7.9   | 8.2  |
| Mzdy a platy celkem podle NÚ - české domácnosti (nominální) | 5.4  | 5.2  | 6.0   | 7.0    | 6.3   | 6.2  | 6.8  | 6.7   | 6.4    | 6.5   | 6.6  | 7.6  | 7.6   | 7.6    | 7.8   | 7.7  |
| NJMN (nominální mzdy a platy v NH na HDP v s.c.)            | 2.1  | 2.1  | 1.2   | 3.1    | 0.2   | 1.6  | 1.8  | 1.2   | 1.3    | 2.2   | 1.6  | 3.2  | 3.3   | 3.0    | 2.4   | 3.0  |
| NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.) | 2.1  | 0.7  | 0.1   | 1.5    | -0.4  | 0.5  | -0.3 | .     | .      | .     | .    | .    | .     | .      | .     | .    |
| NJMN v průmyslu (nominální mzda na PP z tržeb)              | -3.2 | -1.8 | -2.9  | -3.8   | -4.7  | -3.3 | -6.4 | .     | .      | .     | .    | .    | .     | .      | .     | .    |
| NJMN v průmyslu (objem mezd na přidanou hodnotu)            | -0.7 | -6.2 | -7.7  | -7.4   | -5.6  | -6.7 | -7.5 | .     | .      | .     | .    | .    | .     | .      | .     | .    |
| NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)                    | 3.8  | 4.8  | 5.3   | 5.2    | 5.9   | 5.3  | 7.1  | 5.6   | 5.2    | 4.4   | 5.6  | 3.8  | 3.9   | 4.5    | 4.9   | 4.3  |

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

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

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

c) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnaností v NH

**Box: Prognóza nominálních mezd**

Odhad meziročního růstu průměrné nominální mzdy ve sledovaných organizacích byl pro letošní rok zvýšen na 6,6 % (5,8 % ve 4. SZ). V roce 2007 dynamika růstu mezd zrychlí na 6,9 % (6,6 % ve 4. SZ).

V roce 2006 vzroste v podnikatelské sféře průměrná mzda o 6,7 % (o 0,6 p.b. vyšší růst v porovnání s predikcí ze 4. SZ), což je o 1,2 p.b. vyšší dynamika v porovnání s rokem 2005. Zvýšení predikce růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře souvisí s odchylkou skutečnosti od predikce v 1.Q 2006 vlivem vyššího růstu produktivity práce. Predikce interpretuje doporučení odborové centrály pro kolektivní vyjednávání na letošní rok požadující meziroční růst průměrné mzdy o 7 % spíše jako horní hranici možného růstu mezd, která pravděpodobně nebude výrazněji překročena. Tuto interpretaci potvrzuje i výše sjednaného růstu průměrné mzdy v dosud uzavřených vyšších kolektivních smlouvách, která nedosahuje ani 5 %. V kolektivních smlouvách na podnikové úrovni bude podle našich zkušeností sjednán růst vyšší, který se bude blížit požadovaným 7 %. Predikce je konzistentní s vývojem zaměstnanosti a rostoucí produktivitou práce. Míra nezaměstnanosti je však stále mírně vyšší než NAIRU.

V nepodnikatelské sféře vzroste průměrná mzda přibližně o 6 %. Na zvýšení platů je ve státním rozpočtu vyčleněno 4,5 mld. Kč a další více než 3 mld. Kč poplynou z rozpočtu zdravotních pojišťoven, krajů a obcí. Podle státního rozpočtu dojde k navýšení mzdových prostředků o 4,3 % a limit počtu zaměstnanců se sníží o 0,5 %. To by mělo generovat téměř 5% růst průměrných mezd. Meziroční růst mezd v 1.Q 2006 však dosáhl 6 %, což naznačuje, že se předpoklad o 5% mzdovém růstu nepodaří dodržet. Celkový růst mezd v nepodnikatelské sféře je navíc ovlivněn i růstem mezd v segmentech, které nespádají do výdajů státního rozpočtu. Např. ve zdravotnictví dochází vlivem mimořádného zvýšení mzdových tarifů o 8 % od září 2005 k nadprůměrnému mzdovému růstu. Mzdový vývoj v nepodnikatelské sféře by měl být v roce 2006 rovnoměrný oproti roku 2005, protože v meziročních datech odezní vliv základny pramenící ze zrušení dodatečných platů v roce 2004.

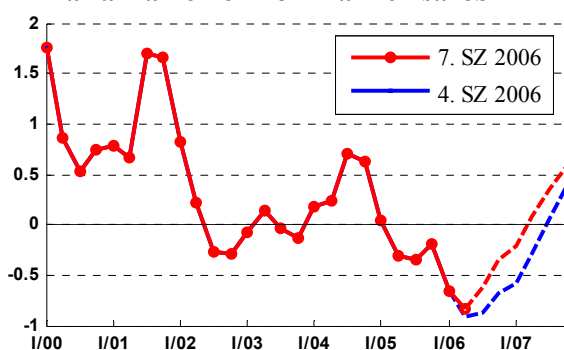
V roce 2007 se růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zvýší na 7,2 %. Na akceleraci růstu průměrné mzdy bude mít vliv zejména snaha odborů o participaci na růstu produktivity a vyšší inflační očekávání oproti roku 2006. Pozitivní dopad na růst mezd bude mít i snížení nezaměstnanosti, větší akcelerace mzdového růstu však bude tlumena zpomalením tempa růstu zaměstnanosti. Všeobecný růst mezd státních zaměstnanců by měl podle střednědobého výhledu veřejných financí dosáhnout 5 %. U některých skupin zaměstnanců bude růst mezd zřejmě vyšší. Od 1. 1. 2007 vstupuje v účinnost novelizovaný služební zákon, s nímž mohou být spojeny zvýšené mzdové nároky zaměstnanců ozbrojených složek. Lze proto očekávat, že se růst průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře bude pohybovat okolo 6 %.

**Devizový kurz a dovezená inflace**

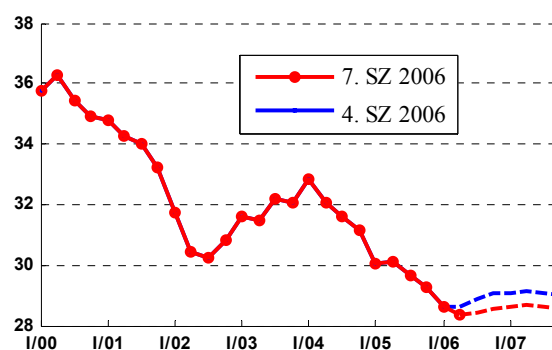
Základní scénář prognózy stále předpokládá mírné oslabení nominálního devizového kurzu ve zbytku roku 2006 a na počátku roku 2007, které bude důsledkem přetrvávajícího záporného úrokového diferenciálu vůči zahraničním sazbám při vyšší domácí inflaci. V závěru prognózovaného období pak převáží vliv dlouhodobého rovnovážného zhodnocování reálného kurzu a nominální kurz přestane depreciovat. Kurz se na celém horizontu prognózy bude pohybovat na silnější úrovni, než předpokládala 4. SZ.



**Graf: Úrokový diferenciál ročních domácích a zahraničních nominálních sazeb**



**Graf: Nominální kurz CZK/EUR**



Nová prognóza **dovozních cen** pracuje tedy ve srovnání se 4. SZ se silnější hladinou nominálního kurzu vůči euru i dolaru. Očekávané dolarové ceny ropy a benzínů ARA leží oproti předchozí prognóze výše po celém horizontu prognózy, mírně proinflačním směrem se v roce 2006 a v první polovině roku 2007 mění i inflace cen výrobců v zemích eurozóny. Skutečný růst dovozních cen v období březen až duben 2006 byl ve shodě s minulou prognózou ve všech složkách s výjimkou cen potravin.

Působení těchto faktorů, kde dominuje především kurz koruny vůči euru, vede v souhrnu k mírně nižší prognóze meziročního růstu celkového indexu dovozních cen v závěru roku 2006 a na počátku roku 2007 v průměru přibližně o 0,7 p.b. Naopak v druhé polovině roku 2007 je meziroční růst dovozních cen v průměru o 0,8 p.b. vyšší než v minulé prognóze, což jde do značné míry na vrub vyšších cen energetických surovin a energií.

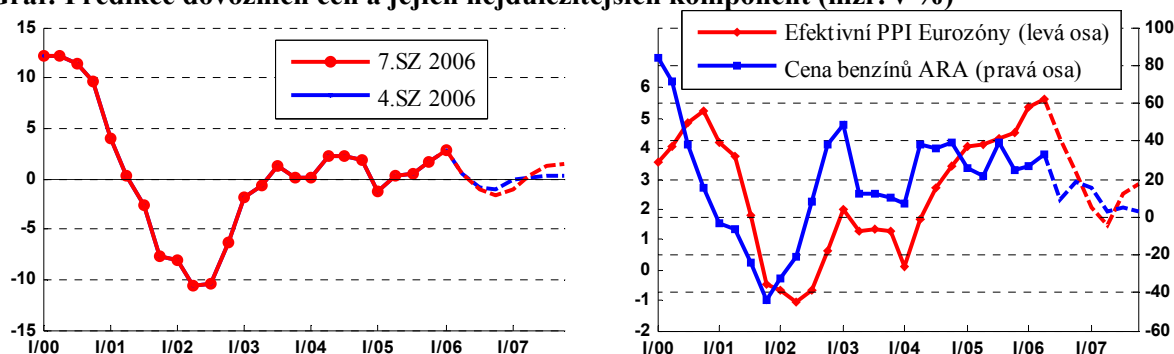
Očekávaná trajektorie růstu cen dovážených energetických surovin a cen dovážených energií zůstává podobná jako v předchozích třech prognózách, když postupně dochází ke zpomalení meziročního růstu dovozních cen a k přechodu k jejich meziročnímu poklesu. Aktuální prognóza však v návaznosti na vyšší očekávanou hladinu cen ropy mírně snižuje očekávaný meziroční pokles této skupiny dovozních cen (resp. snižuje její mizr. pokles) pro zbylá čtvrtletí roku 2006, v druhé polovině roku 2007 naopak dojde k opětovnému návratu mírného meziročního růstu těchto dovozních cen. Po celé období prognózy bude dopad vysokých cen ropy a benzínu tlumit apreciacie kurzu koruny k USD.

Meziroční růsty dovozních cen potravin jsou oproti minulé prognóze mírně nižší na celém horizontu prognózy. Vedle vlivu nižší než očekávané skutečnosti za první čtvrtletí má na změnu prognózy dominantní vliv silnější kurz koruny k euru. U cen ostatních dovážených výrobků s výjimkou potravin předpokládáme pro rok 2006, podobně jako v minulé prognóze, pokračování meziročních poklesů. V roce 2007 bude v návaznosti na silnější kurz koruny oživení meziročního růstu cen v této skupině méně výrazné, než předpokládala prognóza 4. SZ.

**Predikce jednotlivých segmentů dovozních cen (mizr. v %)**

|                                     | I/05 | II   | III  | IV   | I/06 | II   | III  | IV   | I/07 | II   | III  | IV   |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Dovozní ceny                        | -1.2 | 0.2  | 0.6  | 1.7  | 3.0  | 0.4  | -1.0 | -1.7 | -1.0 | 0.3  | 1.3  | 1.5  |
| Dovozní ceny bez energií a potravin | -3.5 | -3.0 | -3.7 | -2.8 | -1.6 | -2.5 | -1.9 | -1.4 | -0.1 | 1.0  | 1.6  | 1.5  |
| Dovozní ceny potravin               | 0.1  | -0.4 | -1.5 | -0.4 | -0.5 | -1.2 | -0.9 | -1.4 | -0.8 | 0.0  | 0.5  | 0.8  |
| Dovozní ceny energií                | 17.1 | 23.3 | 29.2 | 31.0 | 38.6 | 17.7 | 3.5  | -3.6 | -6.2 | -3.0 | 0.6  | 1.5  |
| Nominální kurs Kč/EUR               | 30.0 | 30.1 | 29.7 | 29.4 | 28.6 | 28.4 | 28.5 | 28.6 | 28.7 | 28.6 | 28.6 | 28.6 |
| Nominální kurs Kč/EUR mizr.         | -8.7 | -5.9 | -6.0 | -5.5 | -4.7 | -5.8 | -4.3 | -3.1 | 0.0  | 1.1  | 0.7  | 0.4  |

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



V návaznosti, mimo jiné, na vývoj dovozních cen formuluje prognóza rovněž představu vývoje domácích **cen průmyslových výrobců**. U cen průmyslových výrobců se oproti dubnové prognóze nová predikce mírně zvyšuje, a to zejména z důvodu vyšších pozorovaných i očekávaných cen ropy. Rovněž vývoj cen průmyslových výrobců v zahraničí působí více proinflačně. Naopak menší depreciace kurzu působí na snížení prognózy. V souhrnu předpokládáme trajektorii mírného meziročního růstu cen průmyslových výrobců, který bude ve druhé polovině roku 2006 pozvolna zrychlovat (na 2,5 % meziročně v závěru roku). V roce 2007, v návaznosti na odeznění vlivu vysokých cen ropy, meziroční růst cen průmyslových výrobců zmírní na hodnoty okolo 1,3 %. Po celé prognózované období bude i nadále za růstem cen průmyslových výrobců stát zejména cenový růst v odvětvích mimo zpracovatelský průmysl (zejména výroba elektřiny o cca 8 %, částečně i těžba uhlí), zatímco příspěvek zpracovatelského průmyslu bude pouze mírně kladný.<sup>21</sup>

## Inflace

U prognózy inflace dochází oproti 4. SZ na celém predikčním horizontu k mírnému zvýšení meziročního růstu spotřebitelských cen. Posuny predikce inflace v jejích jednotlivých složkách jsou relativně malé. Vyšší než očekávaný růst cen potravin a regulovaných cen ve 2.Q 2006 pravděpodobně nebude v nejbližším období kompenzován, a predikce tempa meziročního růstu spotřebitelských cen pro následující měsíce byla proto zvýšena. K vyšší inflaci také přispěje více proinflační vývoj poptávkových i většiny nákladových faktorů v celém predikčním horizontu a mírné zvýšení administrativních vlivů v roce 2007. Prognóza celkové meziroční inflace ke konci roku 2006 se tak zvyšuje na 3,1 % (2,8 % ve 4. SZ) a ke konci roku 2007 na 4,0 % (ve 4. SZ 3,9 %).

Celková inflace bude v nejbližších měsících stagnovat až slabě klesat, v roce 2007 cenový růst postupně zrychlí vlivem změn nepřímých daní, oživení růstu dovozních cen a díky vyšším inflačním očekáváním.

Predikci dopadů **změn nepřímých daní** ovlivnilo nově rozhodnutí o snížení DPH u kávy, čaje a cukrovinek. Predikce regulovaných cen se změnila hlavně na základě nového odhadu růstu cen regulovaného nájemného a vlivem dosavadní odchylky v predikci (viz **Box: Administrativní vlivy**).

<sup>21</sup> Případný rychlejší pokles cen výrobků z kovů, jejichž výhled není obsažen v Consensus Forecasts, je i nadále rizikem nové prognózy cen průmyslových výrobců.

### **Box: Administrativní vlivy**

Administrativní vlivy (primární dopady změn nepřímých daní a dopady změn regulovaných cen) celkem přispějí do meziroční inflace ke konci roku 2006 přibližně 1,9 p.b. (ve 4. SZ 2,0 p.b.) a ke konci roku 2007 rovněž 1,9 p.b. (ve 4. SZ 1,8 p.b.).

Růst **regulovaných cen** byl ve druhém čtvrtletí vyšší než predikce ze 4. SZ. Kompenzaci této odchylky nepředpokládáme, a tak dojde k zvýšení meziročních růstů v následujících třech čtvrtletích. Novou informací je rozhodnutí o odlišném výpočtu maximálního růstu cen regulovaného nájemného oproti původnímu vládnímu návrhu, což vedlo ke zvýšení predikce růstu regulovaného nájemného ze 14,2 na 19,2 % od ledna 2007. Dopad této změny do inflace je necelých 0,1 p.b. Oznámení ERÚ, že od třetího čtvrtletí se nebude měnit cena zemního plynu, je v souladu s dubnovou prognózou. V roce 2006 mělo resp. bude mít nejvyšší dopady do regulovaných cen lednové zvýšení cen elektřiny pro domácnosti o 9 %, odhadované celkové zvýšení cen tepla o 8,5 % a růst cen zemního plynu pro domácnosti o 6,2 %. V roce 2007 to potom bude zvýšení regulovaného nájemného o 19,2 %, cen elektřiny o 4 % a zvýšení poplatku za příjem televizního vysílání o 20 %.

Prognóza **dopadů změn nepřímých daní** se oproti 4. SZ pro rok 2006 mírně snižuje. Nově bylo rozhodnuto o snížení DPH u kávy, čaje a cukrovinek z 19 na 5 %. Nadále se počítá s odkladem skutečných dopadů zvyšování spotřebních daní u tabákových výrobků (cigaret) od 1. 4. 2006 a potom od 1. 1. 2007 (za horizontem stávající prognózy ještě rovněž zvýšení od 1. 1. 2008). Ke zvýšení cen cigaret dojde až s mnohaměsíčním zpožděním, obdobně jako u předešlého zvýšení jejich spotřebních daní. Snížení DPH u kávy, čaje a cukrovinek by mělo ovlivnit inflaci až v srpnu se souhrnným dopadem do inflace cca -0,09 p.b. Celkový primární dopad všech změn je odhadován v roce 2006 na cca 0,6 p.b. a v roce 2007 cca 0,9 p.b. Rizikem predikce je stanovení časového zpoždění dopadů změn daní u cen cigaret.

Vývoj jednotlivých složek čisté inflace je popsán v následujících odstavcích.

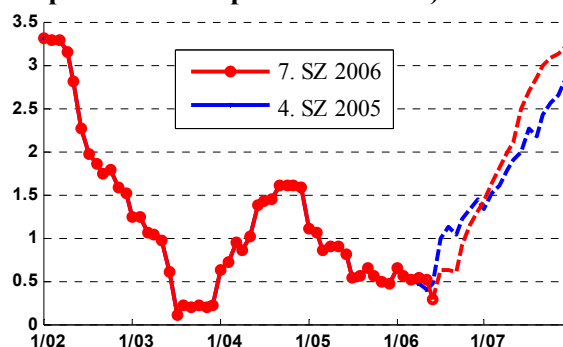
Meziroční **korigovaná inflace bez PH** v celém predikčním horizontu postupně zrychluje ze současných 0,3 % na 1,3 % ke konci roku 2006 a na 3,2 % ke konci roku 2007 (4. SZ předpokládala 1,4 % pro konec roku 2006 a 2,8 % pro konec roku 2007). Dubnová prognóza se pro druhé čtvrtletí naplnila a pro rok 2006 jsou změny predikce nákladových a poptávkových faktorů oproti předchozí prognóze v souhrnu zhruba inflačně neutrální. V roce 2007 je ale oproti 4. SZ předpokládán více proinflační vývoj, a to zejména vlivem vyššího růstu cen nákladových vstupů (zejména pak energií) a oproti minulé prognóze trvale mírně otevřené kladné mezery výstupu.

Vývoj **cen pohonných hmot** bude nadále dominantně určován vývojem cen zahraničních ropných produktů a kurzem CZK/USD. Nový výhled vývoje cen benzinů ARA vede i po zohlednění silnějšího kurzu koruny k dolaru ke zvýšení predikce růstu cen pohonných hmot pro rok 2006 (na 7,5 % meziročně ke konci roku 2006 z 2,0 % ve 4. SZ). V roce 2007 je již předpokládán – obdobně jako ve 4. SZ – relativně stabilní vývoj korunových cen benzinů ARA a meziroční růst cen pohonných hmot ke konci roku 2007 je prognózován ve výši 2,2 % (ve 4. SZ 1,6 %). Dopad těchto změn do predikce celkové inflace je 0,15 p.b. v roce 2006 a téměř nulový v roce 2007.

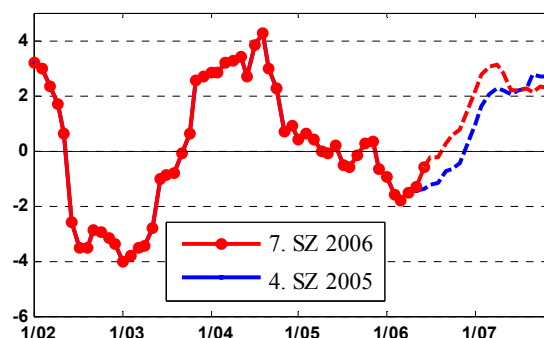
Faktory ovlivňující korigovanou inflaci bez PH budou působit i na **ceny potravin**, pro něž je však významný zejména vývoj domácích cen zemědělských výrobců (viz **Box: Prognóza cen zemědělských výrobců**). Pro rok 2006 byla predikce růstu cen potravin zvýšena v důsledku posledního vývoje (výrazný růst cen pečiva v červnu a patrně i v červenci) a dále vlivem mírného zvýšení predikce cen zemědělských výrobců. Ke konci roku 2006 je prognózován meziroční růst (čistých) cen potravin ve výši 1,5 % (0,2 % ve 4. SZ, dopad změny do inflace je +0,3 p.b.). V roce 2007 očekáváme oproti 4. SZ významně nižší růst dovozních cen

potravin. Predikce meziročního růstu cen potravin byla proto snížena na 2,1 % ke konci roku 2007 (z 2,6 % ve 4. SZ, dopad této změny do inflace je cca -0,1 p.b.).

**Graf: Korigovaná inflace bez PH  
(bez primárních dopadů změn daní)**



**Graf: Inflace cen potravin  
(bez primárních dopadů změn daní)**

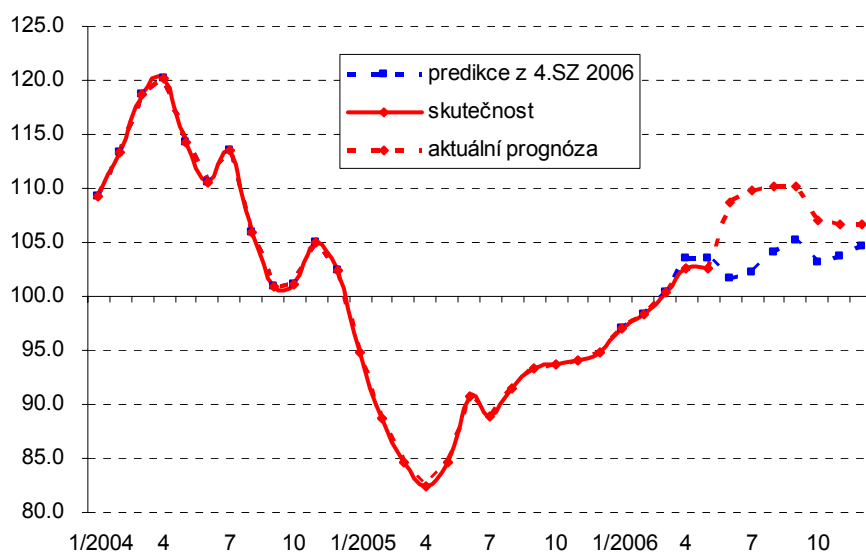


#### Box: Prognóza cen zemědělských výrobců

Prognóza cen zemědělských výrobců (CZV) předpokládá ve srovnání se 4. SZ vyšší trajektorii meziročního růstu ve zbytku roku 2006. Na této změně se podílí především zapracování nových údajů za 2.Q 2006 (prognózu ovlivnil především výrazný růst cen některých volatilních položek v červnu, zejména brambor, proti působil vyšší než očekávaný pokles cen produktů živočišné výroby a více apreciovaný kurz – viz **Příloha 5**). Prognóza nadále počítá v průběhu roku 2006 s dalším pozvolným růstem cenové hladiny CZV, a to převážně u produktů rostlinné výroby v návaznosti na odeznívání vlivu nadprůměrných sklizní v letech 2004 – 2005. Podle prvních odhadů ČSÚ lze sklizeň v roce 2006 hodnotit v kontextu vývoje v posledním desetiletí jako průměrnou.

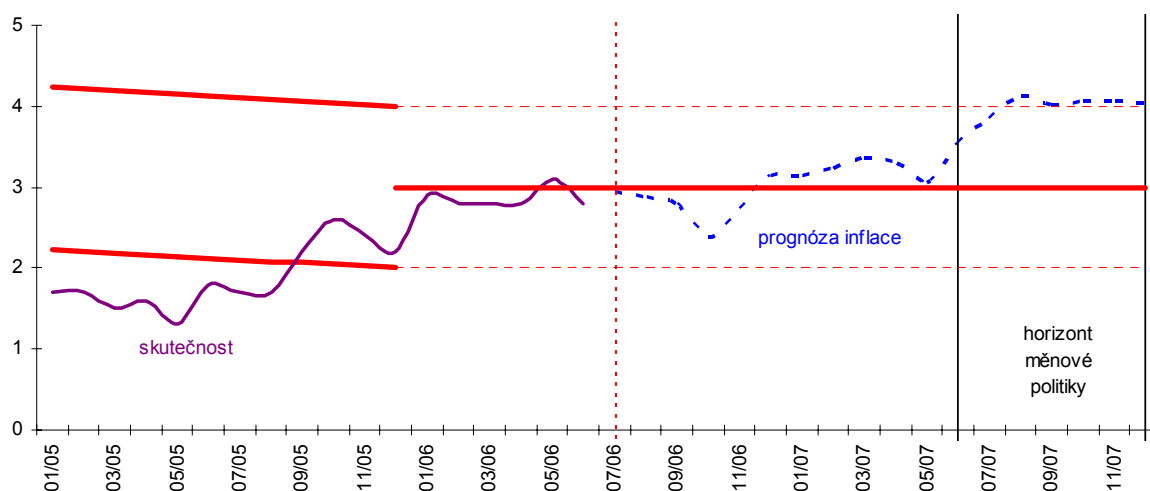
Ceny produktů živočišné a rostlinné výroby se budou vyvíjet odlišně. U produktů živočišné výroby předpokládáme ve druhé polovině roku 2006 oživení jejich meziročního růstu. U rostlinné výroby dojde od 3.Q 2006 zhruba k zachování dosavadního meziročního růstu. V souhrnu však bude nová prognóza CZV znamenat oproti předpokladům 4. SZ v celém průběhu roku 2006 zvýšení inflačních tlaků do cen potravin.

#### Ceny zemědělských výrobců (s.o.p.r = 100)



V souhrnu lze konstatovat, že v následujícím období bude inflace pod vlivem výrazného dopadu regulovaných cen a jejich sekundárních dopadů, zvyšování spotřebních daní a postupného odeznívání protiinflačního vývoje měnového kurzu i zemědělských cen. To se projeví výraznou akcelerací především korigované inflace bez PH. Stejným směrem bude působit zrychlení růstu cen potravin. I při jen slabých inflačních tlacích z vývoje reálné ekonomiky a očekávaném zvolnění meziročního růstu regulovaných cen a cen pohonných hmot tak bude celková inflace postupně narůstat, přičemž v druhém pololetí 2007 se bude nacházet v blízkosti horního okraje tolerančního pásma inflačního cíle.

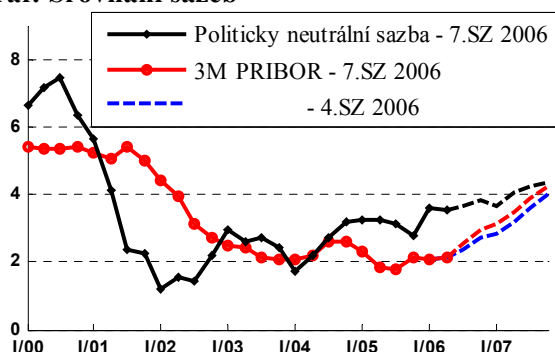
**Graf: Predikce inflace (mzr. v %)**



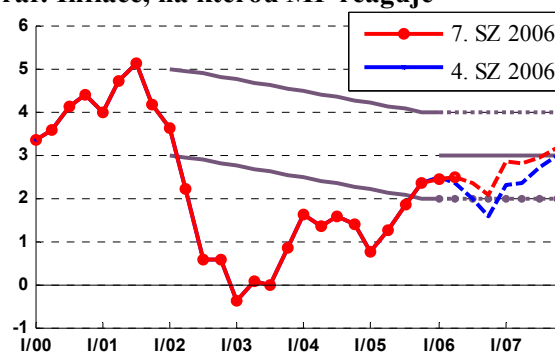
## Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb. Implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb leží po celém horizontu nad trajektorií konzistentní s minulou prognózou. Za touto změnou výhledu stojí převážně vyšší prognózovaná inflace a očekávání poněkud vyšších poptávkově inflačních tlaků. Proti tomu působí mírně nižší výhled zahraničních sazeb.

**Graf: Srovnání sazeb**



**Graf: Inflace, na kterou MP reaguje**



Trajektorie krátkodobých úrokových sazeb konzistentní s makroekonomickou prognózou je determinována výší politicky neutrální sazby, která odráží dlouhodobé charakteristiky domácí ekonomiky, odchylkou budoucí inflace od stanoveného cíle a očekávaným průběhem hospodářského cyklu.

Politicky neutrální sazba v základním scénáři postupně roste v důsledku zvyšující se budoucí inflace a v roce 2007 přesahuje hodnoty 4 %. Protože měnověpolitická sazba leží pod ní, konvergence k politicky neutrální sazbě vytváří autonomní tlak na růst implikovaných sazeb na celém horizontu prognózy. Oproti minulé SZ se politicky neutrální sazba, a tedy tlak na růst měnověpolitických sazeb, velmi mírně zvýšila.

Měnověpoliticky relevantní inflace se v současnosti nachází mírně pod bodovým inflačním cílem, v horizontu měnové politiky se již pohybuje v jeho těsné blízkosti. To má v roce 2006 zhruba neutrální vliv na růst implikované trajektorie sazeb. Poté lze očekávat pozitivní příspěvek tohoto faktoru k výši měnověpolitické sazby.

Kladná mezera výstupu se v nejbližším období v důsledku zpřísnění měnových podmínek a stále slabé zahraniční poptávky sníží, zůstane však v kladných hodnotách, kde setrvá až do konce prognózovaného horizontu. Vývoj reálné ekonomické aktivity tak mírně přispívá k růstu implikované trajektorie úrokových sazeb.

### III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE

Alternativní scénáře prognózy vyplývají z rizik identifikovaných v průběhu přípravy prognózy a ze schůzky k alternativním scénářům. Dále jsou alternativními scénáři také prognózy nezávislých institucí, které v sobě implicitně obsahují prognózu chování centrální banky. Srovnání jejich předpokladů a trajektorií predikovaných veličin s prognózou ČNB může pomoci identifikovat rizika budoucího vývoje tak, jak jsou vnímána jinými subjekty. Rizika základního scénáře jsou představena v první části kapitoly, externí prognózy potom ve druhé části.

#### III.1 Rizika základního scénáře

Nejistoty a rizika spojená se základním scénářem prognózy identifikovaná při jeho přípravě vyústila ve zpracování jednoho plnohodnotného alternativního scénáře a dvou citlivostních scénářů. Tyto scénáře jsou popsány níže.

##### **Alternativa s jádrovým predikčním modelem rozšířeným o mzdové náklady**

Stávající podoba jádrového predikčního modelu vychází z předpokladu procyklického chování reálných mezd a aproximuje reálné mezní náklady (RMC) jako inflační tlaky z reálné ekonomiky pouze mezerou výstupu. Ve skutečnosti však pozorujeme proticyklické chování mezery reálné mzdy, tj. procentní odchylky reálné mzdy od rovnovážné reálné mzdy konzistentní s konstantním podílem odměn výrobnímu faktoru práce (mezd) na přidané hodnotě (HDP). Proticyklické chování mezery reálné mzdy je způsobeno vyšší strnulostí nominálních mezd ve srovnání s cenami. Tato skutečnost byla dosud při odhadu počátečních podmínek zohledněna silnou vazbou mezery výstupu na pozorovanou inflaci a výstupová mezera se tak blížila odhadu reálných mezních nákladů. Pozorovaný relativně vysoký reálný ekonomický růst při pouze mírně zrychlující inflaci ovšem ve stávajícím přístupu vede k výraznému zvyšování tempa růstu neinflačního (potenciálního) produktu.

Při hodnocení aktuální pozice v hospodářském cyklu tak predikční aparát explicitně nepracuje s důležitou částí reálných mezních nákladů, reálnou mzdou. Podobně je tomu i na prognóze. Vývoj inflace je určován pouze projekcí mezery výstupu a dovozních cen. Vliv chování reálné mzdy je zprostředkován pouze nepřímo přes krátkodobou prognózu inflace, trhu práce a struktury růstu HDP.

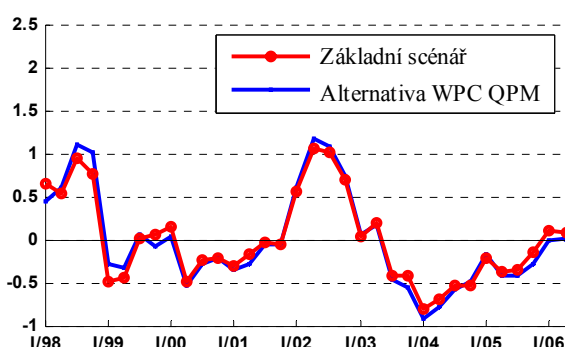
Pro lepší zachycení jednotlivých složek reálných mezních nákladů v prognostickém aparátu rozšířila SMS jádrový predikční model o blok trhu práce. V tomto rozšířeném QPM jsou inflační tlaky z reálné ekonomiky reprezentovány mezerou v reálných mezních nákladech, která se skládá z mezery výstupu a z mezery v reálných mzdách. Mezera v reálné mzdě představuje efekt nákladů výrobního faktoru práce na jednotku produkce a mezera výstupu pak náklady plynoucí z objemu produkce při klesajících výnosech z rozsahu. Navržená struktura modelu je detailněji popsána v Příloze 11. Rozšíření modelu o trh práce zachovává téměř identické impulzní odezvy jako v aktuálním jádrovém predikčním modelu.

Rozšířená struktura modelu tak umožňuje odhad počátečních podmínek a modelování inflačních tlaků pomocí obou složek reálných mezních nákladů. Využíváme ji proto pro zpracování alternativního scénáře, který reaguje na vnímané riziko počátečního nastavení mezery výstupu. Zároveň je ambicí SMS rozšířenou verzí jádrového predikčního modelu (WPC QPM) nahradit současný model a zpracování alternativy tak zajistí lepší srovnatelnost mezi prognózami v čase.

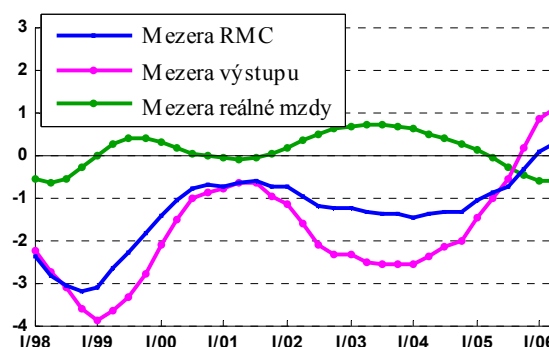
V alternativě jsou reálné měnové podmínky hodnoceny jako celkově neutrální, tedy podobně jako v základním scénáři. Neutrální nastavení měnových podmínek je výsledkem působení jejich kurzové a úrokové složky. Úroková část měnových podmínek je mírně uvolněná. Naopak kurzová je hodnocena jako přísná v reakci na apreciaci nominálního kurzu v první polovině letošního roku. Drobné odchylky v hodnocení intenzity uvolnění úrokové části jsou dány pouze změnou definice inflačních očekávání<sup>22</sup>.

Historický vývoj reálných měnových podmínek ovlivňuje odhad výstupové mezery jako jedné části reálných mezních nákladů. Proinflační působení kladné mezery výstupu na úrovni 1,1 % je z velké části kompenzováno negativní mezerou v reálné mzdě ve výši -0,6 %. Mezeru reálných mezních nákladů hodnotíme proto jenom jako mírně proinflační na úrovni 0,3 %.<sup>23</sup> Oproti základnímu scénáři jsou tedy inflační tlaky z reálné ekonomiky nižší.

**Graf: Reálné měnové podmínky – mezera**



**Graf: Reálné mezní náklady a jejich struktura**



Kladná mezera výstupu reflektuje rychlý ekonomický růst koncem minulého a začátkem letošního roku spolu s uvolněnými měnovými podmínkami koncem minulého roku. Její úroveň odpovídá přibližně základnímu scénáři a reflektuje tak stejné hodnocení reálných měnových podmínek.

Nastavení počáteční mezery výstupu v alternativním scénáři odpovídá meziroční tempo růstu rovnovážného (potenciálního) produktu na úrovni kolem 4,5 %. Oproti základnímu scénáři je odhadnuté tempo růstu nižší, protože mezera výstupu reprezentuje pouze část reálných mezních nákladů.

Působení druhé složky reálných mezních nákladů – mezery v reálné mzdě – hodnotíme ve 2.Q 2006 jako protiinflační. I přes mírné zrychlení růstu nominálních mezd v letošním roce jsou v kombinaci s cenovým vývojem a růstem HDP reálné mzdy stále pod svou rovnovážnou úrovní. Nepředstavují tak pro výrobce tlaky na zvyšování cen z titulu nákladů na výrobní faktor práce.

Odhad počátečních podmínek v podobě mezery v reálných mezních nákladech a jejich složkách determinuje vyznění prognózy. V alternativě se měnověpoliticky relevantní inflace jen zvolna přibližuje k bodovému inflačnímu cíli. Růst inflace v reakci na zvyšující se inflační očekávání je tlumen protiinflačním působením reálných mezních nákladů, především jejich

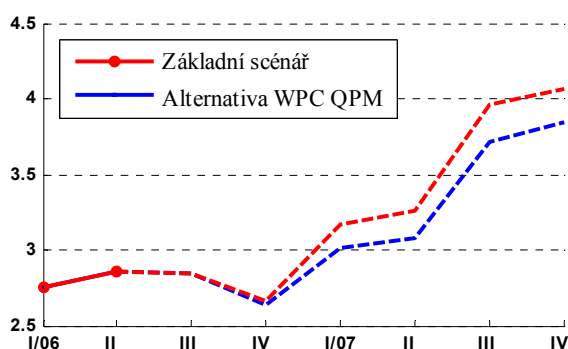
<sup>22</sup> Změna definice inflačních očekávání v rozšířeném modelu byla dána snahou zachovat vlastnosti stávajícího modelu v podobě odezev na standardní šoky. Zvýšení rigidity v modelu přidáním mzdových strnulostí bylo kompenzováno zvýšením podílu vpředhledících inflačních očekávání.

<sup>23</sup> Relativní váha mezery výstupu v reálných mezních nákladech je 0,4. Zbývající část, tj. 0,6, tvoří mezera reálné mzdy.

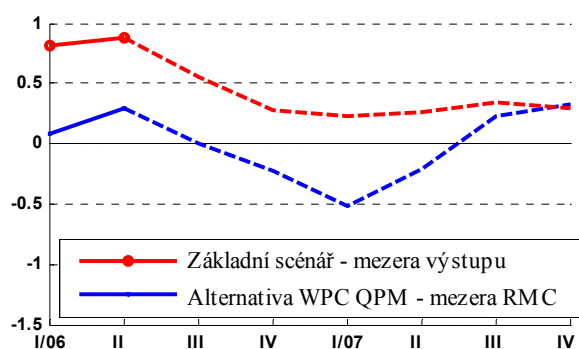


mzdovou částí. Dovezená inflace pak působí přibližně neutrálně. S prognózou inflace je konzistentní postupný růst úrokových sazeb k politicky neutrální úrovni s přibližnou stabilitou až velmi mírným oslabením nominálního kurzu. Oproti základnímu scénáři je prognóza inflace mírně nižší a je s ní v souladu mírnější růst úrokových sazeb. Inflace neočištěná o primární dopady změn nepřímých daní je podobně jako v základním scénáři zejména v roce 2007 nad bodovým cílem.

**Graf: Inflace (mzr. v %)**

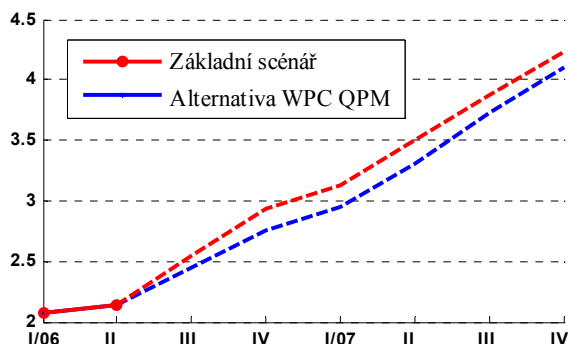


**Graf: Mezera výstupu a reálné mezní náklady**

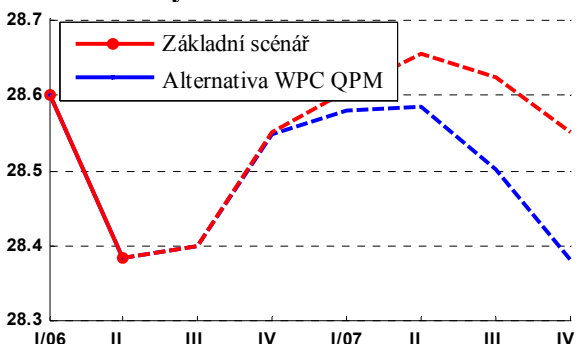


Relativně rychlý nárůst inflace v první polovině letošního roku daný změnami regulovaných cen spolu s očekávanými dopady změn nepřímých daní zvyšují inflační očekávání na prognózovaném období. Jejich růst se postupně prolíná do dalších složek inflace CPI a přibližuje měnověpoliticky relevantní inflaci k cíli. Efekt inflačních očekávání je však tlumen zápornou mezerou reálných mezních nákladů začátkem příštího roku.

**Graf: 3M PRIBOR**



**Graf: Měnový kurz CZK/EUR**

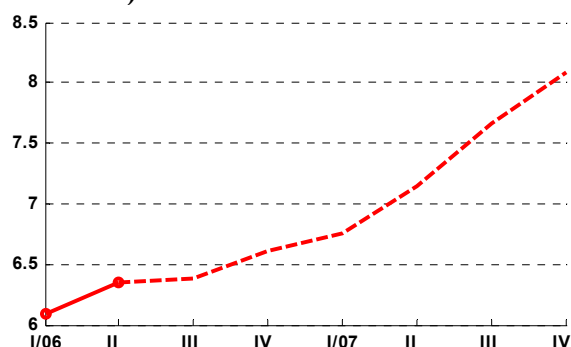


V reakci na neutrální nastavení počátečních reálných měnových podmínek a stále slabou zahraniční poptávku se v alternativě stejně jako v základním scénáři zastavuje další otevírání kladné mezery výstupu na prognózovaném období. Přesto však mezera výstupu zůstává kladná a působí tak stejně jako v základním scénáři proinflačně na celém horizontu prognózy.

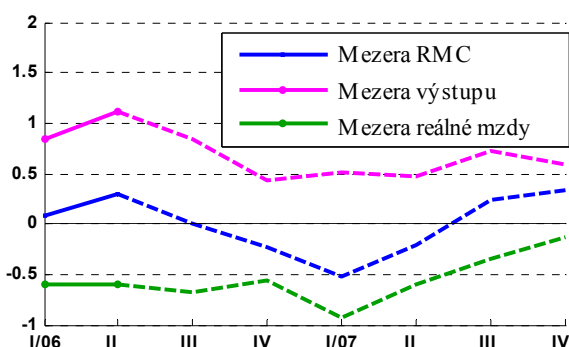
Opačným směrem, tj. výrazně protiinflačně, působí záporná mezera v reálných mzdách. Ta sice vytváří tlaky na růst nominálních mezd (koncem roku 2007 dosahuje inflace nominálních mezd cca 8 %), avšak i přes jejich akceleraci zůstávají na prognóze reálné mzdy pod svou rovnovážnou úrovní. Růst nominálních mezd tak postačuje k pouze pozvolnému uzavření mezery v reálné mzdě.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Vycházíme-li z předpokladu zachování konstantního podílu mezd na HDP v rovnovážném stavu, pak by měly nominální mzdy růst stejným tempem jako nominální produkt (tj. tempo rovnovážného reálného produktu zvýšené o inflaci).

**Graf: Tempo růstu nominálních mezd (mzr. v %)**



**Graf: Reálné mezní náklady**



Prognóza vývoje mezery v reálné mzdě mění zpočátku mírně proinflační efekt reálných mezních nákladů na protiinflační. To pak tlumí nárůst inflačních očekávání a umožňuje pouze postupný nárůst měnověpoliticky relevantní inflace na cílovou úroveň. Oproti základnímu scénáři prognóza nominálních mezd, resp. mezery reálných mezd, působí protiinflačním směrem a snižuje alternativní prognózu inflace.

Nominální kurz stejně jako v základním scénáři zaznamenává jen nevýrazné pohyby, když jeho mírná depreciace koncem letošního roku je vystřídána apreciací v příštím roce. Importní ceny pak působí v průměru neutrálně. Vývoj kurzu reflektuje velikost úrokového diferenciálu a kurzová očekávání.

Negativní reálné mezní náklady a z nich vyplývající nižší prognóza inflace v alternativě oproti základnímu scénáři vyvolají menší růst sazeb, než v základním scénáři. Přesto je trajektorie sazeb konzistentní s prognózou rostoucí a úrokové sazby se koncem příštího roku blíží k politicky neutrální úrovni.

Následující tabulka porovnává trajektorie základních veličin se základním scénářem.

|                                         | 06q2 | 06q3 | 06q4 | 07q1 | 07q2 | 07q3 | 07q4 |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Celková meziroční inflace (p.b.)</b> |      |      |      |      |      |      |      |
| Základní scénář                         | 2,9  | 2,8  | 2,7  | 3,2  | 3,3  | 4,0  | 4,1  |
| Alternativa                             | 2,9  | 2,8  | 2,6  | 3,0  | 3,1  | 3,7  | 3,9  |
| <b>3M PRIBOR (p.b.)</b>                 |      |      |      |      |      |      |      |
| Základní scénář                         | 2,1  | 2,5  | 2,9  | 3,1  | 3,5  | 3,9  | 4,2  |
| Alternativa                             | 2,1  | 2,4  | 2,8  | 2,9  | 3,3  | 3,7  | 4,1  |
| <b>Kurz (CZK/EUR)</b>                   |      |      |      |      |      |      |      |
| Základní scénář                         | 28,4 | 28,4 | 28,5 | 28,6 | 28,7 | 28,6 | 28,6 |
| Alternativa                             | 28,4 | 28,4 | 28,5 | 28,6 | 28,6 | 28,5 | 28,4 |
| <b>Mezera výstupu</b>                   |      |      |      |      |      |      |      |
| Základní scénář                         | 0,9  | 0,6  | 0,3  | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,3  |
| Alternativa                             | 1,1  | 0,8  | 0,4  | 0,5  | 0,5  | 0,7  | 0,6  |
| <b>Mezera reálné mzdy</b>               |      |      |      |      |      |      |      |
| Alternativa                             | -0,6 | -0,7 | -0,6 | -0,9 | -0,6 | -0,3 | -0,1 |
| <b>Reálné mezní náklady</b>             |      |      |      |      |      |      |      |
| Alternativa                             | 0,3  | -0,0 | -0,2 | -0,5 | -0,2 | 0,2  | 0,3  |

## Citlivostní scénáře

Dalším rizikem diskutovaným na schůzce k alternativním scénářům je **nejistota ohledně růstu úrokových sazeb v eurozóně**. Málo robustní struktura ekonomického růstu eurozóny<sup>25</sup>, nejasnosti ohledně inflačních důsledků růstu peněžních agregátů a relativně ukotvená inflační očekávání mohou indikovat riziko, že růst sazeb v eurozóně bude méně výrazný, než předpokládá základní scénář. Tato nejistota je kvantifikována formou citlivostního scénáře. Simulováno je zastavení růstu zahraničních úrokových sazeb na úrovni konce roku 2006. Na této hodnotě zahraniční sazby přetrvávají do konce predikčního horizontu.

Konstantní zahraniční sazby v roce 2007 vytvářejí v této simulaci tlak na velmi mírné posílení domácího měnového kurzu. Skrze dovozní ceny tak vyvolávají téměř zanedbatelný pokles inflace, který se projeví až na úplném konci predikčního horizontu. Na tento pokles domácí měnová autorita reaguje méně intenzivním zvyšováním sazeb. Oproti základnímu scénáři nepatrně nižší nominální domácí sazby a apreciovanější kurz se zhruba vykompenzují z hlediska jejich vlivu na celkové reálné měnové podmínky, a proto se průběh mezery výstupu v této simulaci prakticky nemění.

Ke standardně prováděným simulacím při hodnocení rizika základního scénáře patří **kvantifikace dopadů kurzových rizik**.<sup>26</sup> Tato citlivostní analýza předpokládá apreciaci a depreciaci nominálního kurzu o 3 % (doposud o 1 CZK/EUR) v prvním čtvrtletí prognózy při nastavení sazeb, které odpovídá základnímu scénáři. Apreciace nominálního kurzu o zhruba 85 haléřů vede ke snížení inflace dovozních cen a ke zpřísnění reálného kurzu. Inflace na horizontu měnové politiky je řádově o 0,8 p.b. nižší, a to i přes postupný pokles nominálních sazeb ve srovnání se základním scénářem. Depreciace nominálního kurzu má stejné implikace jen s opačným znaménkem. Z hlediska očekávání analytiků (zejména domácích) je momentálně výrazněji vnímáno riziko směrem k apreciaci kurzu CZK/EUR. V následující tabulce jsou uvedeny výsledky simulací v odchylkách od základního scénáře prognózy.

**Tabulka: Citlivostní scénáře v odchylkách od základního scénáře**

|                                         | 06q3 | 06q4 | 07q1 | 07q2 | 07q3 | 07q4 |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Celková meziroční inflace (p.b.)</b> |      |      |      |      |      |      |
| apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %           | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,7 | -0,8 | -0,8 |
| stabilní zahraniční sazby v roce 2007   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1 |
| <b>3M PRIBOR (p.b.)</b>                 |      |      |      |      |      |      |
| apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %           | 0,0  | -0,5 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -1,0 |
| stabilní zahraniční sazby v roce 2007   | 0,0  | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| <b>Mezera výstupu</b>                   |      |      |      |      |      |      |
| apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %           | 0,0  | -0,4 | -0,6 | -0,5 | -0,4 | -0,2 |
| stabilní zahraniční sazby v roce 2007   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| <b>Kurz (CZK/EUR)</b>                   |      |      |      |      |      |      |
| apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %           | -0,9 | -0,6 | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| stabilní zahraniční sazby v roce 2007   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1 | -0,1 | -0,1 |

<sup>25</sup> Investice v 1.Q 2006 zaostaly za očekáváním a u spotřeby dochází jen k velmi pomalému oživení.

<sup>26</sup> Tato simulace je prováděna od 10. SZ 2003.

### III.2 Prognózy ostatních institucí

V červenci byla publikována dvě šetření, na základě kterých provádíme srovnání se základním scénářem prognózy ze 7. SZ: anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 12.7.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (CF, uzávěrka 10.7.). Všechny níže uvedené ekonomické úvahy jsou vybrány z dotazníkových odpovědí.

Analytici ve svých aktuálních externích predikcích (ve srovnání se základním scénářem prognózy ze 7. SZ) nadále předpokládají silnější kurz. Ten se prostřednictvím dovozních cen promítá do nižší očekávané inflace, která by se měla pohybovat na nižší úrovni i přes možné poplátkově inflační tlaky v souvislosti s vyšším růstem ekonomiky. Značná část analytiků očekává zvýšení základních sazeb ČNB ve 3.Q 2006, nicméně v delším horizontu předpokládají ve srovnání s prognózou podstatně pomalejší tempo zpřísňování měnové politiky (implikované tržní sazby jsou prognóze blíže). I přes nižší úrokové sazby analytici predikují nižší růst HDP ve srovnání s prognózou, což je v souladu s očekáváním silnějšího kurzu koruny.

#### HDP

Analytici ponechali své prognózy růstu HDP pro letošní rok beze změny. V roce 2007 by se tempo růstu mělo snížit v důsledku zpomalení evropské ekonomiky a očekávaných vyšších úrokových sazeb. ČNB podle nich zpřísní svou měnovou politiku, aby zamezila akceleraci poplátkově inflačních tlaků, což se negativně promítne do růstu ekonomiky. Očekává se, že ve struktuře růstu čisté exporty budou vlivem silné koruny a očekávaného zpomalení vývozu nahrazovány domácí poptávkou.

#### Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: HDP (%)

| Datum vzniku<br>prognózy | rok 2006 |      |     | rok 2007 |      |     |
|--------------------------|----------|------|-----|----------|------|-----|
|                          | ČNB      | IOFT | CF  | ČNB      | IOFT | CF  |
| 4/06                     | 6.1      | 5.3  | 5.6 | 5.4      | 4.8  | 4.7 |
| 5/06                     |          | 5.5  |     |          | 4.7  |     |
| 6/06                     |          | 5.7  |     |          | 4.8  |     |
| 7/06                     | 6.6      | 5.7  |     | 5.1      | 4.6  |     |

#### Měnový kurz

V ročním horizontu se i nadále předpokládá apreciace kurzu CZK/EUR; analytici v rámci šetření IOFT (převážně domácí) očekávají ve srovnání se základním scénářem prognózy apreciovanější kurz o cca 3,3 %, zahraniční analytici v rámci šetření CF o cca 2,1 %. V nejbližším období by kurz měl stagnovat, případně i mírně oslabit (odliv dividend, možné sezónní zpomalení vývozu, další očekávané zvýšení sazeb v USA a nestabilní vývoj na emerging markets). V delším horizontu by však měly převážit následující faktory: rychlý růst české ekonomiky, příliv zahraničních investic, odeznění politické nestability v regionu a ukončení cyklu zvyšování úrokových sazeb v USA.

## Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: kurz CZK/EUR

| Datum vzniku<br>prognózy | aktuální čtvrtletí |      | horizont 1R |      |      |
|--------------------------|--------------------|------|-------------|------|------|
|                          | ČNB                | CF   | ČNB         | IOFT | CF   |
| 4/06                     | 28.6 (2Q06)        | 28.7 | 29.1        | 27.9 | 28.2 |
| 5/06                     |                    | 28.5 |             | 27.8 | 28.1 |
| 6/06                     |                    | 28.4 |             | 27.7 | 28.0 |
| 7/06                     | 28.4 (3Q06)        | 28.5 | 28.6        | 27.7 | 28.0 |

## Inflace

Inflační očekávání analytiků finančních trhů se dále mírně zvýšila na nejvyšší hodnotu od září 2004. Mezi hlavní faktory inflačního vývoje patří očekávaný růst regulovaných cen, ceny potravin a poptávkově inflační tlaky. Nejvýraznějším protiinflačním faktorem zůstává silná koruna.

## Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: inflace (%)

| Datum odečtu<br>prognózy | horizont 1R |      |         |            | horizont 3R |         |            |
|--------------------------|-------------|------|---------|------------|-------------|---------|------------|
|                          | ČNB         | IOFT | podniky | domácnosti | IOFT        | podniky | domácnosti |
| 4/06                     | 2.9         | 2.6  | 2.9     | 5.9        | 2.4         | 3.1     | 9.4        |
| 5/06                     | 2.9         | 2.6  |         |            | 2.5         |         |            |
| 6/06                     | 3.3         | 2.8  |         |            | 2.4         |         |            |
| 7/06                     | 3.8         | 2.9  |         |            | 2.6         |         |            |

## Úrokové sazby

Predikce očekávaných úrokových sazeb se mírně zvýšily. Očekávání týkající se červencového zasedání BR ČNB jsou téměř vyrovnaná: 6 analytiků předpokládá zvýšení základních sazeb, 7 analytiků očekává stabilitu. Odhady úrovně repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 2,5 – 3,0 %. Rizikem nižších sazeb je silnější kurz koruny a pomalejší růst sazeb v eurozóně, ve směru vyšších sazeb mohou působit vyšší poptávkově inflační tlaky.

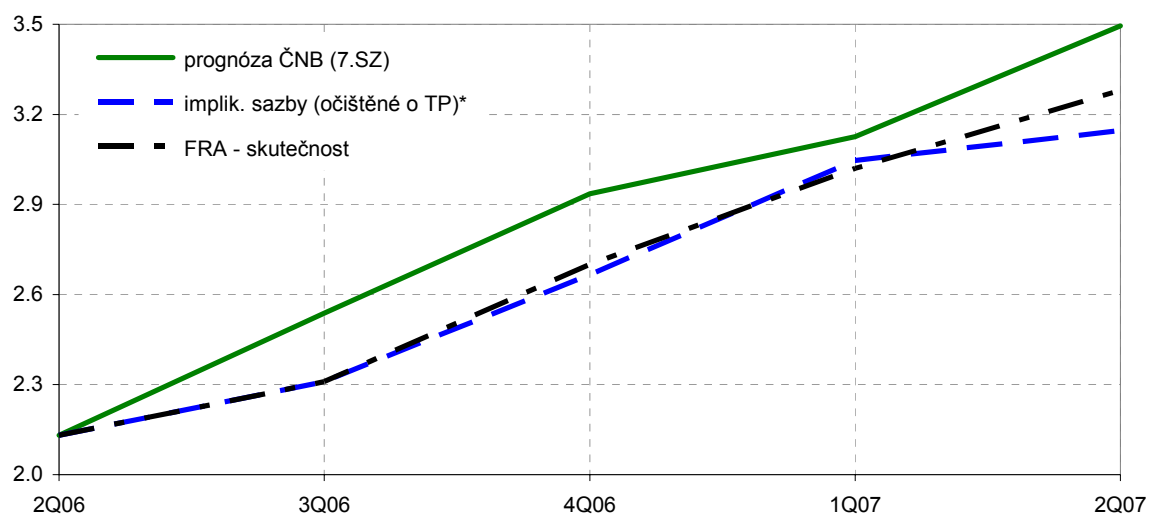
## Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami: úrokové sazby (%)

| Datum vzniku<br>prognózy | horizont 1R |         |           |            |            |
|--------------------------|-------------|---------|-----------|------------|------------|
|                          | ČNB         | IOFT    | CF        | ČNB        | IOFT       |
|                          | 3M PRIBOR   | 2T REPO | 3M PRIBOR | 12M PRIBOR | 12M PRIBOR |
| 4/06                     | 3.2 (2Q07)  | 2.5     | 2.7       | 3.4        | 2.9        |
| 5/06                     |             | 2.5     |           |            | 2.8        |
| 6/06                     |             | 2.5     |           |            | 2.9        |
| 7/06                     | 3.9 (3Q07)  | 2.7     |           | 4.0        | 3.0        |

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

Následující graf přináší srovnání trajektorie úrokových sazeb konzistentní se základním scénářem prognózy, sazeb FRA a trajektorie implikovaných sazeb z výnosové křivky.

### Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentních se základním scénářem (k 19. 7. 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 mírně pod trajektorií sazeb konzistentních se základním scénářem prognózy. Také analytici v rámci průzkumu IOFT očekávají, že ČNB bude zvyšovat své základní sazby pomalejším tempem.

## Příloha 1 – Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Hospodaření státního rozpočtu za leden až červen 2006 skončilo přebytkem ve výši 7,6 mld. Kč. Oproti konci května t.r., kdy výsledkem hospodaření SR byl schodek 12,2 mld. Kč, došlo ke zlepšení rozpočtového salda téměř o 20,0 mld. Kč.

Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku je červnový výsledek hospodaření státního rozpočtu lepší o 3,8 mld. Kč. Celkové příjmy státního rozpočtu za leden až červen 2006 meziročně vzrostly přibližně o 10,0 %, celkové výdaje vzrostly o 9,2 %. Za vysokými přírůstky příjmové strany stojí zejména inkaso spotřební daně, které ve sledovaném období meziročně vzrostlo o více než 20,0 %, inkaso DPH se ve stejném období zvýšilo o 9,9 %. Meziroční přírůstek DPPO je ve srovnání s předchozím vývojem poměrně nízký (+4,4 %), nicméně kvůli snížení daňových sazeb předpokládá rozpočet v letošním roce dokonce mírný pokles. Snížené daňové sazby a dopady společného zdanění manželů (vysoké vratky) se projeví v přibližně 6% poklesu příjmů z DPFO. U nedaňových příjmů nadále dominuje vliv vyšších převodů z rezervních fondů (meziročně +58,7 %, tj. 11,0 mld. Kč) a další nárůst objemu dotací přijatých od EU (+54,3 %, tj. přibližně o 4,0 mld. Kč). Naopak kompenzační platby přijaté z rozpočtu EU meziročně poklesly o 36,3 %, tj. téměř 2,0 mld. Kč).

Na výdajové straně státního rozpočtu se v období od ledna do konce června 2006 nadále projevuje vliv dvou mimořádných předsunutých plateb do VZP v celkovém objemu 5,5 mld. Kč (z ledna a dubna) i celkově vyšších výdajů v kapitole neinvestičních transferů fondům sociálního a zdravotního pojištění. Ve sledovaném období vzrostly nadprůměrným tempem též výdaje na dluhovou službu, meziročně o 15,8 %, tj. téměř o 2,3 mld. Kč.

Vlastní běžné hospodaření státního rozpočtu (očistěné o čerpání úvěrů od EIB, o operace ve státních finančních aktivech a o vlivy transferů mezi SR a rozpočtem EU a rezervními fondy) za leden až červen 2006 skončilo deficitem ve výši 23,9 mld. Kč, takže meziročně porovnatelný výsledek je o 9,3 mld. Kč horší (viz tabulka):

|                                | SR 2006<br>zákon | Skutečnost  |              | Rozdíl |       |
|--------------------------------|------------------|-------------|--------------|--------|-------|
|                                |                  | 1 -6 / 2005 | 1 -6 / 2006  | 3 - 2  | 3 - 1 |
|                                | 1                | 2           | 3            | 4      | 5     |
| SR běžné hospodaření v mld. Kč | <b>-74,4</b>     | 3,8         | <b>7,6</b>   | 3,8    | 82,0  |
| v tom: čerpání úvěru EIB       | -9,2             | -1,4        | <b>-4,0</b>  | -2,6   | 5,2   |
| operace státních aktiv         | 0,0              | 0,0         | <b>2,4</b>   | 2,4    | 2,4   |
| vliv zdrojů EU                 | -0,9             | 0,9         | <b>3,1</b>   | 2,2    | 4,0   |
| vliv rezervních fondů          | 0,0              | 18,9        | <b>30,0</b>  | 11,1   | 30,0  |
| vlastní běžné hospodaření SR   | -64,3            | -14,6       | <b>-23,9</b> | -9,3   | 40,4  |

Pramen: účty vedené u ČNB

## Příloha 2 – Aktuální vývoj na trhu práce

Nové údaje z oblasti trhu práce jsou v souladu s předpokladem, že ekonomika operuje v blízkosti potenciálního produktu. Míra nezaměstnanosti je stále mírně vyšší než NAIRU a odpovídá absenci významnějších inflačních tlaků v oblasti trhu práce. Poptávka po práci pokračuje v růstu, i když v mírnější dynamice, než předpokládala 4. SZ, a nadále se zčásti realizuje zaměstnáváním zahraničních pracovníků. Mírně rychlejší růst měsíčních mezd ve srovnání s prognózou ve 4. SZ je v určité míře dán vyšším fondem pracovní doby a snížením loňské základny vlivem revize údajů ČSÚ. V údajích ISPV je naopak zřejmé zmírnění dynamiky růstu hodinových výdělků v 1.Q. Objem mezd a platů, stejně jako nominální jednotkové náklady, se vyvíjejí shodně s prognózou; údaje o růstu NJMN nesignalizují přítomnost inflačních tlaků. Z měsíčních údajů ČSÚ je však patrné zmírnění výrazného snižování NJMN v průmyslu.

V 1.Q 2006 rostla zaměstnanost mírně nižším tempem, než předpokládala prognóza ve 4. SZ. Zaměstnanost se zvýšila především ve zpracovatelském průmyslu a v nemovitostech, pronájmu a službách pro podniky (Graf 1). Ve stavebnictví se počet zaměstnaných dále mírně snížil, patrně i vlivem nepříznivých povětrnostních podmínek v zimních měsících. Zaměstnanost v odvětvích nepodnikatelské sféry se celkově téměř nezměnila (Graf 1). Zaměstnanost se zvýšila ve vzdělávání, zatímco v civilní části veřejné správy dochází ke snižování počtu zaměstnanců. Podle měsíčních statistik ČSÚ růst zaměstnanosti pokračuje i ve 2.Q, i když jeho dynamika pravděpodobně dále zvolňuje. Zatímco zaměstnanost v průmyslu vzrostla v 1.Q o 2,3 %, za duben a květen se meziročně zvýšila o 1,9 %. Ve stavebnictví v dubnu a květnu zaměstnanost meziročně vzrostla jen o 0,5 %. V průmyslu se zvyšování poptávky po práci částečně promítá do zvýšení počtu odpracovaných hodin. Zvolnění dynamiky růstu zaměstnanosti je v průběhu 2.Q také patrné v údajích o evidované zahraniční zaměstnanosti i v údajích o náhradách zaměstnancům v platební bilanci.

Nárůst poptávky po práci je i nadále zčásti realizován zaměstnáváním cizích státních příslušníků. Z údajů MPSV o evidované zahraniční zaměstnanosti je patrné, že zaměstnávání cizinců se stále zvyšuje, ve srovnání s minulým rokem však v nižší dynamice. Zatímco za celý rok 2005 se počet zahraničních zaměstnanců zvýšil o 43,8 tisíce, za období leden až červen 2006 to bylo jen o 13,4 tisíce.<sup>1</sup> Zvyšování zahraniční zaměstnanosti je zřejmé i v údajích VŠPS o ekonomickém postavení populace (Graf 2). Zatímco se zvyšuje pracovní síla a populace, změny nezaměstnanosti neodpovídají dosahovanému růstu zaměstnanosti.<sup>2</sup> Zvyšující se zahraniční zaměstnanost je patrná i v růstu výdajů na náhrady zaměstnancům v bilanci výnosů platební bilance (Graf 4). Pokles jejího meziročního přírůstku v 1.Q souvisí s nižší poptávkou po práci ve stavebnictví z důvodu nepříznivých klimatických podmínek

<sup>1</sup> Údaje z úřadů práce (MPSV) zahrnují počty pracovních povolení a počty evidovaných zahraničních pracovníků, kteří povolení nepotřebují. Tyto údaje jsou nezávislé na výběrovém šetření VŠPS.

<sup>2</sup> Počet zaměstnanců se v 1.Q meziročně zvýšil o 87,6 tisíc, přičemž evidovaná zahraniční zaměstnanost podle MPSV ve stejném období meziročně vzrostla o 36,2 tisíc (ve 2.Q o 32,4 tisíc). Šetření VŠPS se provádí v náhodně vybraných bytech. Údaje jsou převažovány podle demografických údajů na celou populaci včetně cizinců. Údaje VŠPS tak v určité míře obsahují informace i o zahraniční pracovní síle. Dále je zřejmé, že pracovní síla i populace se zvyšují ve věkové kategorii nad 30 let. Počty absolventů se z demografických důvodů a z důvodu vyšších počtů přijímaných na vysoké školy spíše snižují. Vyšší pracovní sílu tak nelze vysvětlit změnami počtu absolventů.



v zimních měsících. Nižší dynamika růstu náhrad zahraničním zaměstnancům je patrná i v předběžných údajích za duben a květen.<sup>3</sup>

Růst poptávky po práci se v posledním období projevuje i v oblasti registrované nezaměstnanosti. Ta se ve srovnání s údaji VŠPS o počtu nezaměstnaných snižuje rychleji vlivem vyšších počtů sankčních vyřazení. Z vývoje Beveridgeovy křivky je nicméně patrné, že nejpozději od dubna se zřejmě snižuje i cyklická složka registrované nezaměstnanosti. Tomu odpovídá mírný růst počtu umístěných na pracovní místa (Graf 3).<sup>4</sup> Registrovanou nezaměstnanost tvoří ve větší míře rezidenti s nízkou kvalifikací.<sup>5</sup>

Meziroční růst průměrné měsíční mzdy v podnikatelské sféře podle údajů ČSÚ v 1.Q zrychlil na 7,2 %, přičemž prognóza ve 4. SZ předpokládala růst o 6,2 %. V průmyslu i ve stavebnictví se mzdy zvýšily o 6,7 %, rychlejší růst mezd je zaznamenán zejména v dopravě a finančním zprostředkování.<sup>6</sup> Do určité míry byl vyšší růst měsíčních mezd způsoben vyšším fondem pracovní doby a revizí údajů za rok 2005. Z údajů ISPV je patrné, že průměrný hodinový výdělek se v podnikatelské sféře meziročně zvýšil jen o 5,4 % (medián rostl o 4,5 %, Graf 4).<sup>7</sup> Měsíční údaje ČSÚ naznačují, že v průmyslu a ve stavebnictví měsíční mzda roste v průběhu 2.Q zhruba stejným tempem jako v 1.Q. V dubnu a květnu se průměrná měsíční mzda meziročně zvýšila v průmyslu o 6,6 % a ve stavebnictví o 7,0 %.

Růst měsíčních mezd je ve srovnání s prognózou ze 4. SZ mírně vyšší i v nepodnikatelské sféře. Rychlý růst mezd byl v 1.Q zaznamenán ve zdravotnictví, zčásti v důsledku mimořádného zvýšení tarifů od září 2005. Ve veřejné správě se průměrná měsíční mzda zvýšila o 5,5 %.

Objem mezd a platů se vyvíjí shodně s prognózou. V metodice národních účtů se mzdy a platy meziročně zvýšily o 7,0 %. Produktivita práce na úrovni národního hospodářství v 1.Q zrychlila růst na 7,1 % (Graf 5). V průmyslu se růst produktivity práce v metodice národních účtů zvýšil na 15,3 %.<sup>8</sup> Nadále nejsou patrné inflační tlaky, které by byly zřejmé v rychlejším růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů. Ty se v 1.Q 2006 vyvíjely shodně s prognózou. V metodice národních účtů se NJMN snížily o 0,3 % (Graf 5). Jednotkové náklady se výrazně snižují v průmyslu. V průběhu 2.Q však patrně dochází ke zmírnění

<sup>3</sup> Z údajů MPSV o evidované zahraniční zaměstnanosti je patrné, že zaměstnanost cizích státních příslušníků se zvyšuje nejvíce v odvětvích s vyšším růstem zaměstnanosti (především zpracovatelský průmysl a nemovitosti, kromě toho i ve stavebnictví). Cizinci pracují zejména v profesích s nižší kvalifikací (převážně Ukrajinci), přičemž Slováci se uplatňují i v profesích s vyšší kvalifikací. S Poláky občané těchto států představují zhruba 85 % zahraniční zaměstnanosti. Z historických údajů je patrné, že vývoj zahraniční zaměstnanosti souvisí se změnami ekonomické aktivity a s ní spojené poptávky po práci.

<sup>4</sup> Výraznější zvyšování počtu volných pracovních míst od počátku roku má zřejmě souvislost s vyššími sankcemi v případě nehlášení míst na úřadech práce s platností od ledna 2006. Z toho je zřejmé, že poptávka po práci se v určité míře realizuje mimo úřady práce.

<sup>5</sup> Cizí státní příslušníci mají od května 2004 nárok na registraci na úřadech práce, nicméně podle informací MPSV tuto možnost využívají jen v malé míře.

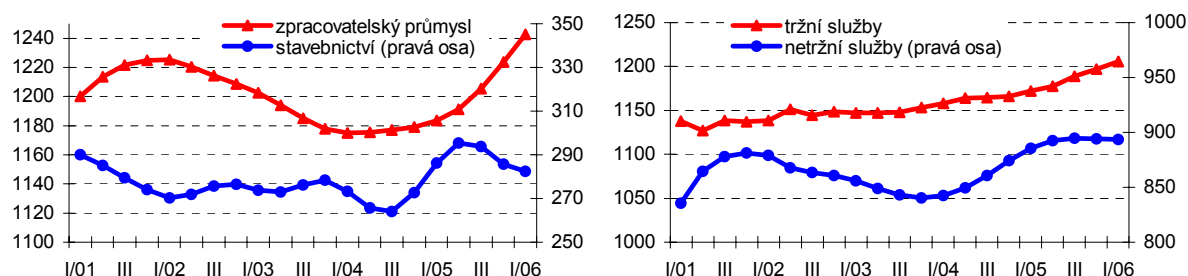
<sup>6</sup> V období od druhé poloviny roku 2004 se průměrná měsíční mzda v celé podnikatelské sféře zvyšuje rychleji než v průmyslu a ve stavebnictví. To poukazuje na rychlejší růst mezd v tržních službách v tomto období.

<sup>7</sup> V dubnové SZ jsme poukázali na vyšší citlivost údajů ISPV na vývoj odměňování v tržních službách ve srovnání s údaji ČSÚ. Zatímco údaje ČSÚ se za podnikatelskou sféru vztahují na subjekty s 20 a více zaměstnanci, údaje ISPV jsou za firmy s 10 a více zaměstnanci. Z údajů v Registru ekonomických subjektů o počtu aktivních subjektů v kategorii 10 – 19 zaměstnanců je patrné, že v tržních službách je v této velikostní kategorii zastoupeno více podniků než v průmyslu a stavebnictví. Z toho důvodu mohou být údaje ISPV ve srovnání s údaji ČSÚ citlivější na vývoj v odměňování v oblasti služeb.

<sup>8</sup> Ve stavebnictví je produktivita práce ve značné míře ovlivněna revizemi údajů o přidané hodnotě.

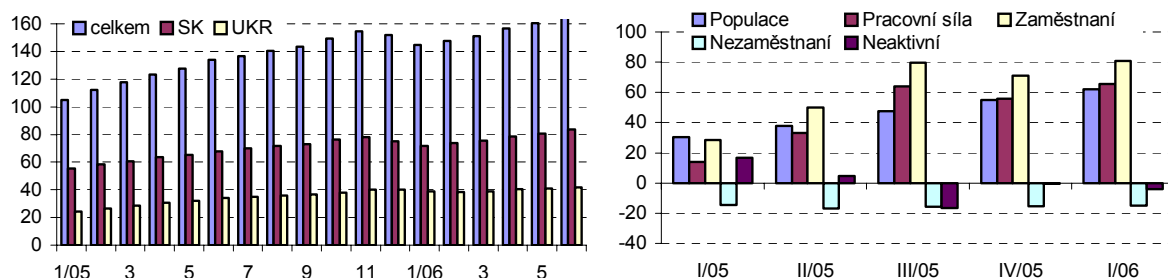
tohoto trendu; podle měsíčních údajů ČSÚ NJMN v průmyslu v dubnu a květnu meziročně rostly o 0,2 %.<sup>9</sup>

**Graf 1: Zaměstnanost v odvětvích podle VŠPS (sezónně očištěné údaje v tisících osob)**



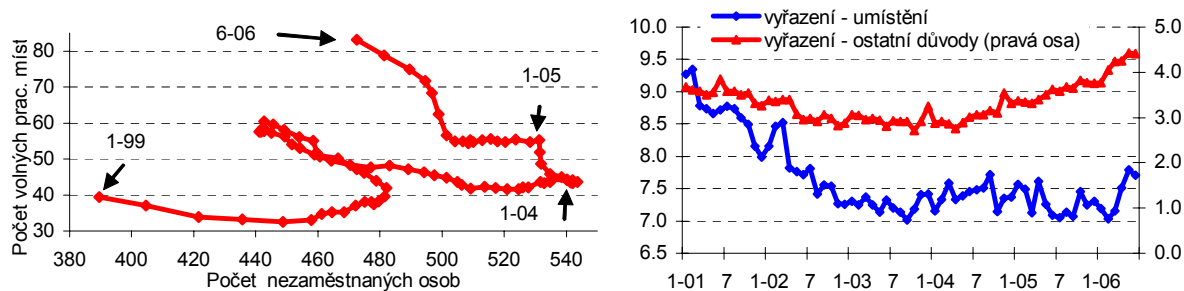
Poznámka: Zaměstnanci včetně členů produkčních družstev v civilním sektoru. Tržní služby: obchod, ubytování a stravování, doprava a spoje, finanční zprostředkování a nemovitosti. Netržní služby: veřejná správa, vzdělávání a zdravotnictví.

**Graf 2: Evidovaná zaměstnanost cizinců a ekonomické postavení populace (počet osob v tisících a meziroční rozdíly v tisících)**



Poznámka: Evidovaná zaměstnanost cizinců podle MPSV (vlevo). Pravý graf obsahuje meziroční změny počtu osob v tisících podle VŠPS.

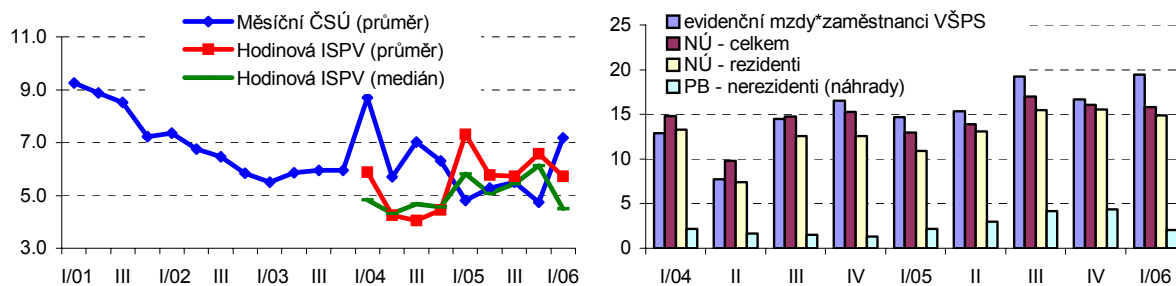
**Graf 3: Beveridgeova křivka a toky registrované nezaměstnanosti (sezónně očištěné údaje)**



Poznámka: Počty osob v tisících (vlevo), počty osob vyřazených z evidence v % (vpravo).

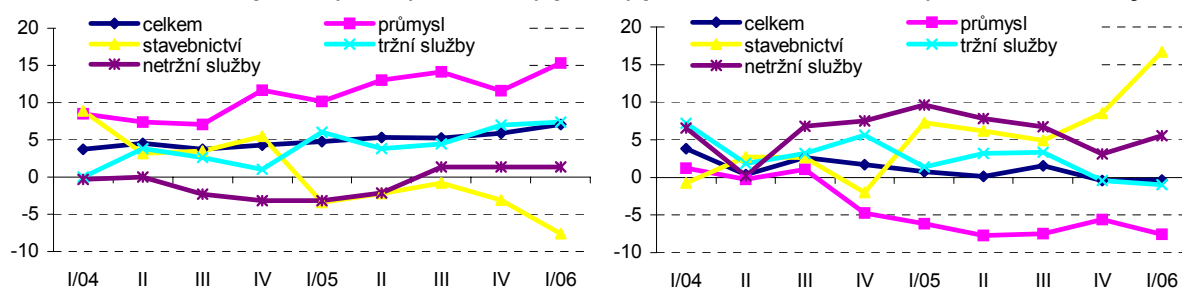
<sup>9</sup> Nominální jednotkové mzdové náklady jsou vyjádřeny jako podíl průměrné mzdy a tržeb ve stálých cenách na zaměstnance.

**Graf 4: Mzda v podnikatelské sféře a objem mezd a platů  
(meziroční změny v % a meziroční rozdíly v miliardách Kč)**



Poznámka: Mzdy a platy (vpravo) podle propočtu ČNB, podle národních účtů celkem a za rezidenty. Údaje z platební bilance za nerezidenty jsou náhrady zaměstnancům.

**Graf 5: Produktivita práce (vlevo) a NJMN (vpravo) podle národních účtů (meziroční změny v %)**



Poznámka: Přidaná hodnota ve stálých cenách na zaměstnaného (vlevo) a objem mezd a platů na přidanou hodnotu ve stálých cenách (vpravo). Tržní služby jsou odvětví obchodu, ubytování a stravování, dopravy a spojů, finančního zprostředkování a nemovitostí. Netržní služby zahrnují veřejnou správu, vzdělávání a zdravotnictví.

### Příloha 3 – Nabídková strana ekonomiky

Data za první dva měsíce 2.Q 2006 o průmyslové a stavební produkci i další údaje, které odrážejí vývoj na nabídkové straně ekonomiky (dovoz, úvěry), signalizují pro uvedené čtvrtletí pokračující silný růst HDP, nicméně mírně nižší než ve čtvrtletí prvním. Pokračují optimistická očekávání podnikatelů ve službách; zrychlilo tempo růstu nově poskytovaných úvěrů podnikům, vysoký růst úvěrů se udržel i v sektoru domácností. Indikativní vážený růst produkce v uvedených nabídkových odvětvích za duben – květen ovšem nedosahuje obdobné výše jako v 1.Q, snížil se rovněž rozdíl mezi dynamikou reálného exportu a reálného importu.

**Průmyslová produkce za první dva měsíce 2. čtvrtletí** vzrostla meziročně o zhruba 8,1 % (v květnu samotném o 12,2 %, objem produkce zpracovatelského průmyslu o 13,8 %) při růstu zaměstnanosti o 1,8 %. Oproti předchozím měsícům se v květnu mírně rozšířil počet odvětví s vysokou mírou meziročního růstu produkce. Žádné ze zpracovatelských odvětví nezaznamenalo v květnu meziroční pokles, ten naopak vykázala odvětví těžby surovin a výroby a rozvodu elektřiny, vody a plynu.

**Celková stavební výroba v květnu 2006** meziročně vzrostla o 11,0 % (stavební práce v podnicích s 20 a více pracovníky meziročně vzrostly reálně o 11,5 %). Jedná se o nejvyšší dynamiku růstu od počátku roku 2006. Za duben – květen stavební výroba meziročně vzrostla zhruba o 4,1 %.

Nové údaje indikující vývoj v nejbližší budoucnosti signalizují udržení příspěvku průmyslové produkce i stavebnictví k tempu ekonomického růstu ve **3. – 4. čtvrtletí roku 2006** zhruba na úrovni předchozích čtvrtletí. Svědčí pro to vysoký růst nových zakázek v průmyslu, zejména tuzemských, za posledních dvanáct měsíců i za duben – květen (meziročně zhruba o 23,0 %), pokračující rychlý růst zaměstnanosti v průmyslu, příznivá očekávání ve většině odvětví a v květnu i oživení nákladů nově povolených staveb. Aktuální vývoj indikátorů budoucí poptávky jednoznačně signalizuje tempa růstu průmyslu na vysoké úrovni předchozích měsíců, zrychlení růstu stavebnictví a oživení domácí, zejména investiční poptávky pro nejbližší dvě čtvrtletí.

**Objem nových zakázek** v průmyslových podnicích v květnu meziročně vzrostl o 30,9 % a dosáhl hodnoty 152,4 mld. Kč. V jejich rámci objem zakázek ze zahraničí vzrostl o 24,6 %, extrémně rychle vzrostl meziročně objem tuzemských zakázek (zhruba o 40,0 %). Za posledních 12 měsíců se objem zakázek v průměru zvýšil o 12,3 %.

**Počet vydaných stavebních povolení** v květnu opětovně meziročně poklesl (o 4,4 %), naopak orientační náklady nově povolených staveb vzrostly o 77,5 % – zhruba z 86 % se však jedná o příspěvek plánovaných rekonstrukčních a modernizačních akcí v energetice. Vlivem tohoto extrémního nárůstu vykázaly **za leden – květen 2006** náklady nově povolených staveb (v běžných cenách) meziroční růst o 10,0 % (za leden – duben se jednalo o pokles o 10,0 %). Nová data zmírnila rizika výrazného zpomalování míry růstu stavební produkce v průběhu roku 2006.

**Indikátor konjunkturálních očekávání** podniků a spotřebitelů zjišťovaný ČSÚ (hodnocení celkové poptávky, zásoby hotových výrobků a očekávaný vývoj výrobní činnosti) v červnu proti květnu opět posílil a dosáhl 104,8 bodu (v květnu 103,5 bodu, v dubnu 102,1 bodu; v nové metodice průměr roku 2005 = 100 bodům). Příznivá očekávání panují v průmyslu, službách a mezi spotřebiteli, slabší očekávání jsou ve stavebnictví a v obchodě.

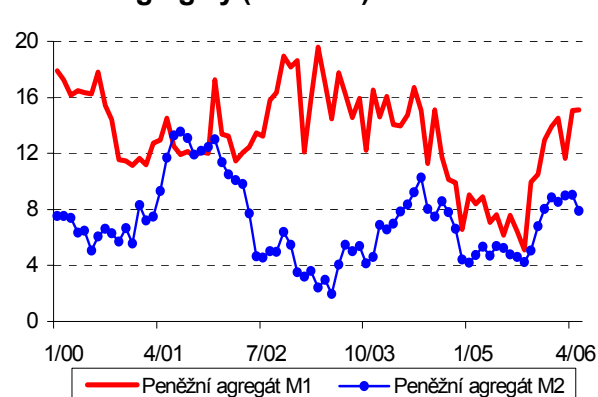
## Příloha 4 – Peníze a úvěry

### Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 v květnu 2006 zpomalil na 7,9 %. Roční míra růstu M2, upravená o kurzové a ostatní netransakční vlivy, poklesla o 0,9 p.b. na 8,7 %.

Z hlediska složek peněžního agregátu M2 přispíval k jeho růstu především peněžní agregát M1. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M1 v květnu přetrvával na úrovni 15,1 %. Urychlovala se dynamika jednodenních vkladů nefinančních podniků, což bylo částečně ovlivněno přesunem z vkladů s dohodnutou splatností. Poptávka ekonomických subjektů po oběživu se naopak zpomalila. Růst příspěvku peněžního agregátu M1 k růstu M2 nadále potvrzuje působení nízké hladiny úrokových sazeb, která implikuje nízké náklady příležitosti z držby peněz.

Peněžní agregáty (mzr. v %)



Kvazi-peníze v květnu poklesly o 0,1 %. To se projevilo u vkladů s dohodnutou splatností u nefinančních podniků a mírněji i u domácností. Růst vkladů s výpovědní lhůtou se dále nepatrně zvýšil u domácností. Jednalo se zejména o vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Postupné urychlování jejich růstu od roku 2004 souvisí s výhodnějším úročením ve srovnání s ostatními vkladovými produkty. Dosahují však pouze pětinu vkladů domácností zahrnutých do peněžního agregátu M2.

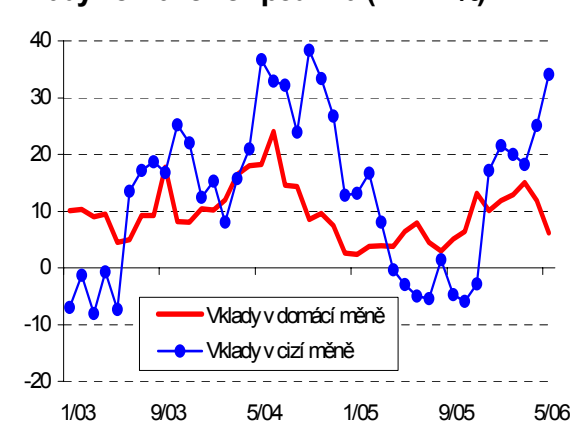
### Struktura peněžních agregátů

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

|                                | III/05 | IV/05 | I/06  | 4/06 | 5/06 | Podíl absolutních stavů na M2 v % 5/06 |
|--------------------------------|--------|-------|-------|------|------|----------------------------------------|
| M1                             | 6,4    | 11,1  | 13,4  | 15,1 | 15,1 | 56,2                                   |
| Oběživo                        | 8,3    | 10,3  | 10,0  | 10,9 | 9,9  | 13,2                                   |
| Jednodenní vklady              | 5,7    | 11,4  | 14,5  | 16,5 | 16,8 | 43,0                                   |
| M2-M1 (kvazi-peníze)           | 2,6    | 1,7   | 3,8   | 2,6  | -0,1 | 43,8                                   |
| Vklady s dohodnutou splatností | 0,7    | -1,2  | -0,1  | -1,5 | -5,1 | 32,0                                   |
| Vklady s výpovědní lhůtou      | 10,5   | 11,5  | 12,7  | 14,1 | 14,6 | 11,0                                   |
| Repo operace                   | -9,9   | 11,6  | 123,0 | 65,9 | 55,3 | 0,8                                    |
| M2                             | 4,5    | 6,6   | 8,8   | 9,0  | 7,9  | 100,0                                  |

Z hlediska sektorové struktury vkladů peněžního agregátu M2 v květnu přetrvávala dynamika vkladů domácností na úrovni 6,4 %. Meziroční růst vkladů nefinančních podniků se obdobně jako v předchozím měsíci zpomalil (o 3 p.b. na 11,3 %), nicméně tyto vklady se nadále významně podílejí na růstu peněžního agregátu M2. Z hlediska měnové struktury vkladů podniků méně rostly v květnu korunové vklady, zatímco cizoměnové vklady se dále urychlovaly. Vyšší růst cizoměnových vkladů patrný od konce roku 2005 souvisí dle informací bank, které mají významný podíl na tomto vývoji,

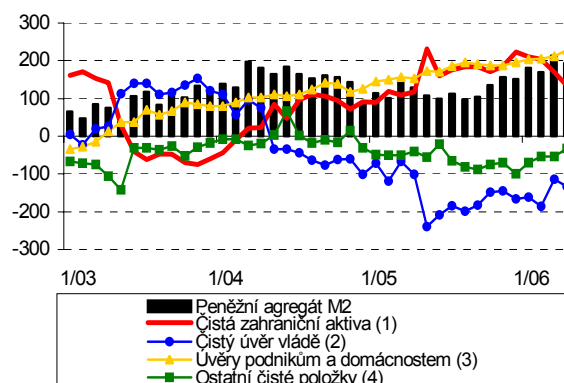
Vklady nefinančních podniků (mzr. v %)



s tvorbou dočasně volných finančních zdrojů a s nejistotou o vývoji devizového kurzu. Podniky prostředky ukládají obvykle na jednodenní vklady a vklady s krátkodobou splatností. Poptávka podniků po cizoměnových vkladech je dále částečně podporována jejich mírně vyšším úročením ve srovnání s korunovými vklady (0,9 % u jednodenních vkladů a 2,4 % u vkladů s krátkodobou splatností v eurech, tj. o 0,2 p.b., resp. o 0,6 p.b. více než u příslušných korunových produktů). Podíl cizoměnových vkladů na celkových vkladech podniků je však nadále nízký (tvoří zhruba jednu pětinu).

Zpomalení roční míry růstu peněžního agregátu M2 (upraveno o kurzové a ostatní netransakční vlivy) bylo v květnu z hlediska **protipoložek** ovlivněno snížením roční míry růstu čistých zahraničních aktiv (o 3,8 p.b. na 11,2 %). Negativně působilo rovněž zvýšení záporné roční míry čistého úvěru vládě (o 4,1 p.b. na -56,9 %), ve kterém se vedle pokračujícího poklesu čistého úvěru ČKA projevovalo zejména urychlení vkladů centrální vlády a snížení deficitu státního rozpočtu. Růst peněžního agregátu M2 byl naopak nadále podporován vyšším růstem úvěrů podnikům a domácnostem (o 0,8 p.b. na 22,5 % po úpravě o kurzové a ostatní netransakční vlivy). Význam jednotlivých protipoložek v růstu peněžní zásoby je vyjádřen prostřednictvím ročních toků v uvedeném grafu.

**Protipoložky peněžního agregátu M2 (roční toky v mld. Kč, upraveno o kurzové a ostatní netransakční vlivy)**



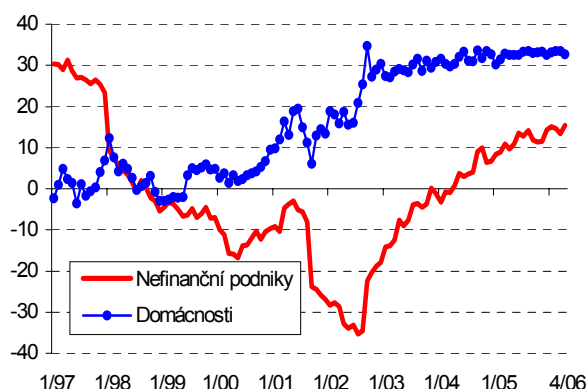
Poznámka:  $M2 = 1 + 2 + 3 - 4$ .  
Ostatní čisté položky jsou zobrazeny se záporným znaménkem, protože se jedná o pasiva konsolidované bilance MFI.

## Úvěry

V květnu pokračovalo zvyšování meziročního růstu úvěrů podnikům a domácnostem o 0,8 p.b. na 21,3 % (neupraveno o kurzové a ostatní netransakční vlivy). Vzrostl příspěvek úvěrů podnikům, nadále však byl nižší než příspěvek úvěrů domácnostem. Vysoký růst úvěrů byl podporován nízkou hladinou úrokových sazeb, vyšší nabídkou úvěrů od MFI a pozitivním očekáváním hospodářského růstu.

Meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** dosáhl v květnu 16,7 %. Z hlediska splatnosti došlo k dalšímu zvýšení krátkodobých i dlouhodobých úvěrů (o 4,2 p.b. na 17,2 %, resp. o 1,4 p.b. na 24,4 %). Vyšší čerpání krátkodobých úvěrů bylo nadále v souladu s růstem provozního kapitálu podniků zaznamenaným v 1.Q 2006. Dynamika dlouhodobých úvěrů byla podporována vyšším růstem fixních investic v 1.Q 2006 a očekáváním jejich dalšího mírného urychlování. Z hlediska odvětvové struktury se na zvýšení dynamiky úvěrů nefinančním podnikům podílely zejména úvěry zpracovatelskému průmyslu

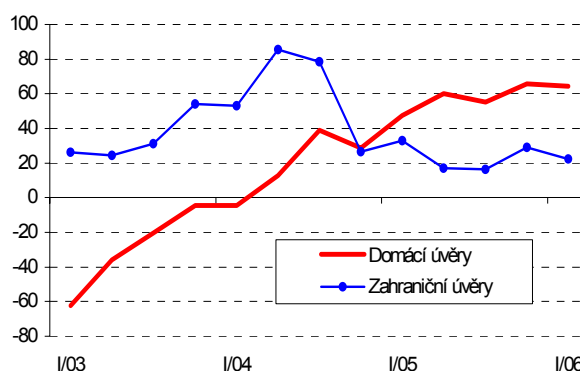
**Úvěry nefinančním podnikům a domácnostem (mzr.v %)**



(v jeho struktuře elektronickému a elektrotechnickému průmyslu) a dále úvěry do odvětví pronájmu strojů a zařízení<sup>1</sup>, odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody a odvětví výstavby a stavebnictví. Významný zůstává příspěvek úvěrů odvětví služeb, tj. obchodu, prodeje, údržby a oprav a odvětví dopravy a skladování. Podniky čerpaly korunové a v menší míře i cizoměnové úvěry. Podíl stavu cizoměnových úvěrů na celkových úvěrech podnikům však zůstává na relativně nízké úrovni (dosahuje necelou jednu pětinu). Přes pokračující růst úvěrů nefinančním podnikům se v 1.Q 2006 podíl cizích zdrojů (včetně emise dluhopisů, mezipodnikových dluhů apod.) na celkových pasivech nefinančních podniků se 100 a více zaměstnanci mírně snížil.

Vyšší růst domácích úvěrů nefinančním podnikům nebyl v květnu podle předběžných údajů platební bilance doprovázen vyšším čerpáním **zahraničních úvěrů**. Jejich čistý roční tok podle čtvrtletních údajů dosahuje cca jedné třetiny ročního toku domácích úvěrů a od počátku roku 2005 zhruba stagnoval. I přesto čistá pozice nefinančních podniků ve vztahu k zahraničí zůstává významná (v 1.Q 2006 činila -307,1 mld. Kč).<sup>2</sup> Ve struktuře zahraničních úvěrů podniky méně čerpají finanční úvěry, což může souviset s vyšší úrovní úrokových sazeb z nových úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně oproti ČR. V rámci finančních úvěrů klesají krátkodobé úvěry a naopak se mírně zvyšuje růst dlouhodobých úvěrů. V 1.Q 2006 podniky urychlovaly čerpání obchodních úvěrů ze zahraničí, což souvisí s vývojem zahraničního obchodu.

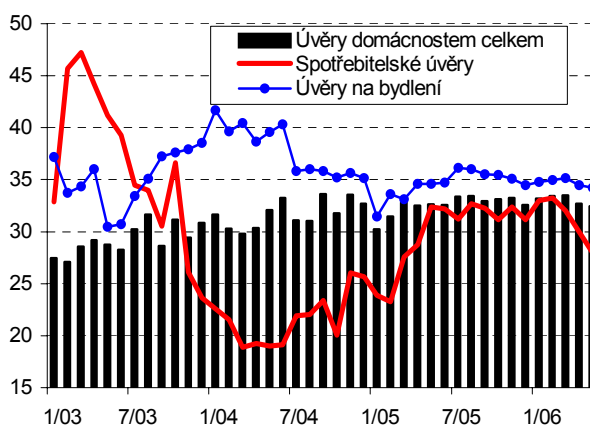
**Domácí a zahraniční úvěry podnikům**  
(roční toky v mld. Kč, zahraniční úvěry představují  
čistou pozici podniků ve vztahu k zahraničí)



se mírně zvyšuje růst dlouhodobých úvěrů. obchodních úvěrů ze zahraničí, což souvisí

Meziroční růst **úvěrů domácnostem** se po zrychlení v 1.Q 2006 následně mírně zpomaloval na 32,5 % v květnu. Zůstává však na vysoké úrovni. Hlavní podíl na růstu úvěrů mají nadále úvěry na bydlení; zhruba dvě třetiny celkového růstu úvěrů domácnostem tvoří příspěvek hypotečních úvěrů. To je ovlivňováno nízkou úrovní úrokových sazeb z hypotečních úvěrů, nabídkou úvěrů od MFI a postupným urychlováním hrubého disponibilního důchodu domácností. Dynamika úvěrů na bydlení se však neurychlovala; v květnu se naopak mírně zpomalila na 34,3 %. Méně

**Úvěry domácnostem (mzr. v %)**



<sup>1</sup> Úvěry poskytnuté společností odvětví pronájmu strojů a zařízení jsou dále přerozdělovány ve formě finančního leasingu, který činil v 1.Q 2006 u nefinančních podniků 116,4 mld. Kč (zhruba dvakrát více než u domácností).

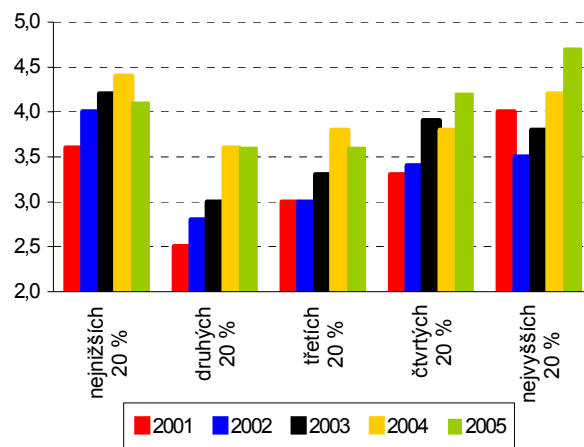
<sup>2</sup> Ve struktuře čisté pozice nefinančních podniků ve vztahu k zahraničí dosáhl v 1.Q 2006 absolutní objem čerpaných úvěrů (vč. jejich splacení) 445,6 mld. Kč. Z toho finanční úvěry činily 333,7 mld. Kč (oproti 571,2 mld. Kč domácích úvěrů od MFI), obchodní a ostatní úvěry 111,9 mld. Kč. Poskytnuté úvěry do zahraničí představovaly 138,5 mld. Kč.



než v dubnu rostly hypoteční úvěry<sup>3</sup> i úvěry ze stavebního spoření. Meziroční růst spotřebitelských úvěrů po zrychlení v roce 2005 a v 1.Q 2006 následně v květnu zpomalil (o 2 p.b. na 28 %). To se projevovalo u dlouhodobých spotřebitelských úvěrů, které mají cca 50% podíl na celkových úvěrech na spotřebu a jsou čerpány za účelem financování zboží dlouhodobé spotřeby.

Podle nově zveřejněných údajů statistiky rodinných účtů o **struktuře úvěrů podle příjmových skupin domácností** byl v roce 2005 obdobně jako v předchozích letech (viz box Implikace zadluženosti podle příjmových skupin domácností pro spotřebu ze 4. SZ 2006) nejvyšší absolutní objem nově přijatých úvěrů a nákupů na splátky zaznamenán u domácností s vyššími příjmy (dvě nejvyšší příjmové skupiny domácností se podílely na přijatých úvěrech domácností z 62 %). Současně se mírně zvyšoval objem nově přijatých úvěrů u nejnižší příjmové skupiny domácností, což bylo v souladu s urychlením růstu spotřebitelských úvěrů v roce 2005 a se skutečností, že banky poskytují hypotéky lidem se stále nižšími příjmy. Dluhové zatížení bylo nadále výrazně vyšší u nízkopříjmových a vysokopříjmových domácností než u domácností se středními příjmy (viz Graf). V roce 2005 na rozdíl od let 2001 – 2004 rostlo u dvou skupin domácností s nejvyššími příjmy, zatímco u domácností s nízkými a středními příjmy klesalo či stagnovalo. Současně s růstem dluhového zatížení však u dvou skupin domácností s nejvyššími příjmy byla v roce 2005 pozorována i tvorba nových vkladů; podíl nově uspořené vklady k čistému peněžnímu příjmu se u těchto dvou skupin pohyboval na úrovni 10 – 12 %.

**Příjmová struktura dluhového zatížení domácností (poměr splátek k čistému peněžnímu příjmu, průměry na osobu v %)**



Celková **úroková sazba z nových úvěrů** nefinančním podnikům a domácnostem vstupující do makroekonomické prognózy v květnu přetrvávala na úrovni 5,6 %. To odpovídalo vývoji sazeb peněžního trhu (kde se sazby začaly zvyšovat až koncem května). Spread mezi celkovou sazbou z nových úvěrů a sazbou 1R PRIBOR zůstal ve výši 3,2 p.b. Z dlouhodobějšího hlediska se tento spread od poloviny loňského roku převážně snižoval, čímž docházelo k uvolňování podmínek při poskytování úvěrů.

Nepatrný růst byl v květnu zaznamenán pouze u dlouhodobých sazeb (s fixací nad 5 let) z úvěrů nefinančním podnikům s objemem nad 30 mil. Kč a u sazeb z kontokorentních úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům. Ostatní klientské úrokové sazby klesaly či stagnovaly. Spready u převážné většiny nových úvěrů a příslušných sazeb finančního trhu v květnu stagnovaly či klesaly s výjimkou spreadů u sazeb z kontokorentních úvěrů. U těchto sazeb lze již od počátku roku 2004 pozorovat trend postupného růstu spreadu, což by mohlo

<sup>3</sup> Absolutní objem hypoték poskytnutých domácnostem se za prvních pět měsíců letošního roku zvýšil o 23,8 mld. Kč na 207 mld. Kč (ve stejném období loňského roku vzrostl o 16,3 mld. Kč). Jejich meziroční růst se v květnu mírně snížil zhruba na úroveň konce roku 2005 (47,5 %). Oproti stejnému období loňského roku byl vyšší o 3,3 p.b.



souviset s rostoucím sklonem klientů splácet úvěry z kreditních karet až poté, co se na tento úvěr začne vztahovat sankční (relativně velmi vysoká) úroková sazba.

**Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům** přetrvávala již třetí měsíc ve výši 4 % a od počátku roku se zvýšila jen mírně (z toho sazba z kontokorentních úvěrů činila 4,7 %, z nových úvěrů do 30 mil. Kč 4,2 % a nad 30 mil. Kč 3,1 %). Obdobné sazby v eurozóně se naopak od počátku roku zvyšovaly a byly poněkud vyšší než v ČR (z kontokorentních úvěrů činily 5,4 %, z nových úvěrů do 1 mil. EUR 4 – 5 % a nad 1 mil. EUR 3 – 4 % v závislosti na délce fixace úrokové sazby).

**Sazba z nových úvěrů domácnostem** v květnu poklesla o 0,5 p.b. na 10,6 % (z toho sazba z kontokorentních úvěrů činila 15,7 %, z nových spotřebitelských úvěrů 12,4 %, z nových úvěrů na bydlení 4,4 % a z ostatních úvěrů 5,7 %). V eurozóně činí sazby u kontokorentních úvěrů 9,8 %, u spotřebitelských úvěrů 6 – 8 %, u úvěrů na bydlení cca 4 % a u ostatních úvěrů 4 – 5 %. Nejvyšší rozdíly nadále přetrvávají zejména u kontokorentních úvěrů a u úvěrů na spotřebu.

## Příloha 5 – Nákladové faktory

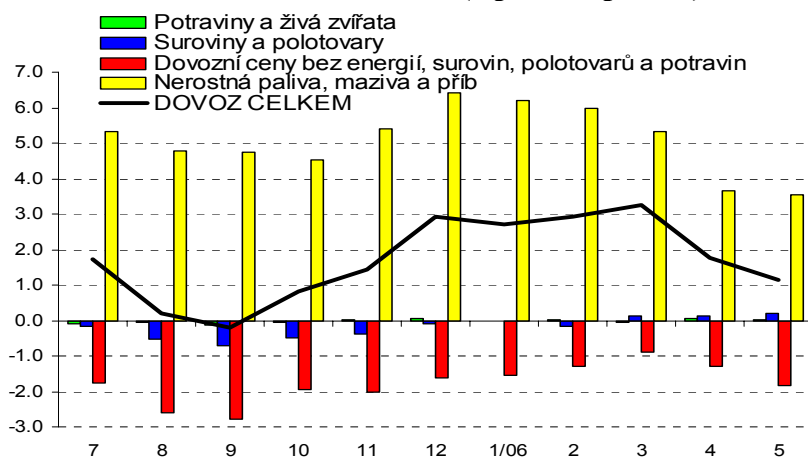
### Dovozní ceny

Na rozdíl od přelomu let 2005 a 2006, kdy dovozní ceny zrychlily svůj meziroční růst, došlo na počátku druhého čtvrtletí 2006 ke snížení jejich meziročního tempa (z 3,2 % v březnu na 1,1 % v květnu). V pozadí této změny byl podobně jako i v předchozích obdobích především vývoj cen nerostných paliv – ropy a zemního plynu. Ostatní skupiny dovozních cen naopak zmírňovaly svůj dosavadní meziroční pokles.

Díky souběhu mírného snížení meziročního tempa růstu cen energetických surovin na světových trzích a neutrálnímu působení měnového kurzu koruny k USD tak na počátku 2.Q 2006 došlo ke snížení meziroční dynamiky korunových dovozních cen energetických surovin. Ceny dovozu nerostných surovin bez paliv již téměř rok rostou velmi mírně či meziročně klesají; po prohloubení jejich meziročního poklesu v 1.Q pokračoval tento trend i ve 2.Q 2006 (-8,9 % v květnu oproti -4,4 % v březnu). Za tímto vývojem byly především meziročně klesající ceny železné rudy, neboť ceny většiny ostatních surovin bez paliv vykazovaly na světových trzích výrazný meziroční růst, který ve druhém čtvrtletí ještě zrychlil. U cen dovážených potravin byl v květnu vykázán mírný růst (o 0,2 %). V ostatních skupinách dovozu převažoval ve 2.Q 2006 meziroční pokles cen. Ve skupinách dovozních cen zahrnujících produkty s vyšším stupněm zpracování (stroje a dopravní prostředky, různé průmyslové výrobky) ceny nadále meziročně klesaly. Jejich vývoj byl i v první polovině roku 2006 nejvýrazněji ovlivňován váhově nejvýznamnější skupinou strojů a dopravních prostředků, kde se v průběhu druhého čtvrtletí mírně prohluboval meziroční pokles cen (z -0,4 % v březnu na -2,3 % v květnu).

Stále poměrně rozdílný vývoj v jednotlivých skupinách indexu cen dovozu ČSÚ implikoval rozdílné dopady do jednotlivých okruhů výrobních a spotřebitelských cen. Vysoký růst cen dovozu energetických surovin byl zdrojem bezprostředních nákladových tlaků ve skupinách přímo souvisejících se zpracováním ropných výrobků a plynu, resp. v cenách pohonných hmot. Ostatní ceny dovozu stále převážně klesaly a vytvářely tak obdobně jako v loňském roce a na počátku letošního roku naopak podmínky pro zmírnění růstu či pokles domácích cen.

### Struktura mizr. růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



## Ceny průmyslových výrobců

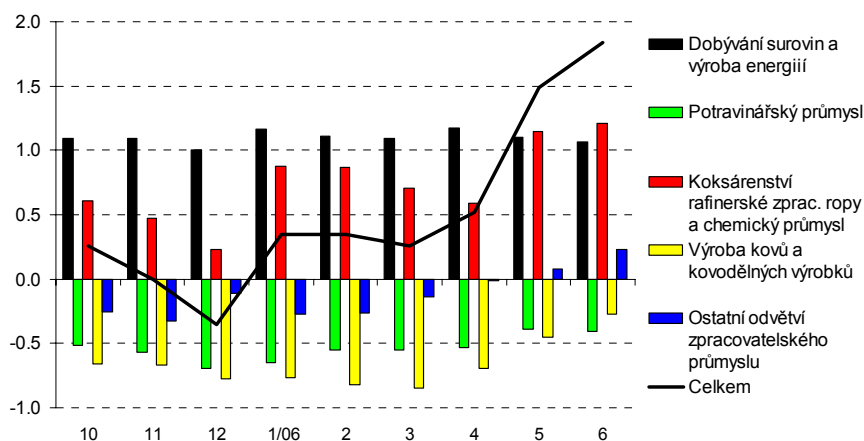
Zpomalování meziročního růstu cen průmyslových výrobců v průběhu roku 2005 bylo na počátku roku 2006 vystřídáno jeho oživením, které pokračovalo i ve druhém čtvrtletí. Tento růst však byl podle posledních údajů za červen stále relativně slabý (1,8 % proti 0,3 % v březnu) a byl stejně jako v prvním čtvrtletí letošního roku v převážné míře důsledkem zrychlení růstu cen ropy na světových trzích.

Stejně jako v několika předchozích čtvrtletích byl vykázan nejvyšší růst cen v odvětví koksárenství a rafinérského zpracování ropy, pro které je ropa rozhodujícím nákladovým vstupem. Výrazné zrychlení růstu cen výrobců v tomto odvětví ze 14,3 % v březnu na 18,8 % v květnu, resp. 16,4 % v červnu bylo významným faktorem zrychlení růstu cen průmyslových výrobců ve druhém čtvrtletí. Relativně rychlý cenový růst pokračoval ve druhém čtvrtletí 2006 i v odvětvích nezahrnovaných do zpracovatelského průmyslu. K mírnému zrychlení cenového růstu došlo v odvětví elektřiny, plynu a vody (ze 7,5 % v březnu na 8,2 % v červnu), když cenový růst byl i nadále tažen cenami silové elektřiny pro podnikovou sféru. Zrychlení růstu cen v tomto odvětví však bylo kompenzováno vývojem v odvětví dobývání nerostných surovin, kde přešel dosavadní cenový růst ve slabý meziroční pokles (z 1,3 % v březnu na -1,3 % v červnu).

V potravinářském průmyslu pokračoval ve druhém čtvrtletí v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců dlouhodobější trend zmírňování meziročních poklesů cen (z -2,8 % v březnu na -2,1 % v červnu). V pozadí tohoto vývoje bylo především obnovení růstu cen obilovin v první polovině letošního roku. Rovněž v odvětví primárního zpracování kovů došlo ve sledovaném období ke zmírnění meziročního poklesu cen (z -6,1 % v březnu na -1,9 % v červnu), což souvisí s vývojem cen kovů na světových trzích. Snížení jejich záporného příspěvku k meziročnímu růstu cen průmyslových výrobců bylo spolu s vývojem cen rafinérských výrobků hlavní příčinou zrychlení růstu cen průmyslových výrobců v průběhu druhého čtvrtletí. Ve většině ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu se růst cen pohyboval ve druhém čtvrtletí opět poblíž nulových hodnot, avšak souhrnný příspěvek těchto odvětví k celkovému indexu cen průmyslové výroby byl v květnu 2005 již kladný. Při vcelku stabilním meziročním zhodnocování koruny vůči euru se na tomto vývoji podílelo zrychlení cen průmyslových výrobců v okolních zemích.

V souhrnu byl vývoj cen průmyslových výrobců i v prvním pololetí 2006 značně diferencovaný, výrazný cenový růst byl i nadále vykazován pouze v odvětvích týkajících se domácích i zahraničních energií. Mírně rostoucí nebo klesající ceny v ostatních odvětvích nasvědčovaly tomu, že přenos vyšších nákladů na energetické zdroje a produkty z ropy do ostatních cen výrobců nebyl stále ve většině odvětví příliš znatelný. Na druhou stranu došlo k současnému zmírnění záporného příspěvku k růstu cen průmyslové výroby u odvětví zpracování kovů a potravin a u ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu byl vykázan v souhrnu meziroční růst cen. Tyto skutečnosti naznačují, že na přelomu let 2005 a 2006 došlo u cen průmyslové výroby k obratu trendu a dosavadní protiinflační vývoj byl počátkem roku 2006 již vystřídán mírně proinflačním trendem.

## Struktura meziročního růstu cen průmyslových výrobců (v p.b., resp. v %)



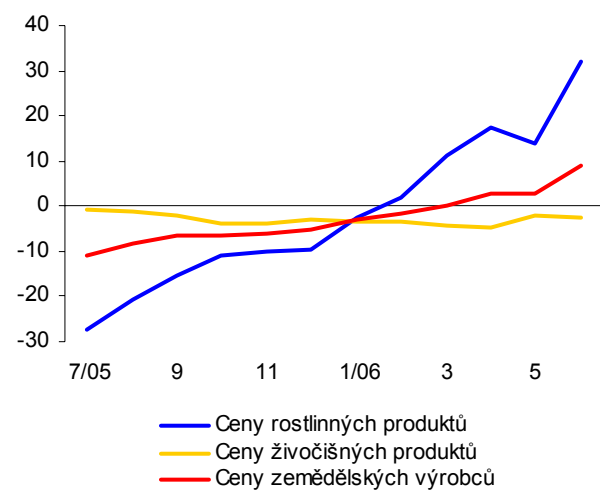
## Ceny zemědělských výrobců

Ceny zemědělských výrobců přešly v závěru 1.Q 2006 ve slabý meziroční růst, který ve 2.Q dále zrychlil (z 0,3 % v březnu na 2,6 % v květnu a 8,8 % v červnu). Obrat ve vývoji cen zemědělských výrobců v první polovině letošního roku byl spojen s vývojem cen rostlinných produktů, které od února po dlouhém období poklesu vykazují meziroční růst, jenž v květnu dosáhl 17,6 %. V červnu došlo k dalšímu zrychlení meziročního růstu cen rostlinných produktů na 32 %, který byl tažen výrazným zrychlením meziročního růstu u cen brambor (v červnu mizr. o 151 %) a zeleniny. Meziroční pokles cen živočišných produktů se po předchozím prohlubování (na -4,2 % v březnu) opět ve druhém čtvrtletí zmírňoval (-2,5 % v červnu).

Obnovení meziročního růstu cen rostlinných produktů bylo výsledkem cenových změn více komodit. K obnovení jejich růstu přispělo červnové výrazné zvýšení poměrně kolísavých cen zeleniny a brambor a od počátku druhého čtvrtletí i výrazný růst cen ovoce. Významné bylo také pozvolné obnovení meziročního růstu cen obilovin (na 5,7 % v červnu). Přesto dosavadní odčerpávání přebytků na agrárním trhu z předchozích sklizní ještě nevedlo k výraznému růstu cen obilovin. Přispělo k tomu zřejmě také stále ještě poměrně vysoké meziroční zhodnocení kurzu CZK/EUR, které v případě cen obilovin snižovalo korunovou úroveň intervenčních cen EU, a tak vytvářelo tlaky na domácí ceny směrem dolů.

Přetrvávající meziroční pokles cen živočišných produktů ve sledovaném období byl důsledkem dlouhodobějšího vývoje kurzu CZK/EUR, který zlevňoval dovozy na tuzemský trh, i hrozby onemocnění drůbeže, kdy se cenový pokles v některých zemích EU způsobený poklesem poptávky po drůbežích výrobcích přenesl i do ČR (mizr. pokles cen drůbeže o 8,9 % v červnu).

### Meziroční růst hlavních skupin cen zemědělských výrobců (v %)



## Příloha 6 – Platební bilance

V prognóze platební bilance dochází k několika poměrně významným změnám, které souhrnně znamenají pro rok 2006 i 2007 přechod dosavadního prognózovaného mírného přebytku platební bilance bez operací bankovního sektoru do mírného deficitu. Faktické obnovení rovnováhy na devizovém trhu by mohlo přispět ke zmírnění rozsahu, resp. dočasnému zastavení meziroční apreciacie koruny (viz Box 1). Zkušenost z roku 2002, kdy v důsledku jednosměrných apreciačních očekávání – z důvodu privatizací a souvisejících konverzí – trvalo trhu zhruba půl roku, než výrazná převaha poptávky po devizách nad nabídkou v rozsahu několika desítek mld. Kč vedla k oslabení kurzu koruny, však vybízí k opatrným závěrům.

### Rok 2006

V rámci **obchodní bilance** dochází v důsledku přetrvávajících vyšších cen energetických surovin (promítajících se i do referenčních scénářů) a kovů a mírného zvýšení domácí poptávky ke snížení prognózovaného přebytku obchodní bilance o 20 mld. Kč na 60 mld. Kč.

V **bilanci služeb** byl dosavadní vývoj v letošním roce (leden až duben) odchylný od našich předpokladů, zejména na straně příjmů (méně příznivý vývoj). Viditelné meziroční zhoršení bilance služeb o 2,7 mld. Kč v prvním čtvrtletí (kdy jsou k dispozici podrobné údaje) je však koncentrováno téměř výhradně do jediné položky na straně příjmů - služby mezi podniky v rámci přímých investic. Zde meziroční zhoršení představuje 2,5 mld. Kč. Proti možnosti usuzovat na jednorázový propad však stojí skutečnost, že i v dalších čtvrtletích roku 2005 byly v této položce příjmů realizovány poměrně významné objemy. V ostatních položkách není zatím patrné očekávané zlepšení. V důsledku toho snižujeme prognózovaný přebytek bilance služeb o 10 mld. Kč na 15 mld. Kč, tj. mírně pod úroveň roku 2005.

Zvýšení prognózovaného deficitu běžného účtu vlivem úprav prognózy obchodní bilance a bilance služeb částečně koriguje snížení deficitu **bilance výnosů** v důsledku vyššího než očekávaného (v 1. SZ i ve 4. SZ) růstu úrokových sazeb v zahraničí. Prognózovaný deficit bilance výnosů snižujeme o 5 mld. Kč na 175 mld. Kč.

V oblasti **běžných transferů** nadále očekáváme přebytek ve výši 5 mld. Kč.

Prognózovaný deficit **běžného účtu** zvyšujeme celkem o 25 mld. Kč na 95 mld. Kč (cca 3,0 % HDP). Tento deficit je, podobně jako v roce 2005, dosahován pouze vlivem evidenčních reinvestovaných zisků, jejichž výši odhadujeme na cca 100 mld. Kč.

Prognózu **kapitálového účtu** neměníme, očekáváme nadále přebytek ve výši 7 mld. Kč.

V oblasti **přímých investic** neměníme očekávaný příliv. V důsledku vítězství firmy Energo-pro v privatizačním tendru na vodní elektrárny a distribuční společnosti v Gruzii zvyšujeme prognózovaný odliv přímých investic o 7 mld. Kč na 37 mld. Kč. Firma Energo-pro je relativně malá firma, která zdaleka nedisponuje dostatečnými vlastními zdroji na financování akvizice a i možnost získání komerčního úvěru v tomto rozsahu je nepravděpodobná. Na podporu této akvizice se angažoval stát. Bylo oznámeno, že firma využije úvěrové zdroje ČEB. Ta je podle našich předpokladů získá ze zahraničí. Celkově předpokládáme, že tato operace nebude mít vliv na platební bilanci. Prognózu čistých přímých investic však snižuje o 7 mld. Kč na 93 mld. Kč.

V oblasti **portfoliových investic** neměníme přes další prohloubení záporného úrokového diferenciálu prognózované záporné saldo portfoliových investic. Předpokládáme, že případný další pokles zájmu o tuzemské korunové dluhopisy bude z hlediska salda PFI, kompenzován signalizovanou emisí dluhopisů ČEZu na zahraničních trzích sloužící k financování zahraničních akvizic.

V oblasti **ostatních investic** dochází k přehodnocení struktury očekávaného přílivu do veřejného sektoru v roce 2006 s tím, že se mírně snižuje jeho očekávaná výše. Zdá se, že k realizaci vládou odsouhlasených protipovodňových opatření nedojde vůbec, resp. v podstatně menším rozsahu, který bude možno financovat z vnitřních zdrojů. Na druhé straně však vláda rozhodla o čerpání úvěru od EIB na opravu nemocnice Motol. Očekávané čisté čerpání úvěrů veřejným a soukromým sektorem tak snižujeme o 5 mld. Kč na 35 mld. Kč. Zároveň se podle informací z tisku bude ČEB podílet na financování investice firmy Energo-pro. Zdrojem bude pravděpodobně zahraniční úvěr. Protože z hlediska statistiky patří ČEB do bankovního sektoru a naše prognóza banky neobsahuje (resp. pohlíží na ně jako na bilancující položku), byla tato hodnota (7 mld. Kč) odečtena pod tabulkou v rámci dalších operací, aby bylo dosaženo očekávaného nulového kurzotvorného dopadu investice firmy Energo-pro.

Celkový prognózovaný přebytek **finančního a kapitálového účtu** bez operací bank tak v současnosti činí 65 mld. Kč (reálně je to však o 18,5 mld. Kč více, neboť prognóza přímých investic zahrnuje též jen evidenční snížení základního kapitálu Transgasu ve výši 11,5 mld. Kč a dále je nutno připočíst již zmíněné očekávané čerpání úvěru ČEB ve výši cca 7 mld. Kč).

Celkový prognózovaný nedostatek zdrojů bez operací bank na rok 2006 činí cca 10 mld. Kč.

## **Rok 2007**

Vzhledem k tomu, že v současnosti očekáváme pokračování nepříznivého vývoje cen surovin, zejména ropy a zemního plynu, i v roce 2007, snižujeme očekávaný přebytek **obchodní bilance** o 25 mld. Kč na 80 mld. Kč.

Podobně jako v roce 2006 snižujeme na základě dosavadního, horšího než očekávaného vývoje, prognózovaný přebytek **bilance služeb** o 10 mld. Kč na 25 mld. Kč. Prognózovaný meziroční růst salda bilance služeb v roce 2007 odráží v rozhodující míře zavedení mýtného pro kamiony v ČR od 1.1. 2007.

Poměrně silný odliv portfoliových i přímých investic v posledním období nás vede k očekávání vyšších budoucích zisků rezidentů v zahraničí. Také očekáváme vyšší úroveň úrokových sazeb v zahraničí, než jsme předpokládali v době konstrukce prognózy na přelomu roku. Oba faktory by měly vést v rámci **bilance výnosů** k mírně vyšším příjmům. Na straně nákladů by naopak mohl být nižší než dosud předpokládaný odliv dividend. Dosavadní informace o vývoji dividend v roce 2006 totiž naznačují, že prognóza pokračujícího vysokého růstu dividend může být naplněna jen díky jednorázovým dividendám velkých investorů v ČR v roce 2006 i ze zisku předcházejících let - ČSOB, KB, Škoda-Volkswagen a vlivem změny vlastnictví Telecomu, které se nemohou opakovat v roce 2007. Tyto faktory se promítají do snížení prognózovaného deficitu bilance výnosů souhrnně o 15 mld. Kč na 180 mld. Kč. Zároveň se domníváme, že k dalšímu rychlému růstu deficitu by již v následujících letech nemělo docházet (za předpokladu zachování státního podílu v ČEZu). Důvody jsou podle našeho názoru následující: (1) ukončení období masivního přesunu majetku do rukou

nerezidentů, (2) snaha tuzemských subjektů o zahraniční expanzi, (3) pokračující výrazně vyšší odliv portfoliových investic do zahraničí oproti přílivu a (4) nižší tuzemské úrokové sazby než zahraniční. Ve směru zhoršování bilance však budou nadále působit náhrady zaměstnancům.

Prognózu **běžných transferů** neměníme (+5 mld. Kč).

Celkový prognózovaný deficit **běžného účtu** po aktualizaci činí 70 mld. Kč (cca 2,1 % HDP).

V oblasti **přímých investic** zvyšujeme prognózovaný odliv o 5 mld. Kč na 30 mld. Kč v souvislosti s ohlášenými investicemi do nově získaných akvizic zejména ČEZu. Prognózovaný příliv přímých zahraničních investic neměníme. V důsledku toho se snižuje očekávané kladné saldo v oblasti přímých investic na 110 mld. Kč.

V oblasti **portfoliových investic** zvyšujeme prognózovaný deficit o 10 mld. Kč na 80 mld. Kč ve vazbě na květnové prohloubení záporného úrokového diferenciálu mezi korunou a eurem (příliv dluhových cenných papírů snižujeme na nulu). V případě dalšího zvýšení záporného rozdílu však již další zvýšení deficitu portfoliových investic neočekáváme. Vycházíme přitom zatím ze zdrojově limitované možnosti odlivu kapitálu na jedné straně a na druhé straně z malé pravděpodobnosti snahy zahraničních investorů o opuštění tuzemského dluhopisového trhu (snaha o diverzifikaci středoevropského dluhopisového portfolia, současná relativně nízká úroveň držby tuzemských korunových dluhopisů cca 98 mld. Kč).

V oblasti **ostatních investic** bez operací bankovního sektoru prognózu neměníme. Nadále očekáváme přebytek ve výši 15 mld. Kč.

Celkový přebytek **finančního a kapitálového účtu** se tak snižuje na 54 mld. Kč. V důsledku těchto úprav se mění původně prognózovaný přebytek zdrojů na rok 2007 ve výši cca 20 mld. Kč na deficit ve výši cca 15 mld. Kč.

### **Rizika prognózy:**

Ve směru nižší nabídky deviz může působit nepříznivý vývoj obchodní bilance (nižší přebytek), zejména v souvislosti s méně příznivým vývojem cen surovin oproti předpokladům prognózy (ropa, plyn, kovy). Vyšší cena ropy oproti prognóze o 1 USD/barel představuje přímé zhoršení obchodní bilance cca 1 mld. Kč, další cca 1 mld. Kč představuje nepřímý dopad za předpokladu změny ceny zemního plynu v odpovídajícím rozsahu.

Naopak ve směru vyšší nabídky může působit chování budoucí vlády. V prognóze zatím nejsou zahrnuty žádné privatizační příjmy (pravděpodobná především privatizace Aera, ale výnos nebude nijak vysoký - pod 10 mld. Kč, případně část akcií letiště Praha, zejména v souvislosti s potřebou dalších masivních investic), žádná emise vládních dluhopisů v zahraničí, resp. emise dluhopisů či zahraniční úvěr letiště Praha na financování dalšího rozvoje (výstavba 3. letové dráhy – nejpravděpodobnější úvěr od EIB v rozsahu 5 až 7 mld. Kč). K vyšším příjmům (v rámci transferů) by mohla přispět případná náhrada škody Agrofertu ze strany polské PKN Orlen za nedodržení smluv spojených s privatizací Unipetrolu. Požadovaná náhrada škody v rámci soudního řízení činí 20 mld. Kč. V opačném směru by pak mohlo působit finanční plnění v případě definitivní prohry arbitráže ČR s Nomurou.



### Prognóza platební bilance

|                                                                  | 1999        | 2000        | 2001        | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | p.2006 | p.2007 |
|------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| mld. Kč                                                          |             |             |             |        |        |        |        |        |        |
| <b>A. Běžný účet</b>                                             | -50.6       | -104.9      | -124.5      | -136.4 | -160.6 | -167.3 | -61.7  | -95.0  | -70.0  |
| Obchodní bilance                                                 | -65.8       | -120.8      | -116.7      | -71.3  | -69.8  | -26.4  | 40.4   | 60.0   | 80.0   |
| Vývoz                                                            | 908.8       | 1 121.1     | 1 269.6     | 1254.4 | 1370.9 | 1722.7 | 1875.2 | 2110.0 | 2320.0 |
| Dovoz                                                            | 974.6       | 1 241.9     | 1 386.3     | 1325.7 | 1440.7 | 1749.1 | 1834.8 | 2050.0 | 2240.0 |
| Bilance služeb                                                   | 41.5        | 54.6        | 58.0        | 21.9   | 13.2   | 12.5   | 19.4   | 15.0   | 25.0   |
| Příjmy                                                           | 243.9       | 264.8       | 269.7       | 231.1  | 219.2  | 248.5  | 258.0  | 265.0  | 285.0  |
| Doprava                                                          | 53.5        | 53.7        | 57.5        | 56.6   | 60.6   | 72.3   | 78.8   | 82.0   | 92.0   |
| Cestovní ruch                                                    | 109.1       | 115.1       | 118.1       | 96.3   | 100.3  | 107.2  | 110.9  | 113.0  | 118.0  |
| Ostatní služby                                                   | 81.2        | 96.0        | 94.1        | 78.3   | 58.3   | 69.0   | 68.3   | 70.0   | 75.0   |
| Výdaje                                                           | 202.3       | 210.2       | 211.7       | 209.3  | 205.9  | 236.0  | 238.6  | 250.0  | 260.0  |
| Doprava                                                          | 27.1        | 27.5        | 30.6        | 29.3   | 33.7   | 38.6   | 43.1   | 46.0   | 49.0   |
| Cestovní ruch                                                    | 51.8        | 49.4        | 52.8        | 51.5   | 54.4   | 58.4   | 57.8   | 60.0   | 63.0   |
| Ostatní služby                                                   | 123.5       | 133.3       | 128.3       | 128.4  | 117.8  | 139.0  | 137.7  | 144.0  | 148.0  |
| Bilance výnosů                                                   | -46.7       | -53.0       | -83.5       | -115.6 | -119.9 | -157.8 | -142.3 | -175.0 | -180.0 |
| Příjmy                                                           | 64.3        | 75.4        | 84.9        | 66.8   | 75.5   | 87.0   | 112.3  | 125.0  | 130.0  |
| Náklady                                                          | 111.0       | 128.4       | 168.4       | 182.4  | 195.4  | 244.8  | 254.6  | 300.0  | 310.0  |
| Běžné převody                                                    | 20.4        | 14.4        | 17.8        | 28.7   | 15.8   | 4.3    | 20.9   | 5.0    | 5.0    |
| Příjmy                                                           | 45.4        | 36.6        | 36.4        | 46.7   | 47.0   | 46.8   | 75.6   | 65.0   | 70.0   |
| Výdaje                                                           | 25.0        | 22.2        | 18.6        | 18     | 31.2   | 42.5   | 54.7   | 60.0   | 65.0   |
| <b>B. Kapitálový účet</b>                                        | -0.1        | -0.2        | -0.3        | -0.1   | -0.1   | -14.0  | 5.1    | 7.0    | 9.0    |
| Příjmy                                                           | 0.6         | 0.2         | 0.1         | 0.2    | 0.2    | 5.6    | 5.7    | 8.0    | 10.0   |
| Výdaje                                                           | 0.7         | 0.4         | 0.4         | 0.3    | 0.3    | 19.6   | 0.6    | 1.0    | 1.0    |
| <b>C. Finanční účet</b>                                          | 106.6       | 148         | 172.8       | 231.5  | 80.3   | 233.6  | 229.6  | 58.0   | 45.0   |
| Přímé investice                                                  | 215.7       | 190.8       | 208.3       | 270.9  | 53.5   | 101.8  | 242.7  | 93.0   | 110.0  |
| V zahraničí                                                      | -3.1        | -1.7        | -6.3        | -6.8   | -5.8   | -26.0  | -20.5  | -37.0  | -30.0  |
| V České republice                                                | 218.8       | 192.4       | 214.6       | 277.7  | 59.3   | 127.8  | 263.2  | 130.0  | 140.0  |
| Portfoliové investice                                            | -48.3       | -68.2       | 34.9        | -46.7  | -35.7  | 59.4   | -72.0  | -70.0  | -80.0  |
| Aktiva                                                           | -65.6       | -86.6       | 4.4         | -75.6  | -83.9  | -63.9  | -72.9  | -80.0  | -80.0  |
| Majetkové cenné papíry                                           | -49         | -44.2       | 9.4         | -7.8   | 5.6    | -30.1  | -26.0  | -30.0  | -30.0  |
| Dluhové cenné papíry                                             | -16.6       | -42.5       | -5.0        | -67.8  | -89.5  | -33.8  | -46.9  | -50.0  | -50.0  |
| Pasiva                                                           | 17.3        | 18.5        | 30.5        | 28.9   | 48.2   | 123.3  | 0.9    | 10.0   | 0.0    |
| Majetkové cenné papíry                                           | 4.4         | 23.8        | 23.2        | -9.0   | 30.1   | 19.6   | -36.4  | 0.0    | 0.0    |
| Dluhové cenné papíry                                             | 12.9        | -5.4        | 7.2         | 37.9   | 18.0   | 103.7  | 37.3   | 10.0   | 0.0    |
| Finanční deriváty                                                | 0           | -1.4        | -3.2        | -4.3   | 3.9    | -3.2   | -2.8   | .      | .      |
| Ostatní investice                                                | -60.9       | 26.9        | -67.1       | 12.5   | 58.6   | 75.6   | 61.7   | 35.0   | 15.0   |
| vláda                                                            | -5.5        | 1.1         | 1.8         | 21.6   | 18.2   | 33.2   | 34.9   | 25.0   | 15.0   |
| podniky                                                          | 6.8         | 24.8        | 23.6        | -9.1   | 40.4   | 42.4   | 26.8   | 10.0   | 0.0    |
| bankovní sektor                                                  | -62.2       | 1.0         | -92.5       |        |        |        | .      | .      | .      |
| <b>Celkově skupiny A až C</b>                                    | <b>55.9</b> | <b>43.0</b> | <b>48.0</b> |        |        |        |        |        |        |
| <b>Platební bilance bez operací bankovního sektoru</b>           |             |             |             | 95.9   | -80.4  | 52.3   | 173.0  | -30.0  | -16.0  |
| <b>Využití privatizačního účtu/změna rezerv ČNB</b>              |             |             |             | -216.9 | -12.9  | -6.8   | -92.9  | 0.0    | 0.0    |
| <b>Další operace bez vlivu na nabídku a poptávku po devizách</b> |             |             |             |        |        | 19.0   | -19.4  | 18.5   |        |
| <b>Zajištění vládních dluhopisů</b>                              |             |             |             |        |        | -45.0  | -30.0  | 0.0    | 0.0    |
| <b>Přebytek (+), resp. nedostatek deviz na trhu (-)</b>          |             |             |             | -121.0 | -93.3  | 19.5   | 30.7   | -11.5  | -16.0  |

### Box 1: Vývoj nabídky a poptávky na devizovém trhu v letech 1999 – 2005 a vývoj kurzu koruny vůči euru

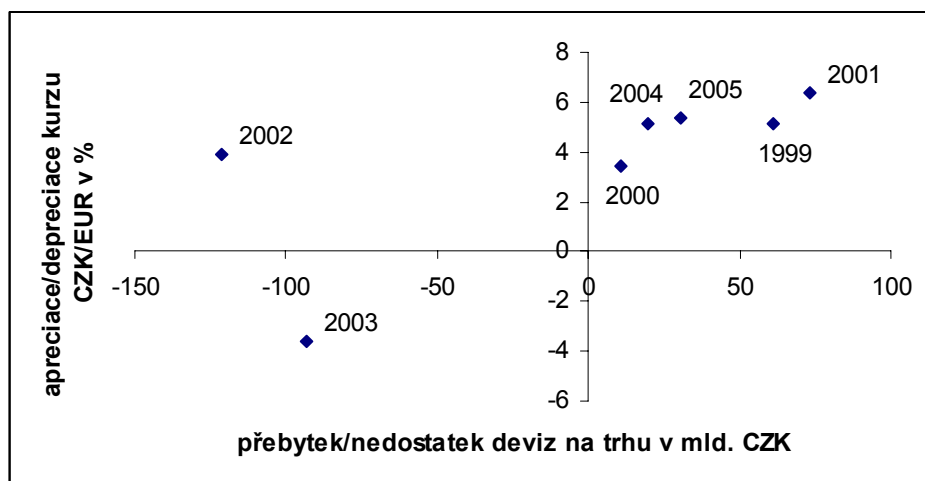
Vycházíme-li z předpokladu, že vývoj devizového kurzu je ovlivňován vývojem nabídky a poptávky na devizovém trhu (dále kurzovými očekáváními tvůrců trhu, technickými faktory, vlivem regionu apod.), mělo by být možné využít prognózu platební bilance pro hrubou orientaci v budoucím vývoji kurzu. To samozřejmě platí jen za splnění určitých podmínek. Mezi ně především patří absence zásadních politických a ekonomických šoků a očištění údajů z platební bilance o operace, které neovlivňují nabídku a poptávku po devizách. Nicméně i tak je nutno zdůraznit, že se jedná pouze o *aproximaci poptávky a nabídky na devizovém trhu*, protože platební bilance sleduje toky ve vztahu rezident-nerezident (a tedy nerozlišuje mezi domácí a cizí měnou) a tak neprezentuje zcela věrohodně poptávku a nabídku po devizách.

Při posuzování toho, zda je možné nalézt na minulém vývoji nějaké souvislosti mezi vývojem nabídky a poptávky po devizách a vývojem kurzu, jsme ovšem omezeni relativně krátkou historií. Od zavedení směnitelnosti koruny v lednu 1991 až do května 1997 uplatňovala nejprve SBČS a později ČNB politiku fixního kurzu, při němž nabídku a poptávku na devizovém trhu s cílem udržení kurzové stability vyrovnávala sama. Následující vývoj po měnové krizi byl velmi nestandardní, odrážela se v něm jednak nedůvěra tvůrců kurzu v dlouhodobější stabilitu, potřeba doplnit vlastní devizové zdroje (negativně postižené v období měnové krize) a politická nestabilita v zemi. Proto jsme vývoj nabídky a poptávky a kurzu koruny vůči euru zkoumali až od roku 1999.

Pro vyjádření nedostatku, resp. přebytku deviz na trhu jsme použili standardní údaje z platební bilance, které jsme očistili o následující položky:

- v celém období o operace bank
- v celém období o změny devizových rezerv, resp. zůstatky na privatizačním účtu u ČNB
- v letech 2004 a 2005 o zajištěné emise vládních dluhopisů na zahraničních trzích
- v roce 2004 o účetní operaci vyjadřující rozsah deblokace syrského dluhu
- v roce 2005 o náhradu škody CSOB ze Slovenska.

Platební bilanci jsme neočišťovali o korunové operace, které byly v bilanci obsaženy dvakrát s obráceným znaménkem (tj. reinvestované zisky a dovozy v rámci deblokací zahraničních aktiv). Tento vývoj jsme porovnávali s kurzovým vývojem.



V roce 1999 byl dosažen tímto způsobem kvantifikovaný poměrně značný přebytek nabídky deviz na trhu nad poptávkou ve výši 60,9 mld. Kč. Ještě podstatně výraznějšímu přebytku zabránilo odčerpání části prostředků z trhu ČNB. Příčinou byl prakticky výhradně příliv přímých zahraničních investic. Tomu by mělo odpovídat poměrně výrazné posílení koruny vůči euru. Na počátku roku ještě koruna oslabovala, od května 1999 ale začala posilovat a ke konci roku zpevnila o 5,1 % (prosinec oproti dubnu na bázi měsíčních průměrů). Nepříznivý vývoj kurzu na počátku roku mohl být částečně ovlivněn vyhrocením konfliktu v bývalé Jugoslávii (vojenský zásah USA vůči Srbsku).

V roce 2000 činil přebytek 10,4 mld. Kč. Přebytek byl však výrazně snížen (cca na 1/4) operacemi ČNB. Stejně jako v roce 1999 pocházel v rozhodující míře z přímých zahraničních investic. Koruna ještě pokračovala v apreciaci, ale podstatně mírnějším tempem než ve druhé polovině roku 1999. Apreciační činila 3,4 % (průměr prosinec proti prosinci předcházejícího roku).

V roce 2001 došlo opět k výraznému zvýšení přebytku nabídky deviz. Ten, přes poměrně významné operace ČNB snižující nabídku činil 73,4 mld. Kč. Také apreciační koruny se meziročně zvýšila na 6,4 %.

V roce 2002 nastal na trhu zlom, výrazný přebytek se změnil ve značný nedostatek. Příčinou byly ovšem masivní operace ČNB eliminující především dopady přílivu kapitálu v podobě přímých zahraničních investic. Došlo ke zvýšení rezerv ČNB o 216,9 mld. Kč. Tím se na trhu vytvořil nedostatek deviz v rozsahu 121 mld. Kč. V té době ovšem existovala silná apreciační očekávání, která vedla k tomu, že až do července koruna masivně posilovala (+8,7 % od konce roku 2001). Teprve ve druhém pololetí se ČNB podařilo tento trend změnit a koruna začala oslabovat. Oslabení ve druhém pololetí činilo 4,8 %.

V roce 2003 se situace na devizovém trhu zásadně změnila. Příčinou bylo v rozhodující míře výrazné omezení přílivu přímých investic ze zahraničí (faktické zastavení). Významný vliv měl i zpětný odkup téměř 50% podílu amerického investora v Telecomu za cca 50 mld. Kč. ČNB fakticky vývoj neovlivňovala (růst rezerv jen 12,9 mld. Kč). Přesto byl na trhu značný nedostatek nabídky deviz, který musel zajišťovat bankovní sektor (-93,3 mld. Kč). Koruna nadále oslabovala, přičemž oslabení činilo v roce 2003 cca 3,6 %.

V roce 2004 se situace opět změnila. Díky výraznému zlepšení obchodní bilance, zvýšenému přílivu PZI (jen vlivem pominutí efektu Telecomu) a přílivu portfoliových investic (nákup tuzemských dluhopisů – zejména vlivem úrokové sazby) vznikl na trhu relativně malý přebytek nabídky (+19,5 mld. Kč). I ten však byl dostatečný k obratu ve vývoji kurzu koruny, která vůči euru posílila o 5,1 %.

V roce 2005 pokračoval vývoj z předcházejícího roku, přebytek nabídky byl poněkud výraznější (+30,7 mld. Kč). Příčinou bylo pokračující zlepšování obchodní bilance a prodej státního majetku nerezidentům. Prodej majetku však byl eliminován rozsáhlými operacemi ČNB (růst rezerv o 92,9 mld. Kč). Posílení koruny činilo 5,4 %.

Vzhledem k tomu, že hodnota přebytku/nedostatku nabídky deviz na trhu v tomto boxu je stanovena v podstatě stejným způsobem jako při konstrukci prognózy přebytku/nedostatku deviz v predikci platební bilance, je možno těchto údajů využít pro úvahy o budoucím vývoji kurzu CZK/EUR v ročním horizontu.

**Box 2: Zpřesnění odhadu zisku nerezidentů z přímých zahraničních investic v roce 2006 na základě dílčích oficiálně zveřejňovaných informací za vybrané firmy**

Podle předběžných údajů za rok 2005 činily dividendy nerezidentů z přímých investic 63,1 mld. Kč (jedná se o zisk vytvořený do roku 2004 a v roce 2005 vyplacený). V současné době máme k dispozici rozhodnutí o výplatě dividend v roce 2006 pro firmy, které se podílely přibližně 40 % (25,2 mld. Kč) na výplatě dividend v roce 2005. Z těchto údajů je patrný nárůst vyplacených dividend o 8 mld. Kč na 33,2 mld. Kč, tj. o 32 %. Z tohoto nárůstu představují ovšem více než 90 % nárůsty dividend dvou bank. Celkový nárůst zisku však u nich činil jen mírně nad 1 mld. Kč. Celkové dividendy budou navíc vyšší o dalších 10,1 mld. Kč, které představuje objem dividend vyplacených majiteli Telecomu, privatizovanému v loňském roce.

Nejvýznamnější nárůsty a poklesy vyplacených dividend (mld. Kč)

|               | <b>Změna 2006-2005</b> | <b>2006</b> | <b>2005</b> |
|---------------|------------------------|-------------|-------------|
| ČSOB          | + 4,4                  | 7,605       | 3,205       |
| KB            | + 2,9                  | 5,194       | 2,294       |
| Stock         | + 0,6                  | 0,624       | 0,024       |
| Transgas      | - 2,3                  | 4,889       | 7,189       |
| Philip Morris | - 1,0                  | 2,421       | 3,421       |

Prognóza na rok 2006 předpokládá dividendy ve výši 100 mld. Kč při meziročním nárůstu o 20 mld. Kč. (Tato prognóza je založena na předpokladu odvozeném z vývoje předcházejících let, podle něž lze v rámci pravidelné revize dat očekávat zvýšení předběžné hodnoty za rok 2005 možná až na 80 mld. Kč). Dosavadní informace o vývoji v roce 2006 (nárůst o 18,1 mld. Kč) se zdají být v souladu s prognózou. Meziroční změny u „normálních“ firem nebudou v průměru tak veliké.

Pro rok 2007 lze očekávat, že dividendy Telecomu, ČSOB a KB neporostou, spíše poklesnou. Zřejmě také budou dále klesat dividendy firmy Philips Morris. To spolu s absencí významnější změny vlastnických vztahů ve prospěch nerezidentů signalizuje zpomalení meziročního růstu dividend v následujících letech.

## Příloha 7 – Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

### Vývoj ve druhém čtvrtletí 2006

Ve 2. čtvrtletí 2006 byl nastartován mírný cenový růst, který zřejmě potrvá i ve druhém pololetí letošního roku a zřejmě zesílí v průběhu roku 2007 v souvislosti s očekáváním zvýšené sazby DPH na bytovou výstavbu (s výjimkou sociálního bydlení) od začátku roku 2008. Ceny stavebních pozemků pokračovaly ve svém stálém mírném cenovém růstu. Trh kancelářských prostor zaznamenal celkový výrazně příznivý vývoj s perspektivou dalšího růstu.

Rezidenční trh se i nadále vyznačuje dominancí Prahy<sup>1</sup>, kde se současná průměrná cena bytů pohybuje kolem 35 – 40 tis. Kč/m<sup>2</sup> (v panelových bytech: 25 – 30 tis. Kč/m<sup>2</sup>, v atraktivních lokalitách: 45 – 65 tis. Kč/m<sup>2</sup> a v luxusním segmentu: 120 – 200 tis. Kč/m<sup>2</sup>). Dostupné údaje naznačují, že po stagnaci v prvním čtvrtletí začaly ceny bytů ve druhém čtvrtletí 2006 mírně růst. Při nynější velké nabídce a stavebním boomu (aktuálně je v Praze rozestavěno cca 150 nových projektů) však stále na trhu chybí kvalitní projekty, tj. projekty s dobrým architektonickým řešením a s možností ovlivnit konečný vzhled bytu, v lokalitě s dobrou dopravní dostupností (nejlépe v blízkosti MHD) a s možností sportovních aktivit v blízké zeleni. Nabídka na trhu rezidenčních nemovitostí je poměrně koncentrovaná: 6 velkých developerů, kteří tvoří 50 % trhu, prodává zhruba 200 bytů měsíčně a 144 menších developerů tvořících zbývajících 50 %, prodává rovněž 200 bytů měsíčně<sup>2</sup>. Novým aktivním segmentem na rezidenčním trhu jsou původně rekreační nemovitosti přestavěné na domy k trvalému bydlení jako levnější alternativy rodinného domu (podle odhadu je v ČR celkem asi 1,5 mil. rekreačních objektů vybudovaných převážně v letech 1970 – 1991).

V současné době je poptávka po všech velikostech bytů, nicméně zcela novým jevem na rezidenčním trhu je sílící zájem klientů o třípokojové a větší byty s nadstandardním vybavením vč. satelitu a možnosti připojení internetu. Průměrná doba prodeje nového bytu na trhu je nyní 1,5 roku, přičemž nižší segment je obvykle prodán již v průběhu stavby, střední a vyšší spíše po dokončení. Poptávka po bydlení je v současné době stimulována kromě dlouhodobě působících faktorů, jako je růst národního hospodářství, růst reálného příjmu domácností a demografický vývoj<sup>3</sup> i řadou dalších faktorů, z nichž za nejvýznamnější je možno považovat příznivý vývoj na hypotečním trhu. Hodnota hypindexu<sup>4</sup> činila v květnu 2006 4,06 % (ve srovnání s minimem v červenci 2006 ve výši 3,62 %). Výrazně se zvyšuje podíl hypotečních úvěrů s úrokovou sazbou zafixovanou na 1 rok (z 22 % v prosinci 2005 na 33 % v květnu 2006) na úkor tradiční pětileté fixace.

<sup>1</sup> Vedle nových bytů se na realitním trhu prosazuje i segment starších činžovních domů, který se začal rozvíjet v 90. letech v souvislosti s restitucemi. Na území Prahy se prodá podle informací Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí 450 – 500 činžovních domů ročně, což představuje asi 6 500 bytů. Lze předpokládat, že pro další rozvoj tohoto segmentu bude mohutným impulzem uvolnění regulovaného nájemného.

<sup>2</sup> Tyto údaje byly prezentovány účastníky 6. ročníku odborné konference IIR CZECH REAL 2006 konané ve dnech 20.-21.6.2006 v Praze.

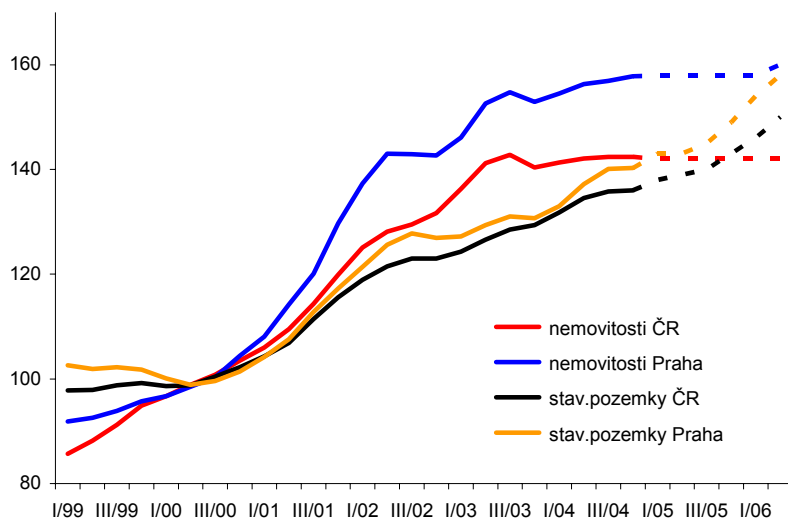
<sup>3</sup> Faktorem zvýšené poptávky je i neustále se zmenšující průměrná velikost domácnosti (z 3,14 člena v roce 1950 a 2,7 člena v roce 1980 na 2,4 člena v roce 2000), např. podíl „singles“ na celkovém počtu žadatelů o hypotéku v České spořitelně se zvýšil z 8 % v roce 2000 na 28 % v roce 2005.

<sup>4</sup> Findex hypindex je vážená průměrná úroková sazba, za kterou jsou poskytovány v daném kalendářním měsíci nové hypoteční úvěry pro fyzické osoby. Vahami jsou objemy poskytnutých úvěrů. Vstupní data poskytují následující banky: Česká spořitelna, ČSOB, eBanka, GE Money Bank, HVB Bank, Hypoteční banka, Komerční banka, Raiffeisenbank, Volksbank CZ, Wüstenrot hypoteční banka a Živnostenská banka.

Konkurence na trhu hypotečních úvěrů se nadále zostřuje, a to nejen rozšiřováním nabídky samotných hypotečních bank (např. zavedením hypotéky s nízkými vstupními úroky, odkladem splátek nebo usnadněním prodeje bytů zatížených hypotékou), ale také změnou chování a marketingu stavebních spořitelen, které začaly v průběhu druhého čtvrtletí snižovat úrokové sazby až pod 4 % a půjčovat větší částky za podmínek srovnatelných s hypotečními bankami (vč. použití slova „hypotéka“ v názvu půjčky) s možností splatit půjčku kdykoliv bez sankcí. Zároveň se v průběhu 2.Q hypoteční úvěry nabízené Poštovní spořitelnou vyrovnaly ostatním bankám (např. zavedením hypotečního úvěru na celou hodnotu nemovitostí či bez dokládání příjmů).

Nadále platí, že nejvýnosnějším segmentem realitního trhu s příznivou perspektivou ročního růstu ve výši 10 – 15 % jsou stavební pozemky, zejména v Praze, kde cena nejlepších pozemků dosahuje až 15 000 Kč/m<sup>2</sup> (Hanspaulka, Ořechovka, Baba, Barrandov, Břevnov a Trója). Ceny pozemků však mírně rostou i v méně atraktivních lokalitách Prahy a v ostatních krajských městech republiky (do 5 % ročně). Druhým nejdražším městem ČR je Brno, následované Hradcem Králové. Naopak nejnižší ceny pozemků jsou na severu Čech (Ústí nad Labem, Chomutov, Sokolov). Cenový vývoj na trhu nemovitostí dokládá následující graf:

**Graf: Úhrnné indexy cen nemovitostí a indexy cen stavebních pozemků**  
(průměr 2000=100)



**Pramen: Ceny sledovaných druhů nemovitostí v letech 2002-2004, ČSÚ**

Pozn.

- nemovitosti zahrnují následující druhy: rodinné domy jednobytové zděné, byty a budovy-bytové domy
- data do konce roku 2003 je možno prakticky považovat za definitivní, pro rok 2004 se jedná o předběžné údaje, které bude možno v pozdějším období mírně upřesnit, pro rok 2005 byl počet údajů v době zpracování (podzim 2005) velmi málo reprezentativní, údaje za léta 2005-2006 jsou odhady ČNB na základě veřejně dostupných informací (Realit, www.cenybytu i.dnes.cz a další)

Podle názoru realitních odborníků dochází v současné době po obrovském boomu v 90. letech a mírné stagnaci na začátku nového tisíciletí ke druhému boomu na trhu kancelářských prostor v návaznosti na skutečnost, že do ČR přicházejí stále nové firmy a že řada společností po ukončení stávajícího pronájmu hledá nové, zpravidla větší a kvalitnější prostory. V prvním čtvrtletí 2006 bylo pronajato téměř 70 tis. m<sup>2</sup> kancelářských ploch, což je vzestup o více než 100 % oproti stejnému období 2005, zároveň bylo první čtvrtletí 2006 z hlediska poptávky nejsilnějším čtvrtletím od roku 2003<sup>5</sup>. Výstavba nových kancelářských prostor pokračuje i nadále vysokým tempem přesto, že již delší dobu nabídka poměrně výrazně převyšuje poptávku. Důvodem je zájem, který je motivován příznivým hospodářským růstem, stabilním bankovním sektorem a mírně vyššími výnosy ve srovnání se západoevropskou úrovní. V současné době je k dispozici 1,84 mil. m<sup>2</sup> kancelářských prostor první kategorie<sup>6</sup> (jedná se o budovy nové nebo komplexně zrekonstruované). Vzhledem k tomu, že míra neobsazenosti nyní činí 12,25 % a nominální nájemné se již několik let výrazně nemění (nicméně reálně klesá vlivem různých pobídek a bonusů), dochází postupně ke snižování míry výnosnosti, která se v současnosti pohybuje v rozmezí 5,75 – 6 %.

V oblasti industriálních nemovitostí dochází v posledních třech letech v návaznosti na vstup ČR do EU k regionalizaci a decentralizaci trhu, takže nyní je 50 % aktivit soustředěno do Prahy a 50 % mimo Prahu. Řada západních firem přesunula své distribuční aktivity do západních Čech, dále do Brna a Ostravy. Zároveň se letos na trhu objevily první čistě spekulativní projekty (v Praze se jedná o plochu 200 000 m<sup>2</sup>, v Plzni 45 000 m<sup>2</sup> a v Brně 33 000 m<sup>2</sup>). Motivem pro výstavbu evropských distribučních center západních firem v ČR je především důvěra v trh, snaha vytvořit si pozici pro další expanzi a v neposlední řadě i míra výnosnosti, která dosahuje 7 – 8,5 %.

## Prognóza

Realitní odborníci se shodují v názoru, že zásadním faktorem dalšího rozvoje rezidenčního trhu do konce roku 2006 budou příznivé podmínky na trhu hypotečních úvěrů (celkový objem nově poskytnutých hypoték v roce 2006 je odhadován na 94 mld. Kč). K růstu hypotečního trhu budou přispívat kromě jiného i blížící se postupná deregulace nájemného, demografický vývoj obyvatelstva (početná skupina potenciálních klientů, tj. osob ve věku 25 – 29 let) a zvažování případného navýšení původního úvěru klienty z důvodu blížícího se konce fixačního období nebo koupě většího bytu. Je možno předpokládat, že se do konce roku 2006 rozsáhlá nabídka rezidenčních nemovitostí a další zvýšení poptávky promítnou do mírného růstu cen v závislosti hlavně na lokalitě.

Dalším faktorem cenového vývoje, který zřejmě významně zesílí v roce 2007, budou očekávání v souvislosti se zvýšením sazby DPH z 5 % na 19 % (s výjimkou sociálního bydlení) od začátku roku 2008, která jsou svým dopadem na cenový vývoj některými odborníky srovnávána s očekáváními před vstupem ČR do EU. Odborníci se většinou shodují na tom, že ceny rezidenčních nemovitostí mimo kategorii sociálních bytů nebudou zcela kopírovat zvýšené DPH, tj. zvýší se pouze asi o 5 – 8 %. Na jedné straně některé faktory budou přispívat k růstu cen (časový souběh zvýšené poptávky po větších bytech se zvýšením sazby DPH, příznivé hypoteční úroky, demografický vývoj a snaha realizovat koupi bytu před zvýšením DPH). Na druhé straně je řada faktorů, které mohou zeslabovat působení výše

<sup>5</sup> Netradičně se do pronájmu kancelářských prostor zapojil i veřejný sektor (Magistrát hlavního města Prahy si pronajal více než 23 tis. m<sup>2</sup> v bývalém sídle ČEZ v Jungmannově ulici a Ministerstvo práce a sociálních věcí si pronajalo Vysočanská Point na Praze 9 se zhruba 9,3 tis. m<sup>2</sup>).

<sup>6</sup> Pro srovnání: Vídeň má k dispozici cca 9,4 mil. m<sup>2</sup> a Frankfurt cca 11,4 mil. m<sup>2</sup>.

uvedených faktorů. Především podle odhadů se zvýšená sazba DPH bude týkat pouze asi 20 – 30 % nové bytové výstavby (tj. bytů nad 90 m<sup>2</sup> a rodinných domů nad 150 m<sup>2</sup>), řada developerů již v současné době upravuje své projekty tak, aby mohly být zařazeny do kategorie sociálního bydlení. Navíc nové byty představují na trhu zhruba 1/3 transakcí (2/3 jsou transakce se stávajícími byty).

Na trhu komerčních nemovitostí, hlavně kancelářských a logistických prostor, je patrný stále stoupající zájem mezinárodních firem. Pravděpodobně zesílí tendence stěhování nájemců z rekonstruovaných budov v centru města (které budou v mnoha případech rekonstruovány zpět na rezidenční nemovitosti) do moderních kancelářských budov mimo centrum s lepšími technickými parametry a atraktivnější výší nájemného.



## Příloha 8 – ČR a rozpočet EU

### Finanční toky mezi Českou republikou a Evropskou unií v 1. pololetí roku 2006

**Tabulka 1: Přehled finanční toků mezi Českou republikou a Evropskou unií**

|                                           | 2004         |                 | 2005           |                 | 2006Q1-2     |                 | 2004 - 2006Q1-2 |                 | 2004 - 2006      |                  |
|-------------------------------------------|--------------|-----------------|----------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
|                                           | skutečnost   |                 | skutečnost     |                 | skutečnost   |                 | skutečnost      |                 | předpoklad MF ČR |                  |
|                                           | mil. €       | mil. Kč         | mil. €         | mil. Kč         | mil. €       | mil. Kč         | mil. €          | mil. Kč         | mil. €           | mil. Kč          |
| <b>Předvstupní pomoc</b>                  | <b>156,9</b> | <b>4 877,9</b>  | <b>67,9</b>    | <b>2 004,9</b>  | <b>10,7</b>  | <b>300,8</b>    | <b>235,6</b>    | <b>7 183,7</b>  | <b>483,0</b>     | <b>14 731,2</b>  |
| PHARE                                     | 82,5         | 2 576,7         | 58,6           | 1 725,2         | 10,7         | 300,8           | 151,8           | 4 602,7         | 263,6            | 8 047,8          |
| ISPA                                      | 35,8         | 1 086,8         |                |                 |              |                 | 35,8            | 1 086,8         | 162,0            | 4 926,7          |
| SAPARD                                    | 38,6         | 1 214,4         | 9,3            | 279,7           |              |                 | 47,9            | 1 494,1         | 57,4             | 1 756,7          |
| <b>Zemědělství</b>                        | <b>90,8</b>  | <b>2 813,7</b>  | <b>428,5</b>   | <b>12 739,3</b> | <b>377,6</b> | <b>10 726,8</b> | <b>896,9</b>    | <b>26 279,8</b> | <b>1 099,8</b>   | <b>32 630,6</b>  |
| tržní opatření                            | 4,7          | 147,3           | 70,1           | 2 070,7         | 46,5         | 1 320,2         | 121,4           | 3 538,2         | 299,2            | 8 932,9          |
| přímé platby                              | 0,0          | 0,0             | 212,4          | 6 329,5         | 253,7        | 7 193,3         | 466,1           | 13 522,7        | 420,0            | 12 356,3         |
| rozvoj venkova                            | 86,0         | 2 666,4         | 146,0          | 4 339,2         | 77,4         | 2 213,3         | 309,4           | 9 218,9         | 380,6            | 11 341,4         |
| <b>Strukturální operace</b>               | <b>193,4</b> | <b>6 082,9</b>  | <b>211,9</b>   | <b>6 261,0</b>  | <b>154,8</b> | <b>4 409,4</b>  | <b>560,1</b>    | <b>16 753,3</b> | <b>1 072,4</b>   | <b>32 016,2</b>  |
| strukturální fondy                        | 161,6        | 5 118,5         | 137,6          | 4 072,4         | 26,9         | 760,3           | 326,1           | 9 951,3         | 857,3            | 25 682,0         |
| Fond soudržnosti                          | 31,8         | 964,3           | 74,3           | 2 188,6         | 127,9        | 3 649,1         | 234,0           | 6 802,0         | 215,1            | 6 334,2          |
| <b>Vnitřní politiky</b>                   | <b>12,2</b>  | <b>387,4</b>    | <b>29,8</b>    | <b>884,2</b>    | <b>2,7</b>   | <b>75,5</b>     | <b>44,7</b>     | <b>1 347,0</b>  | <b>277,7</b>     | <b>8 309,8</b>   |
| přechodná opatření                        |              |                 | 10,9           | 320,1           |              |                 | 10,9            | 320,1           | 27,9             | 840,1            |
| vnitřní politiky - komunitární programy   | 12,2         | 387,4           | 18,9           | 564,0           | 2,7          | 75,5            | 33,8            | 1 026,9         | 249,9            | 7 469,7          |
| <b>Kompenzace</b>                         | <b>331,3</b> | <b>10 466,5</b> | <b>291,8</b>   | <b>8 667,7</b>  | <b>101,0</b> | <b>2 858,7</b>  | <b>724,0</b>    | <b>21 992,8</b> | <b>834,1</b>     | <b>25 401,5</b>  |
| <b>Celkové příjmy z rozpočtu EU</b>       | <b>784,6</b> | <b>24 628,4</b> | <b>1 029,9</b> | <b>30 557,0</b> | <b>646,8</b> | <b>18 371,1</b> | <b>2 461,3</b>  | <b>73 556,5</b> | <b>3 767,0</b>   | <b>113 089,3</b> |
| <b>Finanční nástroj EEA</b>               |              |                 |                |                 |              |                 |                 |                 |                  |                  |
| <b>Bilaterální pomoc Norska</b>           |              |                 |                |                 |              |                 |                 |                 |                  |                  |
| <b>Celkové příjmy</b>                     | <b>784,6</b> | <b>24 628,4</b> | <b>1 029,9</b> | <b>30 557,0</b> | <b>646,8</b> | <b>18 371,1</b> | <b>2 461,3</b>  | <b>73 556,5</b> |                  |                  |
| tradiční vlastní zdroje (cla, ...)        | 61,2         | 1 910,1         | 146,9          | 4 373,7         | 76,7         | 2 183,9         | 284,8           | 8 467,7         | 310,3            | 9 577,9          |
| zdroj DPH                                 | 80,5         | 2 548,8         | 151,0          | 4 507,8         | 78,4         | 2 232,4         | 309,9           | 9 289,0         | 346,8            | 10 704,4         |
| zdroj HNP                                 | 374,7        | 11 865,3        | 651,5          | 19 463,4        | 331,4        | 9 415,3         | 1 357,5         | 40 744,0        | 1 964,3          | 60 640,7         |
| kompenzace Velké Británie                 | 51,8         | 1 639,0         | 79,0           | 2 359,0         | 44,8         | 1 274,7         | 175,6           | 5 272,7         | 266,9            | 8 237,4          |
| <b>Celkové odvody vlastních zdrojů EU</b> | <b>568,1</b> | <b>17 963,2</b> | <b>1 028,3</b> | <b>30 703,9</b> | <b>531,2</b> | <b>15 106,3</b> | <b>2 127,6</b>  | <b>63 773,4</b> | <b>2 888,4</b>   | <b>89 160,5</b>  |
| <b>Čistá pozice vůči rozpočtu EU</b>      | <b>216,5</b> | <b>6 665,2</b>  | <b>1,6</b>     | <b>-146,9</b>   | <b>115,5</b> | <b>3 264,9</b>  | <b>333,7</b>    | <b>9 783,1</b>  | <b>878,6</b>     | <b>23 928,8</b>  |
| <b>platby Evropské investiční bance</b>   | <b>27,7</b>  | <b>879,8</b>    | <b>27,7</b>    | <b>823,3</b>    |              |                 | <b>55,5</b>     | <b>1 703,0</b>  |                  |                  |
| podíl na základním kapitálu               | 7,9          | 249,4           | 7,9            | 233,4           |              |                 | 15,7            | 482,8           |                  |                  |
| podíl na rezervách                        | 19,9         | 630,3           | 19,9           | 589,9           |              |                 | 39,8            | 1 220,2         |                  |                  |
| <b>platba Evropské centrální bance</b>    | <b>5,7</b>   | <b>184,9</b>    |                |                 |              |                 | <b>5,7</b>      | <b>184,9</b>    |                  |                  |
| podíl na základním kapitálu               | 5,7          | 184,9           |                |                 |              |                 | 5,7             | 184,9           |                  |                  |
| <b>Výzkumný fond pro uhlí a ocel</b>      |              |                 |                |                 | <b>6,0</b>   | <b>173,7</b>    | <b>6,0</b>      | <b>173,7</b>    |                  |                  |
| <b>Celkové odvody vůči institucím EU</b>  | <b>601,6</b> | <b>19 027,9</b> | <b>1 056,0</b> | <b>31 527,2</b> | <b>537,2</b> | <b>15 280,0</b> | <b>2 194,8</b>  | <b>65 835,1</b> |                  |                  |
| <b>Čistá pozice vůči institucím EU</b>    | <b>183,1</b> | <b>5 600,5</b>  | <b>-26,1</b>   | <b>-970,2</b>   | <b>109,5</b> | <b>3 091,1</b>  | <b>266,5</b>    | <b>7 721,4</b>  |                  |                  |

zdroj: MF, propočten ČNB

V tabulce 1 jsou uvedeny finanční toky<sup>1</sup> mezi rozpočtem Evropské unie a Českou republikou podle údajů v platební bilanci za rok 2004, 2005 a v prvním pololetí roku 2006. Toky jsou sestaveny na základě transakcí na účtech hlavních subjektů – účty Evropských společenství u ČNB, účty Národního fondu MF a účet Ministerstva zemědělství. Předpoklad Ministerstva financí ČR<sup>2</sup> pro zkrácené programové období 2004 – 2006 je odvozen ze závěrů kodaňského summitu a je uveden jako orientační rámec pro celé období.

<sup>1</sup> Finanční toky uvedené jako skutečnost:

- Příjmy jsou realizovány z eurového účtu ES vedeného u ČNB a do platební bilance jsou přepočteny kurzem použitým pro danou transakci.
- Odvody vlastních zdrojů jsou realizovány na korunový účet ES v ČNB a do platební bilance jsou také zahrnovány v Kč, přepočten do EUR je pouze orientační a je proveden kurzem deviza střed v den transakce.

<sup>2</sup> Finanční toky uvedené jako předpoklad MF ČR: Hodnoty v tabulce jsou součtem předpokladů v jednotlivých letech. Údaje v EUR vychází ze závěrů kodaňského summitu.

- Předpoklad příjmů je přepočten do Kč průměrnými ročními kurzy.
- Předpoklad pro odvody je přepočten kurzy stanovenými pro vlastní zdroje v jednotlivých letech.

## 1. Příjmy z EU

Programy **předvstupní pomoci** jsou postupně ukončovány a nahrazovány standardním čerpáním z evropských fondů. Program ISPA přešel po vstupu do EU v květnu 2004 na čerpání z Fondu soudržnosti. Ke konci roku 2005 byl oficiálně také ukončen program SAPARD. Na program PHARE bylo přijato v prvním pololetí roku 2006 celkem 608,2 mil. Kč. V lednu a dubnu 2006 došlo k převodu finančních prostředků z ukončených a vyúčtovaných programů PHARE zpět do rozpočtu Komise. Celková výše vratek činila 307,4 mil. Kč. Čisté příjmy v rámci předvstupní pomoci EU dosáhly v 1. pololetí 2006 celkové výše 300,8 mil. Kč.

Z kapitoly **Zemědělství** obdržela Česká republika v 1. pololetí roku 2006 dotace ve výši 10,7 mld. Kč. V rámci programu Společné organizace trhu bylo přijato 1,3 mld. Kč. Převody pro přímé platby činily 7,2 mld. Kč. Z toho nejvyšší objem prostředků pro přímé platby zemědělcům (6,3 mld. Kč) byl přijat v únoru 2006. Na program Horizontální plán rozvoje venkova byly v prvním pololetí roku 2006 přijaty platby ve výši 2,2 mld. Kč. Dotační prostředky na zemědělskou politiku jsou příjmem speciálního účtu Ministerstva zemědělství, jehož zůstatek činil ke konci prvního pololetí tohoto roku 10,7 mld. Kč.

**Tabulka 2: Příjem prostředků z EU na strukturální operace a čerpání ekonomickými subjekty v České republice**

| mil. Kč                            | 2004           |              | stav účtu k<br>31.12.2004 | 2005           |                | stav účtu k<br>31.12.2005 | 2006Q1-2       |                | stav účtu k<br>30.6.2006 | 2004 - 2006Q1-2 |                |
|------------------------------------|----------------|--------------|---------------------------|----------------|----------------|---------------------------|----------------|----------------|--------------------------|-----------------|----------------|
|                                    | příjem         | čerpaní      |                           | příjem         | čerpaní        |                           | příjem         | čerpaní        |                          | příjem          | čerpaní        |
| strukturální fondy                 | 5 118,5        | 141,7        |                           | 4 072,4        | 1 287,6        |                           | 760,3          | 2 847,6        |                          | 9 951,3         | 4 276,9        |
| Fond soudržnosti                   | 2 051,2        | 290,8        |                           | 2 188,6        | 2 832,5        |                           | 3 649,1        | 2 298,0        |                          | 7 888,8         | 5 421,2        |
| <b>Strukturální operace celkem</b> | <b>7 169,7</b> | <b>432,5</b> | <b>7 016,4</b>            | <b>6 261,0</b> | <b>4 120,1</b> | <b>8 630,7</b>            | <b>4 409,4</b> | <b>5 145,5</b> | <b>7 658,5</b>           | <b>17 840,1</b> | <b>9 698,1</b> |

zdroj: MF, propočet ČNB

Z kapitoly **Strukturálních operací** získala Česká republika v prvním pololetí 2006 celkem 4,4 mld. Kč, z toho platby ze strukturálních fondů ve výši 0,7 mld. Kč a platby na projekty z Fondu soudržnosti ve výši 3,6 mld. Kč. Tabulka 2 uvádí příjmy prostředků na strukturální politiku EU v jednotlivých letech a postupné čerpání ekonomickými subjekty v ČR podle kreditních transakcí na hlavním účtu Národního fondu a debetních operacích na účtech jednotlivých platebních jednotek. Nevyčerpané prostředky představují zůstatky na dvou hlavních účtech Národního fondu k poslednímu dni sledovaného období. Příjem prostředků z Fondu soudržnosti v roce 2004 zahrnuje také platby na program ISPA. Z tabulky je patrné, že čerpání finanční pomoci zejména ze strukturálních fondů se postupně zvyšuje. V roce 2004 bylo vyplaceno konečným příjemcům pomoci pouze 0,4 mld. Kč, v roce 2005 bylo vyplaceno přibližně 4,1 mld. Kč a z toho větší podíl vyplacených prostředků připadá na projekty financované z Fondu soudržnosti. Čerpání v roce 2006, podle údajů k 30.červnu, bylo již vyšší (5,1 mld. Kč) a zvýšil se i podíl prostředků vyplacených na operační programy (2,8 mld. Kč). Podle předpokladu Ministerstva financí na období 2004 – 2006 zbývá ještě velkou část prostředků z EU dočerpat a následné výplaty konečným příjemcům budou pravděpodobně dobíhat ještě několik let po skončení programového období.

Na **Vnitřní politiku** (Tabulka1) byly přijaty prostředky v celkové výši 75,5 mil. Kč. V rámci přechodných opatření nebyly v prvním pololetí realizovány žádné převody finančních prostředků. V přehledu jsou platby zahrnuté do vnitřních politik placené přes účty v ČNB. Z toho cca 21,4 mil. Kč představují refundace cestovních nákladů na zahraniční cesty českých expertů.

V rámci **Kompenzací** pro nezhoršení čisté pozice po vstupu do Evropské unie získala Česká republika v prvním pololetí roku 2006 celkem 2,8 mld. Kč. Kompenzace jsou přímým zdrojem státního rozpočtu a nejsou vázány na realizaci konkrétních projektů.

## **2. Odvody do EU**

**Odvody zdrojů do rozpočtu Evropské unie** jsou realizovány v korunách v měsíčních splátkách a jejich celková výše v 1. pololetí roku 2006 dosáhla 15,1 mld. Kč. V lednu 2006 byl uhrazen první příspěvek České republiky do Výzkumného fondu pro uhlí a ocel ve výši cca 173,7 mil. Kč.

## **3. Shrnutí**

Realizovaná čistá pozice<sup>3</sup> České republiky vůči institucím Evropské unie v prvním pololetí roku 2006 byla aktivní ve výši 3,1 mld. Kč. V platební bilanci České republiky se tato suma projevila na běžném účtu pasivem v položce běžných vládních převodů ve výši -1,3 mld. Kč a aktivním saldem vládních převodů na kapitálovém účtu platební bilance v celkové výši 4,4 mld. Kč.

---

<sup>3</sup> Čistá pozice je rozdíl mezi celkovými příjmy z rozpočtu Evropské unie a odvody do rozpočtu Evropské unie.

## Příloha 9 – Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období

Výhled na 3. čtvrtletí letošního roku vyznívá podle většiny podnikových manažerů oslovených ČNB i nadále převážně optimisticky: 94 % manažerů ve zpracovatelském průmyslu a 92 % manažerů ve stavebnictví očekává v příštích třech měsících – pokud jde o **celkové hodnocení ekonomických vyhlídek** – udržení, případně zlepšení dosavadních pozitivních trendů. Pouze 6 % manažerů ze zpracovatelského průmyslu a 8 % manažerů stavebních firem předpokládá, že všeobecná situace na trhu a celkové podnikatelské klima bude horší než v předchozím období.

Hlavní barometr konjunkturního klimatu – **index všeobecné obchodní situace** – dosáhl pro 3.Q 2006 ve zpracovatelském průmyslu hodnoty 107 bodů, což je o 1 bod více než ve 2.Q a o 12 bodů více než před rokem, ve stavebnictví pak hodnoty 119 bodů, tj. o 43 body více v porovnání s předchozím čtvrtletím a o 42 bodů více než před rokem. Z názorů podnikových manažerů reflektovaných ve vývoji indexu lze proto usuzovat, že ekonomika jako celek by měla pokračovat po vzestupné trajektorii s udržitelným růstovým potenciálem.

Převládající optimismus podnikových manažerů se opírá zejména o příznivý **vývoj zakázek**. Ve zpracovatelském průmyslu byl podle posledních údajů z konce dubna úhrnný objem zásoby práce, tj. smluvně potvrzených zakázek, o 15 % vyšší než ve stejném období loňského roku, z toho k provedení v tuzemsku o 7,2 % vyšší. Objem nových zakázek vzrostl meziročně o 1,6 %. Celkový stav zakázek v podnicích zpracovatelského průmyslu – respondentech ČNB – dosáhl zatím historicky nejvyšší úrovně. Ve stavebnictví se přibližně rok a půl trvající pokles zásoby práce zastavil a objem smluvně potvrzených zakázek převýšil o 1,3 % úroveň konce roku 2005. Zakázky na bytovou výstavbu se meziročně více než zdvojnásobily, meziročního přírůstku téměř na dvojnásobek dosáhl i objem nových zakázek.

Ve **zpracovatelském průmyslu** vykazují ve výhledu na 3.Q **dílčí konjunkturální indexy** tržeb, finanční situace a dodávek pro vnitřní trh a zejména pro export vesměs hodnoty, které se pohybují v pásmu vysokých pozitivních očekávání. 88 % respondentů počítá v porovnání s předchozím čtvrtletím s vyšší nebo stávající úrovní exportu, 91 % respondentů očekává udržení, případně růst tuzemských dodávek, 91 % respondentů předpokládá stejné či vyšší tržby, 97 % respondentů pokládá finanční situaci svých firem za relativně dobrou a stabilní, případně očekává v krátkodobém horizontu její zlepšení. Na úseku zaměstnanosti hodlá v příštích třech měsících 83 % manažerů zachovat nebo zvýšit počet pracovníků (80 % ve 2.Q), zatímco s poklesem zaměstnanosti nyní uvažuje 17 % manažerů (20 % ve 2.Q).

Ve **stavebnictví** počítá ve výhledu na 3.Q převážná většina respondentů (98 %) s udržením nebo zvýšením stávající produkce. Finanční situace by se měla zlepšit anebo zůstat bez výraznějších změn u 84 % respondentů. Pokud jde o zaměstnanost, u 72 % respondentů by se její úroveň měla zachovat a u 24 % respondentů zvýšit.

**Ceny průmyslových výrobců** by podle názoru 91 % manažerů zpracovatelských firem měly ve 3.Q zůstat relativně stabilní, a to na úrovni 2.Q. S vyššími cenami počítá 6 % manažerů, naproti tomu s poklesem cen 3 % manažerů. Dílčí konjunkturální index cen tak pro 3.Q dosáhl hodnoty 103 body, což je o 9 bodů méně než ve 2.Q. Z toho lze usuzovat, že celková dynamika cen průmyslových výrobců by měla být mírně pomalejší než ve 2.Q.

Ve stavebnictví předpokládá ve 3.Q stabilní hladinu **cen stavebních prací** 77 % manažerů. Růst cen očekává 23 % manažerů, s jejich poklesem neuvažuje žádný z manažerů. Dílčí konjunkturální index cen má pro 3.Q hodnotu 123 body, tj. o 19 bodů méně než ve 2.Q. Dynamika cen stavebních prací by se proto měla proti 2. čtvrtletí zpomalit.

## Příloha 10 – Peníze a inflační rizika

Tato příloha se zabývá vztahy mezi vývojem peněžního agregátu M2 a inflace. Navazuje na analýzu korelace peněz, HDP a inflace z přílohy č. 10 ve 4. SZ 2006, která zkoumala, zda peněžní agregáty M1 a M2 lze považovat za spolehlivý předstihový indikátor růstu HDP a inflace. Minulá analýza byla ovšem založena pouze na odhadu tzv. křížových korelací, zatímco v této příloze zjišťujeme existenci případných inflačních tlaků z titulu růstu peněz využitím kvantifikace tří analytických konceptů: (1) peněžního převisu, (2) referenční hodnoty růstu M2 a (3) peněžní mezery. Jedná se o koncepty, na které se ve svých měnových analýzách zaměřuje ECB.<sup>1</sup>

Východiskem ke kvantifikaci **peněžního převisu** je předpoklad, že rizika pro cenovou stabilitu jsou signalizována výraznějšími odchylkami skutečného vývoje peněžní zásoby od úrovně „adekvátní“ momentální pozici ekonomiky v rámci cyklu a dalším fundamentům. „Adekvátní“ úrovní peněžní zásoby se v tomto přístupu rozumí momentální hodnota poptávky po penězích. Tyto odchylky jsou označovány jako peněžní převis (*monetary overhang*). Pozitivní hodnoty peněžního převisu přitom implikují inflační riziko. Peněžní převis je kvantifikován pomocí odhadu poptávky po penězích, kdy se obvykle předpokládá vliv inflace, růstu HDP a výše úrokových sazeb. Tyto vlivy se standardně odhadují pomocí Johansenovy kointegrační analýzy v modelu VEC (*vector error correction*, vektorové korekce chyb), přičemž výsledkem je dlouhodobý vztah mezi následujícími časovými řadami (blíže například Beyer (1998)<sup>2</sup>, Brand a Cassola (2000) a Coenen a Vega (1999)):

$$RM2 = \alpha + \beta * HDP + \gamma * INF + \delta * RS$$

kde  $RM2$  je logaritmus reálné peněžní zásoby měřené peněžním agregátem M2 a deflované deflátorem HDP,  $HDP$  je logaritmická hodnota reálného HDP,  $INF$  je logaritmus anualizované mezičtvrtletní inflace reprezentované deflátorem HDP (v souladu s ECB a další literaturou) a  $RS$  je 3M PRIBOR<sup>3</sup>. Délka časových řad zahrnuje na čtvrtletní frekvenci období od začátku roku 1996 do prvního čtvrtletí 2006 (41 pozorování).

Před samotným provedením odhadu byla odpovídajícími testy (Augmented Dickey-Fuller a Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin) u všech proměnných zjištěna integrovanost prvního řádu<sup>4</sup>. V každém testovaném časovém období byla zjištěna existence jediného rovnovážného vztahu mezi proměnnými (tj. byl zjištěn jediný kointegrační vztah). Níže uvedené výsledky pro vybraná časová období v následující tabulce se dle jednotlivých období z hlediska ekonomické významnosti příliš neliší (tj. odhadnuté vztahy se zdají být relativně stabilní).

<sup>1</sup> Podrobný popis měnových analýz ECB lze nalézt v několika měsíčních bulletinech, např. z května 2001, anebo v následujících pracovních textech ECB: Brand a Cassola (2000): A Money Demand System for Euro Area M3, *ECB Working Paper*, No. 39; Coenen a Vega (1999): The Demand for M3 in the Euro Area, *ECB Working Paper*, No. 6 a Masuch, Pill a Willeke (2001): “Framework and Tools of Monetary Analysis”, v *Monetary Analysis: Tools and Applications*, ed. Klöckers, Willeke, pp. 117 – 144, ECB, 08/2001.

<sup>2</sup> Beyer (1998): Modelling Money Demand in Germany, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 13, No. 1, pp. 58 – 81.

<sup>3</sup> Některé studie používají výnosy státních dluhopisů místo krátkodobé sazby. 3M PRIBOR jsme zvolili kvůli tomu, že data pro výnosy státních dluhopisů jsou k dispozici až od dubna 1997 a kvůli relativně vyšší likviditě mezibankovního trhu zejména v minulosti. Inflaci do rovnice zahrnujeme v souladu s relevantní literaturou, která tak činí zřejmě proto, že krátkodobé sazby nemusí optimálně zachytit náklady držby peněz. Korelace mezi sazbami a inflací v našem vzorku dat byla 0,35 a statistická nevýznamnost inflace v níže odhadnutých poptávkách po penězích tedy patrně nesouvisí s multikolinearitou. Časové řady mimo  $RS$  byly sezónně očistěny.

<sup>4</sup> Z tohoto důvodu byly v souladu s Brand a Cassola (2000) a Coenen a Vega (1999) použity reálné peníze, jelikož použití nominálních peněz (integrovaných řádu 2) by znemožnilo nalezení kointegračního vztahu.

## Odhadby poptávky po penězích – různá časová období

|               | $\beta$        | $\gamma$       | $\varepsilon$     | Log věrohodnost |
|---------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|
| 1996:1-2006:1 | 1.14*** (0.05) | -0.10 (0.08)   | -0.01*** (0.001)  | 288.30          |
| 1997:1-2006:1 | 1.12*** (0.05) | -0.10 (0.07)   | -0.01*** (0.0008) | 284.76          |
| 1998:1-2006:1 | 1.09*** (0.03) | -0.23** (0.06) | -0.01*** (0.0006) | 305.3           |

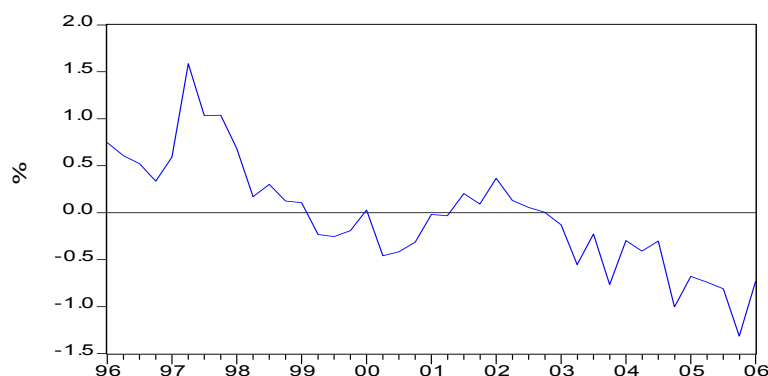
Poznámka: Standardní chyby v závorkách, \*\*\*, \*\*, \* označuje signifikantnost na 1%, 5%, respektive 10% úrovni.

Formálně byla stabilita vyhodnocena testem strukturálních zlomů buď v 1.Q 1998, kdy byl zaveden režim inflačního cílování, nebo v 1.Q 2002 (vzorek dat tím byl rozdělen do dvou rovnoměrných částí). Vzhledem k nízkému počtu pozorování byl místo obvykle používaného Chowova testu strukturálních změn využit alternativní postup dle Fisher (1970)<sup>5</sup>, který zamítl strukturální zlomy a nevyvrátil hypotézu stabilní poptávky po penězích. Residua z odhadnutých rovnic neobsahují systematickou informaci a nelze odmítnout nulovou hypotézu o těchto reziduích jako bílém šumu.

Důchodová elasticita ( $\beta$ ) dosahuje hodnot mírně vyšších než 1, což je hodnota obvyklá v literatuře. Koeficient u inflace není signifikantní, až na specifikaci s daty 1998 – 2006. Odhadnuté koeficienty u inflace ( $\gamma$ ) a sazeb ( $\delta$ ) jsou dle očekávání a v souladu s literaturou (např. Coenen a Vega, 2000) negativní, což lze interpretovat tak, že vyšší inflace a sazby implikují větší náklady držení peněz.

S využitím koeficientů v prvním řádku výše uvedené tabulky<sup>6</sup> byla vypočítána časová řada hodnot reálné a (přičtením inflace) nominální poptávky po penězích. **Peněžní převis** byl poté vyjádřen v logaritmickém tvaru jako rozdíl logaritmu nominálního sezónně očištěného stavu peněžního agregátu M2 od „adekvátního“ stavu, tj. od logaritmu nominální poptávky po penězích. Výsledná časová řada převisů dosahuje v současnosti záporných hodnot a nepoukazuje tedy na existenci inflačních tlaků v budoucnosti (viz následující graf).<sup>7</sup>

### Peněžní převis (v logaritmech, % m2)



<sup>5</sup> Fisher, F. (1970): Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions: An Expository Note, *Econometrica*, str. 361 – 366.

<sup>6</sup> Preferujeme tuto specifikaci pouze kvůli počtu pozorování a vyšší síle prováděných statistických testů.

<sup>7</sup> Peněžní převis je konstruován tak, aby byl z definice stacionární a neobsahoval trend. Pozorovaný pokles hodnot peněžního převisu v čase je netrendový a souvisí pouze s krátkostí časové řady.

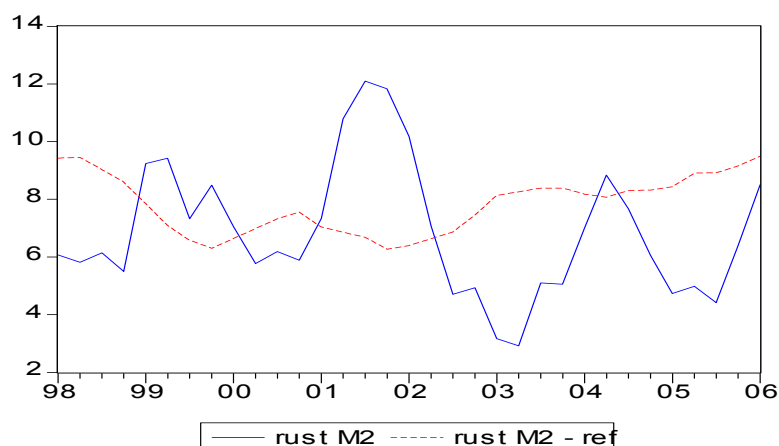
Opět s použitím koeficientů z prvního řádku tabulky byla v souladu s přístupem ECB dále odvozena **referenční hodnota růstu peněžního agregátu M2**, a to jako růst dlouhodobě rovnovážné poptávky po penězích vypočítané s použitím dlouhodobých rovnovážných hodnot vysvětlujících proměnných namísto jejich aktuálních hodnot. Přístup ECB vychází z diferencování výše uvedené specifikace poptávky po penězích, čímž lze získat referenční hodnotu růstu nominálního M2 jako funkci rovnovážné inflace a rovnovážného růstu HDP.<sup>8</sup> V následujícím výpočtu dosazujeme za rovnovážnou inflaci inflační cíl a za rovnovážný růst HDP růst potenciálu dle predikce z července 2006:

$$dM2^{refval} = INF^* + 1,14 * dHDP^{potential}$$

kde  $dM2^{refval}$  označuje referenční hodnotu růstu peněžního agregátu M2 ( $d$  je diference),  $INF^*$  je inflační cíl,  $dHDP^{potential}$  značí růst potenciálu HDP. Koeficient u  $dHDP^{potential}$  ve výši 1,14 pochází z výše odhadnuté poptávky po penězích.

Obecná logika tohoto přístupu je taková, že pokud by růst M2 byl delší dobu nad svou referenční hodnotou, lze podle očekávat zvýšení míry inflace. Výsledky naznačují, že referenční hodnota meziročního růstu M2 v 1. čtvrtletí 2006 se pohybuje okolo 9,5 %. Skutečný meziroční růst M2 se v prvním pololetí letošního roku přiblížil z předchozích zřetelně nižších hodnot přiblížil této referenční úrovni, v květnu však opět klesl pod ni. Rozdíl referenční hodnoty pro růst české M2 kolem 9,5 % oproti referenční hodnotě růstu M3 pro eurozónu (4,5%) lze vysvětlit rozdíly v „cílované“ inflaci (3% ČNB, vs. pod 2% ECB) i v předpokladu růstu potenciálního produktu (5,7% ČNB, vs. 2% ECB).

### Růst M2 a referenční růst M2

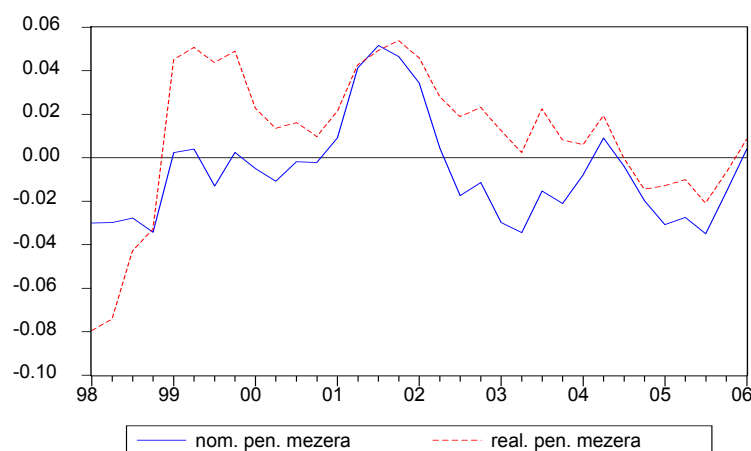


Referenční hodnoty růstu peněžního agregátu M2 lze dále využít k odvození tzv. **nominální peněžní mezery** (*nominal money gap*). Nominální peněžní mezera je ECB definována jako procentuální odchylka skutečného stavu peněžního agregátu M2 od hodnoty, které by dosáhl, pokud by rostl referenčním tempem. **Reálná peněžní mezera** (*real money gap*) je definována

<sup>8</sup> Odvození lze najít v Masuch, Pill a Willeke (2001). Pokud budeme diferencovat výše uvedenou rovnici  $m-p = a + b*HDP + c*INF + e*RS$ , dostaneme  $d(m) - d(p) = b*d(HDP)$ , kde  $d$  označuje diferenci. Při této diferenci jsme využili předpoklad, že změna inflace a sazeb se rovná v rovnováze nule. Masuch, Pill a Willeke (2001) rovněž ukazují, že ke srovnatelným výsledkům odhadu referenční hodnoty růstu M2 lze dojít i při využití kvantitativní rovnice peněz.

jako nominální peněžní mezera „očistěná“ o rozdíl mezi CPI inflací (tou je pro účely výpočtu reálné peněžní mezery deflováno tempo skutečného růstu M2) a inflačním cílem (tím je deflováno referenční tempo růstu M2).<sup>9</sup> Pozitivní hodnoty výsledných peněžních mezer signalizují inflační rizika ve střednědobém horizontu. Koncept peněžní mezery se od peněžního převisu liší tím, že u peněžního převisu analyzujeme, nakolik dynamika M2 odpovídá aktuálnímu vývoji ekonomiky, zatímco u peněžní mezery zkoumáme, nakolik vývoj M2 odpovídá dlouhodobým rovnovážným trendům v ekonomice. Peněžní převis je tedy spíše krátkodobějším konceptem než peněžní mezera, a proto se tyto přístupy ve vyznění inflačních rizik mohou lišit. Jak naznačuje následující graf, nominální a reálná peněžní mezera vyznívají z hlediska budoucích inflačních nebo protiinflačních rizik na základě dat z 1. čtvrtletí roku 2006 (poslední dostupná data) zhruba neutrálně.

### Nominální a reálná peněžní mezera



Odhadnutý peněžní převis jsme rovněž testovali jako indikátor budoucího vývoje CPI inflace, kde jsme předpokládali, že inflace je determinována rozdílem inflace a inflačního cíle, peněžním převisem a dalšími ekonomickými faktory. Vzhledem k rozdílné integrovanosti časových řad jsme byli nuceni použít data za kratší časové období (od roku 2001). V tomto vzorku dat jsme nenalezli, že by větší peněžní převis indikoval zrychlení meziroční budoucí CPI inflace.<sup>10</sup> Podobné výsledky jsme získali i pro odhadnutou nominální a reálnou peněžní mezera. Vzhledem k tomu, že tyto negativní výsledky mohou být výrazně ovlivněny malým počtem pozorování, prezentujeme níže grafy peněžního převisu, nominální a reálné peněžní mezery v porovnání s CPI inflací (současnou i budoucí inflací, posunutou o 4 čtvrtletí<sup>11</sup>). Výsledné grafy naznačují, že mezi odhadnutými peněžními mezerami, resp. převisem, a inflací je zřejmý souběžný vztah, nicméně pro budoucí vývoj inflace tyto peněžní nerovnováhy patrně příliš spolehlivým indikátorem nejsou.

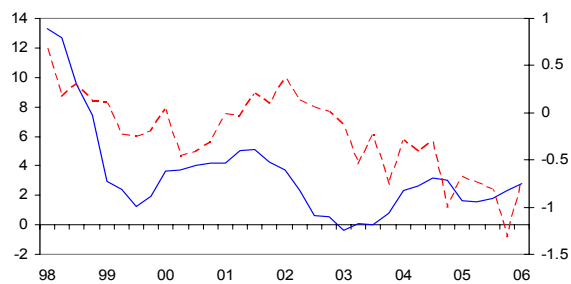
<sup>9</sup> Nevýhodou přístupu peněžních mezer je, že výsledky se budou lišit v závislosti na tom, které období je zvoleno jako počáteční. Volba počátečního období je navíc do značné míry arbitrární.

<sup>10</sup> Vztah peněžních mezer a inflace jsme rovněž stejným způsobem vyhodnotili na základě anualizovaných mezičtvrtletních změn. Výsledkem je absence vazby mezi peněžními převisy a budoucí inflací a navíc absence souběžného vztahu mezi peněžními mezerami a inflací zachyceného v grafech.

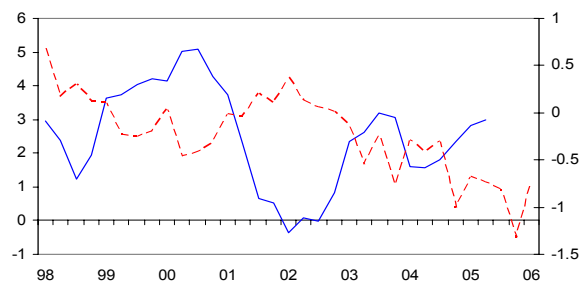
<sup>11</sup> Alternativně jsme inflaci posunuli i o 6 čtvrtletí, nicméně výsledné grafy byly obdobné jako pro posunutí o 4 čtvrtletí.



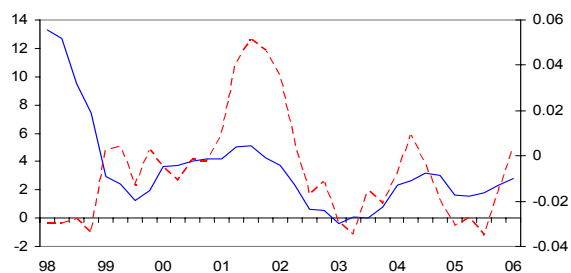
**Peněžní převis a inflace**



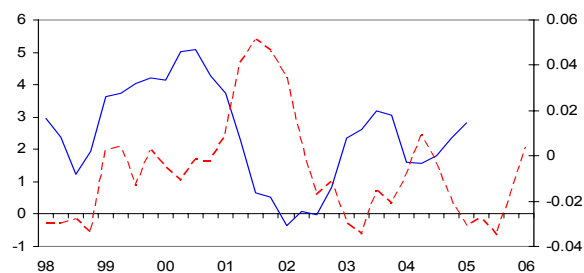
**Peněžní převis a inflace (t+4)**



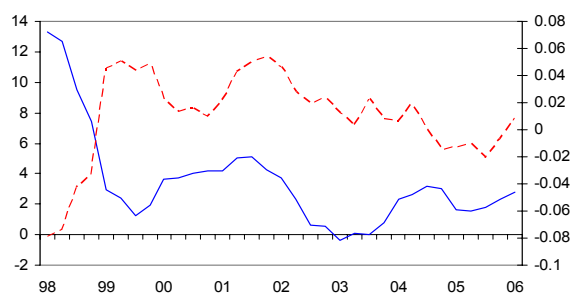
**Nominální peněžní mezera a inflace**



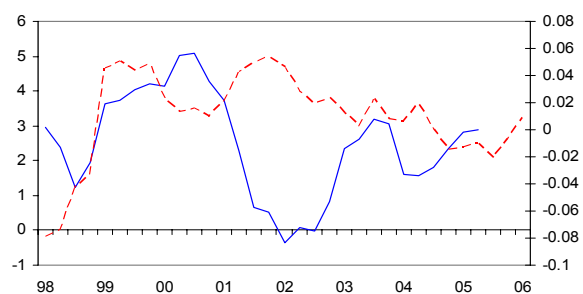
**Nominální peněžní mezera a inflace (t+4)**



**Reálná peněžní mezera a inflace**



**Reálná peněžní mezera a inflace (t+4)**



Pozn.: Peněžní převis a mezery s hodnotami na pravé ose jsou vyznačeny čárkovaně, inflace s hodnotami na levé ose je vyznačena hladce.

## Příloha 11 – Rozšíření QPM o mzdové náklady

Motivací k rozšíření modelové struktury bylo pozorované proticyklické chování mezery v reálné mzdě jako jedné ze složek reálných mezních nákladů. Aktuální podoba QPM předpokládá procyklický vývoj mezery reálné mzdy a aproximuje reálné mezní náklady pouze mezerou výstupu.

Rozšíření modelu umožňující popis proticyklického chování reálné mzdy je odvozeno z mikroekonomických základů a vychází z práce Erceg et al. (2000). Zjednodušeně jej lze popsat prostřednictvím následujících rovnic.

$$\pi_t^w = a_1 \pi_{t-1}^w + (1 - a_1) \pi_{t+1}^w - \kappa_1 wr\_gap + \varepsilon_t^w \quad (1)$$

$$wr\_gap_t = (w_t - cpi_t) - wr\_eq_t \quad (2)$$

$$\Delta wr\_eq_t = a_2 \Delta wr\_eq_{t-1} + (1 - a_2) \Delta y\_eq_t \quad (3)$$

První rovnice je rozšířenou mzdovou Phillipsovou křivkou. Inflace nominálních mezd je určena očekáváními mzdové inflace, člen  $a_1 \pi_{t-1}^w + (1 - a_1) \pi_{t+1}^w$ , a mezerou v reálné mzdě  $wr\_gap_t$ . Záporná mezera v reálné mzdě znamená, že jsou mzdy ve svém reálném vyjádření pod rovnovážnou úrovní a proto se domácnosti snaží zvýšit jejich nominální růst. Parametr  $\kappa_1$  pak určuje rigiditu inflace nominálních mezd, když jej lze zjednodušeně chápat jako pravděpodobnost změny nominální mzdy. Kalibrace parametru  $\kappa_1$  odráží vyšší strnulost nominálních mezd oproti cenám, což vede k proticyklickému chování mezery v reálné mzdě v reakci na standardní šoky. Rovnice mzdové inflace je lineárně homogenní, tj. neurčuje rovnovážnou úroveň růstu nominálních mezd. Ta je určena výší inflačního cíle a tempem růstu rovnovážného reálného produktu. Mikroekonomické odvození rovnice pro inflaci nominálních mezd je zjednodušeno a nepředpokládá citlivost nominálních mezd na cyklickou pozici.

Rovnice (2) je pouze definicí mezery reálné mzdy,  $wr\_gap_t$ . Reálná mzda je spočtena jako rozdíl přirozeného logaritmu nominální mzdy<sup>1</sup>  $w_t$  a logaritmu indexu spotřebitelských cen  $cpi_t$ . Její mezera pak vzniká odečtením rovnovážné úrovně. Ta je určena rovnicí (3), kde rovnovážná reálná mzda roste dlouhodobě stejným tempem jako rovnovážný (potenciální) reálný produkt.

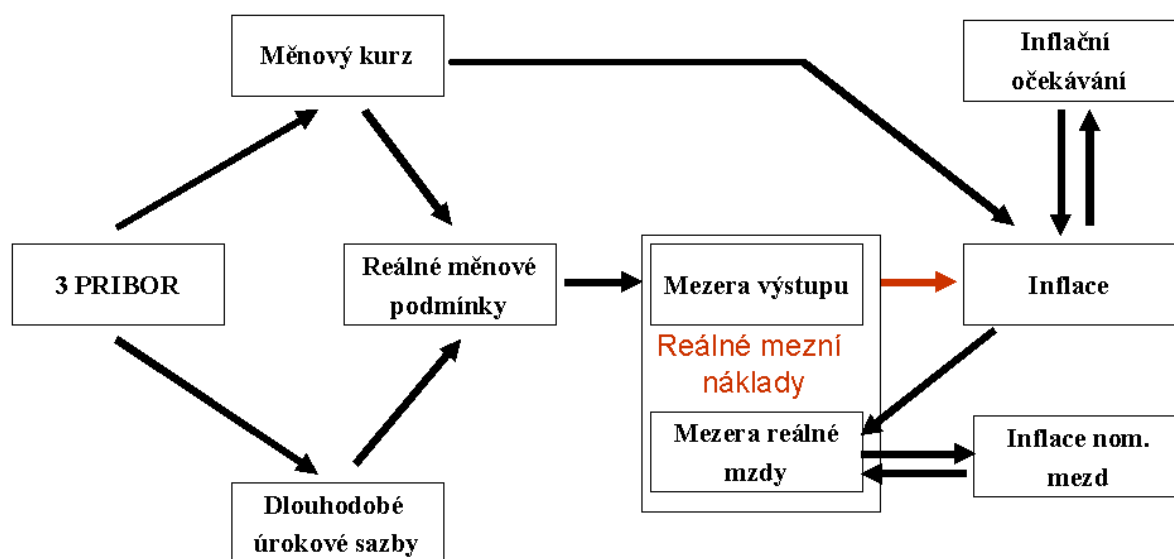
Popis proticyklického chování reálné mzdy pomocí modelových rovnic umožňuje definovat reálné mezní náklady jako lineární kombinaci mezery výstupu a mezery reálné mzdy. Tato struktura reálných mezních nákladů lépe popisuje inflační tlaky plynoucí z reálné ekonomiky a nahrazuje v rozšířeném modelu mezeru výstupu ve všech inflačních rovnicích.

Negativní mezera reálné mzdy umožňuje firmám stagnaci nebo snižování cen produkce, když reálné náklady na výrobní faktor práce jsou pod svou rovnovážnou úrovní. Druhá složka reálných mezních nákladů, mezera výstupu, pak představuje náklady plynoucí z objemu produkce při předpokladu klesajících výnosů z rozsahu. Váha jednotlivých složek reálných mezních nákladů je ovlivněna podílem odměn výrobního faktoru práce na přidané hodnotě.

---

<sup>1</sup> Průměrná mzda ve sledovaných organizacích za čtvrtletí.

Transmisní schéma rozšířeného modelu je znázorněno na následujícím obrázku. Centrální banka stanovuje úroveň nominálních úrokových sazeb. Ty pak působí na inflaci přes přímý a nepřímý kanál transmise. Přímý kanál jde přes nominální kurz a importní ceny přímo do inflace. Je tak shodný se stávající verzí modelu. Nepřímý kanál působící přes reálnou ekonomiku je nyní rozšířen o mezeru v reálných mzdách. Reálné měnové podmínky sice nadále ovlivňují mezeru výstupu, ta však nyní popisuje pouze inflační tlaky plynoucí z objemu produkce. Druhá část reálných mezních nákladů, mezeru reálných mezd, vzniká deflováním růstu nominálních mezd inflací a představuje hodnocení inflačních tlaků z pohledu nákladů na výrobní faktor práce.

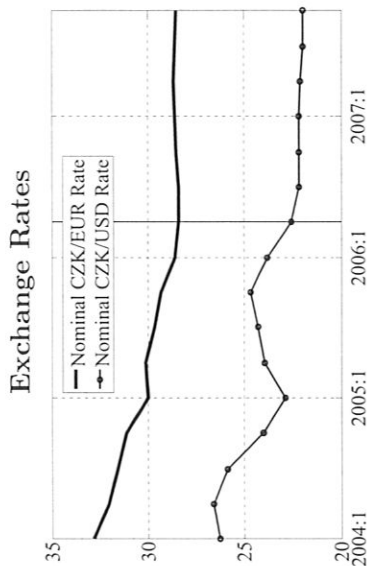
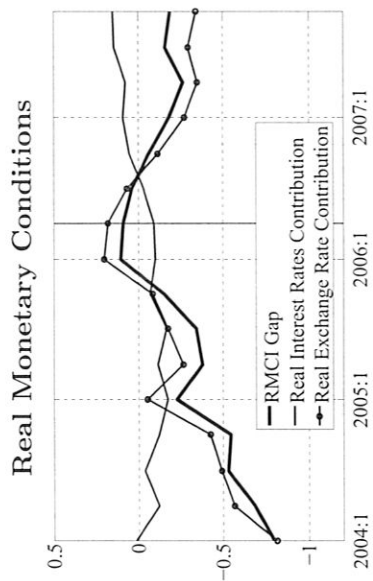
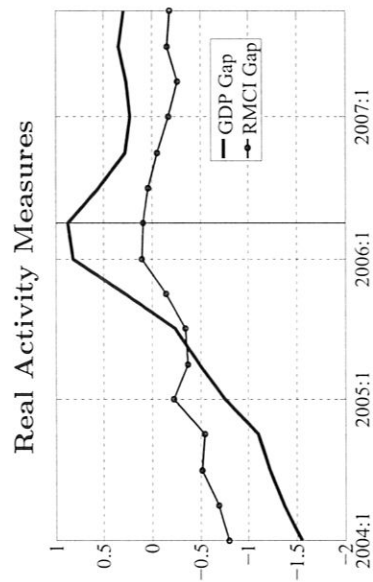


*Literatura: Erceg, C., D. Henderson, and A. Levin (2000). Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. Journal of Monetary Economics 46, 281-313*

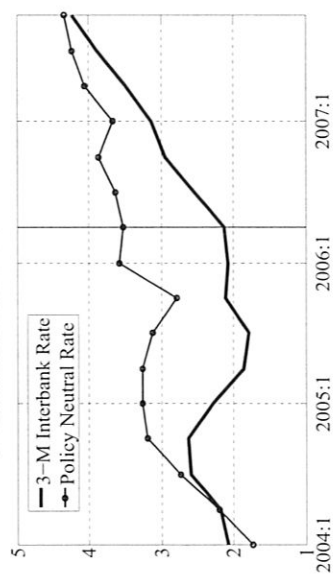
## TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

# July 2006 Forecast Round

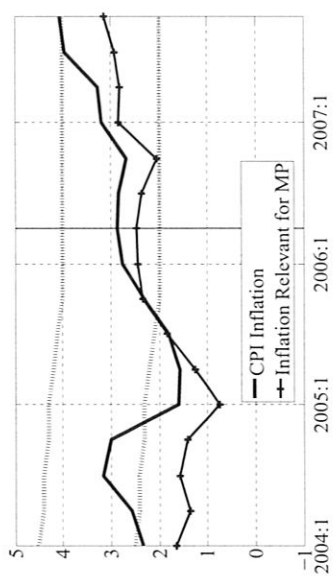
Baseline final



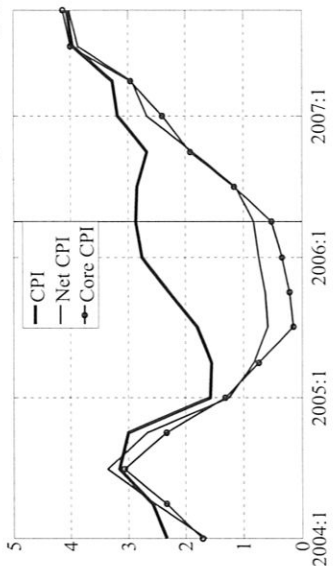
## Nominal Interest Rates



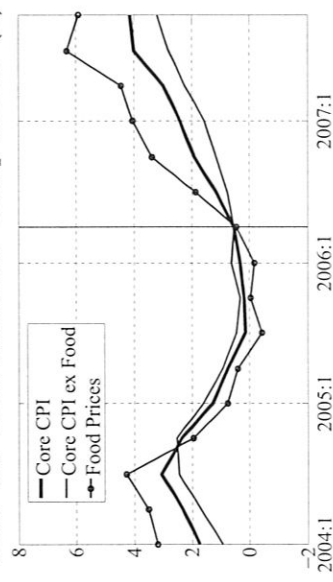
## Inflation



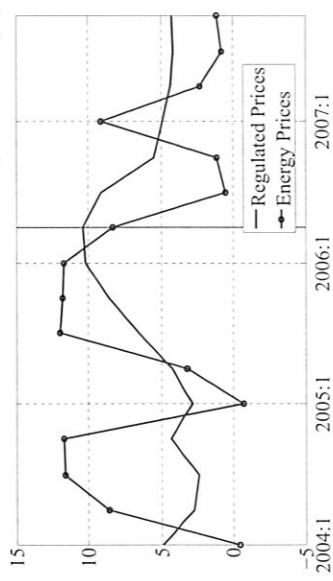
## Year-On-Year Inflation Components (1)



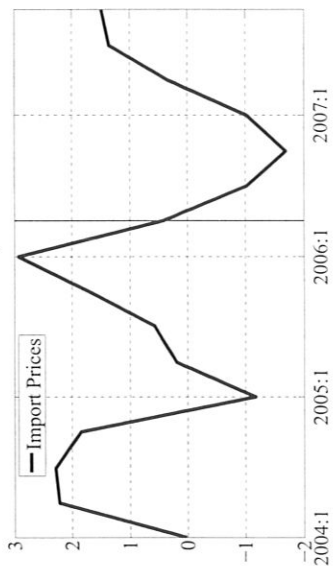
## Year-On-Year Inflation Components (2)



## Year-On-Year Inflation Components (3)



## Year-On-Year Import Inflation



# July 2006 Forecast Round

## Baseline final

|                                 | 2004:1 | 2004:2 | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | 2005:3 | 2005:4 | 2006:1 | 2006:2 | 2006:3 | 2006:4 | 2007:1 | 2007:2 | 2007:3 | 2007:4 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CPI                             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                      | 2.3    | 2.6    | 3.1    | 3.0    | 1.6    | 1.6    | 1.8    | 2.3    | 2.8    | 2.9    | 2.8    | 2.7    | 3.2    | 3.3    | 4.0    | 4.1    |
| % pa q-o-q                      | 6.5    | 2.3    | 1.9    | 1.3    | 0.9    | 2.2    | 2.9    | 3.2    | 2.8    | 2.6    | 2.7    | 2.5    | 4.9    | 2.9    | 5.5    | 3.0    |
| level                           | 112.0  | 112.7  | 113.2  | 113.6  | 113.8  | 114.4  | 115.3  | 116.3  | 117.0  | 117.8  | 118.6  | 119.4  | 120.8  | 121.7  | 123.4  | 124.3  |
| Real GDP                        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                      | 3.7    | 4.0    | 4.4    | 4.7    | 5.4    | 5.9    | 6.2    | 6.9    | 7.4    | 7.1    | 6.5    | 5.6    | 4.9    | 4.8    | 5.2    | 5.4    |
| % pa q-o-q                      | 3.5    | 4.7    | 5.3    | 5.0    | 6.0    | 6.7    | 6.4    | 7.8    | 7.8    | 5.7    | 4.1    | 4.2    | 5.1    | 5.4    | 5.6    | 5.0    |
| level                           | 605.6  | 612.7  | 620.8  | 628.5  | 638.0  | 648.7  | 659.1  | 671.9  | 685.0  | 694.9  | 702.0  | 709.5  | 718.5  | 728.2  | 738.4  | 747.6  |
| Potential Non-Inflation Product |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                      | 4.1    | 4.1    | 4.3    | 4.4    | 4.5    | 5.0    | 5.1    | 5.4    | 5.7    | 5.7    | 5.7    | 5.6    | 5.5    | 5.5    | 5.4    | 5.4    |
| Unemployment Rate               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| %                               | 9.9    | 10.1   | 10.0   | 9.9    | 9.9    | 9.6    | 9.5    | 9.3    | 9.1    | 8.9    | 8.8    | 8.7    | 8.7    | 8.7    | 8.6    | 8.6    |
| Nominal Interest Rates          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 3-Month Interbank Rate          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa                            | 2.1    | 2.2    | 2.6    | 2.6    | 2.3    | 1.9    | 1.8    | 2.1    | 2.1    | 2.1    | 2.5    | 2.9    | 3.1    | 3.5    | 3.9    | 4.2    |
| Policy Neutral Rate             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa                            | 1.7    | 2.2    | 2.7    | 3.2    | 3.3    | 3.3    | 3.1    | 2.8    | 3.6    | 3.5    | 3.6    | 3.8    | 3.7    | 4.1    | 4.2    | 4.3    |
| Policy Misalignment             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| pp                              | 1.0    | 0.8    | 0.8    | 0.2    | -0.2   | -0.5   | -0.2   | 0.3    | -0.4   | -0.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 1-Year Interbank Rate           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa                            | 2.3    | 2.5    | 3.0    | 2.9    | 2.4    | 1.9    | 1.9    | 2.4    | 2.3    | 2.5    | 2.7    | 3.1    | 3.3    | 3.7    | 4.0    | 4.3    |
| Newly-Issued Bank Loans         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa                            | 5.2    | 5.4    | 5.9    | 6.1    | 5.9    | 5.6    | 5.2    | 5.4    | 5.5    | 5.5    | 6.1    | 6.5    | 6.6    | 6.9    | 7.3    | 7.6    |
| Euro 1-Year Interbank Rate      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa                            | 2.1    | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 2.2    | 2.2    | 2.6    | 3.0    | 3.3    | 3.4    | 3.5    | 3.5    | 3.6    | 3.7    | 3.7    |
| Nominal Exchange Rates          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| CZK/EUR                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                      | 3.9    | 1.7    | -1.8   | -3.0   | -8.7   | -5.9   | -6.0   | -5.9   | -4.7   | -5.8   | -4.3   | -2.6   | 0.0    | 1.0    | 0.8    | 0.0    |
| % pa q-o-q                      | 9.6    | -10.1  | -5.5   | -5.8   | -14.3  | 1.5    | -6.0   | -5.1   | -9.5   | -3.0   | 0.2    | 2.1    | 0.8    | 0.7    | -0.5   | -1.0   |
| level                           | 32.9   | 32.0   | 31.6   | 31.1   | 30.0   | 30.1   | 29.7   | 29.3   | 28.6   | 28.4   | 28.4   | 28.5   | 28.6   | 28.7   | 28.6   | 28.6   |
| CZK/EUR Risk Premium            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % of Exchng Rate                | 3.6    | 3.7    | 3.7    | 3.7    | 3.7    | 3.6    | 3.5    | 3.5    | 3.4    | 3.3    | 3.3    | 3.2    | 3.1    | 3.1    | 3.0    | 3.0    |
| CZK/USD                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                      | -10.8  | -4.1   | -9.6   | -11.1  | -12.9  | -10.0  | -6.0   | 2.6    | 3.9    | -5.8   | -8.7   | -10.1  | -7.0   | -2.2   | -0.9   | -1.0   |
| % pa q-o-q                      | -10.5  | 4.4    | -11.0  | -28.4  | -18.8  | 18.2   | 6.2    | 5.7    | -14.1  | -20.7  | -6.6   | -0.5   | -0.5   | -1.1   | -1.5   | -0.9   |
| level                           | 26.3   | 26.6   | 25.9   | 24.0   | 22.9   | 23.9   | 24.3   | 24.7   | 23.8   | 22.6   | 22.2   | 22.2   | 22.1   | 22.1   | 22.0   | 21.9   |

### Legend

Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.

pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

# Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline final

|                                                               |                   | 2004:1 | 2004:2 | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | 2005:3 | 2005:4 | 2006:1 | 2006:2 | 2006:3 | 2006:4 | 2007:1 | 2007:2 | 2007:3 | 2007:4 |
|---------------------------------------------------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Weighted Contributions to Aggregate Demand – log terms</b> |                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Real GDP Gap                                                  | % of Actual Value | -1.6   | -1.4   | -1.2   | -1.1   | -0.8   | -0.5   | -0.2   | 0.3    | 0.8    | 0.9    | 0.6    | 0.3    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| Real GDP Gap Lag                                              | pp                | -1.2   | -1.4   | -1.2   | -1.1   | -1.0   | -0.7   | -0.4   | -0.2   | 0.2    | 0.7    | 0.8    | 0.5    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
| RMC Index Lag                                                 | pp                | 0.4    | 0.8    | 0.7    | 0.5    | 0.5    | 0.2    | 0.4    | 0.3    | 0.1    | -0.1   | -0.1   | -0.0   | 0.1    | 0.2    | 0.3    | 0.2    |
| Foreign Demand Gap                                            | pp                | -0.2   | -0.2   | -0.3   | -0.3   | -0.4   | -0.3   | -0.3   | -0.3   | -0.1   | -0.2   | -0.2   | -0.3   | -0.3   | -0.3   | -0.4   | -0.4   |
| Expert Judgement                                              | pp                | -0.5   | -0.6   | -0.4   | -0.3   | 0.1    | 0.2    | 0.1    | 0.5    | 0.6    | 0.4    | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| <b>Indicators of Real Monetary Conditions</b>                 |                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| RMC Index                                                     |                   | -41.1  | -40.9  | -40.6  | -40.5  | -40.0  | -40.0  | -39.8  | -39.5  | -39.1  | -39.0  | -38.9  | -38.8  | -38.8  | -38.8  | -38.5  | -38.4  |
| Equilibrium RMC Index                                         |                   | -40.3  | -40.2  | -40.0  | -39.9  | -39.8  | -39.6  | -39.5  | -39.3  | -39.2  | -39.1  | -38.9  | -38.8  | -38.6  | -38.5  | -38.4  | -38.2  |
| RMC Index Gap                                                 |                   | -0.8   | -0.7   | -0.5   | -0.5   | -0.2   | -0.4   | -0.3   | -0.1   | 0.1    | 0.1    | 0.0    | -0.1   | -0.2   | -0.3   | -0.2   | -0.2   |
| Real Interest Rates Gap Contribution                          |                   | 0.0    | -0.1   | -0.0   | -0.1   | -0.2   | -0.1   | -0.2   | -0.1   | -0.1   | -0.1   | -0.0   | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| Real Exchange Rate Gap Contribution                           |                   | -0.8   | -0.6   | -0.5   | -0.4   | -0.1   | -0.3   | -0.2   | -0.1   | 0.2    | 0.2    | 0.1    | -0.1   | -0.3   | -0.3   | -0.3   | -0.3   |
| Real 3-Month Interbank Rate                                   | % pa              | 1.1    | 0.5    | 0.8    | 0.5    | 0.2    | 0.4    | 0.2    | 0.5    | 0.1    | 0.0    | 0.4    | 0.5    | 0.9    | 0.7    | 1.1    | 1.1    |
| Equilibrium Rate                                              | % pa              | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| Rate Gap                                                      | % pa              | 0.2    | -0.5   | -0.1   | -0.4   | -0.7   | -0.4   | -0.6   | -0.3   | -0.6   | -0.7   | -0.3   | -0.2   | 0.2    | 0.0    | 0.4    | 0.4    |
| Real 1-Year Interbank Rate                                    | % pa              | 1.4    | 0.8    | 1.2    | 0.7    | 0.2    | 0.4    | 0.3    | 0.8    | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.8    | 1.1    | 0.9    | 1.2    | 1.2    |
| Equilibrium Rate                                              | % pa              | 1.1    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| Rate Gap                                                      | % pa              | 0.3    | -0.2   | 0.2    | -0.3   | -0.7   | -0.5   | -0.5   | -0.0   | -0.5   | -0.5   | -0.3   | 0.0    | 0.3    | 0.1    | 0.5    | 0.5    |
| Real Rate on Newly-Issued Bank Loans                          | % pa              | 4.3    | 3.6    | 4.0    | 3.8    | 3.7    | 4.1    | 3.7    | 3.8    | 3.6    | 3.4    | 3.8    | 4.2    | 4.3    | 4.1    | 4.4    | 4.5    |
| Equilibrium Rate                                              | % pa              | 4.3    | 4.3    | 4.3    | 4.2    | 4.2    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.1    | 4.0    | 4.0    | 4.0    |
| Rate Gap                                                      | % pa              | -0.0   | -0.6   | -0.2   | -0.4   | -0.5   | -0.0   | -0.4   | -0.3   | -0.5   | -0.6   | -0.2   | 0.1    | 0.3    | 0.1    | 0.4    | 0.4    |
| Euro Real 1-Year Interbank Rate                               | % pa              | 0.8    | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.4    | 0.3    | 0.1    | 0.5    | 1.0    | 1.3    | 1.6    | 1.9    | 1.7    | 2.1    | 2.1    | 2.1    |
| Equilibrium Rate                                              | % pa              | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.2    |
| Rate Gap                                                      | % pa              | -0.4   | -0.8   | -0.8   | -0.9   | -0.8   | -0.9   | -1.1   | -0.7   | -0.2   | 0.1    | 0.4    | 0.7    | 0.5    | 0.9    | 0.9    | 0.9    |
| Real CZK/EUR Exchange Rate                                    | level             | 31.3   | 30.5   | 30.1   | 29.7   | 28.7   | 28.8   | 28.3   | 27.9   | 27.1   | 26.9   | 26.8   | 26.9   | 26.9   | 26.8   | 26.5   | 26.3   |
| % pa y-o-y                                                    | % pa y-o-y        | 2.9    | 1.1    | -3.0   | -3.9   | -8.4   | -5.7   | -5.8   | -6.0   | -5.5   | -6.6   | -5.4   | -3.6   | -0.6   | -0.2   | -1.2   | -2.1   |
| Equilibrium Real Exchange Rate                                | level             | 29.6   | 29.4   | 29.1   | 28.8   | 28.6   | 28.3   | 28.0   | 27.7   | 27.5   | 27.2   | 26.9   | 26.7   | 26.4   | 26.2   | 26.0   | 25.7   |
| % pa y-o-y                                                    | % pa y-o-y        | -2.9   | -3.0   | -3.2   | -3.4   | -3.6   | -3.7   | -3.8   | -3.9   | -3.9   | -3.9   | -3.8   | -3.7   | -3.7   | -3.6   | -3.6   | -3.6   |
| Exchange Rate Gap                                             | % of Actual Value | -5.4   | -3.8   | -3.2   | -2.8   | -0.4   | -1.8   | -1.2   | -0.6   | 1.4    | 1.2    | 0.4    | -0.8   | -1.8   | -2.3   | -2.0   | -2.3   |

## Legend

Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.

pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

# Inflation Determinants I

Baseline final

|                                                | 2004:1 | 2004:2 | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | 2005:3 | 2005:4 | 2006:1 | 2006:2 | 2006:3 | 2006:4 | 2007:1 | 2007:2 | 2007:3 | 2007:4 |
|------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inflation Target                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflation Deviation from Target                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                                     | 3.5    | 3.4    | 3.4    | 3.3    | 3.3    | 3.2    | 3.1    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 3.0    |
| pp                                             | -2.6   | -2.0   | -1.3   | -0.7   | -0.6   | -0.5   | -0.6   | -1.0   | -0.2   | -0.2   | -0.1   | 0.1    | -0.0   | 0.4    | 0.6    | 0.7    |
| Inflation Expectations                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                                     | 0.9    | 1.7    | 1.8    | 2.3    | 2.2    | 1.5    | 1.6    | 1.6    | 1.9    | 2.1    | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 2.8    | 2.9    | 3.1    |
| % pa q-o-q                                     | 0.9    | 1.7    | 1.8    | 2.1    | 2.1    | 1.5    | 1.6    | 1.7    | 1.9    | 2.1    | 2.2    | 2.5    | 2.2    | 2.8    | 2.8    | 3.2    |
| <b>Year-on-Year CPI Inflation Components</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| CPI                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Net CPI                                        | 2.3    | 2.6    | 3.1    | 3.0    | 1.6    | 1.6    | 1.8    | 2.3    | 2.8    | 2.9    | 2.8    | 2.7    | 3.2    | 3.3    | 4.0    | 4.1    |
| Core CPI                                       | 1.7    | 2.5    | 3.4    | 2.7    | 1.2    | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 1.1    | 1.9    | 2.7    | 2.9    | 3.9    | 4.0    |
| Core CPI ex Food*                              | 1.7    | 2.3    | 3.1    | 2.3    | 1.3    | 0.7    | 0.1    | 0.2    | 0.3    | 0.5    | 1.2    | 1.9    | 2.4    | 3.0    | 4.0    | 4.1    |
| Food Prices                                    | 1.0    | 1.7    | 2.4    | 2.6    | 1.6    | 0.9    | 0.4    | 0.3    | 0.6    | 0.6    | 0.8    | 1.2    | 1.6    | 2.2    | 2.8    | 3.2    |
| % pa y-o-y                                     | 3.2    | 3.5    | 4.3    | 1.9    | 0.8    | 0.4    | -0.4   | -0.0   | -0.2   | 0.5    | 1.9    | 3.4    | 4.0    | 4.4    | 6.3    | 5.9    |
| Energy Prices                                  | -0.4   | 8.6    | 11.6   | 11.6   | -0.7   | 3.2    | 11.9   | 11.7   | 11.7   | 8.3    | 0.6    | 1.2    | 9.1    | 2.3    | 0.8    | 1.1    |
| Regulated CPI                                  | 4.9    | 2.7    | 2.4    | 4.3    | 2.9    | 4.3    | 6.5    | 8.6    | 10.2   | 10.4   | 9.1    | 5.5    | 4.9    | 4.4    | 4.2    | 4.2    |
| Import Prices                                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| % pa y-o-y                                     | 0.0    | 2.2    | 2.3    | 1.8    | -1.2   | 0.2    | 0.6    | 1.7    | 2.9    | 0.4    | -1.0   | -1.7   | -1.0   | 0.3    | 1.3    | 1.5    |
| Import Prices ex Energy and Food               | 1.2    | 1.4    | 1.0    | 0.0    | -3.5   | -3.0   | -3.7   | -2.8   | -1.6   | -2.5   | -1.9   | -1.4   | -0.1   | 1.0    | 1.6    | 1.5    |
| Import Food Prices                             | 2.8    | 4.5    | 3.1    | 1.0    | 0.0    | -0.4   | -1.4   | -0.4   | -0.5   | -1.2   | -0.9   | -1.4   | -0.8   | -0.0   | 0.5    | 0.8    |
| Import Energy Prices                           | -11.6  | 7.4    | 11.9   | 16.9   | 17.1   | 23.3   | 29.2   | 31.0   | 32.6   | 17.7   | 3.5    | -3.6   | -6.2   | -3.0   | 0.6    | 1.5    |
| Foreign CPI                                    | 1.3    | 1.9    | 2.0    | 2.0    | 1.9    | 1.8    | 2.1    | 2.2    | 2.0    | 2.0    | 1.7    | 1.6    | 2.6    | 2.1    | 1.9    | 1.9    |
| Price of petrol                                | 6.6    | 37.9   | 36.1   | 38.8   | 26.1   | 21.6   | 39.2   | 24.8   | 26.8   | 33.0   | 9.4    | 18.0   | 15.0   | 2.4    | 5.0    | 3.4    |
| <b>Weighted Contributions to CPI Inflation</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| CPI                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Net CPI                                        | 2.3    | 2.6    | 3.1    | 3.0    | 1.6    | 1.6    | 1.8    | 2.3    | 2.8    | 2.9    | 2.8    | 2.7    | 3.2    | 3.3    | 4.0    | 4.1    |
| Core CPI                                       | 1.3    | 2.0    | 2.7    | 2.1    | 1.0    | 0.7    | 0.5    | 0.5    | 0.6    | 0.7    | 0.9    | 1.5    | 2.1    | 2.3    | 3.0    | 3.1    |
| Core CPI ex Food*                              | 1.3    | 1.8    | 2.3    | 1.8    | 1.0    | 0.6    | 0.1    | 0.2    | 0.3    | 0.4    | 0.9    | 1.4    | 1.8    | 2.2    | 3.0    | 3.1    |
| Food Prices                                    | 0.5    | 0.9    | 1.2    | 1.3    | 0.8    | 0.5    | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.6    | 0.8    | 1.1    | 1.4    | 1.6    |
| Energy Prices                                  | 0.8    | 0.9    | 1.1    | 0.5    | 0.2    | 0.1    | -0.1   | -0.0   | -0.0   | 0.1    | 0.5    | 0.9    | 1.0    | 1.1    | 1.6    | 1.5    |
| Regulated CPI                                  | -0.0   | 0.2    | 0.3    | 0.3    | -0.0   | 0.1    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.0    | 0.0    | 0.3    | 0.1    | 0.0    | 0.0    |
| pp                                             | 1.0    | 0.6    | 0.5    | 0.9    | 0.6    | 0.9    | 1.3    | 1.7    | 2.1    | 2.1    | 1.9    | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 0.9    | 0.9    |

## Legend

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

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

\* Korigovaná inflace bez PH



# Inflation Determinants II

Baseline final

|                                                                  | 2004:1     | 2004:2 | 2004:3 | 2004:4 | 2005:1 | 2005:2 | 2005:3 | 2005:4 | 2006:1 | 2006:2 | 2006:3 | 2006:4 | 2007:1 | 2007:2 | 2007:3 | 2007:4 |
|------------------------------------------------------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Weighted Contributions in Core P. C. Ex Food* – log terms</b> |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Core CPI ex Food*                                                | % pa q-o-q | 3.2    | 3.2    | 2.4    | 1.1    | -0.4   | 0.6    | 0.4    | 0.6    | 0.9    | 0.5    | 1.1    | 2.1    | 2.5    | 3.1    | 3.7    |
| Core CPI Lag                                                     | pp         | 0.4    | 1.2    | 1.2    | 0.9    | 0.4    | -0.1   | 0.2    | 0.1    | 0.2    | 0.3    | 0.2    | 0.4    | 0.7    | 0.9    | 1.2    |
| Inflation Expectations                                           | pp         | 0.5    | 0.8    | 0.8    | 0.9    | 0.8    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 0.9    | 0.9    | 1.1    | 1.2    |
| Import Prices ex Energy and Food                                 | pp         | 0.2    | 0.3    | 0.2    | 0.0    | -0.7   | -0.6   | -0.7   | -0.6   | -0.3   | -0.5   | -0.4   | -0.3   | -0.0   | 0.2    | 0.3    |
| Real Eq. Appreciation                                            | pp         | 0.6    | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| Real GDP Gap                                                     | pp         | -0.9   | -1.0   | -0.9   | -0.8   | -0.7   | -0.5   | -0.3   | -0.2   | 0.2    | 0.5    | 0.6    | 0.4    | 0.2    | 0.1    | 0.2    |
| Expert Judgement                                                 | pp         | 2.4    | 1.3    | 0.5    | -0.6   | -0.9   | 0.7    | 0.1    | 0.0    | -0.4   | -1.2   | -0.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Tune Weight                                                      |            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Weighted Contributions to Food Prices – log terms</b>         |            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Food Prices                                                      | % pa q-o-q | 4.3    | 2.6    | 3.0    | -2.2   | -0.2   | 0.9    | -0.2   | -0.4   | -0.9   | 3.4    | 5.5    | 5.5    | 1.8    | 4.9    | 3.9    |
| Food Prices Lag                                                  | pp         | 3.3    | 2.0    | 1.2    | 1.4    | -1.0   | -0.1   | 0.4    | -0.1   | -0.2   | -0.4   | 1.6    | 2.5    | 2.5    | 0.8    | 6.0    |
| Inflation Expectations                                           | pp         | -0.0   | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.1    | -0.0   | -0.0   | -0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.3    |
| Import Food Prices                                               | pp         | 1.0    | 1.5    | 1.0    | 0.3    | 0.0    | -0.1   | -0.5   | -0.1   | -0.2   | -0.4   | -0.3   | -0.5   | -0.3   | 0.2    | 0.3    |
| Real Eq. Appreciation                                            | pp         | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| Real GDP Gap                                                     | pp         | -0.3   | -0.3   | -0.3   | -0.2   | -0.2   | -0.2   | -0.1   | -0.0   | 0.1    | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 0.0    | 0.1    |
| Expert Judgement                                                 | pp         | -0.4   | -1.4   | 0.2    | -4.6   | 0.1    | 0.6    | -0.8   | -0.8   | -1.3   | 3.3    | 3.3    | 2.6    | -1.3   | 3.2    | -3.3   |
| Tune Weight                                                      |            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |

## Legend

Inflations and growth rates are computed using logarithmic approximation. Eventual discrepancy from other tables is due to this factor and seasonal adjustment.

pa q-o-q: annualized quarter-on-quarter growth rate based on seasonally adjusted series

pa y-o-y: year-on-year growth rate based on seasonally adjusted series

\* Korigovaná inflace bez PH

## Referenční scénáře exogenních faktorů pro 7. situační zprávu na základě 6. Consensus Forecasts z června 2006

| Zahraníční cenový vývoj                                     | I/03  | II/03 | III/03 | IV/03 | I/04  | II/04 | III/04 | IV/04 | I/05  | II/05 | III/05 | IV/05 | I/06  | II/06 | III/06 | IV/06 | I/07  | II/07 | III/07 | IV/07 |
|-------------------------------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) <sup>1)</sup> | 2,0   | 1,3   | 1,3    | 1,3   | 0,1   | 1,6   | 2,7    | 3,4   | 4,1   | 4,1   | 4,4    | 4,5   | 5,4   | 5,6   | 4,3    | 3,2   | 2,0   | 1,5   | 2,5    | 2,9   |
| efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) <sup>2)</sup> | 1,6   | 1,3   | 1,4    | 1,5   | 1,3   | 1,9   | 2,0    | 2,0   | 1,9   | 1,9   | 2,1    | 2,2   | 2,0   | 2,0   | 1,7    | 1,6   | 2,6   | 2,1   | 1,9    | 2,0   |
| cenaropy Brent (USD/barel) <sup>3)</sup>                    | 31,4  | 26,1  | 28,4   | 29,4  | 31,9  | 35,5  | 41,6   | 44,2  | 47,6  | 51,6  | 61,6   | 56,9  | 61,9  | 69,8  | 70,1   | 72,0  | 72,8  | 72,9  | 72,6   | 72,1  |
| mzr. změna cenyropy Brent (v %)                             | 48,5  | 4,2   | 5,6    | 10,0  | 1,7   | 35,9  | 46,2   | 50,1  | 49,1  | 45,4  | 48,0   | 28,9  | 30,0  | 35,3  | 13,8   | 26,4  | 17,5  | 4,6   | 3,7    | 0,2   |
| cena benzínu (USD/t) <sup>4)</sup>                          | 312,9 | 282,0 | 304,5  | 287,5 | 334,4 | 411,8 | 436,7  | 423,6 | 434,1 | 510,8 | 646,2  | 543,1 | 567,5 | 709,7 | 710,0  | 650,0 | 659,0 | 728,0 | 746,7  | 672,2 |
| mzr. změna ceny benzínu (v %)                               | 62,4  | 12,4  | 13,5   | 11,0  | 6,9   | 46,0  | 43,4   | 47,3  | 29,8  | 24,1  | 48,0   | 28,2  | 30,7  | 38,9  | 9,9    | 19,7  | 16,1  | 2,1   | 5,2    | 3,4   |
| Zahraníční poptávka                                         |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |
| efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) <sup>5)</sup>    | 0,1   | 0,4   | 0,0    | 0,7   | 1,9   | 2,2   | 1,6    | 1,7   | 0,8   | 1,1   | 1,4    | 1,2   | 2,1   | 1,7   | 1,8    | 2,0   | 1,4   | 1,5   | 1,5    | 1,6   |
| Devizové kurzy a úrokové sazby                              |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |
| nominální kurz USD za 1 EUR <sup>6)</sup>                   | 1,073 | 1,135 | 1,124  | 1,188 | 1,249 | 1,204 | 1,221  | 1,295 | 1,311 | 1,258 | 1,221  | 1,188 | 1,202 | 1,257 | 1,280  | 1,288 | 1,293 | 1,298 | 1,302  | 1,301 |
| nominální kurz CZK za 1 USD                                 | 29,48 | 27,74 | 28,61  | 27,01 | 26,30 | 26,59 | 25,86  | 24,03 | 22,90 | 23,94 | 24,31  | 24,66 | 23,79 | 22,59 | 22,19  | 22,16 | 22,13 | 22,07 | 21,99  | 21,94 |
| nominální kurz CZK za 1 EUR                                 | 31,63 | 31,48 | 32,17  | 32,09 | 32,86 | 32,03 | 31,59  | 31,13 | 30,01 | 30,13 | 29,68  | 29,30 | 28,60 | 28,38 | 28,4   | 28,5  | 28,6  | 28,7  | 28,6   | 28,6  |
| IR Euribor <sup>7)</sup>                                    | 2,5   | 2,2   | 2,2    | 2,4   | 2,1   | 2,3   | 2,3    | 2,3   | 2,3   | 2,2   | 2,2    | 2,6   | 3,0   | 3,3   | 3,4    | 3,5   | 3,5   | 3,6   | 3,7    | 3,7   |

## Poznámky:

- <sup>1)</sup> vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně nečistěných nad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celok
- <sup>2)</sup> vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně nečistěných nad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celok
- <sup>3)</sup> výhled cenropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- <sup>4)</sup> předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- <sup>5)</sup> vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně nečistěných nad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celok
- <sup>6)</sup> zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- <sup>7)</sup> 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 neliší od předpovědi CF.

## Porovnání referenčního scénáře pro 7. situační zprávu s referenčním scénářem 4. situační zprávy

| Zahraníční cenový vývoj                                        | I/03 | II/03 | III/03 | IV/03 | I/04 | II/04 | III/04 | IV/04 | I/05 | II/05 | III/05 | IV/05 | I/06 | II/06 | III/06 | IV/06 | I/07 | II/07 | III/07 | IV/07 |
|----------------------------------------------------------------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|
| efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)          |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.) |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| cenaropy Brent (USD/barel)                                     |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| mzr. změna cenyropy Brent (v p.b.)                             |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| cena benzínu (USD/t)                                           |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      | 38,5  | 38,0   | 38,0  | 29,0 | 60,0  | 70,5   | 0,7   |
| mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)                               |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      | 7,5   | 5,9    | 5,3   | 6,2  | 2,6   | 4,5    | -4,7  |
| Zahraníční poptávka                                            |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)                  |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| Devizové kurzy a úrokové sazby                                 |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| nominální kurz USD za 1 EUR                                    |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| nominální kurz CZK za 1 EUR                                    |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| nominální kurz CZK za 1 USD                                    |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| nominální kurz CZK za 1 EUR                                    |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |
| IR Euribor (v p.b.)                                            |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |      |       |        |       |

Zpracovali: J. Hošek, I. 2724, S. Pokutová, I. 2070

**Popis modelových reziduí v Základním scénáři 7. SZ 2006**

Text obsahuje souhrn všech reziduí vložených do modelu v aktuální predikci. Rezidua lze rozdělit do dvou skupin. První skupina jsou rezidua související s přebíráním NTF na krátkém konci integrované predikce. Druhá skupina pak zahrnuje vložení dodatečných expertních informací do modelového rámce. Expertní úpravy v 7. SZ souvisí s úpravami nepřímých daní (domácích i zahraničních), očekávaným vývojem fiskálního impulzu, výnosové křivky a úpravou dopadu primárních efektů výrazného růstu cen PH a regulovaných cen do inflačních očekávání.

**Reziduum = Skutečnost – Modelová rovnice**

**Inflace importních cen potravin**

2007Q1:2007Q4 očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007

**Inflace importních cen bez energií a potravin**

2007Q1:2007Q4 očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007

**Inflace cen PH**

2006Q3 fixace na integrovanou predikci

**Inflace cen potravin**

2006Q3 fixace na integrovanou predikci  
2006Q3:2007Q4 změny nepřímých daní v skupině potravin v roce 2006 a 2007, snížení běžné modelové propagace na 20% (zpožděný člen v rovnici)

**Korigovaná inflace bez PH**

2006Q3 fixace na integrovanou predikci

**Inflace regulovaných cen**

2006Q3:2007Q4 scénář vývoje regulovaných cen

**Politicky neutrální úroková míra a inflace v měnovém pravidle**

2006Q3:2007:Q3 úprava reakce měnové politiky o primární efekty zvýšení nepřímých daní

**Domácí inflační očekávání**

2006Q3:2007Q2 omezení růstu inflačních očekávání vlivem nákladového šoku na 50% oproti běžné modelové propagaci  
2006Q3:2007Q4 snížení o primární vliv změny nepřímých daní na 20%

**Zahraniční inflační očekávání**

2007Q1:2007Q4 očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007

**Měnový kurz**

2006Q3 expertně stanovený krátkodobý výhled kurzu

**Mezera výstupu**

2006Q3:2007Q4 kladný fiskální impulz v roce 2006 a 2007



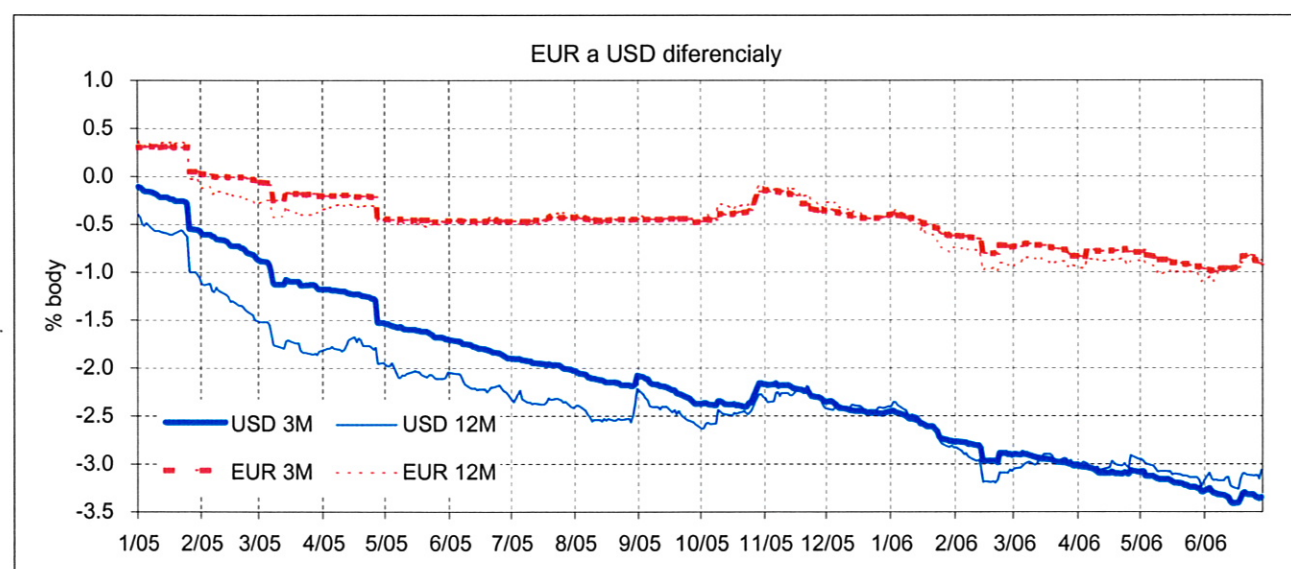
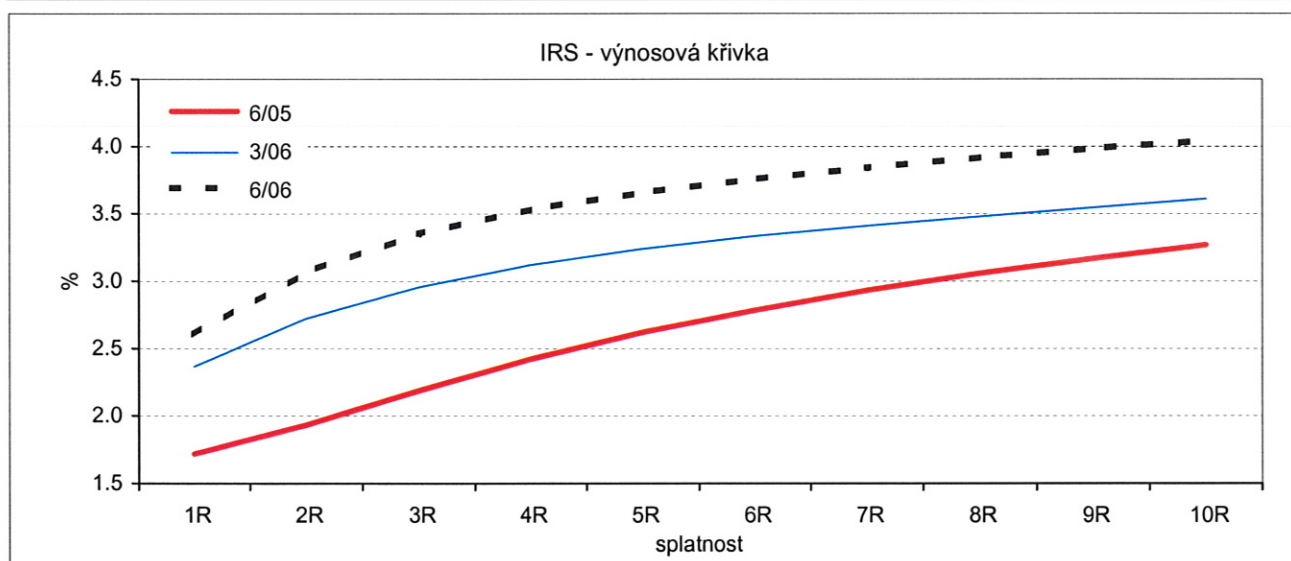
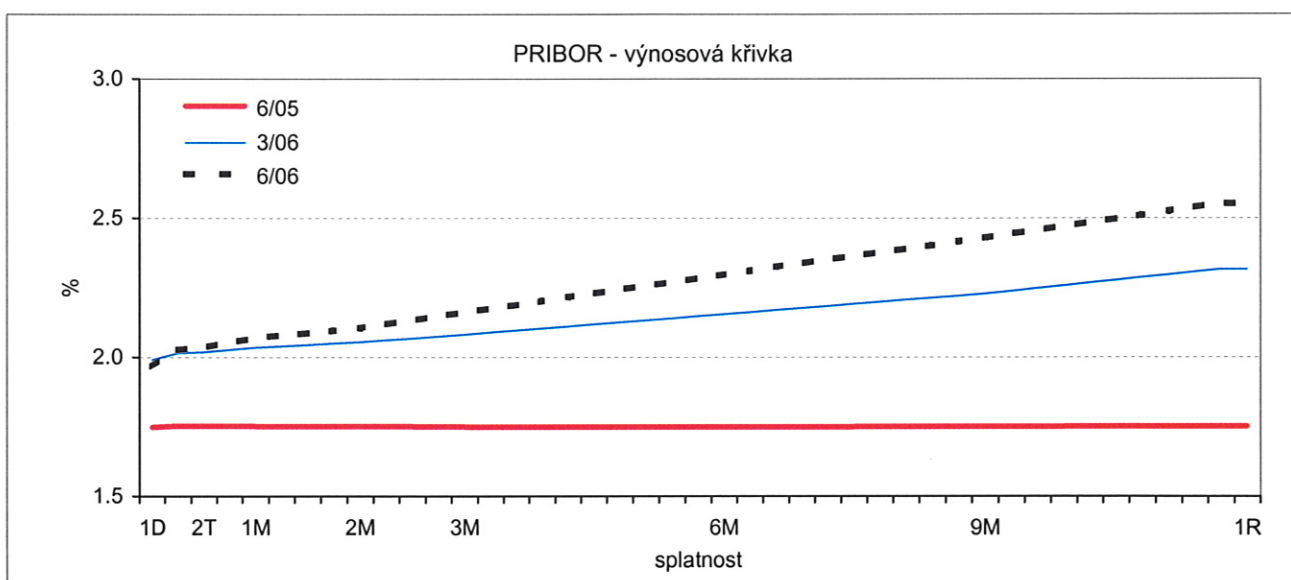
## Měnový přehled

(stav ke konci měsíce v mil. Kč)

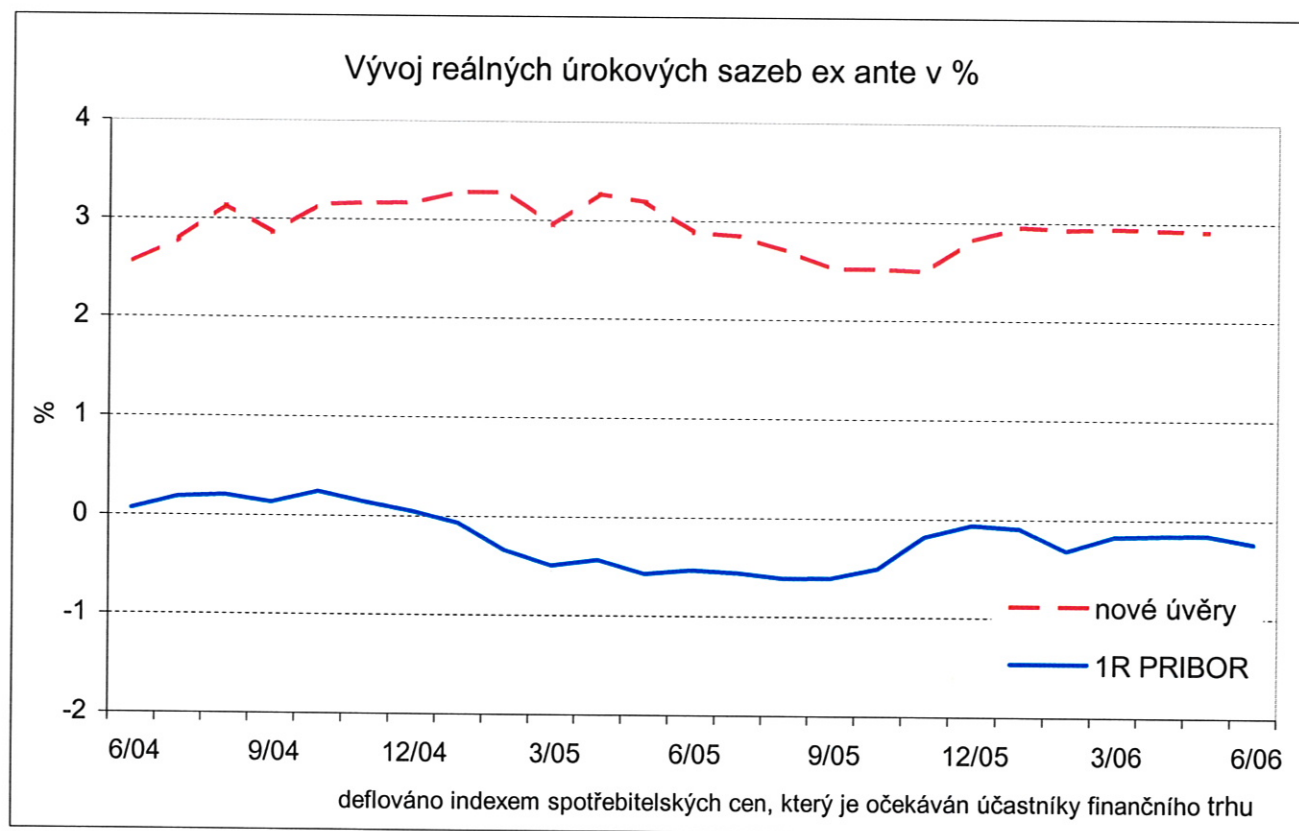
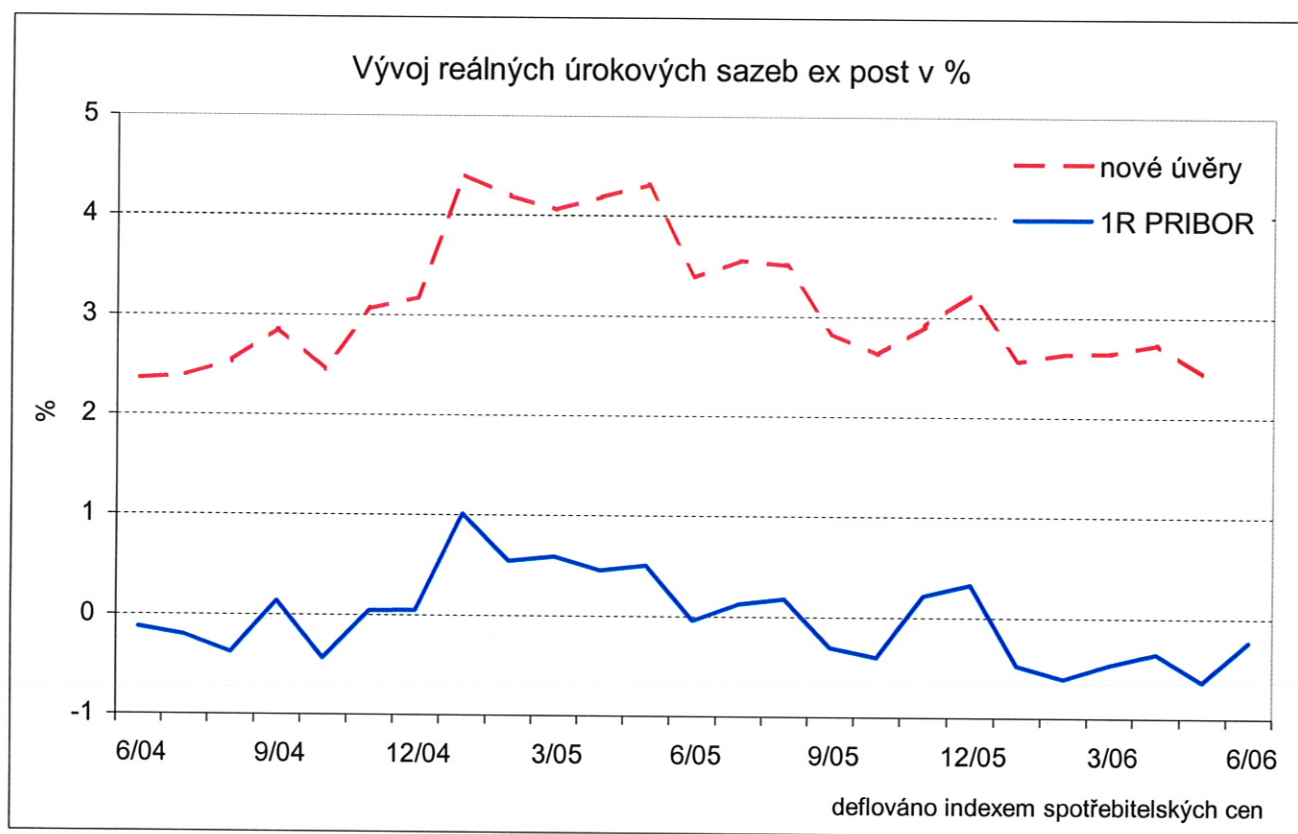
|                                              | 2005/05     | 2005/06     | 2005/07     | 2005/08     | 2005/09     | 2005/10     | 2005/11     | 2005/12     | 2006/01     | 2006/02     | 2006/03     | 2006/04     | 2006/05     |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA                                       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Cistá zahraniční aktiva (CZA)                | 993 306,2   | 1 100 983,6 | 1 100 549,9 | 1 080 140,0 | 1 080 770,2 | 1 080 635,8 | 1 068 544,4 | 1 078 378,5 | 1 061 150,0 | 1 057 419,3 | 1 056 136,8 | 1 048 680,7 | 1 019 607,6 |
| CZA CNB                                      | 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   | 708 840,6   | 705 145,1   | 689 375,1   | 676 276,4   |
| CZA OMFÍ                                     | 329 327,7   | 352 945,2   | 356 582,4   | 351 831,7   | 350 790,3   | 365 540,5   | 348 416,6   | 351 652,1   | 360 986,1   | 348 578,7   | 350 991,7   | 359 305,6   | 343 331,3   |
| Cistá domácí aktiva (CDA)                    | 918 804,5   | 812 020,1   | 807 729,8   | 840 319,9   | 838 442,3   | 843 228,1   | 899 024,0   | 915 753,1   | 928 496,6   | 944 829,8   | 955 013,6   | 1 003 289,1 | 1 043 803,0 |
| Domácí úvěry                                 | 1 179 483,3 | 1 087 569,6 | 1 071 180,1 | 1 092 135,6 | 1 094 157,8 | 1 110 700,1 | 1 147 852,8 | 1 166 600,8 | 1 172 081,2 | 1 194 528,7 | 1 198 558,5 | 1 237 462,4 | 1 251 033,0 |
| Cistý úvěr vlády (včetně cenných papírů)     | 228 518,3   | 109 827,4   | 85 834,6    | 84 145,5    | 87 303,9    | 86 609,0    | 91 686,2    | 99 090,3    | 95 442,1    | 103 426,6   | 89 797,8    | 108 793,3   | 97 900,5    |
| CUV centrální vlády (CUV) (včetně CP)        | 293 638,0   | 175 148,6   | 169 827,4   | 162 780,9   | 141 805,2   | 151 522,7   | 169 462,9   | 163 045,4   | 176 916,0   | 184 123,6   | 167 193,4   | 201 335,5   | 180 684,2   |
| CUV ostatní vlády (včetně CP)                | -85 119,7   | -65 321,2   | -84 092,8   | -78 635,4   | -74 501,3   | -84 913,7   | -77 776,7   | -83 955,1   | -81 473,9   | -80 697,0   | -77 395,6   | -92 542,2   | -82 783,6   |
| Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)        | 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 | 1 067 510,6 | 1 076 639,1 | 1 091 102,1 | 1 108 760,7 | 1 128 669,2 | 1 153 132,5 |
| Úvěry podnikům (bez CP)                      | 606 293,1   | 622 748,4   | 623 236,4   | 636 500,3   | 648 464,9   | 652 717,7   | 653 952,5   | 649 711,6   | 653 993,0   | 663 101,8   | 670 683,3   | 683 254,4   | 696 558,8   |
| Úvěry domácnostem (bez CP)                   | 344 671,9   | 354 987,8   | 362 109,0   | 371 489,7   | 380 388,9   | 391 373,3   | 402 214,1   | 417 799,0   | 422 646,2   | 428 000,2   | 438 077,4   | 445 414,8   | 456 573,6   |
| Ostatní čistě položky (včetně CP a kapitálu) | -260 678,8  | -275 543,6  | -263 450,3  | -251 815,7  | -255 715,5  | -267 472,0  | -248 828,8  | -250 847,8  | -243 584,7  | -249 698,9  | -243 544,9  | -234 193,3  | -207 230,0  |
| Kapitál a rezervy                            | -216 865,2  | -222 625,7  | -230 013,8  | -219 486,8  | -226 399,4  | -232 774,1  | -228 087,3  | -229 670,8  | -212 456,7  | -221 259,9  | -225 934,6  | -204 542,3  | -180 073,8  |
| CP v držení                                  | 18 746,5    | 20 195,0    | 19 037,1    | 19 044,4    | 18 122,9    | 16 748,8    | 14 748,4    | 14 400,1    | 14 550,4    | 14 482,8    | 14 875,3    | 14 875,3    | 13 849,8    |
| CP emitované                                 | -95 434,1   | -96 659,6   | -98 168,6   | -98 770,0   | -100 951,5  | -107 360,4  | -112 794,8  | -119 131,4  | -118 950,5  | -120 313,6  | -121 471,0  | -121 893,6  | -117 468,3  |
| Ostatní                                      | 32 874,0    | 23 546,6    | 45 695,0    | 47 396,8    | 53 512,5    | 55 913,7    | 77 304,9    | 83 554,3    | 73 272,2    | 77 380,6    | 89 077,8    | 77 367,3    | 76 462,4    |
| PASIVA                                       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| M2                                           | 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 | 1 992 131,5 | 1 989 648,5 | 2 002 249,1 | 2 011 150,3 | 2 051 949,9 | 2 063 410,7 |
| M1                                           | 1 007 711,1 | 1 003 977,7 | 1 004 195,9 | 1 028 228,1 | 1 015 213,5 | 1 048 491,4 | 1 078 197,2 | 1 087 312,8 | 1 099 889,2 | 1 103 522,0 | 1 085 986,1 | 1 110 964,5 | 1 159 967,6 |
| Obeživo                                      | 248 750,1   | 253 195,8   | 252 997,5   | 252 859,6   | 256 287,1   | 258 547,6   | 262 995,0   | 263 777,2   | 261 811,0   | 264 793,0   | 267 267,7   | 272 683,2   | 273 282,8   |
| Jednodenní vklady                            | 758 961,0   | 750 781,9   | 751 198,4   | 775 368,5   | 758 925,4   | 789 943,8   | 815 502,2   | 833 525,6   | 838 078,3   | 838 729,0   | 818 718,4   | 886 684,8   | 876 583,3   |
| Jednodenní vklady - domácnosti               | 443 629,3   | 446 049,3   | 450 923,4   | 454 949,2   | 456 472,6   | 480 901,4   | 463 489,0   | 456 585,6   | 470 647,7   | 481 510,1   | 484 078,1   | 485 813,5   | 502 202,4   |
| Jednodenní vklady - podniky                  | 315 331,7   | 304 732,6   | 300 275,0   | 320 419,3   | 302 453,7   | 329 042,4   | 352 013,2   | 366 990,1   | 367 430,5   | 357 218,9   | 334 640,3   | 342 467,8   | 384 482,3   |
| M2-M1 (kvalita - peníze)                     | 904 399,8   | 909 026,0   | 904 083,9   | 892 231,8   | 903 998,9   | 885 372,4   | 887 371,2   | 904 818,7   | 889 757,3   | 898 727,1   | 925 164,3   | 940 985,3   | 903 443,1   |
| Vklady se splatností - domácnosti            | 696 067,3   | 702 098,1   | 696 127,8   | 679 761,9   | 692 572,4   | 673 703,2   | 670 333,5   | 671 352,1   | 650 527,3   | 660 866,5   | 685 128,6   | 697 528,1   | 660 786,7   |
| Vklady se splatností - podniky               | 461 406,6   | 456 202,1   | 454 168,8   | 451 779,3   | 447 986,1   | 444 112,5   | 438 681,3   | 445 095,5   | 442 752,8   | 436 415,5   | 437 308,3   | 446 221,8   | 442 899,4   |
| Vklady se splatností - ostatní               | 234 680,7   | 245 896,0   | 241 959,1   | 227 982,6   | 244 586,3   | 229 590,7   | 231 852,2   | 226 256,6   | 207 774,5   | 224 451,0   | 247 820,3   | 251 306,3   | 217 887,3   |
| Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti       | 198 821,9   | 198 840,8   | 198 760,4   | 198 798,1   | 199 347,0   | 201 650,8   | 207 310,2   | 224 146,5   | 225 060,6   | 224 862,5   | 223 885,8   | 227 489,2   | 227 866,3   |
| Vklady s výpovědní lhůtou - podniky          | 194 348,3   | 194 834,3   | 194 781,4   | 194 722,7   | 195 884,9   | 197 961,7   | 203 781,0   | 220 595,5   | 221 194,6   | 221 371,5   | 220 289,6   | 224 052,1   | 224 650,8   |
| Vklady s výpovědní lhůtou - ostatní          | 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     | 3 490,9     | 3 596,2     | 3 417,2     | 3 235,6     |
| Repo operace                                 | 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    | 12 998,1    | 16 149,9    | 15 988,0    | 14 770,1    |
| Mezitroční změny (%)                         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| M1                                           | 7,6         | 6,2         | 7,6         | 6,4         | 5,1         | 10,0        | 10,5        | 13,0        | 13,9        | 14,5        | 11,6        | 15,1        | 15,1        |
| M2                                           | 5,4         | 5,2         | 4,8         | 4,6         | 4,2         | 5,0         | 6,8         | 8,0         | 8,9         | 8,6         | 9,0         | 9,0         | 7,9         |
| Úvěry podnikům a domácnostem                 | 16,4        | 18,3        | 18,4        | 19,6        | 18,9        | 18,6        | 18,7        | 20,0        | 20,2        | 20,0        | 19,9        | 20,5        | 21,3        |
| M2-M1 (vklady)                               | 3,0         | 4,2         | 1,8         | 2,6         | 3,3         | -0,2        | 2,6         | 2,6         | 3,2         | 2,0         | 6,1         | 2,6         | -0,1        |
| Roční míry růstu (%)                         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| M1                                           | 8,1         | 6,8         | 8,1         | 7,2         | 5,7         | 10,5        | 10,9        | 13,1        | 14,3        | 14,7        | 11,9        | 15,6        | 15,9        |
| M2                                           | 5,9         | 5,8         | 5,3         | 5,4         | 4,9         | 5,5         | 7,1         | 8,1         | 9,2         | 8,7         | 9,3         | 9,6         | 8,7         |
| Úvěry podnikům a domácnostem                 | 17,8        | 19,9        | 19,6        | 21,1        | 20,2        | 19,8        | 19,9        | 20,8        | 21,1        | 20,8        | 20,7        | 21,7        | 22,5        |
| M2-M1 (vklady)                               | 3,5         | 4,8         | 2,4         | 3,4         | 3,9         | 0,2         | 2,9         | 2,6         | 3,6         | 2,2         | 6,3         | 3,2         | 0,7         |

Zpracovala: R. Pašalíková, I. 4435 (s využitím podkladů měnové a bankovní statistiky)

# Vývoj výnosových křivek a úrokových diferenciálů



# Vývoj reálných úrokových sazeb





## VÝVOJ VEŘEJNÉHO SEKTORU

(predikce MF bez FISIM)

## 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  | -53,7  | -65,0  | .      |
| - podíl schodku na HDP v %                                   | -3,1  | -2,4   | -3,6   | -3,8   | -2,8   | -1,8   | -2,1   | .      |
| Údaje dle MF ČR                                              |       |        |        |        |        |        |        |        |
| - schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč                    | -67,0 | -56,5  | -89,1  | -97,5  | -77,5  | -53,7  | -117,0 | .      |
| - podíl schodku na HDP v %                                   | -3,1  | -2,4   | -3,6   | -3,8   | -2,8   | -1,8   | -3,8   | .      |
| - 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  | -2,5   | -3,6   | -3,9   | -5,1   | -4,3   | .      | .      |
| - schodek v mld. Kč - REFORMA 6/2003                         | -66,8 | -59,9  | -89,5  | -145,7 | -139,0 | -129,0 | -116,0 | .      |
| - podíl schodku na HDP v % - REFORMA 6/2003                  | -3,1  | -2,5   | -3,6   | -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 | -166,8 | -170,6 | -79,9  | -76,7  | -76,8  | -101,0 |
| - podíl schodku na HDP v %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,8   | -6,6   | -2,9   | -2,6   | -2,4   | -3,0   |
| Údaje dle MF ČR                                              |       |        |        |        |        |        |        |        |
| - schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - Notifikace 4/06  | -78,5 | -137,0 | -166,8 | -170,6 | -79,9  | -76,7  | -114,0 | .      |
| - podíl schodku na HDP v %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,8   | -6,6   | -2,9   | -2,6   | -3,7   | .      |
| - 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 %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,6   | -12,4  | -3,1   | -4,7   | -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 %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,6   | -12,4  | -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 %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,6   | -11,5  | -3,0   | -5,0   | -3,8   | -3,3   |
| - schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - KOPR 12/2004     | -78,5 | -137,0 | -163,0 | -319,1 | -142,2 | -137,2 | -118,5 | -110,2 |
| - podíl schodku na HDP v % - KOPR 12/2004                    | -3,6  | -5,8   | -6,6   | -12,4  | -5,1   | -4,6   | -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 %                                   | -3,6  | -5,8   | -6,6   | -12,4  | -4,6   | -4,6   | -3,8   | -3,2   |
| - 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   | -3,2   |
| - 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                      | -4,1  | -5,7   | -6,2   | -7,0   | -5,3   | -4,3   | -3,7   | .      |

## Fiskální pozice \*\*\*)

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

## Fiskální impuls \*\*\*\*)

|                                      | 2000  | 2001  | 2002  | 2003   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007   |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Poptávkové saldo v mld. Kč           | -48,3 | -47,0 | -96,1 | -111,7 | -68,9 | -58,1 | -70,8 | -102,2 |
| Poptávková změna v mld. Kč           | -13,5 | 1,3   | -49,1 | -15,6  | 42,8  | 10,8  | -12,7 | -31,4  |
| Aproximace fiskálního impulsu v p.b. | 0,32  | -0,13 | 1,16  | 0,27   | -1,13 | -0,31 | 0,17  | 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  | 762,1  | 820,0  | .      |
| - podíl dluhu na HDP v %                                    | 15,2  | 17,2  | 18,0  | 21,5  | 23,7   | 25,8   | 26,1   | .      |
| Údaje dle MF ČR                                             |       |       |       |       |        |        |        |        |
| - dluh dle aktuálního vývoje v mld. Kč (bez ČKA)            | 332,4 | 404,5 | 444,5 | 553,0 | 659,4  | 762,1  | 856,2  | .      |
| - podíl dluhu na HDP v % (bez ČKA)                          | 15,2  | 17,2  | 18,0  | 21,5  | 23,7   | 25,8   | 27,5   | .      |
| - dluh v mld. Kč - REFORMA 6/2003                           | .     | .     | 619,0 | 722,2 | 862,6  | 1014,9 | 1127,7 | .      |
| - podíl dluhu na HDP v % - REFORMA 6/2003                   | .     | .     | 25,1  | 28,0  | 31,0   | 34,3   | 36,2   | .      |
| Metodika ESA 95 - accrual **)                               |       |       |       |       |        |        |        |        |
| Údaje dle ČNB                                               |       |       |       |       |        |        |        |        |
| - dluh v mld. Kč                                            | 392,2 | 608,7 | 702,3 | 775,0 | 855,1  | 901,3  | 969,5  | 1019,4 |
| - podíl dluhu v %                                           | 17,9  | 25,9  | 28,5  | 30,1  | 30,7   | 30,5   | 30,8   | 30,5   |
| Údaje dle MF ČR                                             |       |       |       |       |        |        |        |        |
| - schodek dle aktuálního vývoje v mld. Kč - Notifikace 4/06 | 392,2 | 608,7 | 702,3 | 775,0 | 855,1  | 901,3  | 969,4  | .      |
| - podíl schodku na HDP v %                                  | 17,9  | 25,9  | 28,5  | 30,1  | 30,7   | 30,5   | 31,1   | .      |
| - 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 %                                           | 17,9  | 25,9  | 29,2  | 36,5  | 36,4   | 36,0   | 36,9   | 37,9   |
| - 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 %                                           | 17,9  | 25,9  | 29,2  | 36,5  | 36,4   | 36,7   | 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 %                                           | 17,9  | 26,8  | 30,0  | 37,9  | 37,0   | 36,2   | .      | .      |
| - 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                                 | 17,9  | 24,9  | 28,3  | 37,1  | 37,9   | 37,9   | 39,2   | 39,8   |
| - 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 %                                    | 17,9  | 24,9  | 28,3  | 37,1  | 37,4   | .      | .      | .      |
| - 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                       | .     | .     | 24,9  | 28,4  | 30,8   | 34,1   | 36,2   | .      |

## Poznámky:

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

\*\*) Sálko 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 sálka a indikuje působení fiskální politiky. Propočty vycházejí z metodiky "cash" a údajů ČNB a z metodiky ESA 95).

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

## STRUKTURÁLNÍ INDIKÁTORY EKONOMIKY

| Ukazatel                                                                                 | Rok   |       |       |       | 2004  |        |         |        | 2005  |        |         |        | 2006  |        |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
|                                                                                          | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | I. Q. | II. Q. | III. Q. | IV. Q. | I. Q. | II. Q. | III. Q. | IV. Q. | I. Q. | II. Q. |
| <b>Nabídková strana ekonomiky (mzr. změna v %, podíl v %, ze srovnatelných cen)</b>      |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Index průmyslové produkce                                                                | 4,8   | 5,8   | 9,9   | 5,7   | 9,0   | 12,6   | 8,7     | 9,1    | 4,0   | 4,5    | 8,9     | 6,8    | 15,4  | 8,5    |
| Index PP ve zpracovatelském průmyslu                                                     | 5,4   | 5,8   | 10,5  | 6,0   | 9,7   | 13,7   | 9,4     | 9,2    | 4,2   | 4,6    | 9,3     | 7,2    | 16,2  | .      |
| Jednotkové mzdové náklady v průmyslu                                                     | .     | .     | -3,4  | -3,3  | -1,4  | -7,0   | -0,6    | -3,3   | -0,7  | -2,5   | -3,8    | -4,7   | -6,0  | .      |
| Stavební výroba                                                                          | 2,5   | 8,9   | 9,7   | 4,2   | 16,2  | 17,5   | 4,3     | 4,7    | -3,2  | 0,0    | 7,5     | 9,7    | 0,6   | 6,0    |
| Tržby v maloobchodu                                                                      | 2,9   | 5,0   | 2,5   | 3,8   | 1,3   | 2,5    | 1,6     | 4,1    | 3,9   | 4,7    | 3,9     | 2,8    | 7,1   | 6,5    |
| Podíl dovozu na agregátní poptávce                                                       | 0,48  | 0,49  | 0,53  | 0,53  | 0,51  | 0,54   | 0,52    | 0,56   | 0,52  | 0,52   | 0,52    | 0,55   | 0,48  | .      |
| <b>Sektor nefinančních podniků a korporací (mzr. změna v %, podíl v %)</b>               |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Hospodářský výsledek                                                                     | 24,9  | 15,3  | 33,5  | -0,3  | 17,5  | 19,7   | 37,0    | x      | 0,6   | -4,5   | -9,2    | 15,3   | 30,5  | .      |
| Rentabilita tržeb                                                                        | 5,0   | 5,4   | 6,5   | 5,9   | 6,8   | 7,9    | 7,1***  | x      | 6,2   | 6,7    | 5,5     | 5,2    | 7,3   | .      |
| Rentabilita vlastního jmění                                                              | 9,7   | 10,6  | 13,8  | 12,7  | 3,5   | 4,5    | 11,3*** | x      | 3,2   | 4,0    | 3,1     | 3,0    | 3,7   | .      |
| Rentabilita nákladů                                                                      | 4,6   | 5,0   | 6,2   | 5,6   | 6,7   | 7,7    | 6,9***  | x      | 6,0   | 6,5    | 5,3     | 4,8    | 6,9   | .      |
| Podíl vlastních zdrojů na pasivech                                                       | 50,9  | .     | 53,1  | 53,6  | 52,4  | 51,5   | 51,9*** | x      | 53,0  | 51,5   | 52,4    | 53,6   | 54,0  | .      |
| Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě                                                | 54,2  | 52,7  | 50,8  | 52,0  | 46,6  | 48,7   | 48,6*** | x      | 48,5  | 49,5   | 53,6    | 55,8   | 48,1  | .      |
| Procento ziskových podniků                                                               | 62,2  | 64,9  | 80,2  | 76,6  | 69,3  | 77,6** | 80,0*** | x      | 62,9  | 74,0   | 66,6    | 59,3   | 67,8  | .      |
| <b>Konjunkturální indikátory ekonomického růstu (odhad růstu HDP v %)</b>                |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Nabídková strana                                                                         | x     | x     | x     | x     | x     | x      | x       | x      | x     | x      | x       | x      | x     | 5,0    |
| <b>Ukazatele finančního hospodaření domácností (v mld. Kč)</b>                           |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Hrubé úspory                                                                             | 111,8 | 104,6 | 86,0  | 108,9 | 19,3  | 25,3   | 20,6    | 20,8   | 28,1  | 27,0   | 24,9    | 28,9   | 32,1  | .      |
| Čistý přírůstek nefinančních aktiv                                                       | 125,2 | 119,3 | 131,8 | 132,2 | 30,7  | 35,1   | 30,0    | 24,7   | 29,8  | 35,4   | 35,8    | 31,4   | 27,3  | .      |
| Čistý přírůstek finančních aktiv                                                         | 72,6  | 110,4 | 141,2 | 147,9 | 34,6  | 44,9   | 28,4    | 33,2   | 31,5  | 44,0   | 23,0    | 49,4   | 29,2  | .      |
| Čistě zvýšení finančních pasiv                                                           | 50,1  | 104,0 | 163,7 | 152,1 | 42,5  | 38,4   | 40,5    | 42,2   | 32,5  | 36,0   | 32,9    | 50,7   | 23,5  | .      |
| z toho: půjčky                                                                           | 44,9  | 48,3  | 75,5  | 105,4 | 78,0  | 20,1   | 18,6    | 28,9   | 10,7  | 28,0   | 28,5    | 38,3   | 21,1  | .      |
| Změna čistého jmění                                                                      | 22,6  | 6,4   | -22,5 | -4,2  | -7,9  | 6,5    | -12,1   | -9,0   | -1,0  | 8,0    | -9,9    | -1,3   | 5,7   | .      |
| <b>Ukazatele finančního hospodaření domácností (v % na hrubém disponibilním důchodu)</b> |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Hrubé úspory                                                                             | 8,3   | 7,4   | 5,9   | 7,1   | 5,7   | 7,0    | 5,5     | 5,5    | 7,8   | 7,1    | 6,3     | 7,1    | 8,4   | .      |
| Čistý přírůstek nefinančních aktiv                                                       | 9,3   | 8,5   | 9,0   | 8,6   | 9,0   | 9,6    | 8,0     | 6,5    | 8,3   | 9,3    | 9,0     | 7,8    | 7,1   | .      |
| Čistý přírůstek finančních aktiv                                                         | 5,4   | 7,8   | 9,7   | 9,6   | 10,2  | 12,3   | 7,6     | 8,7    | 8,8   | 11,6   | 5,8     | 12,2   | 7,6   | .      |
| Čistě zvýšení finančních pasiv                                                           | 3,7   | 7,4   | 11,2  | 9,9   | 12,5  | 10,5   | 10,8    | 11,1   | 9,0   | 9,5    | 8,3     | 12,5   | 6,1   | .      |
| z toho: půjčky                                                                           | 3,3   | 3,4   | 5,2   | 6,8   | 22,9  | 5,5    | 4,9     | 7,6    | 3,0   | 7,4    | 7,2     | 9,5    | 5,5   | .      |
| Změna čistého jmění                                                                      | 1,7   | 0,5   | -1,5  | -0,3  | -2,3  | 1,8    | -3,2    | -2,4   | -0,3  | 2,1    | -2,5    | -0,3   | 1,5   | .      |
| <b>Indikátory finančního zdraví domácností (v %)</b>                                     |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Finanční pasiva <sup>1)</sup> / disponibilní důchod                                      | 44,2  | 49,9  | 56,3  | 63,3  | x     | x      | x       | x      | x     | x      | x       | x      | x     | .      |
| Finanční bohatství <sup>2)</sup> / disponibilní důchod                                   | 95,3  | 91,4  | 91,4  | 86,4  | x     | x      | x       | x      | x     | x      | x       | x      | x     | .      |
| Finanční pasiva / finanční aktiva <sup>1)</sup>                                          | 31,7  | 35,3  | 38,1  | 42,3  | 43,4  | 44,5   | 45,2    | 45,9   | 46,6  | 47,5   | 48,0    | 49,0   | 49,6  | .      |
| Půjčky <sup>1)</sup> / disponibilní důchod                                               | 17,9  | 21,2  | 25,3  | 31,2  | x     | x      | x       | x      | x     | x      | x       | x      | x     | .      |
| Placené úroky / disponibilní důchod                                                      | 0,8   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,5   | 1,1    | 1,1     | 1,1    | 1,3   | 1,2    | 1,3     | 1,2    | 1,5   | .      |
| Placené úroky / likvidní aktiva <sup>3)</sup>                                            | 1,0   | 1,4   | 1,5   | 1,5   | x     | x      | x       | x      | x     | x      | x       | x      | x     | .      |
| <b>Zaměstnanost (VŠPS* mzr. změna v %)</b>                                               |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Celková zaměstnanost v NH                                                                | 0,8   | -0,7  | -0,6  | 1,2   | -1,4  | -0,8   | -0,2    | 0,2    | 0,6   | 1,1    | 1,7     | 1,5    | 1,7   | .      |
| z toho: zemědělství a rybolov                                                            | 1,2   | -6,5  | -5,1  | -6,3  | -9,3  | -1,9   | -1,8    | -7,2   | -3,5  | -6,3   | -8,0    | -7,4   | -6,2  | .      |
| průmysl a stavebnictví                                                                   | 0,0   | -1,3  | -1,0  | 1,9   | -2,2  | -1,9   | -0,3    | 0,4    | 1,5   | 1,8    | 2,3     | 2,1    | 3,3   | .      |
| z toho: zpracovatelský průmysl                                                           | 0,9   | -1,8  | -1,6  | 1,7   | -2,7  | -2,4   | -1,0    | -0,1   | 0,7   | 1,0    | 2,2     | 2,9    | 6,1   | .      |
| služby celkem                                                                            | 1,6   | 0,4   | 0,1   | 1,3   | -0,1  | 0,0    | 0,0     | 0,6    | 0,3   | 1,1    | 2,0     | 1,7    | 1,2   | .      |
| <b>Nezaměstnanost (VŠPS* podíl v %, mzr. změna v %)</b>                                  |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Míra nezaměstnanosti <sup>4)</sup>                                                       | 7,3   | 7,8   | 8,3   | 7,9   | 8,7   | 8,2    | 8,2     | 8,2    | 8,4   | 7,8    | 7,8     | 7,8    | 8,0   | .      |
| Počet nezaměstnaných v tis. osob                                                         | 374,1 | 399,1 | 425,9 | 410,1 | 443,8 | 419,1  | 420,4   | 420,2  | 429,1 | 402,1  | 404,6   | 404,8  | 414,1 | .      |
| z toho: do 6 měsíců                                                                      | 111,8 | 119,7 | 120,6 | 112,0 | 138,9 | 120,1  | 110,5   | 113,0  | 128,0 | 108,0  | 105,8   | 106,3  | 120,1 | .      |
| od 6 - 12 měsíců                                                                         | 73,6  | 79,7  | 84,2  | 78,2  | 75,1  | 80,9   | 92,9    | 87,8   | 66,6  | 79,6   | 84,5    | 82,2   | 75,9  | .      |
| nad 12 měsíců                                                                            | 190,9 | 198,8 | 220,3 | 219,7 | 228,4 | 217,6  | 216,1   | 219,2  | 234,3 | 214,2  | 214,1   | 216,1  | 218,1 | .      |
| Podíl dlouhodobě nezaměstnanosti <sup>5)</sup>                                           | 51,0  | 49,8  | 51,8  | 53,6  | 51,5  | 52,0   | 51,4    | 52,2   | 54,6  | 53,3   | 53,0    | 53,4   | 52,7  | .      |
| Míra participace <sup>6)</sup>                                                           | 59,8  | 59,4  | 59,2  | 59,4  | 59,1  | 59,1   | 59,2    | 59,3   | 59,1  | 59,2   | 59,6    | 59,6   | 59,4  | .      |
| Míra registrované nezaměstnanosti                                                        | .     | 9,7   | 10,0  | 9,5   | 10,5  | 9,7    | 9,9     | 9,8    | 10,3  | 9,3    | 9,3     | 9,2    | 9,6   | 8,5    |
| <b>Mzdy a příjmy (mzr. změna v %)</b>                                                    |       |       |       |       |       |        |         |        |       |        |         |        |       |        |
| Prům. nom. mzda zaměstnanců celkem <sup>7)</sup>                                         | 7,3   | 6,6   | 6,6   | 5,5   | 8,9   | 4,2    | 7,3     | 6,3    | 5,7   | 5,3    | 6,2     | 4,6    | 6,9   | .      |
| z toho: zemědělství, myslivost, lesnictví                                                | 3,5   | 3,2   | 9,3   | 5,6   | 7,7   | 6,5    | 9,9     | 12,8   | 5,3   | 6,8    | 5,1     | 5,2    | 6,4   | .      |
| průmysl                                                                                  | 5,5   | 6,5   | 7,3   | 4,7   | 9,1   | 6,8    | 7,6     | 6,1    | 3,7   | 5,9    | 5,2     | 4,9    | 6,7   | .      |
| stavebnictví                                                                             | 7,0   | 7,5   | 7,4   | 4,9   | 11,6  | 6,8    | 7,4     | 4,3    | 4,7   | 6,0    | 5,1     | 4,4    | 6,7   | .      |
| obchod                                                                                   | 6,3   | 4,6   | 7,2   | 3,8   | 6,9   | 6,1    | 7,8     | 8,3    | 5,1   | 4,3    | 3,4     | 2,6    | 3,6   | .      |
| doprava                                                                                  | 8,0   | 5,9   | 6,1   | 6,0   | 7,4   | 5,6    | 5,0     | 7,3    | 3,2   | 6,6    | 8,4     | 5,6    | 10,1  | .      |
| finanční zprostředkování                                                                 | 8,4   | 5,2   | 6,8   | 5,6   | 12,0  | 3,4    | 6,7     | 5,0    | 13,6  | 5,6    | 1,3     | 2,0    | 9,0   | .      |
| veřejná správa a obrana                                                                  | 9,9   | 7,8   | 5,2   | 8,9   | 8,7   | -1,7   | 8,5     | 6,2    | 11,0  | 6,7    | 9,7     | 8,4    | 5,5   | .      |

Pramen: ČSÚ, MPSV, ČNB, vlastní výpočty

4) podíl nezaměstnaných osob na celkové pracovní síle

5) podíl počtu dlouhodobě nezaměstnaných (nad 1 rok) na celkovém počtu nezaměstnaných osob

2) finanční bohatství = finanční aktiva - finanční pasiva, stavov 6) podíl počtu zaměstnaných a nezaměstnaných osob (pracovní síly) na počtu všech osob 15letých a starších

3) likvidní aktiva tvoří oběživo a vklady, stavová veličina ke kor 7) jedná se o mzdy zúčtované k výplatě, nikoli skutečně vyplacené



# Vývoj inflace v roce 2005

## - varianta střed

| 2005                                        | Stálá váha<br>ve spoř.<br>koš v %          | Přepočtená<br>váha ke<br>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.        |
| <b>Sporřebitelské ceny cel.</b>             | 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          | 0,0           |
| Regulované ceny                             | 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           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | x                                          | x                                             | 0,48          | 0,04         | 0,01         | -0,05        | 0,02         | 0,39         | 0,16         | 0,00         | 0,01         | 0,78          | 0,00          | 0,00          |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)    | 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          |
| <b>Čistá inflace</b>                        | 82,79                                      | 78,80                                         | 0,3           | 0,2          | -0,1         | 0,1          | 0,2          | 0,1          | 0,2          | 0,0          | -0,3         | 0,1           | -0,3          | -0,3          |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,26                                       | 0,11                                          | 0,19          | 0,13         | -0,06        | 0,17         | 0,15         | 0,17         | 0,17         | -0,01        | -0,28        | 0,05          | -0,20         | -0,20         |
| <b>z toho: ceny potravin, nápoje, tabák</b> | 27,68                                      | 26,36                                         | 0,5           | 0,0          | -0,1         | -0,2         | 0,2          | 0,2          | -1,3         | -0,7         | -0,2         | 0,4           | 0,1           | 0,1           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,12                                       | 0,05                                          | 0,01          | 0,01         | -0,02        | -0,06        | 0,12         | 0,05         | -0,04        | -0,17        | -0,04        | 0,11          | 0,02          | 0,03          |
| <b>korigovaná inflace</b>                   | 55,11                                      | 52,44                                         | 0,3           | 0,2          | -0,1         | 0,3          | 0,1          | 0,3          | 0,9          | 0,0          | -0,4         | -0,1          | 0,3           | -0,4          |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,14                                       | 0,11                                          | 0,14          | 0,11         | -0,04        | 0,17         | 0,03         | 0,14         | 0,50         | 0,16         | -0,21        | -0,06         | -0,22         | -0,23         |
| <b>2005</b>                                 | <b>Stálá váha<br/>ve spoř.<br/>koš v %</b> | <b>Přepočtená<br/>váha ke<br/>konci ledna</b> | <b>31.1.</b>  | <b>28.2.</b> | <b>31.3.</b> | <b>30.4.</b> | <b>31.5.</b> | <b>30.6.</b> | <b>31.7.</b> | <b>31.8.</b> | <b>30.9.</b> | <b>31.10.</b> | <b>30.11.</b> | <b>31.12.</b> |
| <b>Sporřebitelské ceny cel.</b>             | 100,00                                     | 100,00                                        | 0,7           | 0,9          | 0,8          | 0,9          | 1,0          | 1,6          | 2,0          | 1,9          | 1,7          | 2,5           | 2,3           | 2,2           |
| Regulované ceny                             | 17,21                                      | 21,20                                         | 2,2           | 2,4          | 2,5          | 2,2          | 2,3          | 4,2          | 5,0          | 5,0          | 5,1          | 9,0           | 9,0           | 9,0           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | x                                          | x                                             | 0,48          | 0,51         | 0,53         | 0,47         | 0,50         | 0,89         | 1,06         | 1,06         | 1,07         | 1,87          | 1,86          | 1,86          |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)    | 82,79                                      | 78,80                                         | -0,06         | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06        | -0,06         | -0,05         | 0,00          |
| <b>Čistá inflace</b>                        | 82,79                                      | 78,80                                         | 0,3           | 0,5          | 0,4          | 0,6          | 0,8          | 1,0          | 1,2          | 1,2          | 0,9          | 0,9           | 0,7           | 0,4           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,26                                       | 0,19                                          | 0,39          | 0,39         | 0,33         | 0,45         | 0,69         | 0,79         | 0,95         | 0,94         | 0,68         | 0,72          | 0,52          | 0,32          |
| <b>z toho: ceny potravin, nápoje, tabák</b> | 27,68                                      | 26,36                                         | 0,5           | 0,5          | 0,4          | 0,2          | 0,6          | 0,8          | -0,5         | -1,1         | -1,3         | -0,8          | -0,8          | -0,7          |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,12                                       | 0,05                                          | 0,14          | 0,14         | 0,12         | 0,05         | 0,17         | 0,11         | -0,12        | -0,30        | -0,34        | -0,22         | -0,20         | -0,17         |
| <b>korigovaná inflace</b>                   | 55,11                                      | 52,44                                         | 0,3           | 0,5          | 0,4          | 0,7          | 0,8          | 1,1          | 2,0          | 2,3          | 1,9          | 1,4           | 1,4           | 0,9           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,14                                       | 0,26                                          | 0,26          | 0,26         | 0,22         | 0,40         | 0,43         | 0,57         | 1,07         | 1,23         | 1,01         | 0,94          | 0,72          | 0,49          |
| <b>2005</b>                                 | <b>Stálá váha<br/>ve spoř.<br/>koš v %</b> | <b>Přepočtená<br/>váha ke<br/>konci ledna</b> | <b>31.1.</b>  | <b>28.2.</b> | <b>31.3.</b> | <b>30.4.</b> | <b>31.5.</b> | <b>30.6.</b> | <b>31.7.</b> | <b>31.8.</b> | <b>30.9.</b> | <b>31.10.</b> | <b>30.11.</b> | <b>31.12.</b> |
| <b>Sporřebitelské ceny cel.</b>             | 100,00                                     | 100,00                                        | 1,7           | 1,7          | 1,5          | 1,6          | 1,3          | 1,8          | 1,7          | 1,7          | 2,2          | 2,6           | 2,4           | 2,2           |
| Regulované ceny                             | 17,21                                      | 21,20                                         | 2,9           | 2,9          | 2,9          | 3,1          | 4,0          | 5,8          | 6,6          | 6,8          | 6,8          | 9,0           | 9,0           | 9,0           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | x                                          | x                                             | 0,61          | 0,60         | 0,61         | 0,66         | 0,83         | 1,21         | 1,38         | 1,41         | 1,41         | 1,87          | 1,87          | 1,87          |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *)    | 82,79                                      | 78,80                                         | 0,35          | 0,35         | 0,35         | 0,31         | 0,09         | 0,02         | -0,02        | -0,03        | -0,06        | -0,06         | -0,05         | 0,00          |
| <b>Čistá inflace</b>                        | 82,79                                      | 78,80                                         | 0,9           | 0,9          | 0,7          | 0,8          | 0,6          | 0,7          | 0,4          | 0,4          | 1,1          | 1,0           | 0,8           | 0,4           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,72                                       | 0,75                                          | 0,75          | 0,75         | 0,59         | 0,68         | 0,46         | 0,53         | 0,35         | 0,35         | 0,89         | 0,80          | 0,65          | 0,32          |
| <b>z toho: ceny potravin, nápoje, tabák</b> | 27,68                                      | 26,36                                         | 0,4           | 0,6          | 0,4          | -0,1         | -0,1         | 0,2          | -0,6         | -0,6         | -0,2         | 0,3           | 0,3           | -0,7          |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,11                                       | 0,05                                          | 0,17          | 0,17         | 0,12         | -0,02        | -0,03        | 0,04         | -0,15        | -0,17        | -0,05        | 0,07          | 0,08          | -0,17         |
| <b>korigovaná inflace</b>                   | 55,11                                      | 52,44                                         | 1,1           | 1,1          | 0,9          | 1,3          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 1,0          | 1,8          | 1,4           | 1,1           | 0,9           |
| (podíl na růstu sp.cen)                     | 0,61                                       | 0,59                                          | 0,59          | 0,59         | 0,47         | 0,68         | 0,49         | 0,48         | 0,50         | 0,52         | 0,94         | 0,74          | 0,57          | 0,49          |
| <b>Rocní klouz. průměr</b>                  | x                                          | x                                             | 2,8           | 2,7          | 2,6          | 2,6          | 2,5          | 2,4          | 2,2          | 2,1          | 2,0          | 2,0           | 1,9           | 1,9           |
| <b>Průměr od počátku roku</b>               | x                                          | x                                             | 1,7           | 1,7          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,7          | 1,8           | 1,9           | 1,9           |

bez všech  
vlivů daní  
v předkládce

-0,539  
0,882

0,400

\*) Od 1.1.2005 přisun některých kulturních a sportovních služeb do enžné sazby DPH (5 %), od listopadu 2005 způsbné postupu promítání dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret (přátost zákona od 1.7.2005), v čisté inflaci promítlný záporné sekundární dopady

|                               |             |                      |             |                      |             |                      |             |                      |             |                      |             |                      |             |                      |             |
|-------------------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|
| <b>předch.m.=100</b>          | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> | <b>předch.m.=100</b> | <b>2005</b> |
| Korigovaná inflace bez PH **) | 52,07       | 49,40                | 0,5         | 0,3                  | -0,2        | -0,1                 | 0,0         | 0,2                  | 0,8         | 0,3                  | -1,1        | 0,0                  | -0,1        | -0,1                 | -0,1        |
| Ceny pohonných hmot - čisté   | 3,05        | 2,54                 | -4,3        | -0,7                 | 2,3         | 8,4                  | 0,7         | 1,9                  | 4,1         | 0,4                  | 11,6        | -2,0                 | -5,2        | -6,3                 | -6,3        |
| st. obd. m.r. = 100           | 52,07       | 49,40                | 1,1         | 1,1                  | 0,9         | 0,9                  | 0,9         | 0,8                  | 0,5         | 0,6                  | 0,7         | 0,6                  | 0,5         | 0,5                  | 0,5         |
| Korigovaná inflace bez PH **) | 52,07       | 49,40                | 0,55        | 0,53                 | 0,43        | 0,45                 | 0,45        | 0,40                 | 0,27        | 0,29                 | 0,33        | 0,27                 | 0,23        | 0,23                 | 0,23        |
| Ceny pohonných hmot - čisté   | 3,05        | 2,54                 | 2,2         | 2,1                  | 1,4         | 8,9                  | 1,1         | 2,7                  | 8,2         | 8,3                  | 21,6        | 16,1                 | 11,4        | 9,8                  | 9,8         |
| st. obd. m.r. = 100           | 52,07       | 49,40                | 0,06        | 0,05                 | 0,04        | 0,23                 | 0,03        | 0,08                 | 0,23        | 0,23                 | 0,60        | 0,46                 | 0,32        | 0,26                 | 0,26        |

# Vývoj inflace v roce 2006 - varianta střed

| 2006                                     | Stálá váha<br>ve spotř.<br>koši v % | Přepočtená<br>váha ke<br>konci ledna | předch.m.=100 |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
|------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                                          |                                     |                                      | 31.1.         | 28.2. | 31.3. | 30.4. | 31.5. | 30.6. | 31.7. | 31.8. | 30.9. | 31.10. | 30.11. | 31.12. |
| Spotřebitelské ceny cel.                 | 100,00                              | 100,00                               | 1,4           | 0,1   | -0,1  | 0,1   | 0,5   | 0,3   | 0,5   | -0,1  | -0,3  | 0,4    | 0,1    | 0,3    |
| Regulované ceny                          | 17,21                               | 22,14                                | 4,1           | 0,2   | 0,2   | 0,1   | 0,9   | 0,1   | 0,2   | 0,0   | 0,1   | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) | x                                   | x                                    | 0,89          | 0,04  | 0,03  | 0,02  | 0,21  | 0,02  | 0,04  | 0,05  | 0,03  | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,16          | 0,13  | 0,05  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,06  | 0,01  | 0,16  | 0,05   | 0,00   | 0,02   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,4           | -0,1  | -0,3  | 0,2   | 0,4   | 0,3   | 0,5   | -0,1  | -0,6  | 0,2    | 0,2    | 0,3    |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,33          | -0,05 | -0,21 | 0,12  | 0,28  | 0,20  | -0,37 | -0,08 | -0,30 | -0,36  | 0,14   | 0,37   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,2           | -0,6  | -0,3  | 0,1   | 0,7   | 0,9   | -0,9  | -0,7  | 0,3   | 0,3    | 0,3    | 0,8    |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabak     | 27,68                               | 25,59                                | 0,04          | -0,15 | -0,08 | 0,02  | 0,17  | 0,23  | -0,23 | -0,17 | 0,08  | 0,18   | 0,08   | 0,21   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,5           | 0,2   | -0,2  | 0,2   | 0,2   | -0,1  | 1,2   | 0,2   | -1,1  | 0,4    | 0,1    | 0,1    |
| korigovaná inflace                       | 55,11                               | 52,26                                | 0,29          | 0,10  | -0,12 | 0,10  | 0,12  | -0,03 | 0,60  | 0,09  | -0,39 | 0,19   | 0,07   | 0,05   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      |               |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| konec m.r. = 100                         |                                     |                                      |               |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 2006                                     | Stálá váha<br>ve spotř.<br>koši v % | Přepočtená<br>váha ke<br>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. |
| Spotřebitelské ceny cel.                 | 100,00                              | 100,00                               | 1,4           | 1,5   | 1,4   | 1,5   | 2,0   | 2,2   | 2,7   | 2,6   | 2,3   | 2,7    | 2,9    | 3,1    |
| Regulované ceny                          | 17,21                               | 22,14                                | 4,1           | 4,3   | 4,5   | 4,6   | 5,6   | 5,7   | 5,9   | 5,9   | 6,0   | 6,0    | 6,0    | 6,0    |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) | x                                   | x                                    | 0,89          | 0,94  | 0,97  | 0,99  | 1,20  | 1,22  | 1,27  | 1,27  | 1,29  | 1,30   | 1,30   | 1,30   |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,16          | 0,29  | 0,34  | 0,34  | 0,34  | 0,34  | 0,30  | 0,30  | 0,34  | 0,39   | 0,39   | 0,39   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,4           | 0,4   | 0,1   | 0,2   | 0,6   | 0,9   | 1,3   | 1,2   | 0,6   | 1,1    | 1,2    | 1,6    |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,33          | 0,28  | 0,07  | 0,19  | 0,48  | 0,68  | 0,68  | 0,68  | 0,68  | 0,68   | 0,68   | 0,68   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,2           | -0,4  | -0,8  | -0,7  | 0,0   | 0,9   | 0,0   | -0,7  | -0,4  | 0,3    | 0,5    | 1,5    |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabak     | 27,68                               | 25,59                                | 0,04          | -0,11 | -0,19 | -0,17 | 0,00  | 0,23  | 0,00  | -0,17 | -0,17 | 0,09   | 0,39   | 0,79   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,5           | 0,7   | 0,5   | 0,5   | 0,9   | 0,9   | 2,0   | 2,2   | 1,1   | 1,4    | 1,6    | 1,7    |
| korigovaná inflace                       | 55,11                               | 52,26                                | 0,29          | 0,39  | 0,26  | 0,37  | 0,48  | 0,45  | 1,06  | 1,16  | 0,95  | 0,75   | 0,82   | 0,87   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      |               |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| st. obd. m.r. = 100                      |                                     |                                      |               |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 2006                                     | Stálá váha<br>ve spotř.<br>koši v % | Přepočtená<br>váha ke<br>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. |
| Spotřebitelské ceny cel.                 | 100,00                              | 100,00                               | 2,9           | 2,8   | 2,8   | 2,8   | 3,1   | 2,8   | 3,0   | 2,9   | 2,8   | 2,4    | 2,7    | 3,1    |
| Regulované ceny                          | 17,21                               | 22,14                                | 11,0          | 11,0  | 11,2  | 11,5  | 12,4  | 10,5  | 9,9   | 9,9   | 10,0  | 6,0    | 6,0    | 6,0    |
| Vliv růstu nepr. daní v nereg. cenách *) | x                                   | x                                    | 2,27          | 2,28  | 2,30  | 2,37  | 2,55  | 2,19  | 2,07  | 2,06  | 2,09  | 1,31   | 1,32   | 1,37   |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,27          | 0,34  | 0,39  | 0,39  | 0,39  | 0,39  | 0,45  | 0,44  | 0,39  | 0,84   | 0,84   | 0,89   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 0,5           | 0,5   | 0,1   | 0,1   | 0,3   | 0,3   | 0,6   | 0,5   | 0,1   | 0,6    | 1,0    | 1,6    |
| Cistá inflace                            | 82,79                               | 77,86                                | 0,40          | 0,23  | 0,08  | 0,09  | 0,22  | 0,24  | 0,49  | 0,38  | 0,13  | 0,46   | 0,81   | 1,29   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | -1,0          | -1,6  | -1,8  | -1,5  | -1,3  | -0,6  | -0,2  | -0,2  | 0,3   | 0,5    | 0,7    | 1,5    |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabak     | 27,68                               | 25,59                                | -0,25         | -0,41 | -0,47 | -0,39 | -0,34 | -0,15 | -0,25 | -0,15 | 0,08  | 0,15   | 0,41   | 0,41   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | 1,2           | 1,2   | 1,0   | 0,9   | 1,1   | 0,7   | 0,9   | 0,8   | 0,1   | 0,6    | 1,1    | 1,7    |
| korigovaná inflace                       | 55,11                               | 52,26                                | 0,65          | 0,64  | 0,55  | 0,48  | 0,56  | 0,59  | 0,50  | 0,44  | 0,51  | 0,51   | 0,50   | 0,50   |
| (podíl na růstu sp cen)                  |                                     |                                      | x             | x     | x     | x     | x     | x     | x     | x     | x     | x      | x      | x      |
| Roch klouz. průměr                       | x                                   | x                                    | 2,9           | 2,9   | 2,8   | 2,8   | 2,9   | 2,9   | 2,6   | 2,7   | 2,8   | 2,7    | 2,8    | 2,8    |
| Průměr od počátku roku                   | x                                   | x                                    | 2,9           | 2,9   | 2,8   | 2,8   | 2,9   | 2,9   | 2,6   | 2,7   | 2,8   | 2,7    | 2,8    | 2,8    |

\*) Od 1.1. 2006 anekdotní DPH u jazykových kurzů z 19 na 0 % a od ledna až do března zpětně postupně promítání dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret (plánnost zákona od 1.7. 2005), v čísle inflace promítnuty záporné sekundární dopady

Od 1.7. 2006 postupně promítání dopadu dalšího zvýšení spotřebních daní u cigaret (plánnost od 1.4. 2006).

| předch.m.=100                         |       |       | 2006  |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                                       |       |       | 31.1. | 28.2. | 31.3. | 30.4. | 31.5. | 30.6. | 31.7. | 31.8. | 30.9. | 31.10. | 30.11. | 31.12. |
| Korigovaná inflace bez PH **) - čistá | 52,07 | 49,02 | 0,7   | 0,2   | -0,2  | -0,1  | 0,0   | -0,1  | 1,1   | 0,3   | -1,1  | 0,3    | 0,1    | 0,1    |
| Ceny pohonných hmot - čisté           | 3,05  | 2,82  | -0,35 | 0,08  | -0,17 | -0,03 | 0,07  | -0,03 | 0,34  | 0,13  | -0,39 | 0,16   | 0,07   | 0,05   |
| Ceny pohonných hmot - čisté           |       |       | -0,06 | 0,02  | -0,01 | 0,14  | 0,11  | 0,00  | 2,0   | -1,5  | -0,02 | 1,0    | 0,0    | 0,00   |
| st. obd. m.r. = 100                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| Korigovaná inflace bez PH **) - čistá | 52,07 | 49,02 | 0,6   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,3   | 0,6   | 0,8   | 0,6   | 0,9    | 1,1    | 1,3    |
| Ceny pohonných hmot - čisté           | 3,05  | 2,82  | 0,32  | 0,28  | 0,26  | 0,27  | 0,26  | 0,14  | 0,32  | 0,37  | 0,46  | 0,37   | 0,57   | 0,66   |
| Ceny pohonných hmot - čisté           |       |       | 0,32  | 0,36  | 0,29  | 0,21  | 0,30  | 0,24  | 6,1   | 4,1   | -7,5  | -4,6   | 0,7    | 7,5    |
|                                       |       |       |       |       |       |       |       |       | 0,16  | 0,12  | -0,25 | -0,15  | 0,03   | 0,22   |

# Vývoj inflace v roce 2007 - varianta střed

| 2007                                                                | Stálá váha<br>ve spotř.<br>koši v % | Přepočtená<br>váha ke<br>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. |
| <b>Spotřebitelské ceny cel.</b>                                     | 100,00                              | 100,00                               | 31.1          | 28.2  | 31.3  | 30.4  | 31.5  | 30.6  | 31.7  | 31.8  | 30.9  | 31.10  | 30.11  | 31.12  |
| Regulované ceny<br>(podíl na růstu sp cen)                          | 17,21                               | 22,62                                | 1,4           | 0,2   | 0,0   | 0,1   | 0,3   | 0,7   | 0,8   | 0,2   | 0,4   | 0,5    | 0,2    | 0,2    |
| Vliv rustu nepr. daní v nereg. cenách *)<br>(podíl na růstu sp cen) | x                                   | x                                    | 3,5           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,2   | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Cistá inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                            | 82,79                               | 77,38                                | 0,77          | 0,04  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,05  | 0,04  | 0,02  | 0,02  | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabák<br>(podíl na růstu sp cen)     | 27,68                               | 25,79                                | 0,09          | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,11  | 0,40  | 0,30  | 0,15  | 0,09  | 0,03   | 0,00   | 0,00   |
| korigovaná inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                       | 55,11                               | 51,59                                | 0,8           | 0,2   | 0,0   | 0,1   | 0,2   | 0,1   | 0,5   | 0,1   | -0,6  | 0,6    | 0,2    | 0,6    |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabák<br>(podíl na růstu sp cen)     | 27,68                               | 25,79                                | 0,9           | -0,1  | 0,0   | 0,1   | 0,4   | 0,3   | -0,9  | -0,6  | 0,2   | 0,9    | 0,2    | 0,6    |
| korigovaná inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                       | 55,11                               | 51,59                                | 0,33          | -0,05 | 0,00  | 0,02  | 0,10  | 0,08  | -0,25 | -0,16 | 0,04  | 0,24   | 0,08   | 0,17   |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 0,7           | 0,3   | 0,0   | 0,1   | -0,1  | 0,3   | 1,3   | 0,4   | 0,2   | 0,4    | 0,2    | 0,2    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 0,37          | 0,16  | 0,01  | 0,06  | 0,05  | 0,15  | 0,89  | 0,27  | -0,31 | 0,22   | 0,09   | 0,08   |
| 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  |
| <b>Spotřebitelské ceny cel.</b>                                     | 100,00                              | 100,00                               | 1,4           | 1,6   | 1,6   | 1,7   | 1,9   | 2,6   | 3,4   | 3,6   | 3,2   | 3,6    | 3,8    | 4,0    |
| Regulované ceny<br>(podíl na růstu sp cen)                          | 17,21                               | 22,62                                | 3,5           | 3,7   | 3,7   | 3,7   | 4,2   | 3,9   | 4,1   | 4,2   | 4,3   | 4,3    | 4,3    | 4,3    |
| Vliv rustu nepr. daní v nereg. cenách *)<br>(podíl na růstu sp cen) | x                                   | x                                    | 0,77          | 0,81  | 0,81  | 0,81  | 0,81  | 0,88  | 0,91  | 0,93  | 0,95  | 0,95   | 0,95   | 0,95   |
| Cistá inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                            | 82,79                               | 77,38                                | 0,00          | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,11  | 0,51  | 0,81  | 0,93  | 0,93  | 0,93   | 0,93   | 0,93   |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabák<br>(podíl na růstu sp cen)     | 27,68                               | 25,79                                | 0,9           | 0,8   | 0,8   | 0,9   | 1,3   | 1,6   | 0,7   | 1,2   | 0,3   | 1,2    | 1,4    | 2,1    |
| korigovaná inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                       | 55,11                               | 51,59                                | 0,33          | 0,31  | 0,31  | 0,34  | 0,34  | 0,42  | 0,50  | 0,53  | 0,56  | 0,57   | 0,57   | 0,57   |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 0,37          | 0,38  | 0,38  | 0,42  | 0,47  | 0,53  | 0,57  | 0,59  | 0,61  | 0,62   | 0,62   | 0,62   |
| 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  |
| <b>Spotřebitelské ceny cel.</b>                                     | 100,00                              | 100,00                               | 3,1           | 3,2   | 3,4   | 3,3   | 3,1   | 3,5   | 3,8   | 4,1   | 4,0   | 4,1    | 4,1    | 4,0    |
| Regulované ceny<br>(podíl na růstu sp cen)                          | 17,21                               | 22,62                                | 5,3           | 5,3   | 5,2   | 5,1   | 4,1   | 4,2   | 4,2   | 4,3   | 4,3   | 4,3    | 4,3    | 4,3    |
| Vliv rustu nepr. daní v nereg. cenách *)<br>(podíl na růstu sp cen) | x                                   | x                                    | 1,18          | 1,18  | 1,19  | 1,13  | 0,92  | 0,94  | 0,94  | 0,96  | 0,96  | 0,96   | 0,96   | 0,96   |
| Cistá inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                            | 82,79                               | 77,38                                | 0,43          | 0,30  | 0,25  | 0,25  | 0,36  | 0,76  | 1,00  | 1,13  | 0,98  | 0,92   | 0,92   | 0,92   |
| z toho: ceny potravin, nápoje, tabák<br>(podíl na růstu sp cen)     | 27,68                               | 25,79                                | 1,9           | 2,2   | 2,3   | 2,5   | 2,3   | 2,3   | 2,4   | 2,6   | 2,6   | 2,8    | 2,8    | 2,7    |
| korigovaná inflace<br>(podíl na růstu sp cen)                       | 55,11                               | 51,59                                | 1,53          | 1,74  | 1,97  | 1,97  | 1,79  | 1,84  | 1,90  | 2,04  | 2,07  | 2,17   | 2,18   | 2,17   |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 2,2           | 2,7   | 3,1   | 3,1   | 2,8   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,3    | 2,3    | 2,1    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 2,2           | 2,7   | 3,1   | 3,1   | 2,8   | 2,2   | 2,2   | 2,2   | 2,1   | 2,3    | 2,3    | 2,1    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 1,8           | 2,0   | 2,2   | 2,2   | 2,0   | 2,4   | 2,5   | 2,8   | 2,9   | 3,0    | 3,0    | 3,1    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 1,8           | 2,0   | 2,2   | 2,2   | 2,0   | 2,4   | 2,5   | 2,8   | 2,9   | 3,0    | 3,0    | 3,1    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 2,9           | 2,8   | 3,0   | 3,0   | 3,0   | 3,3   | 3,1   | 3,2   | 3,3   | 3,5    | 3,6    | 3,6    |
| Průměr od počátku roku                                              | x                                   | x                                    | 3,1           | 3,2   | 3,2   | 3,3   | 3,2   | 3,3   | 3,4   | 3,4   | 3,5   | 3,6    | 3,6    | 3,6    |

\*) Od 1.5.2007 postigné proměny dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret platné od 1.1.2007

|                               |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| předch.m.=100                 |       |       | 2007  |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |       |
| Regulovaná inflace bez PH **) | 52,07 | 48,20 | 0,8   | 0,4   | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,3  | 1,3  | 0,4  | -1,0  | 0,4   | 0,2   | 0,2   |
| Ceny pohonných hmot - čistě   | 3,05  | 2,97  | -0,8  | 0,2   | 1,1   | 0,0   | -0,3  | 0,0  | 0,8  | 0,1  | -0,6  | 0,5   | 0,2   | 0,0   |
| Průměr od počátku roku        | x     | x     | -0,02 | -0,01 | -0,03 | -0,00 | -0,01 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | -0,02 | 0,01  | 0,00  | 0,00  |
| 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 |
| Regulovaná inflace bez PH **) | 52,07 | 48,20 | 1,4   | 1,6   | 1,8   | 2,0   | 2,1   | 2,5  | 2,7  | 2,9  | 3,0   | 3,1   | 3,1   | 3,2   |
| Ceny pohonných hmot - čistě   | 3,05  | 2,97  | 0,70  | 0,76  | 0,86  | 0,97  | 1,02  | 1,21 | 1,30 | 1,40 | 1,45  | 1,50  | 1,52  | 1,55  |
| Průměr od počátku roku        | x     | x     | 0,25  | 0,34  | 0,38  | 0,45  | 0,50  | 0,55 | 0,60 | 0,65 | 0,70  | 0,75  | 0,80  | 0,85  |



## Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí

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

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

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

# Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí (pokračování)

| ukazatel                      | měrná jednotka | 2003 | 2004 | 2005  | 2005<br>duben | 2005<br>květen | 2005<br>červen | 2005<br>červenec | 2005<br>srpen | 2005<br>září | 2005<br>říjen | 2005<br>listopad | 2005<br>prosincec | 2006<br>leden | 2006<br>únor | 2006<br>březen | 2006<br>duben | 2006<br>květen | 2006<br>červen |
|-------------------------------|----------------|------|------|-------|---------------|----------------|----------------|------------------|---------------|--------------|---------------|------------------|-------------------|---------------|--------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Maďarsko</b>               |                |      |      |       |               |                |                |                  |               |              |               |                  |                   |               |              |                |               |                |                |
| hrubý domácí produkt (s.c.)   | mzr. změna, %  | 3,4  | 4,6  | 4,1   | 4,5           | 4,5            |                | 4,5              | 4,5           | 4,5          | 7,3           | 7,2              | 4,3               |               | 4,6          |                |               |                |                |
| spotřeba domácností (s.c.)    | mzr. změna, %  | 8,5  | 3,2  | 2,1   | 2,6           | 2,6            |                |                  | 2,4           |              |               | 1,7              |                   |               | 2,2          |                |               |                |                |
| podíl běžného účtu na HDP     | %              | -8,7 | -8,9 | -7,3  | -8,5          | -8,5           |                |                  | -7,4          |              |               | -6,4             |                   |               | -7,0         |                |               |                |                |
| podíl obchodní bilance na HDP | %              | -4,0 | -3,0 | -3,2  | -3,2          | -3,2           |                |                  | -3,6          |              |               | -2,9             |                   |               | -3,2         |                |               |                |                |
| míra nezaměstnanosti          | %              | 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           | 7,8          | 7,7            | 7,5           | 7,3            |                |
| spotřebitelské ceny           | mzr. změna, %  | 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          | 2,3            | 2,3           | 2,8            | 2,8            |
| ceny průmyslových výrobků     | mzr. změna, %  | 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           | 4,4          | 5,4            | 5,8           | 5,3            |                |
| nominální kurz EUR/HUF        | mzr. změna, %  | 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          | 6,5            | 6,9           | 4,2            | 6,4            |
| 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           | 6,4          | 6,8            | 6,8           | 6,6            |                |
| <b>Polsko</b>                 |                |      |      |       |               |                |                |                  |               |              |               |                  |                   |               |              |                |               |                |                |
| hrubý domácí produkt (s.c.)   | mzr. změna, %  | 3,8  | 5,3  | 3,4   | 2,9           | 2,9            |                |                  | 3,9           |              |               | 4,3              |                   |               | 5,2          |                |               |                |                |
| soukromá spotřeba (s.c.)      | mzr. změna, %  | 1,9  | 4,3  | 2     | 1,4           | 1,4            |                |                  | 2,3           |              |               | 2,8              |                   |               |              |                |               |                |                |
| podíl běžného účtu na HDP     | %              | -2,2 | -1,3 | -0,8  | 0,3           | 0,3            |                |                  | -1,9          |              |               | -2,1             |                   |               |              |                |               |                |                |
| podíl obchodní bilance na HDP | %              | -2,7 | -2,3 | -0,9  | -0,4          | -0,4           |                |                  | -1,2          |              |               | -1,0             |                   |               |              |                |               |                |                |
| míra nezaměstnanosti          | %              | 19,9 | 19,6 | 18,2  | 18,8          | 18,3           | 18             | 17,9             | 17,8          | 17,6         | 17,3          | 17,3             | 17,6              | 18            | 18           | 17,8           | 17,2          | 16,6           |                |
| spotřebitelské ceny           | mzr. změna, %  | 1,7  | 4,4  | 0,7   | 3,0           | 2,5            | 1,4            | 1,3              | 1,6           | 1,8          | 1,6           | 1,0              | 0,7               | 0,6           | 0,7          | 0,4            | 0,7           | 0,9            |                |
| ceny průmyslových výrobků     | mzr. změna, %  | 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          | 0,9            | 1,7           | 2,3            |                |
| nominální kurz EUR/PLN        | mzr. změna, %  | 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         | -3,6           | -5,8          | -6,7           | -2,2           |
| jednorroční úroková sazba     | %              | 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           | 4,2          | 4,1            | 4,2           | 4,3            |                |
| <b>Slovensko</b>              |                |      |      |       |               |                |                |                  |               |              |               |                  |                   |               |              |                |               |                |                |
| hrubý domácí produkt (s.c.)   | mzr. změna, %  | 4,2  | 5,4  | 6,1   | 5,4           | 5,4            |                |                  | 6,3           |              |               | 7,4              |                   |               | 6,3          |                |               |                |                |
| spotřeba domácností (s.c.)    | mzr. změna, %  | 0,1  | 3,8  | 7,2   | 7,5           | 7,5            |                |                  | 7,8           |              |               | 6,5              |                   |               |              |                |               |                |                |
| podíl běžného účtu na HDP     | %              | -0,8 | -1,9 | -5,4  | -11,4         | -11,4          |                |                  | -4,4          |              |               | -3,4             |                   |               |              |                |               |                |                |
| podíl obchodní bilance na HDP | %              | -2,0 | -3,4 | -5,1  | -4,7          | -4,7           |                |                  | -2,2          |              |               | -9,4             |                   |               |              |                |               |                |                |
| míra nezaměstnanosti          | %              | 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         | 11,4           | 11,0          | 10,6           |                |
| spotřebitelské ceny           | mzr. změna, %  | 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          | 4,5            | 4,5           | 4,8            |                |
| ceny průmyslových výrobků     | mzr. změna, %  | 8,7  | 4,3  | 7,0   | 3,5           | 3,9            | 4,8            | 5,3              | 5,6           | 5,8          | 5,7           | 7,4              | 7,4               | 8,7           | 9,8          | 9,9            | 9,8           | 9,9            | 4,8            |
| nominální kurz EUR/SKK        | mzr. změna, %  | -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         | -2,1           | -4,7          | -3,7           | -1,7           |
| jednorroční úroková sazba     | %              | 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           | 3,3          | 3,8            | 4,0           | 4,2            |                |

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

Zpracovala: S. Pokutová, I. 2070







## Key macroeconomic indicators

| Key macroeconomic indicators |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

Legend: NL = net loans; - = data are not available; - = data are available but not usually released; \* CNB calculation; - = in brackets are constant weights in actual consumer basket; Zdrojové: Ing. Růžavský, 1. 2004