

V Praze dne 20. července 2007

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 2007. 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, Petr Král,
Tibor Hlédik, Ivan Matalík, Jiří Podpiera,
Petr Frydrych, Jan Schmidt,
Jaromír, Hurník, Kateřina Šmídková

Část I

Předkládací zpráva

Část II

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Příloha č. 2: Nabídková strana ekonomiky

Příloha č. 3: Peníze a úvěry

Příloha č. 4: Nákladové faktory

Příloha č. 5: Platební bilance

Příloha č. 6: Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

Příloha č. 7: ČR a rozpočet EU

Příloha č. 8: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období

Příloha č. 9: Alternativní prognóza strukturálním modelem „G3“

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 2007. Obsahuje přílohy: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu, 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 a Alternativní prognóza strukturálním modelem „G3“.

O B S A H

I. SHRUTÍ	1
I.1 Předpoklady a počáteční podmínky prognózy	1
I.2 Vyznění prognózy	3
I.3 Alternativní scénáře	5
I.4 Srovnávací tabulka změn v prognóze	7
 II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA	 10
II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí	10
II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky	16
II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení současného hospodářského vývoje	18
II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů	30
II.5 Vyznění prognózy	31
 III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE	 42
III.1 Rizika základního scénáře	42
III.2 Prognózy ostatních institucí	44

- Příloha č. 1: Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu
Příloha č. 2: Nabídková strana ekonomiky
Příloha č. 3: Peníze a úvěry
Příloha č. 4: Nákladové faktory
Příloha č. 5: Platební bilance
Příloha č. 6: Aktuální vývoj na trhu nemovitostí
Příloha č. 7: ČR a rozpočet EU
Příloha č. 8: Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období
Příloha č. 9: Alternativní prognóza strukturálním modelem „G3“

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 publikaci Consensus Forecasts, shrnující předpovědi řady zahraničních analytických týmů, a tržní výhledy. Aktuální prognóza je založena na červnových datech Consensus Forecasts a na tržních informacích platných v den uzavření tohoto šetření. Vývoj ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR je aproximován efektivním vývojem v zemích eurozóny. Jako indikátor vývoje cen energetických surovin používá prognóza ČNB výhled ceny ropy Brent, který je pro účel prognózy cen pohonných hmot doplněn o výhled ceny benzínu z trhů ARA. Očekávání budoucího zahraničního vývoje se oproti minulé prognóze posunulo dále směrem k vyššímu ekonomickému růstu a v souvislosti s tím i k vyšším úrokovým sazbám. Výše očekávané zahraniční inflace se, navzdory vyššímu očekávanému ekonomickému růstu a výraznému proinflačnímu posunu v očekávaných cenách ropy a benzínu, změnila jen nepatrně.

Nový referenční scénář předpokládá v letošním roce růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen eurozóny ve výši 1,9 %. Oproti dubnové prognóze se jedná o mírný posun směrem nahoru, za kterým stojí zejména přehodnocení růstu cen v SRN v důsledku vyššího ekonomického růstu. Očekávaný růst spotřebitelských cen pro rok 2008 zůstává zachován na úrovni 1,7 %. Letošní zvýšení DPH v SRN by nemělo vytvářet tlak na zvýšení dovozních cen do ČR, a tento efekt je proto v prognóze očištěn. U efektivního ukazatele cen výrobců eurozóny referenční scénář červencové prognózy předpokládá pro roky 2007 a 2008 růst mírně nad 2 %. V důsledku příznivého vývoje ekonomik eurozóny v prvním čtvrtletí roku 2007 analytici znovu výrazně přehodnotili svůj výhled hospodářského růstu v letošním roce. Ekonomický růst eurozóny v efektivním vyjádření by měl v tomto roce dosáhnout 2,7 %, v příštím roce se pak očekává zpomalení růstu na 2,3 %. Předpokládané působení zahraniční poptávky na domácí ekonomiku ale zůstává mírně protiinflační na celé prognóze, i když méně než v minulosti.

Cena ropy pokračovala ve svém růstu i v průběhu druhého čtvrtletí, přičemž tempo růstu výrazně překonalo očekávání trhu v době tvorby dubnové prognózy. Nový tržní výhled budoucích cen ropy se proto posunul směrem nahoru, když se očekává další nárůst cen z průměrné hodnoty 68,7 USD/barel ve druhém čtvrtletí 2007 až na více jak 72 USD/barel ve druhém čtvrtletí příštího roku. Podobně by se měly vyvíjet ceny benzínu z trhů ARA, které se sezonními výkyvy vzrostou až na úroveň 700 USD/t v létě 2008.

Oslabování kurzu dolaru vůči euru se nezastavilo ani ve druhém čtvrtletí. V souvislosti s aktuálním vývojem červnový Consensus Forecasts znovu přehodnotil očekávání budoucího vývoje kurzu USD/EUR směrem k slabšímu dolaru. V letošním roce by kurz dolaru měl být zhruba stabilní okolo úrovně 1,35 USD/EUR, v příštím roce by měl mírně posílit až na úroveň 1,33 USD/EUR ke konci roku. Trajektorie implikovaných jednoletých sazeb EURIBOR se posunula vzhůru v důsledku vyššího ekonomického růstu v zemích eurozóny. Průměrná roční sazba by v letošním roce měla činit 4,4 % a v roce 2008 4,7 %.

Vedle předpokladů o zahraničním ekonomickém vývoji je významným vstupem prognózy i předpoklad o působení domácí fiskální politiky. Červencová prognóza nezměnila odhad výše deficitu veřejných financí v roce 2007 (3,5 % HDP), v roce 2008 ho však snížila (na 3,0 % HDP) v souladu se závazky ČR vůči EU. Do fiskální prognózy pro rok 2008 byla nově

zpracována opatření, která mohou být v příštím roce realizována i při neschválení fiskální reformy jako celku. Jedná se o opatření, která jsou ve výlučné pravomoci vlády nebo která plynou z harmonizačních závazků ČR vůči EU (zavedení tzv. ekologických daní), resp. ohledně kterých panuje poměrně široká politická shoda (odložení účinnosti zákona o nemocenském pojištění k 1.1.2009). Prognóza nadále neobsahuje možné dopady vyplývající ze schválení daňových a sociálních zákonů v rámci vládní fiskální reformy. Zatím není jisté zda a v jaké finální podobě budou zákony po zapracování pozměňovacích návrhů schváleny Parlamentem ČR. V tomto ohledu panuje aktuálně vyšší nejistota než v případě dubnové prognózy, kdy byl sestaven alternativní scénář simulující dopady fiskální reformy.

V souvislosti se snížením deficitu očekáváme v příštím roce tlumící působení fiskální politiky na poptávku. Fiskální impuls, aproximující vliv fiskální politiky na poptávku v ekonomice, se z kladné hodnoty v letošním roce posune do mírně záporné hodnoty v roce 2008. Nadále platí, že na horizontu prognózy není očekáván výraznější dodatečný fiskální stimul z titulu přílivu peněz z fondů Evropské unie.

Dalším faktorem určujícím vyznění prognózy je předpoklad o rovnovážných hodnotách klíčových makroekonomických veličin, především reálných úrokových sazeb, reálného kurzu, reálných mezd a inflaci nezrychlujícího produktu. Na základě těchto předpokladů 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, mezd, kurzu a úrokových sazeb. Tato analýza využívá vzájemných vazeb mezi uvedenými veličinami tak, jak je vnímá predikční model ČNB.

V rámci tvorby červencové prognózy došlo ke dvěma úpravám čtvrtletního predikčního modelu ČNB. Z důvodu přechodu na nové váhové schéma inflace dovozních cen a revize této časové řady bylo nutné přehodnotit parametry modelových rovnic dovozních cen potravin a energií. Dále byla na základě analýzy predikčních schopností mírně zvýšena časová premie v modelové rovnici jednorozhodných úrokových sazeb.

V souvislosti se změnou ve výhledu zahraničních reálných úrokových sazeb, který se posunul vzhůru v důsledku očekávání vyšších nominálních sazeb při jen mírně vyšší inflaci, a v souladu se zvýšením zahraničního potenciálního růstu byla na prognóze zvýšena trajektorie rovnovážného reálného 1R EURIBORU, koncem roku 2008 až na 2,0 %. Spolu s touto změnou došlo k mírnému zvýšení jednorozhodné domácí reálné rovnovážné sazby nepatrně nad 1 %. Odhadované tempo rovnovážné reálné apreciacie se nezměnilo a zůstává na prognóze v intervalu 3,0 – 3,5 % s pozvolna klesající tendencí. V souvislosti se zveřejněním odhadu růstu HDP v prvním čtvrtletí 2007 a s revizí údajů za poslední tři roky došlo k mírnému zvýšení odhadu tempa růstu potenciálního, inflaci nezrychlujícího produktu až na aktuální úroveň 5,8 %. Na prognóze bude tempo růstu inflaci nezrychlujícího produktu pozvolna klesat k hodnotě 5,5 %. Rovnovážné reálné mzdy rostou na horizontu prognózy poněkud pomaleji než inflaci nezrychlující produkt, oproti dubnové prognóze se však jejich předpokládané tempo růstu zvyšuje.

Inflační tlaky z reálné ekonomiky jsou v modelu aproximovány tzv. reálnými mezními náklady. Tyto náklady se skládají z nákladů plynoucích ze zvyšujícího se objemu produkce (nazývány mezera výstupu) a ze mzdových nákladů (nazývány mezera reálných mezd). Odhad inflačních tlaků z reálné ekonomiky pro druhé čtvrtletí 2007 se oproti dubnové prognóze posunul k více proinflačnímu působení v důsledku otevřenější kladné mezery

výstupu. Při mírně vyšší než očekávané inflaci se vyšší než očekávaný domácí i zahraniční růst reálného HDP v prvním čtvrtletí a s tím související zvýšení odhadu růstu HDP i ve druhém čtvrtletí takřka plně promítnul do vyšší mezery výstupu. Naopak, rychlejší než očekávaný růst reálných mezd v důsledku neočekávaně vysokého růstu nominálních mezd se převážně odrazil v přehodnocení tempa růstu reálné rovnovážné mzdy. Spolu s přehodnocením mezery reálných mezd směrem k více protiinflačnímu působení na minulosti pod vlivem rychlejšího růstu produktivity práce (vliv revize dat HDP) to znamená, že se odhad mezery reálných mezd ve druhém čtvrtletí nezměnil. Její působení tak lze v současnosti charakterizovat jako zhruba neutrální.

Proinflační tlaky ze strany objemu produkce, aproximované mezerou výstupu, plynou z rychlého, více jak 6% růstu HDP přesahujícího růst potenciálního produktu. Záporná mezeru výstupu se uzavřela na konci roku 2005 a od té doby zůstává v kladných hodnotách. Významným zdrojem růstu je spotřeba domácností a hrubá tvorba kapitálu. V prvním čtvrtletí sice dle odhadu ČSÚ vzrostly fixní investice jen o 1,5 % meziročně, avšak vysoký nárůst zásob v témže čtvrtletí spolu s růstem stavební výroby a dovozů pro investiční účely ukazuje na pravděpodobně pokračující vysoký růst fixních investic ve druhém čtvrtletí.

Opačně, protiinflačním směrem, působily v uplynulých dvou letech tlaky ze strany reálných mezd. Prudký pokles inflace na přelomu letošního a loňského roku v kombinaci se zrychlováním růstu nominálních mezd způsobil nárůst reálných mezd, které se tak přiblížily své rovnovážné hodnotě.

Růst spotřebitelských cen byl ve druhém čtvrtletí 2007 nad dubnovou prognózou. Od předpokladů se nejvíce odchýlily ceny pohonných hmot, které vzrostly v důsledku vyšších světových cen ropy, a dopady změn nepřímých daní, když se cigarety s vyššími cenami začaly na trhu objevovat o měsíc dříve, než předpokládala prognóza. Mírně vyšší byl i růst regulovaných cen. Vývoj cen potravin a korigované inflace bez pohonných hmot byl zhruba v souladu s prognózou.

Současné nastavení reálných měnových podmínek, které ovlivňuje budoucí průběh hospodářského cyklu, je hodnoceno v souhrnu jako neutrální až mírně uvolněné. Kurzová složka je vlivem oslabení nominálního měnového kurzu hodnocena ve druhém čtvrtletí jako mírně uvolněná, úroková složka je mírně přísná.

I.2 Vyznění prognózy

Výše uvedené informace o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji získané od sestavení dubnové prognózy mění prognózu budoucího vývoje české ekonomiky. Tlaky z reálné ekonomiky – zachycené mezerou reálných mezních nákladů – budou ve zbytku letošního roku proinflační. V roce 2008 proinflační působení reálné ekonomiky postupně zeslabí.

Působení první složky reálných mezních nákladů – mezery výstupu – bude na celé prognóze proinflační. Ve zbytku letošního roku dojde k dalšímu rozevření mezery výstupu do kladných hodnot především z důvodu uvolněných měnových podmínek v kurzové složce. K vyššímu ekonomickému růstu v letošním roce přispěje i fiskální politika. Zahraniční poptávka bude působit na domácí mezeru výstupu zhruba neutrálně, resp. jen mírně protiinflačně. Za těchto předpokladů růst reálného HDP v letošním roce dosáhne 6,2 %. V roce 2008 se mezeru výstupu začne uzavírat vlivem zpřísnování měnové i fiskální politiky. Při naplnění těchto předpokladů prognóza růst HDP v roce 2008 zpomalí na 5,4 %.

Z hlediska jednotlivých složek ekonomického růstu bude v letošním roce hrát nejvýznamnější roli spotřeba domácností, která poroste tempem 6,1 %. Za vysokou dynamikou spotřeby bude stát vysoké tempo zvyšování reálných mezd a růst sociálních transferů, plynoucí ze zákonné úpravy výše rodičovského příspěvku a ze změn v systému sociálních dávek. Růst spotřeby bude též podporován pokračujícím růstem zaměstnanosti. V roce 2008 ale dojde vlivem zpomalení růstu reálných mezd a zaměstnanosti, zpřísnění úrokové složky měnových podmínek a vlivem odeznění efektu sociálních transferů z předchozího roku ke zpomalení dynamiky reálných spotřebitelských výdajů na zhruba 4 %.

Roli tahouna ekonomického růstu v roce 2008 převzou investice. Investiční aktivita bude na celé prognóze podporována především pokračujícím růstem zahraniční poptávky, přílivem přímých zahraničních investic a uvolněným působením reálných měnových podmínek. Červencová prognóza však mírně snižuje odhad růstu fixních investic v roce 2007 z důvodu přechodně nižší tvorby fixního kapitálu v prvním čtvrtletí letošního roku. V roce 2007 tak hrubá tvorba fixního kapitálu poroste zhruba 7% tempem, v roce 2008 ale její růst opět zrychlí a dosáhne téměř 10 %.

Prognóza nadále předpokládá trendový růst exportní výkonnosti spojený s přílivem přímých zahraničních investic a souvisejícími změnami na nabídkové straně ekonomiky. Uvolněnější působení reálného kurzu a optimističtější výhled zahraniční poptávky vede ve srovnání s dubnovou prognózou ke zvýšení tempa růstu reálného vývozu v letošním roce na zhruba 14 %. V roce 2008 se růst reálného vývozu vlivem zpomalení zahraniční poptávky sníží na 13 %. Silný růst domácí poptávky spolu s vysokou dovozní náročností vývozu povede k meziročnímu růstu reálného dovozu o 14,5 % v roce 2007. V roce 2008 růst dovozu vlivem nižšího růstu domácí poptávky mírně zpomalí na zhruba 12 % a bude jen mírně zaostávat za dynamikou vývozu.

Druhá složka mezery reálných mezních nákladů – mezera reálných mezd – bude v letošním roce působit na inflaci zhruba neutrálně, v roce 2008 se její působení stane protiinflačním. Ačkoliv prognóza očekává pokračující pokles nezaměstnanosti a vysoký růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře (8,0 % v roce 2007 a 8,7 % v roce 2008), zrychlující inflace způsobí zaostání růstu reálných mezd za jejich rovnovážným růstem.

Ve zbytku roku 2007 se kurz koruny vůči euru bude pohybovat poblíž současných hodnot, přičemž tlaky na jeho oslabení plynoucí ze záporného úrokového diferenciálu vůči zahraničí a z vyšší domácí inflace než v zahraničí budou vyváženy vlivem dlouhodobého rovnovážného zhodnocování reálného kurzu. Tento dlouhodobý vliv začne převažovat v průběhu roku 2008 a obnoví se trend mírného nominálního posilování kurzu.

Červencová prognóza inflace se nachází oproti dubnové prognóze výše. Toto přehodnocení odráží souběh proinflačních signálů přicházejících v posledním čtvrtletí z domácí i zahraniční ekonomiky. V nejbližších čtvrtletích se projeví zvýšení prognózy dovozních cen a v delším období zpožděné dopady inflačního působení reálné ekonomiky. Ve druhém pololetí letošního roku bude celková inflace zrychlovat vlivem všech svých složek a ke konci roku 2007 dosáhne 3,8 %. Inflační tlaky z reálné ekonomiky se v průběhu roku 2008 sice poněkud zmírní, budou však nadále přispívat k růstu inflace. Příspěvek administrativních vlivů do inflace vyvrcholí v prvním čtvrtletí 2008. Ke zrychlení celkové inflace v roce 2008 mírně nad 4 % přispěje i nárůst inflačních očekávání ovlivněný zpožděnými dopady těchto faktorů. K inflačnímu cíli se inflace začne vracet až v roce 2009, kdy se projeví posilování kurzu a mírný pokles tlaků z reálné ekonomiky. V horizontu měnové politiky, tj. ve druhém pololetí

roku 2008, se inflace bude pohybovat nad horním okrajem tolerančního pásma pro inflační cíl.

Vývoj inflace bude v následujících letech, stejně jako v letošním roce, významně ovlivněn dopady daňových změn plynoucích z potřeby harmonizace nepřímých daní s pravidly EU. Vedle již v předchozích prognózách uvažovaných změn spotřebních daní na tabákové výrobky bylo do prognózy nově zapracováno zavedení tzv. ekologických daní. Průměrný primární dopad nepřímých daní do meziroční inflace bude v horizontu měnové politiky 0,7 procentního bodu. Na primární dopady nepřímých daní je standardně aplikován institut výjimky. Po očištění o tyto vlivy se měnověpolitická inflace pohybuje v horizontu měnové politiky v horní polovině tolerančního pásma pro inflační cíl na průměrné hodnotě 3,6 %.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve výrazný růst nominálních úrokových sazeb a poté jejich stabilita ve zbytku prognózovaného období.

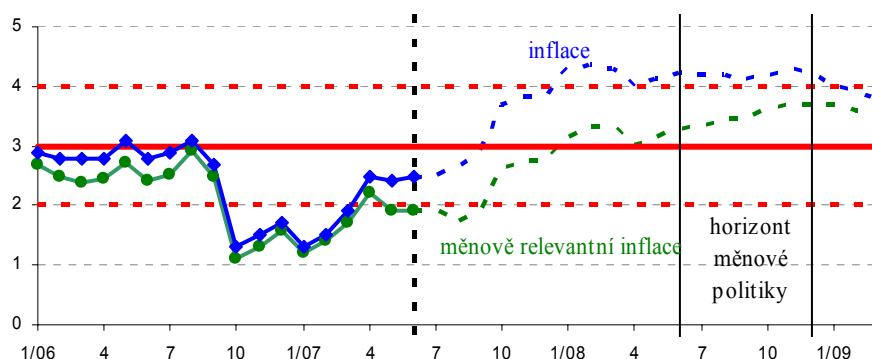
I.3 Alternativní scénáře

V rámci sestavení prognózy byl zpracován standardní citlivostní scénář dopadu odchylky měnového kurzu do prognózy a diskutován alternativní scénář zachycující nejistotu týkající se inflačních očekávání.

Základní scénář prognózy předpokládá poměrně rychlý nárůst inflačních očekávání. Alternativní scénář uvažuje situaci, kdy jsou inflační očekávání ovlivněna dlouhodobou zkušeností spotřebitelů s nízkou korigovanou inflací bez pohonných hmot a nízkou inflací cen potravin. Tato zkušenost může vést k nižší očekávané inflaci než je v základním scénáři prognózy a k nepromítání daňových změn do inflačních očekávání.

Díky nižším inflačním očekáváním dochází v alternativním scénáři k pomalejšímu růstu měnověpolitické inflace, celkové inflace a k poněkud mírnější reakci úrokových sazeb oproti základnímu scénáři. Mezera v reálných mezních nákladech je mírně více otevřená do kladných hodnot v důsledku rychlejšího růstu reálných mezd. Její v porovnání se základním scénářem více proinflační vliv je však převážen nižšími inflačními očekáváním.

Prognóza inflace (mzr. v %)



Aktuální prognóza a její změny oproti 4. SZ 2007 (sezonně očištěno)

I.			7. SZ	4. SZ				
	mezera RMC*	2Q2007	0.7	0.3				
	z toho: mezera výstupu		1.0	0.6				
	mezera reálných mezd		-0.1	-0.1				
	RMCI gap		-0.1	0.0				
	z toho: RIR gap		0.2	0.2				
	RER gap		-0.3	-0.2				
II.			3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
	CPI	7. SZ	2.8	3.8	4.3	4.1	4.2	4.2
		4. SZ	2.5	3.6	3.7	3.6	3.4	3.3
	CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	7. SZ	2.0	2.7	3.3	3.2	3.4	3.6
		4. SZ	1.6	2.5	2.8	2.7	2.8	2.9
	Mezera RMC	7. SZ	0.7	0.9	0.6	0.2	0.2	0.2
		4. SZ	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
	HDP	7. SZ	6.1	6.2	5.8	5.5	5.3	5.0
		4. SZ	5.7	5.5	5.4	5.3	5.3	5.3
	Reálné mzdy	7. SZ	6.1	5.1	4.5	4.7	4.7	4.9
		4. SZ	5.7	4.5	4.1	4.4	4.4	4.5
	Implikované sazby	7. SZ	3.4	4.1	4.6	4.8	5.0	5.1
		4. SZ	3.1	3.4	3.5	3.7	3.9	4.1
III.			2007	2008				
	Zaměstnanost	7. SZ	1.2	0.4				
		4. SZ	0.7	0.1				
	Míra nezaměstnanosti*	7. SZ	7.1	6.6				
		4. SZ	7.2	6.8				
	deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.	7. SZ	-2.5	-1.8				
		4. SZ	-2.9	-2.6				

*) 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 RMC vyjadřuje inflační tlaky z reálné ekonomiky tak, jak jsou aproximovány reálnými mezními náklady podniků na cenu produkce. Kladná hodnota mezery vyjadřuje proinflační tlaky. Mezera RMC se dále člení na mezeru výstupu, zachycující rostoucí mezní náklady podniků při zvyšujícím se objemu produkce a definované jako rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem, a na mezeru reálných mezd, popisující reálné mzdové náklady a definované jako rozdíl mezi reálnou mzdou a její rovnovážnou úrovní. RMCI gap zachycuje aktuální nastavení měnových podmínek. Kladná hodnota gapu vyjadřuje přísné nastavení počátečních podmínek. RMCI gap se dále dělí na úrokovou složku (RIR gap, zobrazuje rozdíl mezi skutečnou a rovnovážnou úrovní reálných úrokových sazeb, přičemž kladná hodnota znamená, že skutečné sazby jsou vyšší než rovnovážné) a na kurzovou složku (RER gap, zachycuje rozdíl mezi skutečnou a rovnovážnou úrovní reálného kurzu, kladná hodnota ukazuje, o kolik procent je skutečný kurz apreciovanější oproti své rovnovážné hodnotě). 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. Zaměstnanost celkem zachycuje meziroční změnu počtu zaměstnaných osob v procentech. Míra nezaměstnanosti a podíl běžného účtu platební bilance na HDP jsou v procentech.

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 pohonných hmot, mezeru reálných mezních nákladů a tříměsíční úrokové sazby.

Trajektorie úrokových sazeb leží oproti 4. SZ na celém horizontu prognózy výše. Důvodem je vyšší měnověpolitická inflace, tj. inflace, na kterou měnová politika reaguje, odrážející především vyšší prognózu korigované inflace bez PH a inflace cen potravin. Na tomto zvýšení se podílejí především vyšší inflační tlaky z reálné ekonomiky, depreciovanější úroveň měnového kurzu a více proinflační výhled vnějšího prostředí.

V porovnání se 4. SZ došlo v jádrovém predikčním aparátu ke dvěma úpravám (viz **kap. II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů**). První změnou byla úprava modelových koeficientů v rovnicích dovozních cen. Změna jejich nastavení byla vynucena revizí časových řad dovozních cen včetně přechodu na nové váhové schéma. Další změna koeficientu byla provedena v rovnici 1R PRIBOR, kdy byla mírně zvýšena časová prémie z 0,1 na 0,2 p.b. Dopad uvedených změn na prognózu klíčových veličin je zachycen v řádku **Efekt změn modelu**. Tento efekt jde ve směru mírného snížení prognózy celkové inflace i budoucí trajektorie úrokových sazeb.

Zahrnutím historických dat do minulé prognózy dochází k výraznému zvýšení prognózy inflace. Aktuální hodnota inflace za 2Q 2007 byla o 0,4 p.b. vyšší než předpokládala 4. SZ. Na zvýšení prognózy inflace také působí deprecie nominálního měnového kurzu a zvýšení inflačních tlaků z reálné ekonomiky. S vyššími hodnotami budoucí inflace z titulu historických dat korespondují i vyšší hodnoty úrokových sazeb.

Navzdory přehodnocení krátkodobé prognózy oproti 4. SZ nahoru její zpracování do modelové prognózy působí protiinflačním směrem (s výjimkou prognózy regulovaných cen, jejíž vliv je hodnocen zvlášť). Krátkodobý výhled korigované inflace bez PH, inflace cen potravin a výhled růstu nominálních mezd je nižší, než by odpovídalo čistě modelové prognóze. Naopak mírně proinflačně působí zahrnutí krátkodobé prognózy cen energií. Krátkodobý výhled kurzu na úrovni 28,3 CZK/EUR je také lehce depreciovanější, než by predikoval model. Působí tak rovněž proinflačním směrem a částečně tlumí protiinflační působení krátkodobé predikce hlavních složek inflace a mezd.

Posun v zahraničním vývoji působí na domácí inflaci v souhrnu proinflačně. To je dáno mírným růstem aktuální hodnoty efektivního ukazatele inflace v eurozóně, vyšším výhledem růstu zahraničního efektivního ukazatele ekonomické aktivity a zejména vyšším výhledem zahraničních úrokových sazeb. Posun zahraničních sazeb směrem nahoru též významně přispívá k růstu domácích úrokových sazeb. Také krátkodobý výhled dolarových cen ropy přebíraný z tržních kontraktů je vyšší než v minulé prognóze.

Výsledné působení výše zmíněných faktorů je hodnoceno jako výrazně proinflační. Jejich dopad je uveden v řádku **Efekty historických dat, exogenních faktorů a NTF**. Na vyšší prognózu inflace reaguje měnová politika ztlačením vyššími úrokovými sazbami.

Ve srovnání se 4. SZ je počáteční podmínka mezery reálných mezních nákladů vyšší, což je dáno posunem mezery výstupu při přibližné stabilitě mezery reálných mezd. Přehodnocení tempa růstu potenciálu však na prognózu způsobilo posun mezery v reálných mzdách směrem

dolů. Tento vliv v modelové simulaci nakonec převážil výše zmíněný posun počáteční podmínky mezery výstupu a způsobil mírný posun prognózy inflace i úrokových sazeb směrem dolů. Uvedené vlivy jsou zachyceny v řádku **Efekt rovnovážných trajektorií a počátečního stavu**.

V porovnání se 4. SZ zůstává celkový dopad vlivu nepřímých daní v roce 2007 zachován, mění se pouze rozložení dopadu změn nepřímých daní v čase. Daňové dopady se více realizovaly na historii, naopak ve 3. a 4.Q 2007 byl jejich dopad zmírněn. V roce 2008 byl odhad dopadů zvýšení spotřebních daní u cigaret mírně snížen, nově se ale předpokládá dopad zavedení spotřební daně u pevných paliv. Celkový vliv je v roce 2008 pouze mírně nižší než v 4. SZ (viz **Efekt daní**).

Aktuální prognóza regulovaných cen je v roce 2007 zhruba stejná jako ve 4. SZ, v roce 2008 se prognóza posunula mírně směrem nahoru v důsledku zavedení spotřebních (ekologických) daní na energie. Tento dopad je ovšem zahrnut v kroku Efekt daní, prognóza vývoje ostatních položek regulovaných cen se nemění. V modelových simulacích parciálních efektů jsou prognózované hodnoty regulovaných cen odvozeny od vývoje korigované inflace a cen energií, základní scénář prognózy však přebírá regulované ceny z výhledu krátkodobé prognózy, který obsahuje očekávaná administrativní opatření. Výsledek simulace s převzetím krátkodobé prognózy ukazuje zanedbatelný dopad změn regulovaných cen na prognózu (viz **Efekt regulovaných cen**).

Souhrnný dopad expertních úprav posunuje prognózu celkové inflace i úrokových sazeb směrem dolů (viz **Efekty expertních úprav**). Hodnota fiskálního impulzu pro rok 2008 byla ve srovnání se 4. SZ posunuta směrem dolů. V důsledku předpokladu nižšího růstu cen potravin a energií ve 4.Q 2007 než je modelová kalibrace byl jejich růst expertně snížen. Skokové výkyvy v regulovaných cenách byly expertně očištěny z domácích inflačních očekávání a z mezery v reálných mzdách. Modelový růst dovozních cen byl v prvním čtvrtletí prognózy (u dovozních cen potravin i ve druhém) také navázán na expertní prognózu.

Lze tedy shrnout, že za posunem prognózy směrem nahoru stojí poměrně výrazný proinflační efekt historických dat a exogenních faktorů, zatímco všechny ostatní změny mají buď zanedbatelný dopad nebo zvýšení prognózy tlumí.

Celková meziroční inflace (v p.b.)	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4
Efekt změn modelu	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Efekty hist. dat, exogen. faktorů a NTF	0,7	1,0	1,5	1,6	1,7	1,6
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Efekty daní	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Efekty regulovaných cen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty expertních úprav	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5
Celkový posun oproti 4. SZ 2007	0,3	0,2	0,6	0,6	0,8	0,9

Korigovaná mizr. inflace bez PH (v p.b.)	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4
Efekt změn modelu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Efekty hist. dat, exogen. faktorů a NTF	0,2	0,3	0,5	0,8	0,9	1,0
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Efekty daní	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Efekty regulovaných cen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty expertních úprav	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2
Celkový posun oproti 4. SZ 2007	0,0	0,1	0,3	0,5	0,7	0,7

Reálné mezní náklady	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4
Efekt změn modelu	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Efekty hist. dat, exogen. faktorů a NTF	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty daní	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty regulovaných cen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Efekty expertních úprav	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1
Celkový posun oproti 4. SZ 2007	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0

3 měsíční úroková sazba (v p.b.)	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4
Efekt změn modelu	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Efekty hist. dat, exogen. faktorů a NTF	1,0	1,7	2,1	2,3	2,4	2,3
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Efekty daní	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Efekty regulovaných cen	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1
Efekty expertních úprav	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7
Celkový posun oproti 4. SZ 2007	0,3	0,7	1,1	1,2	1,1	1,0

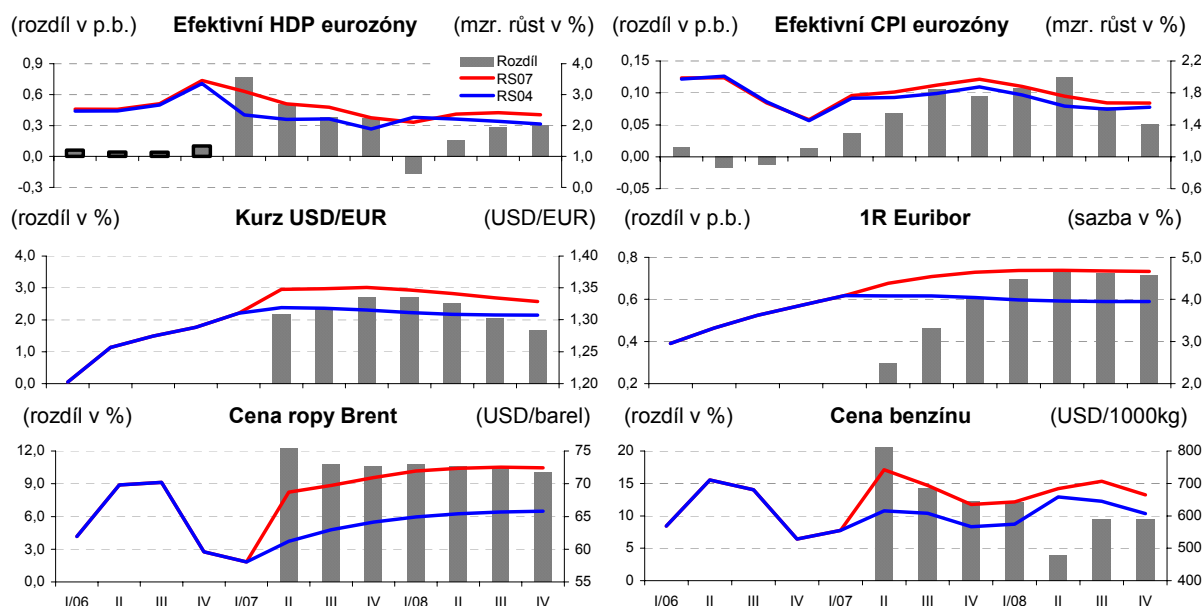
II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA

II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí

Nový referenční scénář a změny od poslední prognózy

Na základě šetření Consensus Forecasts z června 2007 (CF06) a z tržních výhledů ke dni jeho zjišťování byl připraven referenční scénář pro 7. situační zprávu (RS07). Ve srovnání se scénářem dubnové prognózy (RS04) doznal významné změny výhled **růstu efektivního HDP** eurozóny, který se pod vlivem skutečných dat zvýšil o 0,5 p.b. pro rok 2007 (na 2,7 %). Rozdíl v 1.Q ve výši 0,8 p.b. odráží výrazně vyšší skutečnost oproti předpovědi, přičemž jsou k dispozici údaje za všechny země eurozóny kromě Irska. V následujícím roce se očekává zpomalení růstu na 2,3 %, ale předpověď zůstává oproti RS04 vyšší o 0,1 p.b.

Směrem nahoru oproti RS04 (o 0,1 p.b.) byl revidován výhled **efektivní spotřebitelské inflace**, která v roce 2007 dosáhne 1,9 %. Přispělo k tomu zejména přehodnocení růstu cen v Německu. Předpověď pro rok 2008 zůstala nezměněna (1,7 %). U inflace cen výrobců došlo oproti RS04 k posunu předpovědi mírně vzhůru na 2,2 % v roce 2007 a 2,1 % v roce 2008.



Průměrná hodnota jednoleté sazby **Euribor** ve 2.Q 2007 činila 4,4 %, což je o 0,3 p.b. nad dubnovou prognózou. Nový scénář implikovaných sazeb se opět posunul výše a předpokládá postupný nárůst sazeb na 4,7 % na konci roku 2008. Rozdíl oproti RS04 tak dosáhl 0,7 p.b. na konci horizontu předpovědi.

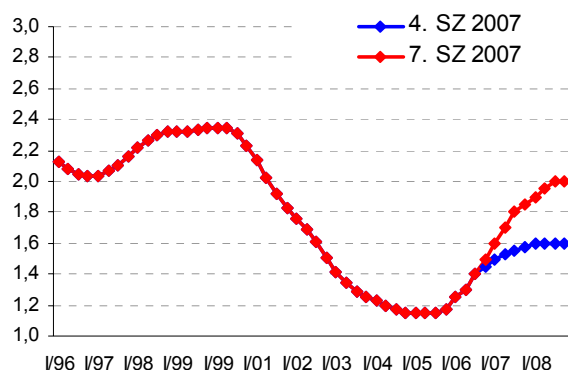
Průměrná hodnota **kurzu USD/EUR** byla ve 2.Q 2007 o 2 % slabší (1,35 USD/EUR) oproti RS04. Na této úrovni by měl kurz zůstat až do konce letošního roku, v roce 2008 se očekává mírná apreciacie dolaru na 1,33 USD/EUR.

Výrazný nárůst **cen ropy Brent** v 2.Q 2007 překonal tržní očekávání, když průměrná cena ropy (68,7 USD/b) dosáhla hodnoty o 12 % vyšší než předpoklad RS04. Nový výhled počítá s dalším nárůstem ceny až na hranici 72 USD/b ve 2.Q 2008, přičemž RS04 očekával pro stejné období cenu o 7 USD/b nižší. Také nová předpověď cen benzínu je výrazně nad úrovní dubnové prognózy.

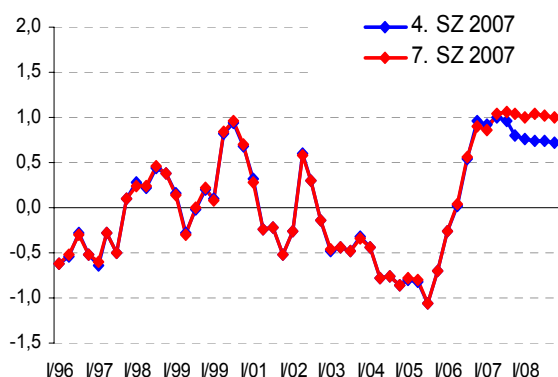
Nový výhled Consensus Forecasts (CF07) byl zveřejněn až po uzavření prognózy, a nebyl tedy do prognózy zapracován. Oproti aktuálnímu referenčnímu scénáři (RS07) však nepřináší významné změny. Výjimkou je nová předpověď cen ropy Brent a benzínu, která se posunula výše. Očekávaná cena ropy Brent by se měla do konce roku 2008 udržet nad 75 USD/b, když RS07 počítá s postupným nárůstem ceny nad 72 USD/b. Předpověď průměrné ceny benzínu je oproti RS07 výše o přibližně 4,5 % v letošním roce a o 5,4 % v roce 2008. Výhled efektivní spotřebitelské inflace zůstal nezměněn (1,9 % v roce 2007 a 1,8 % v roce 2008) podobně jako předpověď inflace cen výrobců (2,2 % v roce 2007 a 2,1 % v roce 2008). Podobně i růst efektivního HDP v roce 2007 podle CF07 zůstává na hodnotě z června (2,7 %), výhled na rok 2008 byl zvýšen o 0,1 p.b. na 2,4 %. Důvodem je přehodnocení výhledu růstu v roce 2008 v Německu (o 0,1 p.b. na 2,4 %). Očekávaná trajektorie jednoletých úrokových sazeb Euribor se posunula v červenci mírně vzhůru na delším horizontu předpovědi. Pro letošní rok činí očekávaná hodnota jednoletého Euriboru 4,4 % (beze změny oproti RS07) a pro rok 2008 je očekávána hodnota 4,8 %, což je o 0,1 p.b. výše než RS07. Oproti předpovědi kurzu USD/EUR z referenčního scénáře došlo pouze k nepatrným změnám. Nadále činí předpověď pro roky 2007 i 2008 v průměru 1,34 USD/EUR.

Přehodnocení růstu v eurozóně i vyšší očekávané sazby mají výrazný dopad na **prognózu působení vnějšího prostředí** na českou ekonomiku. Výhled zahraničních sazeb se posunul výrazně výše, což při jen mírně vyšší predikci zahraniční inflace implikuje vyšší reálné zahraniční sazby. V rámci základní verze prognózy byla přehodnocena rovnovážná trajektorie 1R Euriboru směrem nahoru až na 2 % ve 4.Q 2008. Stejným směrem se posunula i mezera reálného 1R Euriboru. Odhad mezery zahraniční poptávky byl opět přehodnocen směrem nahoru pro roky 2007 a 2008, ale jeho působení zůstává mírně protiinflační. Hlavním důvodem bylo výrazné posunutí výhledu růstu eurozóny ze strany Consensus Forecasts, které bylo částečně tlumeno přísnějším působením zahraničních sazeb. Zároveň byl přehodnocen směr vzhůru i růst rovnovážné zahraniční poptávky.

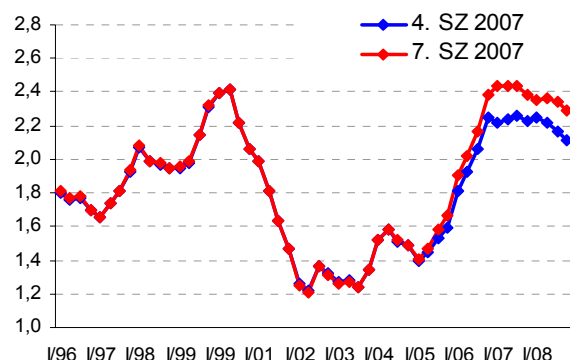
Rovnovážný reálný 1R Euribor (v %)



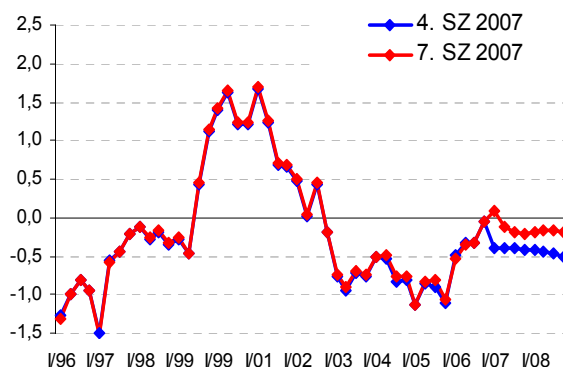
Mezera reálného 1R Euriboru (v %)



Tempo růstu rovnovážné zahraniční poptávky (mzr. v %)



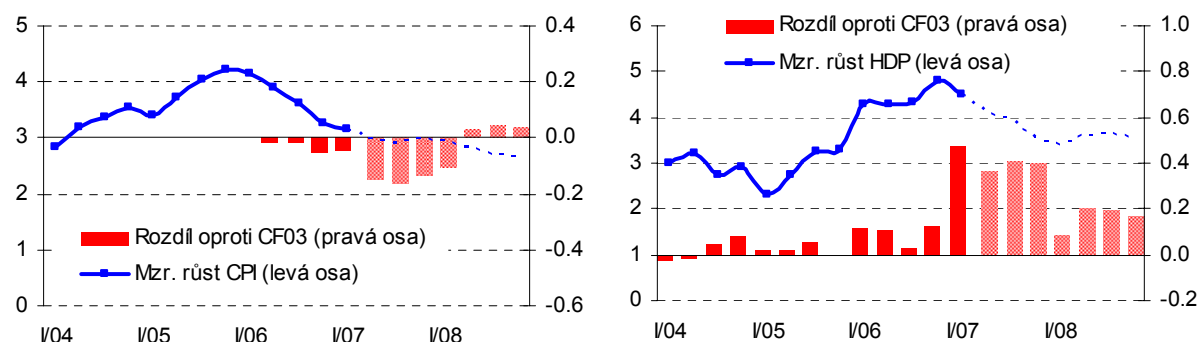
Mezera zahraniční poptávky (v %)



Všichni obchodní partneři

Efektivní ukazatele při zahrnutí **všech (významných) obchodních partnerů** byly vypočteny na základě červnového Consensus Forecasts (CF06). Podobně jako v předpovědi z března se i nadále očekává zpomalování efektivní spotřebitelské inflace cen v roce 2007 i 2008, pouze předpověď pro rok 2007 byla snížena o 0,1 p.b. směrem dolů. Výrazně směrem nahoru oproti CF03 se posunula předpověď růstu HDP hlavních obchodních partnerů v efektivním vyjádření pro rok 2007 (o 0,4 p.b. na 4 %) v důsledku překvapivého růstu v 1.Q 2007.

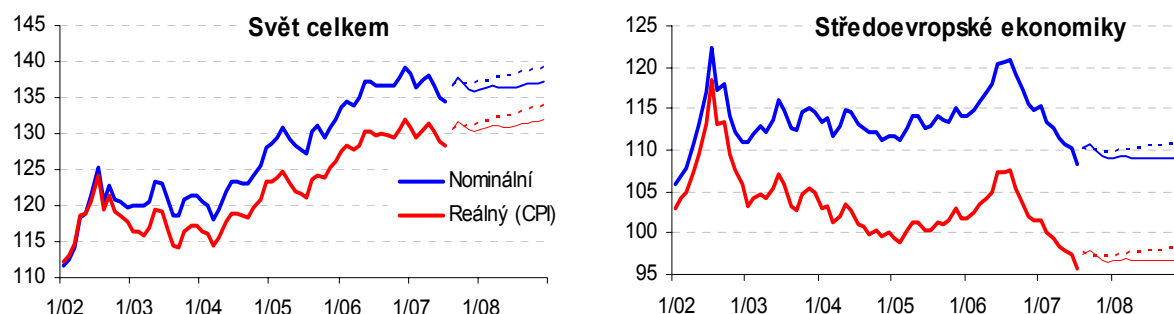
Efektivní ukazatele růstu CPI a HDP všech obchodních partnerů (v %, p.b.)



Pozn.: tečkovaná čára - předpověď CF

Nominální efektivní kurz koruny v uplynulém čtvrtletí oslaboval. Poslední data z druhé dekády července ukazují na částečnou korekci tohoto vývoje. Vůči agregátu všech (významných) obchodních partnerů se v první dekádě července pohyboval zhruba na hodnotě z dubna 2006. Proti koši středoevropských měn oslabování trvá již 11 měsíců a koruna je tak nejslabší od dubna 2002. Od loňského srpna oslabila o více než 10 %. V reálném vyjádření je vývoj obdobný, vůči středoevropským měnám je oslabování ještě výraznější. Předpovědi ČNB a CF míří stejným směrem, i když CF očekává mírně rychlejší tempo apreciace koruny vůči koši všech světových měn.

Efektivní kurzy (rok 2000=100)



Pozn: růst=apreciace, předpověď ČNB-plná čára, předpověď CF-tečkovaná čára

Eurozóna a Německo

Podle ECB přetrvává v **eurozóně** příznivá situace a stabilní růst by měl pokračovat. Jeho předpověď byla nepatrně upravena vzhůru na 2,3 – 2,9 % v roce 2007 a naopak snížena na 1,8 – 2,8 % pro rok 2008. Předstihové ukazatele PMI jsou stále vysoké, indikátory důvěry (ZEW, Ifo) poskytují smíšené signály. Rizika jsou směrem dolů vzhledem k externím faktorům (nejistý rozsah zpomalení v USA, nestabilita na finančních trzích a kurz dolaru).

U spotřebitelské inflace činí předpovědi ECB 1,8 – 2,8 % letos a 1,4 – 2,6 % pro rok 2008. Střednědobá rizika míří směrem vzhůru (vysoké využití kapacit, další pokles nezaměstnanosti na 7 %, stále vysoký růst M3).

Podle všeobecného očekávání zvýšila ECB v červnu opět svou klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 4,0 %. Dle banky je to stále ještě akomodativní úroveň, i když lze již pozorovat tlumící účinek vyšších krátkodobých sazeb na likvidní složky peněžní zásoby (M1) a na úvěry domácnostem. Červencové zasedání sice změnu sazby nepřineslo, ale doprovodný komentář potvrdil očekávání trhu, že do konce roku je velmi pravděpodobné minimálně jedno zvýšení. Tržní kontrakty naznačují tento krok v říjnu, důležitý bude vývoj spotřebitelské poptávky.

Růst ekonomiky v **Německu** zůstává robustní i přes lednové zvýšení DPH, zpomalení růstu v USA, silný kurz eura a vysoké ceny ropy. V 1.Q činil růst HDP oproti předchozímu čtvrtletí 0,5 %, převážně zásluhou investic. Přes mírný pokles ukazatele podnikového sentimentu Ifo v červnu zůstávají jak jeho předstihová (102,5), tak zejména současná složka (111,4) vysoké.

Spojené státy

Po slabém růstu HDP v 1.Q 2007 (meziročně 1,9 % oproti 3,1 % ve 4.Q 2006) se vyhlídky ekonomiky zlepšují. Dle předpovědi Fedu by měl růst v dalších čtvrtletích akcelarovat směrem k potenciálu ekonomiky, a to i přes nedávný propad na trhu nemovitostí. Příznivě se vyvíjejí předstihové ukazatele ISM pro zpracovatelský sektor (postupný růst z dubnových 54,7 až na 56,0 v červnu) a sektor služeb (v červnu nejvýše od dubna 2006, růst z 56,0 na 59,7). Průmysl v květnu zklamal očekávání a jeho meziroční růst stagnoval na 1,6 %.

Vývoj inflace je obtížné hodnotit, jádrové ukazatele mírně klesají (CPI na 2,2 %, deflátor osobní spotřeby se v květnu dostal dokonce na tříleté minimum 1,9 %), ale celková inflace vlivem trvalejšího růstu cen potravin a pohonných hmot roste. Vysoké využití výrobních zdrojů, zejména na trhu práce, kde se drží nezaměstnanost již delší dobu na 4,5 %, nedávají šanci na brzký pokles inflace. Nejistota plyne i ze zpomalení růstu produktivity práce.

Spotřeba stále ještě těží z minulých přírůstků cen nemovitostí a indikátory důvěry se stále drží poměrně vysoko. Maloobchodní tržby v květnu překvapily svým plošným růstem, neprojevil se zatím tedy vliv rekordně vysokých cen benzínu ani pokles bohatství vlivem propadu cen nemovitostí. V červnu došlo naopak k nečekanému poklesu tržeb.

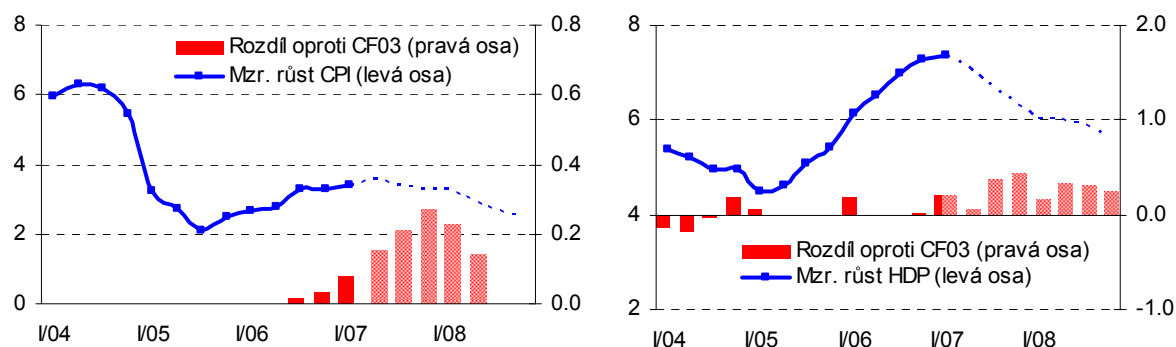
Fed udržuje sazby již téměř rok na úrovni 5,25 % a zatím nenaznačuje úmysl je v brzké době snižovat. Z trhů proto mizí očekávání rychlého snižování sazeb. Výnosová křivka se tak po delším období, kdy byla plochá nebo dokonce invertovaná, normalizuje a dlouhý konec se již dostal nad 5 %. Růst dlouhodobých sazeb přinesl problémy na trhu rizikových hypoték a následně v některých hedgových fondech, ale Fed neočekává přelití problémů do ostatních segmentů trhu.

Středoevropské ekonomiky

Fundamenty středoevropského regionu jsou nadále silné, inflace přesto zůstává pod kontrolou. Kurzy měn jsou společně ovlivňovány vývojem globální averze k riziku, kdy nižší/vyšší volatilita měnových opcí snižuje/zvyšuje averzi k riziku a podporuje/utlumuje „carry trades“. Centrální banky v Polsku a Maďarsku na konci června překvapily trhy změnou sazeb, i když směr pohybu (zvýšení v Polsku a snížení v Maďarsku, shodně o 0,25 p.b.) byl všeobecně očekáván.

Eastern European Consensus Forecast změnil publikační periodu a k dispozici je jeho vydání z června 2007 (EECF06). Výhled efektivní inflace pro středoevropské ekonomiky byl oproti březnu opět revidován směrem nahoru, inflace by měla zpomalit pod 3 % až v polovině roku 2008. Inflační tlaky jsou patrné zejména v Maďarsku, kde přehodnocení oproti březnu činí 0,4 p.b. pro rok 2007 (na 7,3 %). Hospodářský růst v efektivním vyjádření dosáhl podle EECF06 v roce 2006 vrcholu, v následujících čtvrtletích budou středoevropské ekonomiky výrazně zpomalovat. Nová předpověď oproti březnu významných změn nedoznala.

Efektivní ukazatele růstu CPI a HDP středoevropských ekonomik (vč. předpovědi CF)



K růstu HDP (9,0 % mzd.) na **Slovensku** v 1.Q 2007 přispěla jak domácí, tak zejména zahraniční poptávka. S akcelerujícím růstem reálných mezd (v 1.Q 4,2 %) a rostoucí zaměstnaností se mírně urychlila spotřeba domácností (na 6,5 %). Ministerstvo financí zvýšilo předpověď růstu HDP pro letošek (na 8,8 %) i pro příští rok (6,8 %). Produktivita v průmyslu roste rychleji než mzdy a inflační rizika nejsou vysoká. V červnu inflace CPI činila 2,5 %, inflace HICP je o procentní bod níže. Přesto ECB vyjádřila pochybnosti o udržitelnosti současné nízké inflace, těžící z nízkých cen energií (státem ovlivňovaných), apreciace kurzu a statistické základny, což jsou jen krátkodobé faktory. Slovenská centrální banka ponechala v červnu sazby na 4,25 %.

Rovněž **Polsko** si udržuje vysoké tempa růstu HDP (7,4 % v 1.Q 2007), zejména zásluhou domácí spotřeby a investic. Stejně jako na Slovensku i v Polsku je spotřeba tažena růstem mezd a klesající nezaměstnaností (ta by dle MF měla do konce roku 2008 klesnout pod 10 %). Předpověď MF počítá pro letošek s růstem HDP o 5,5 %. Inflace v červnu vzrostla na 2,6 % (jádrová stagnovala na 1,7 %) a příznivý vliv základny by měl v nejbližších měsících přispívat k jejímu poklesu. Přesto NBP přistoupila ke zvýšení sazeb (na 4,5 %) a varuje před růstem mezd (v květnu 8,9 %), který předstihuje růst produktivity. Trh práce tak zvyšuje riziko inflace jak na nákladové, tak na poptávkové straně.

Maďarsko se nachází v jiné fázi hospodářského cyklu než zbytek regionu. Přes stále silný růst mezd (zejména v soukromém sektoru) přistoupila centrální banka po devíti měsících ke snížení své základní sazby na 7,75 %. Umožnil jí to zejména relativně příznivý vývoj inflace, která poklesla v květnu na 8,5 % (jádrová z 5,9 na 5,7 %). V červnu se inflace vrátila na mírně vyšší úroveň (celková 8,6 %, jádrová 5,9 %). Slábnoucí soukromá spotřeba nedovoluje, aby se do inflace promítly sekundární efekty zvýšení regulovaných cen.

Euribor a kurz eura vůči dolaru

Již rok a půl rostou **sazby Euribor** v reakci na postupné zvyšování základních sazeb ze strany ECB, roste i výhled jejich budoucího vývoje. V porovnání s koncem března vzrostl 3M Euribor ze 3,9 % na současnou hodnotu 4,2 %, 1R Euribor ze 4,2 % na 4,6 %. Růst korunových jednoletých sazeb předčil růst eurových sazeb, což vedlo ke snížení záporného úrokového diferenciálu (na současných 1,1 p.b.). Dle předpovědi CF06 lze v horizontu jednoho roku očekávat další nárůst 3M Euribor o 0,4 p.b., zatímco výnosy desetiletých bundů se výrazně nezmění. Také z aktuálních tržních výhledů vyplývá, že je pravděpodobné ještě nejméně jedno zvýšení základních sazeb ve 3.Q 2007.

Kurz USD/EUR ve 2.Q osciloval v rozmezí 1,33 až 1,37 USD/EUR. Hlavním faktorem byly spekulace ohledně dalšího pohybu základních amerických sazeb vzhledem k ochlazení ekonomiky. V první červencové dekádě dolar oslabil až na rekordních 1,3749 USD/EUR, když se objevily nové obavy spojené s vývojem na trhu rizikových hypoték. Úrokový diferenciál vůči sazbám v eurozóně se v červnu dále snížil a trhy spíše předpokládají jeho další pokles do konce roku 2007. Zatímco ECB naznačuje další zvýšení měnověpolitických sazeb, Fed hodlá podle vyjádření svých představitelů ponechat sazby na dosavadní úrovni. Scénář ekonomického vývoje Spojených států nemusí být tak pesimistický, jak se zdálo v 1.Q, což potvrzují i vyjádření centrálních bankéřů. Červnový Consensus Forecasts očekával v horizontu jednoho roku návrat kurzu na 1,33 USD/EUR.

Cena ropy

V loňském roce byly americké rafinérie vytíženy přechodem na nová, ekologičtější paliva, a mnohé tak odložily údržbu až na letošní rok. Proto bylo na jaře nezvykle vysoké množství odstavených rafinérií, a navíc kvůli delšímu období provozu se prodloužila u některých i doba odstávky. Na americkém trhu se tak projevil při neklesající poptávce nedostatek pohonných hmot, který byl zčásti kryt zvýšeným dovozem z Evropy. Rafinériím, které zůstaly v provozu, se tak zvýšily výrazně zpracovatelské marže a cena benzínu v současnosti atakuje historická maxima (začátkem května se letos poprvé přehoupla přes 3 USD/galon). Tento technický faktor měl také za následek, že cena ropy Brent je v současnosti netradičně nad cenou ropy WTI. Největších rozdílů dosáhly ceny v poslední dekádě května a první dekádě června (při denním obchodování až téměř 8 USD/b). Ve druhé polovině června zvýšily americké rafinérie

využití kapacit na 89,4 %, což vedlo ke zvýšení poptávky po ropě WTI a růstu její ceny v červenci nad 70 USD/b. Cena ropy Brent však od počátku července rovněž prudce rostla a v polovině měsíce atakovala hranici 80 USD/b, neboť komerční zásoby benzínu v USA jsou na historicky nízkých hodnotách a v důsledku motoristické sezóny spíše klesají. Situaci může dále zhoršit výpadek bytí i jediné větší rafinérie.

K vysokým cenám ropy přispívají obavy z teroristických útoků ve světě poté, co došlo k pokusům o bombové útoky ve Velké Británii. Přetrvává rovněž politický neklid v Nigérii a obavy, že USA podniknou opatření proti Íránu. Íránský zástupce v OPEC nevyloučil v takovém případě použití ropy jako zbraně (nejen těžba, ale i přeprava přes jeho území).

Anketa Reuters (33 analytiků) naznačuje, že očekávaná cena ropy Brent by měla do konce roku 2008 klesnout na 59 a do konce roku 2010 na 51 USD/b. Naproti tomu futures kontrakty použité pro RS07 očekávaly spíše stagnaci či růst ceny na 72,5 USD/b v polovině roku 2008 a teprve v delším horizontu mírný pokles. S červencovým růstem spotových cen se však křivka futures kontraktů na krátkém konci posouvala vzhůru a v polovině měsíce dokonce přestala mít tvar „contanga“ a přešla do tvaru „backwardation“. To znamená, že všechny budoucí splatnosti mají nyní nižší cenu, než je spotová. Z toho by se dalo usuzovat, že cena ropy Brent kolem 77 USD/b je již dostatečně stimulující pro okamžitou těžbu ropy a zároveň se neočekávají problémy na straně nabídky. S tím je v souladu i prohlášení představitelů OPEC, že cena nad 75 USD/b má negativní vliv na poptávku, kdežto cena pod 55 USD/b negativně působí na investice do těžby. Optimální cena jejich ropného koše tak leží mezi 60 – 70 USD/b.

II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky

Ve srovnání se 4. SZ aktualizujeme náhled na vývoj veřejných financí. Pro rok 2007 fiskální prognózu neměníme, neboť dosavadní vývoj (podrobněji viz **Příloha 1 – Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu**) nevyvolává potřebu přehodnotit naše původní očekávání. Pro rok 2008 však snižujeme prognózu schodku veřejných financí. V příštím roce očekáváme zpřísnění charakteru fiskální politiky, jež je signalizováno prohloubením záporné hodnoty ukazatele fiskální pozice a změnou fiskálního impulzu z mírně kladného na mírně záporný.

	2005	2006			2007			2008		
	7.SZ	4.SZ	6.SZ	7.SZ	4.SZ	6.SZ	7.SZ	4.SZ	6.SZ	7.SZ
Deficit vládního sektoru										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	3,5	2,9	2,9	2,9	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,0
Fiskální pozice (ESA 95) v p.b.	1,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	0,6	0,7	-0,2	-0,2	-0,7
Upravený deficit *										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	2,5	2,7	2,7	2,7	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,0
Fiskální pozice v p.b.	1,1	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	-0,2	-0,2	-0,7
Fiskální impulz v p.b.	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,1	0,1	-0,2

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

Do **fiskální prognózy pro rok 2008** nově zapracováváme některá opatření, jež jsou ve výlučné pravomoci vlády nebo která plynou z harmonizačních závazků ČR vůči EU, resp. ohledně kterých panuje poměrně široká politická shoda. Aktualizace náhledu na vývoj veřejných financí v roce 2008 nadále neobsahuje možné dopady vyplývající ze schválení daňových a sociálních zákonů v rámci vládní fiskální reformy. Bez ohledu na jejich přijetí parlamentem je však zřejmé, že vláda stojí před naléhavým úkolem poměrně rychle stabilizovat veřejné rozpočty, aby předešla jejich dalšímu zhoršování v nejbližším období a současně dostala závazku na snížení nadměrného deficitu pod referenční hodnotu 3 % HDP

do roku 2008, na jehož dodržení důrazně upozorňují orgány EU. Předpokládáme proto, že některá fiskální opatření budou v příštím roce realizována i při případném neschválení fiskální reformy parlamentem.

Ve výlučné pravomoci vlády je rozhodnutí o zpomalení nominálního tempa růstu mzdových prostředků ve vybraných segmentech veřejného sektoru na úroveň 1,5 % ročně (podle programového prohlášení vlády bude realizováno v letech 2008 – 2010). To povede ke snížení rozpočtových výdajů v roce 2008 vůči předpokladům dubnové prognózy o 5,0 mld. Kč. Další opatření vyplývá ze závazků ČR ohledně harmonizace daní v rámci EU, konkrétně se jedná o povinnost uzákonit k 1.1. 2008 tzv. ekologické daně. V této první fázi ekologické daňové reformy budou zavedeny daně z vybraných paliv a energií, které podle odhadu MF zvýší příjmy rozpočtu v roce 2008 o 4,3 mld. Kč. Dalším opatřením s okamžitým fiskálním efektem bude předpokládané odložení účinnosti zákona o nemocenském pojištění o 1 rok (k 1.1.2009). Odložení účinnosti tohoto zákona již bylo parlamentem jednou schváleno (k 1.1.2008) a dosavadní informace nasvědčují tomu, že další odsunutí účinnosti by mohlo být parlamentem opět odsouhlaseno. Oproti variantě účinnosti k 1.1. 2008 by odsunutí o jeden rok představovalo snížení rozpočtového schodku v roce 2008 o 9,3 mld. Kč.

Dle naší predikce realizace těchto opatření povede k poklesu **deficitu veřejných financí** v roce 2008 o 0,4 p.b., a deficit tak dosáhne 3,0 % HDP. Tato predikce dokládá relativně bezbolestnou cestu k dosažení krátkodobé stabilizace schodku veřejných financí v blízkosti 3,0 % za předpokladu příznivého ekonomického vývoje, a to i bez výraznějšího konsolidačního úsilí. Všechna předpokládaná opatření vstupují i do odhadu fiskálního impulsu v roce 2008, který se snížil na -0,2 p.b.

V současnosti je v Parlamentu ČR ve druhém čtení projednáván vládní návrh **reformních sociálních a daňových zákonů** (Zákon o stabilizaci veřejných rozpočtů), v rámci něhož jsou předkládány pozměňovací návrhy. Zatím není jisté, zda a v jaké finální podobě budou zákony po zapracování pozměňovacích návrhů schváleny parlamentem. V tomto ohledu panuje aktuálně vyšší nejistota než v případě dubnové prognózy, kdy byl sestaven alternativní scénář simulující dopady fiskální reformy. Třetí čtení v PSP ČR je plánováno na konec srpna t.r. Odhad dodatečných rozpočtových dopadů případné plné realizace původního vládního návrhu reformy v roce 2008 (v metodice ESA 95) je uveden v následující tabulce.

Odhad potenciálních dopadů vládního návrhu sociálních a daňových zákonů do schodku veřejných rozpočtů v roce 2008, v metodice ESA 95

A) Dopad změn daňových zákonů (v mld. Kč)	3,0
z toho: DPH	-25,6
DzP FO	21,3
DzP PO	4,1
daň dědická a darovací	0,4
ekologické poplatky	-1,8
maximální vyměřovací základ na SZP	4,6
B) Dopad změny sociálních zákonů (v mld. Kč)	-17,0
z toho: dávky státní sociální podpory	-8,5
nemocenské pojištění	-9,4
ostatní	0,9
Změna deficitu celkem v mld. Kč	-14,0
v p.b. HDP	-0,4

Pozn.: - změny snižující schodek
+ změny zvyšující schodek

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.¹ Následující tabulka shrnuje počáteční podmínky pro mezeru reálných mezních nákladů, mezeru výstupu, mezeru reálných mezd, reálný kurz a reálné úrokové sazby, a dále předpoklady o rovnovážné reálné apreciaci a hladině rovnovážných reálných sazeb.

Nastavení podmínek ve 2.Q 2007 podle 4. SZ 2007 (prognóza) a 7. SZ 2007 (odhad počátečního stavu)

2.Q 2007	4. SZ 2007	7. SZ 2007
Mezera RMC	0,3	0,7
Mezera výstupu	0,6	1,0
Mezera reálných mezd	-0,1	-0,1
Mezera RMCI	0,0	-0,1
Úroková složka RMCI	0,2	0,2
Kurzová složka RMCI	-0,2	-0,3
Reálná rovnovážná apreciace	3,4	3,4
Rovnovážná reálná 1R sazba	0,8	0,9

V porovnání s předpoklady dubnové prognózy se hodnocení inflačních tlaků z reálné ekonomiky ve 2.Q 2007 posouvá ve směru proinflačním. Mezeru reálných mezních nákladů odhadujeme ve 2.Q více otevřenou do kladných hodnot, což je dáno především přehodnocením mezery výstupu. Mezera v reálných mzdách zůstává prakticky stejná jako v dubnové SZ a nachází se jen mírně pod svou neutrální úrovní.

Odhad výstupové mezery v aktuálním čtvrtletí je v porovnání s dubnovou SZ vyšší a nachází se zhruba na úrovni 1,0 %. Při mírně vyšší než očekávané inflaci se vyšší než očekávaný domácí i zahraniční růst reálného HDP v 1.Q a s tím související zvýšení odhadu růstu HDP i ve 2.Q takřka plně promítnul do vyšší mezery výstupu. V souvislosti s revizí údajů HDP za roky 2004 – 2006 došlo k mírnému zvýšení odhadu tempa růstu inflaci nezrychlujícího produktu až na aktuální úroveň 5,8 %. Odhad výstupové mezery se v uvedeném období změnil pouze nevýrazně.

Působení zahraničí na domácí mezeru výstupu bylo přehodnoceno v souvislosti s posunutím výhledu růstu eurozóny ze strany Consensus Forecasts. Odhad mezery zahraniční poptávky se posouvá v letech 2007 a 2008 směrem nahoru, její působení však zůstává nadále mírně protiinflační.

Pod vlivem rychlejšího růstu produktivity práce (vliv revize dat HDP) došlo ke zvýšení odhadu růstu reálných rovnovážných mezd. Působení reálných mezd na minulosti tak hodnotíme jako více protiinflační. V letošním roce vyšší než očekávaný růst reálných mezd

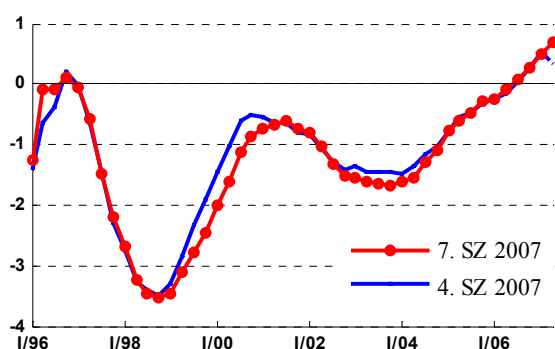
¹ Stanovení počátečních podmínek vychází z analýzy informací o vývoji ekonomické aktivity, mezd, inflace, úrokových sazeb a kurzu. Odhad nastavení je proveden na základě využití vazeb mezi uvedenými veličinami, které reprezentují základní pohled na fungování transmisního mechanismu zachycený ve čtvrtletním modelu QPM. Vedle toho je však využívána také řada dalších podpůrných indikátorů (např. odhad produkční mezery metodou produkční funkce).

v důsledku neočekávaně vysokého růstu nominálních mezd ale jejich protiinflační působení zeslabuje. Proto mezeru reálných mezd ve 2.Q hodnotíme ve shodě se 4. SZ jako zhruba neutrální.

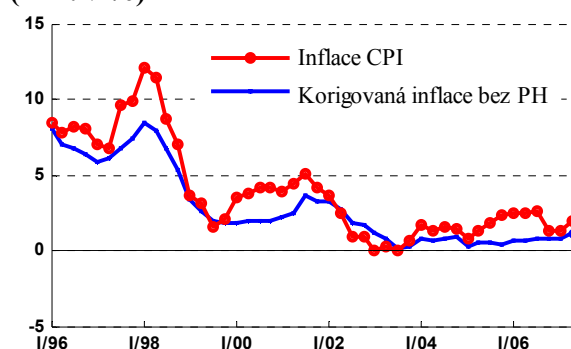
Současné nastavení reálných měnových podmínek, které ovlivňuje budoucí průběh hospodářského cyklu, je hodnoceno v souhrnu zhruba jako neutrální až mírně uvolněné. Kurzová složka je hodnocena jako mírně uvolněná, úroková složka je naopak mírně přísná.

Mezera reálných mezních nákladů bude v nejbližším období nadále dosahovat kladných hodnot, což bude dáno především kladnou mezerou výstupu (expanzivní vliv fiskálu a uvolněné působení měnových podmínek je pouze částečně kompenzováno záporným příspěvkem zahraniční mezery výstupu). Reálné mzdy se budou nacházet mírně pod svou rovnovážnou úrovní a budou částečně tlumit inflační tlaky dané výrazně otevřenou kladnou mezerou výstupu.

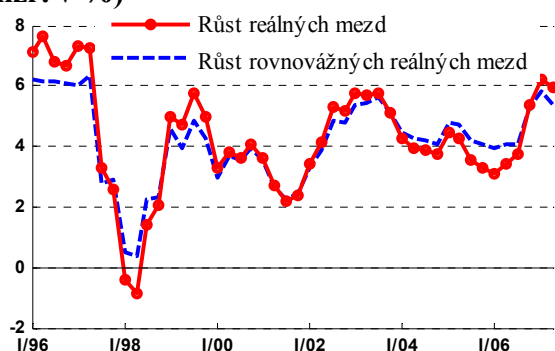
Mezera reálných mezních nákladů (v %)



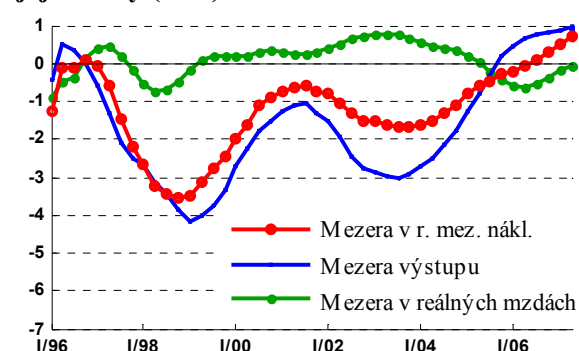
Inflace očištěná o vliv změn daní (mzr. v %)



Reálné mzdy a rovnovážné reálné mzdy (mzr. v %)



Mezera v reálných mezních nákladech a její složky (v %)



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

Hospodářský růst

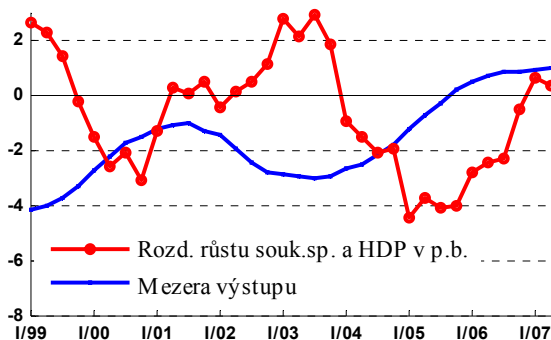
Reálný HDP se v 1.Q podle odhadu ČSÚ meziročně zvýšil o 6,1 % (4. SZ předpokládala růst 5,8 %). Zároveň byly revidovány údaje o růstu HDP v letech 2004 a 2005 o +0,4 p.b. a v roce 2006 o +0,3 p.b. Po sezonním očištění se reálný HDP v 1.Q oproti předchozímu čtvrtletí zvýšil o 1,5 % (4. SZ 1,4 %). Mezičtvrtletní dynamika tak zůstala zhruba stabilní na úrovni

z předchozího roku. Ve srovnání s dubnovou prognózou rostla v 1.Q rychleji zejména spotřeba domácností. Vyšší byly z důvodu silnější poptávky i dovozy, které vedly k nižšímu čistému vývozu ve srovnání s prognózou. Výrazně nižší růst fixních investic má protiváhu ve vyšší změně stavu zásob. Celkově hrubá tvorba kapitálu rostla rychleji ve srovnání s minulou prognózou. Mírně vyšší růst HDP spolu s vyšším zahraničním růstem vedl k přehodnocení mezery výstupu v 1.Q na úroveň 0,9 % (4. SZ 0,7 %).

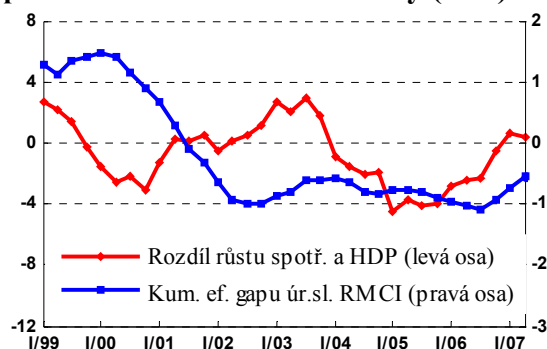
Dostupné údaje o vývoji ekonomické aktivity ve 2.Q signalizují udržení mezičtvrtletního růstu reálného HDP po sezonním očištění na úrovni 1.Q, tj. na 1,5 % (4. SZ 1,4 %). Tomu odpovídá meziroční růst 6,2 % (4. SZ 5,7 %). Vyšší meziroční růst HDP ve 2.Q ve srovnání s minulou prognózou je důsledkem revize údajů (cca 0,3 p.b.) a vyšší zahraniční i domácí poptávky (cca 0,2 p.b.). Rovněž údaje z konjunkturních šetření signalizují udržení vysoké dynamiky ekonomické aktivity. Kladná produkční meze se ve 2.Q dále mírně otevře na 1,1 % (4. SZ 0,7 %).

Reálná **spotřeba domácností** v 1.Q zrychlila meziroční dynamiku růstu o 1,1 p.b. na 6,7 % (4. SZ 5,6 %). V mezičtvrtletním vyjádření (po sezonním očištění) se zvýšila o 1,8 %. Meziroční reálný růst spotřeby byl výsledkem zvýšení nominálních spotřebitelských výdajů domácností o 7,7 % (4. SZ 7,1 %) při růstu cen měřeném deflátořem spotřeby domácností o 1,0 % (4. SZ 1,4 %). Při zrychlení růstu hrubého disponibilního důchodu v 1.Q o 2,9 p.b. na 8,2 % (reálně 7,1 %) došlo jen k nepatrnému zvýšení míry hrubých úspor domácností (meziročně o 0,2 p.b. na 11 %). Stabilita, resp. jen mírná změna míry úspor je v souladu s dozrívajícím působením uvolněné úrokové složky měnových podmínek. Tempo růstu reálných spotřebitelských výdajů bylo ve srovnání s růstem HDP vyšší o 0,6 p.b. To v kontextu kladné mezery výstupu svědčí o pozitivních očekáváních českých domácností ohledně budoucího vývoje ekonomiky.

Spotřeba a hospodářský cyklus (v %)



Spotřeba a reálné úrokové sazby (v %)



Ve 2.Q odhadujeme meziroční zvýšení reálné spotřeby domácností o 6,5 %, což v mezičtvrtletním vyjádření (po sezonním očištění) představuje růst ve výši 1,4 %. Pokračující vysoký růst spotřeby domácností bude ve 2.Q odrážet mírně akcelerující nominální výdaje na individuální spotřebu při zrychlující inflaci (deflátoř spotřeby domácností vzroste o 1,6 %). V pozadí bude stát pokračující vysoký růst disponibilního důchodu podpořený mzdovým vývojem, růstem zaměstnanosti a transferů.

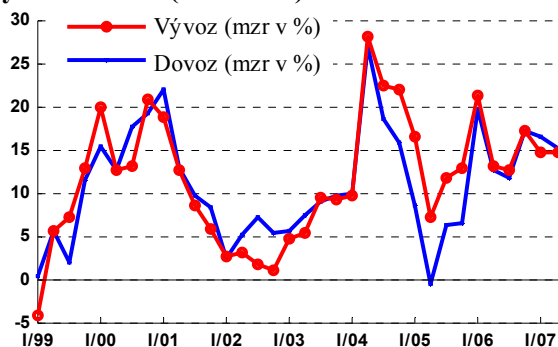
Rovněž indikátor spotřebitelské důvěry (ČSÚ) naznačuje prostor pro pokračující rychlý růst spotřebitelských výdajů. Jeho průměrná hodnota se ve 2.Q po dosažení historického maxima v 1.Q sice snížila, nadále se však pohybuje na vysoké úrovni. Očekávanému růstu spotřeby odpovídá i vývoj spotřebitelských úvěrů (viz **Příloha 3 – Peníze a úvěry**).

Spotřeba vlády ve stálých cenách se v 1.Q meziročně zvýšila o 0,4 %, zatímco dubnová prognóza očekávala růst o 0,5 %. Pokud bude naplňována předpokládaná výše a struktura výdajů veřejných rozpočtů, reálná spotřeba vlády by se měla ve 2.Q zvýšit o 1,5 % meziročně.

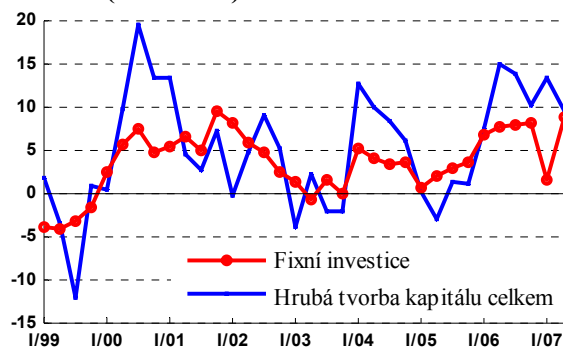
Hrubá tvorba kapitálu se v 1.Q ve stálých cenách zvýšila o 13,4 % (4. SZ 8,7 %), přičemž její složky se vyvíjely odlišně oproti očekávání. **Fixní investice** se v 1.Q meziročně zvýšily jen o 1,5 % (4. SZ 7,8 %), zatímco **zásoby** se zvýšily o 39,2 mld. Kč (4. SZ 16,3 mld. Kč). Nízký růst fixních investic byl podle ČSU zaznamenán v důsledku poklesu investic do strojů a zařízení (-6,6 %) v souvislosti s tím, že v datovém souboru nebyla zjištěna žádná větší investiční akce do rozvoje a obnovy výrobních kapacit. Lze očekávat, že část zásob bude podobně jako při minulých revizích přesunuta do fixních investic. Vysoký růst zásob může zároveň signalizovat vyšší růst budoucích investic. Na přetrvávající vysoký růst investic ukazuje také vývoj dovozů pro investiční účely a přetrvávající růst stavební výroby ve 2.Q. Z těchto důvodů očekáváme meziroční zvýšení fixních investic ve 2.Q o 8,7 %.

Reálný **vývoz zboží a služeb** se v 1.Q meziročně zvýšil o 14,6 % (4. SZ 13,6 %). K vysoké dynamice vývozu přispěly zejména rychlý růst zahraniční poptávky a pokračující příznivé změny na nabídkové straně ekonomiky při uvolněním kumulovaném působení kurzové složky měnových podmínek. Z předběžných údajů za 2.Q je patrné, že vývoz zboží a služeb pokračoval ve zhruba 15% růstu.

Vývoz a dovoz (mzr. v %)



Investice (mzr. v %)



Reálný **dovoz zboží a služeb** se v 1.Q zvýšil o 16,5 % (4. SZ 13,4 %). Rychlejší růst dovozu ve srovnání s minulou prognózou, který je důsledkem vyšší domácí poptávky, vedl k nižšímu přebytku čistého vývozu. Ten dosáhl v 1.Q 4,9 mld. Kč, zatímco dubnová prognóza předpokládala přebytek 10,9 mld. Kč. Ve 2.Q se reálný dovoz pravděpodobně zvýšil o 15,1 %. Čistý vývoz by tak měl ve 2.Q zaznamenat deficit ve výši 2,4 mld. Kč.

Trh práce

Vedle vývoje ekonomické aktivity je dalším zdrojem možných inflačních tlaků z reálné ekonomiky trh práce, resp. vývoj reálných mzdových nákladů.

Nové údaje z oblasti trhu práce jsou v souladu s hodnocením, že se ekonomika nachází v podmínkách kladné produkční mezery. Pokračoval vysoký růst mezd, míra nezaměstnanosti se přiblížila k NAIRU a vývoj NJMN naznačuje tendenci k počínajícím mzdověinflačním

tlakům. Zaměstnanost v 1.Q 2007 pokračovala v růstu a nadále docházelo k přílivu zahraničních pracovníků. Zároveň vzrostl počet ekonomicky neaktivních osob.²

Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** v 1.Q zrychlil a dosáhl 8,3 % (prognóza ze 4. SZ 7,1 %). V mezičtvrtletním vyjádření po sezonním očištění růst mezd dále akceleroval a v 1.Q dosáhl 2,0 %. Podle údajů Informačního systému o průměrném výdělku (ISPV) rostla průměrná měsíční mzda mírnějším tempem, když se meziročně zvýšila jen o 6,5 %³. V **nepodnikatelské sféře** průměrná mzda rostla pomalejším tempem a meziročně se zvýšila o 6,1 %. Dynamika růstu objemu mezd a platů podle metodiky národních účtů zrychlila více než HDP, což znamenalo zrychlení růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů (na 3,5 %). Jejich vývoj v posledních dvou čtvrtletích naznačuje tendenci k počínajícím mírným inflačním tlakům.

Ve 2.Q pokračoval růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře rychlým tempem. Měsíční údaje za průmysl a stavebnictví naznačují, že růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře se pohyboval okolo 8 %. To spolu s růstem mzdy v nepodnikatelské sféře o 5,3 % bude generovat růst mezd v národním hospodářství o 7,4 %.

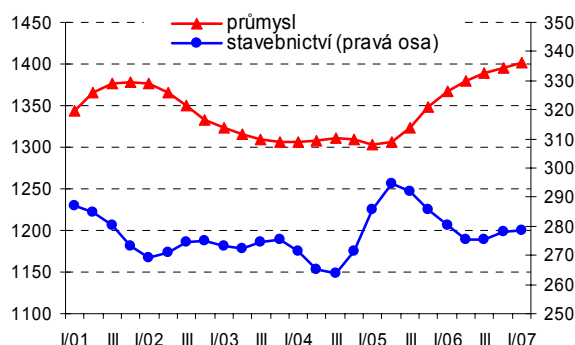
Meziroční růst **celkové zaměstnanosti** v 1.Q zrychlil na 1,7 %, a zaměstnanost tak dosáhla nejvyšší úrovně od poloviny roku 1998. Počet podnikatelů rostl stejně jako v předchozích dvou čtvrtletích rychleji než počet zaměstnanců (podnikatelé o 3,5 %, zaměstnanci o 1,3 %; prognóza 3,1 %, resp. 1,0 %). V absolutním vyjádření byl však příspěvek zaměstnanců k celkovému nárůstu počtu zaměstnaných osob téměř dvojnásobný ve srovnání s příspěvkem počtu podnikatelů. K růstu počtu zaměstnanců stejně jako v předchozím období přispěl zejména zpracovatelský průmysl, což úzce souvisí s realizací přímých zahraničních investic a navazujících činností a s příznivým vývojem poptávky. Počet zaměstnanců v tržních službách meziročně stagnoval. Diferencovaný vývoj je však patrný ve struktuře tržních služeb. Pokračující růst počtu zaměstnanců v odvětví nemovitostí, pronájmu a podnikatelských činností, kde růst přidané hodnoty svědčí o rozvoji podnikatelských aktivit, byl v 1.Q kompenzován negativním vývojem v ostatních odvětvích. Růst byl zaznamenán naopak v netržních službách. Počet zaměstnanců vzrostl především ve zdravotnictví a sociální péči a veřejné správě a obraně. Vývoj sezonně očištěného počtu zaměstnanců zachycují níže uvedené grafy. Z nich je patrný pokračující růst zaměstnanosti v průmyslu, pozvolný obrat ve stavebnictví a potvrzení růstu zaměstnanosti v netržních službách.

Kladná mezera výstupu nadále generovala růst poptávky po práci v 2.Q. Odhadujeme, že meziroční tempo růstu celkové zaměstnanosti zřejmě mírně zpomalilo. Celková zaměstnanost vzrostla odhadem o 1,1 %, počet podnikatelů se zvýšil o 1,4 %. K rostoucí zaměstnanosti stále přispíval zpracovatelský průmysl a odvětví nemovitostí, pronájmu a podnikatelských činností.

² K nárůstu počtu ekonomicky neaktivních osob došlo zejména v kategorii 60 let a více (44,4 tis. osob).

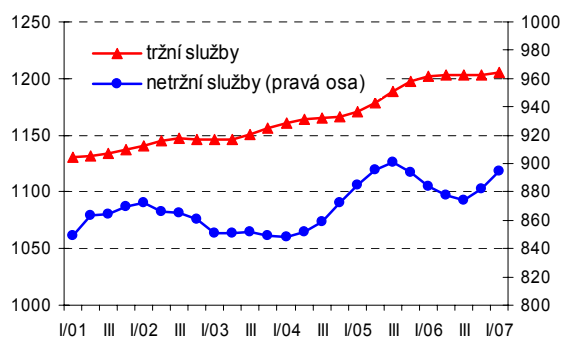
³ Rozdíl mezi 8,3% růstem průměrné mzdy v podnikatelské sféře podle ČSÚ a 6,5% růstem podle ISPV je pravděpodobně způsoben chybou ve výběru souborů. Podle dosud nepotvrzené domněnky chyba může vyplývat z rotace subjektů v souboru ISPV. Tato domněnka, ale i jiná možná vysvětlení, jsou v současnosti předmětem šetření.

Zaměstnanost v odvětví průmyslu a stav. (sezonně očištěné údaje v tisících osob)



Poznámka: Zaměstnanci včetně členů produkčních družstev v civilním sektoru.

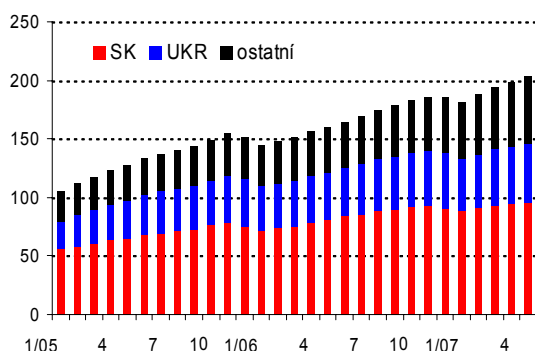
Zaměstnanost v odvětví služeb (sezonně očištěné údaje v tisících osob)



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.

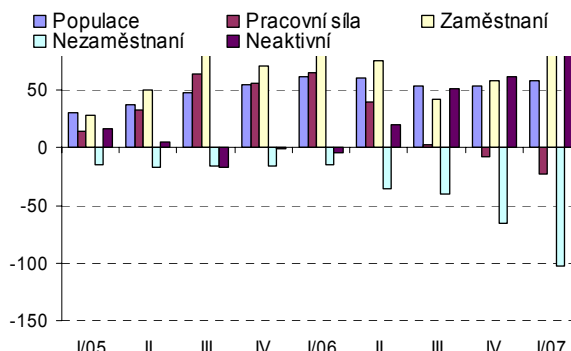
Růst poptávky po práci je i nadále částečně realizován zaměstnáváním **cizích státních příslušníků**. Z údajů MPSV o evidované zahraniční zaměstnanosti je patrné, že se růst zaměstnanosti cizinců zejména v závěru roku 2006 a v roce 2007 zrychlil. Vysokých hodnot dosahoval zejména v zimních měsících. Přispěly k tomu pravděpodobně i výjimečně příznivé klimatické podmínky, které umožnily provádět veškeré práce ve stavebnictví, kde je zaměstnána značná část cizích státních příslušníků.⁴ K zaměstnávání zahraničních pracovníků zřejmě dochází nejvíce ve věkové kategorii 30 – 44 let, kde lze pozorovat růst populace (včetně cizích státních příslušníků), pracovní síly i zaměstnanosti (dle údajů VŠPS). Celková pracovní síla a počet neaktivních osob jsou od 2.Q 2006 ovlivněny rychlým růstem počtu osob, které ukončily ekonomickou aktivitu ve věkové kategorii 60 a více let.

Evidovaná zaměstnanost cizinců (počty osob v tisících)



Pramen: MPSV

Ekonomické postavení populace (meziroční rozdíly v tisících)



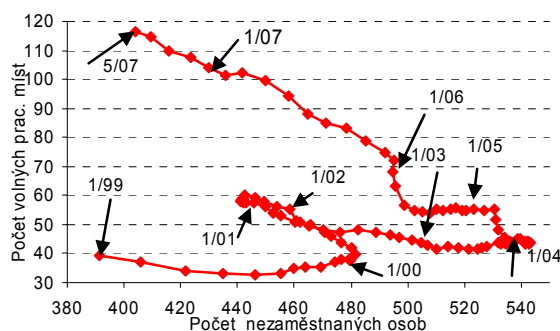
Pramen: VŠPS

Vývoj tvorby **volných pracovních míst**, která je jedním z indikátorů situace na trhu práce, svědčil o rostoucí poptávce po práci. Sezonně očištěný počet volných pracovních míst se od počátku roku 2006 zvyšoval (s výjimkou prosince) a tento trend pokračoval prvním pololetím roku 2007. Vývoj Beveridgeovy křivky nasvědčuje tomu, že rostoucí poptávka po práci přispívá ke snižování registrované **nezaměstnanosti**. Ve 2.Q 2007 se míra celkové

⁴ Podle údajů MPSV se průměrný počet zahraničních pracovníků ve 1.Q 2007 meziročně zvýšil o 40,3 tis. osob.

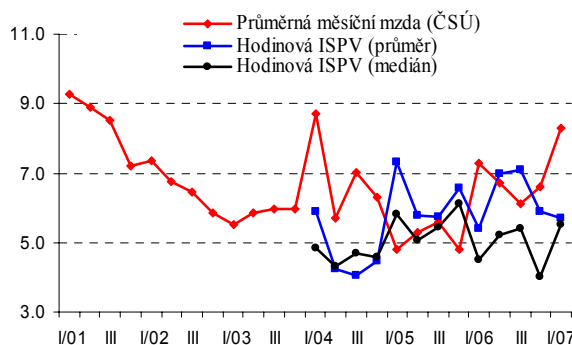
registrované nezaměstnanosti⁵ meziročně snížila o 1,5 p.b. na 7,0 %. Výraznější pokles míry registrované nezaměstnanosti ve 2.Q 2007 je především cyklického charakteru, protože sklon Beveridgeovy křivky se v tomto období nezměnil. Sezonně očištěná registrovaná míra nezaměstnanosti se v posledních měsících snižovala převážně v důsledku souběhu nižšího počtu nově hlášených uchazečů a vysokého počtu vyřazených uchazečů umístěním. Počet uchazečů vyřazených ze sankčních důvodů nadále přetrvává na vysoké úrovni.

Beveridgeova křivka (sezonně očištěné údaje v tisících)



Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících
Pramen: MPSV, propočty ČNB

Mzda v podnikatelské sféře (meziroční změny v %)



Pramen: ČSÚ, MPSV

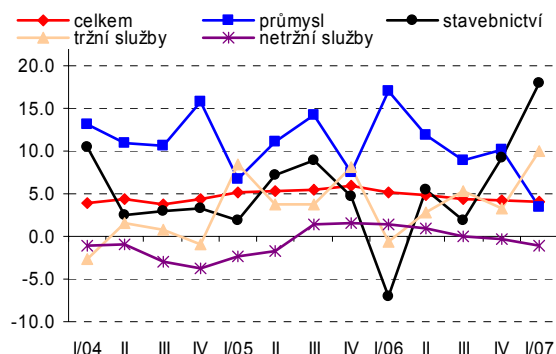
Růst **produktivity práce** na úrovni národního hospodářství v 1.Q 2007 zvolnil na 4,1 %. V průmyslu růst produktivity práce v metodice národních účtů zpomalil z dvouciferné úrovně na 3,5 %. Zpomalení růstu produktivity v průmyslu však bylo ovlivněno mimořádně vysokým poklesem přidané hodnoty⁶ a produktivity v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (-39,2 %). V nejvýznamnějším odvětví – zpracovatelském průmyslu – produktivita v 1.Q nadále rychle rostla (o 8,2 %). Produktivita práce ve stavebnictví výrazně vzrostla zejména vlivem příznivých klimatických podmínek. Značný růst produktivity byl zaznamenán i v tržních službách. Ve 2.Q se růst produktivity práce vlivem zpomalení růstu zaměstnanosti pravděpodobně zvýšil na 5 %.

Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu v 1.Q vzrostly o 3,9 %, a přerušily tak tříleté období svého poklesu. Mimořádný pokles přidané hodnoty v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody zvýšil růst NJMN v průmyslu. Ve zpracovatelském průmyslu NJMN nadále klesaly, i když nižším tempem (-0,6 %) než v předchozím období. Na úrovni národního hospodářství růst NJMN v 1.Q zrychlil na 3,5 %. Ve 2.Q růst NJMN vlivem mírně nižšího růstu průměrné mzdy a zaměstnanosti zřejmě zvolnil na 3 %.

⁵ Celková registrovaná nezaměstnanost je vypočtena z údajů MPSV, avšak ministerstvo ji oficiálně nepublikuje. Použitá metodika považuje všechny uchazeče o zaměstnání za nezaměstnané a umožňuje sledovat toky na trhu práce. Naproti tomu míra registrované nezaměstnanosti založená na počtu dosažitelných uchazečů je zveřejňována přímo MPSV a pracuje pouze s nezaměstnanými, kteří mohou bezprostředně nastoupit do zaměstnání, tzn. že nejsou ve vazbě, nejsou zařazení do rekvalifikačních kurzů atd. Míra nezaměstnanosti založená na počtu dosažitelných uchazečů je proto nižší než míra registrované nezaměstnanosti celkem.

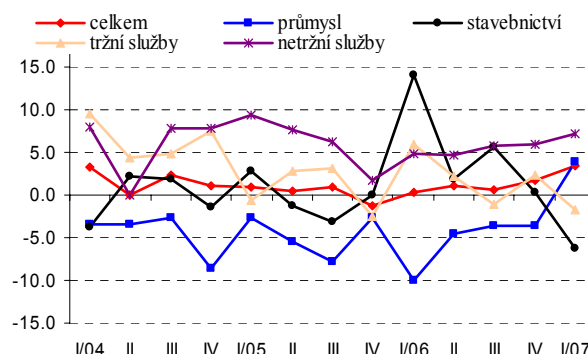
⁶ Přidaná hodnota v odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody v 1.Q 2007 meziročně klesla o 41,4 %. Toto odvětví má zhruba 6% podíl na přidané hodnotě a zaměstnanosti v průmyslu.

Produktivita práce (mzr. změny v %)



Poznámka: Přidaná hodnota ve stálých cenách na zaměstnaného. Tržní služby jsou odvětví obchodu, ubytování a stravování, dopravy a spojů, finančního zprostředkování a nemovitostí. Netržní služby zahrnují veřejnou správu, vzdělávání a zdravotnictví.

NJMN podle národních účtů (mzr. změny v %)



Poznámka: Objem mezd a platů na přidanou hodnotu ve stálých cenách. Tržní služby jsou odvětví obchodu, ubytování a stravování, dopravy a spojů, finančního zprostředkování a nemovitostí. Netržní služby zahrnují veřejnou správu, vzdělávání a zdravotnictví.

Inflace

Inflace byla v závěru 2.Q 2007 vyšší než předpokládala prognóza ze 4. SZ. Predikce korigované inflace bez PH a vývoje cen potravin se však naplnila. Odchylku v predikci způsobil podstatně vyšší růst cen pohonných hmot, dále potom rychlejší promítání dopadů změn daní (výše celkových dopadů v roce 2007 se tím nemění) a lehce vyšší růst regulovaných cen.

Vývoj inflace v červnu 2007

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky u mzr. v p.b. do inflace
		predikce 4.SZ	skutečnost	predikce 4.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	červen 2007	0.3	0.3	2.0	2.5	0.45
Regulované ceny		0.1	0.1	3.7	4.0	0.05
Primární dopady změn daní v <i>REGUL.</i> cenách v p.b.		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Primární dopady změn daní v <i>NEREGUL.</i> cenách v p.b.		0.12	0.10	0.43	0.55	0.12
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		0.3	0.1	2.6	2.7	0.01
Korigovaná inflace bez PH		0.2	0.1	1.0	1.0	0.04
Ceny pohonných hmot - čisté		-0.2	1.3	-7.6	-1.7	0.25

Meziroční inflace v průběhu 2.Q zrychlila z 1,9 % v březnu na 2,5 % v červnu. Nejvíce k tomu přispělo zvýšení dopadů změn spotřebních daní u cigaret (ke zrychlení přispělo 0,35 p.b.), následovalo zrychlení mzr. korigované inflace bez PH (s dopadem 0,2 p.b.) a zmírnění mzr. poklesu cen PH (s dopadem +0,05 p.b.). Meziroční růsty cen potravin a regulovaných cen naopak mírně zpomalily.

Odchylka v predikci **regulovaných cen** byla jen malá - ke konci 2.Q vzrostly meziročně o 4,0 %, přičemž predikce ze 4. SZ předpokládala 3,7 %. Nejvýznamnějšími pohyby v rámci regulovaných cen ve 2.Q byly růst cen zemního plynu (o 1,3 % v dubnu), růst doplateků za předepisované léky (12,3 % v dubnu) a opožděné zvyšování regulovaného nájemného (průběžně). Ostatní položky zaznamenaly jen drobné pohyby cen s minimálními dopady do inflace.

V 2.Q byly **dopady změn nepřímých daní** oproti predikci vyšší. Důvodem je ale pouze jiné načasování. Predikce celkových dopadů v roce 2007 se tím nijak nemění. Cigarety s vyššími

cenami vyvolanými zvýšením spotřební daně od 1. 3. 2007 se totiž na trhu začaly objevovat o měsíc dříve, než jsme předpokládali.

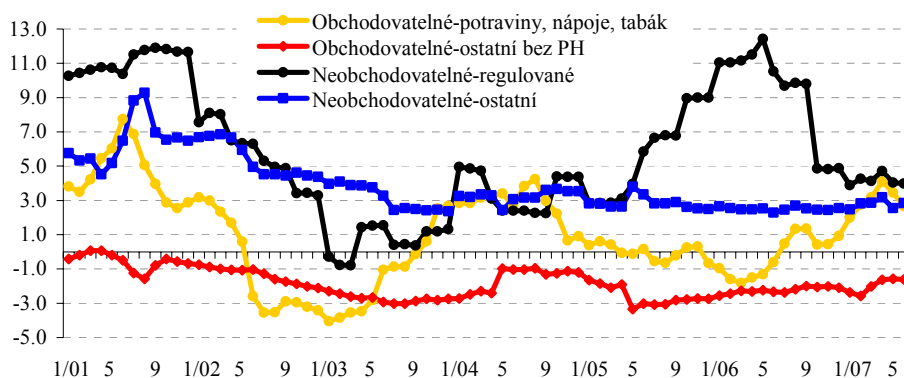
Vývoj cen sloučené skupiny **potravin** v dubnu překvapil podstatně vyšším růstem, než byla predikce. V dalších dvou měsících byl ale tento výkyv kompenzován, a tak se predikce mizr. růstu ke konci 2.Q nakonec zhruba naplnila. Tato volatilita byla opět způsobena především výkyvy v cenách ovoce a zeleniny. Týdenní šetření cen potravin v červenci prozatím neukazuje nic neobvyklého, a je tak pravděpodobné, že se v červenci dočkáme pravidelného vyššího sezonního poklesu cen potravin.

Predikce **korigované inflace bez pohonných hmot** se ve 2.Q zhruba naplnila (v červnu dosáhla 1 % meziročně). Naplnilo se tedy predikované tempo zrychlování korigované inflace bez PH vyplývající z proinflačnějšího vývoje indikátorů inflace (depreciovanejší kurz koruny, rychlejší růst cen průmyslových výrobců, zaměstnanosti, mezd, spotřeby domácností apod.)

Predikce **cen pohonných hmot** se nenaplnila – ke konci 2.Q ceny pohonných hmot meziročně poklesly o 1,7 %, přičemž predikce předpokládala pokles o 7,6 % (tento rozdíl přispěl k odchylce v predikci celkové inflace cca 0,25 p.b.). Ceny pohonných hmot po celé 2.Q stoupaly, v dubnu a v květnu výrazně. Reagovaly tak na vývoj světových cen ropy, potažmo cen benzinů na burzách ARA, a na vývoj kurzu koruny vůči dolaru. Tyto faktory se oproti předpokladům ze 4. SZ vyvíjely celkově proinflačně, což je příčinou nenaplnění predikce vývoje cen pohonných hmot.

Následující graf zobrazuje vývoj meziročních růstů hlavních podskupin spotřebitelských cen. V 1.Q a na počátku 2.Q je patrné zrychlování meziročních růstů, pak ale došlo ke zpětnému pohybu.

Mizr. růst jednotlivých skupin cen v % (kromě regulovaných cen očištěno o vliv změn daní)



V nejbližším období očekáváme další zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen. Toto zrychlení bude způsobeno dalším růstem cen cigaret v důsledku zvyšování jejich spotřebních daní a urychlením korigované inflace bez PH. Mírně bude také zrychlovat meziroční růst regulovaných cen. Meziroční růst cen potravin bez vlivu daní naopak spíše zpomalí.

Reálné měnové podmínky

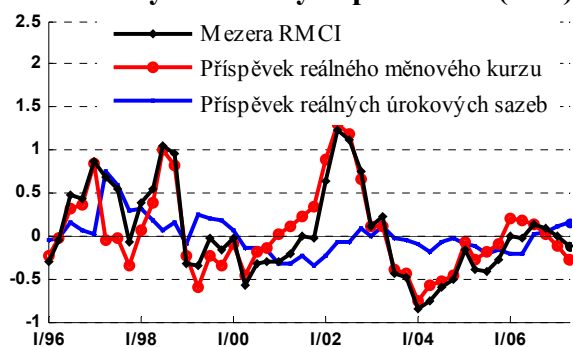
Odhad počáteční mezery výstupu je vedle vývoje inflace odvozován také od vývoje reálných měnových podmínek. Vzájemný vztah mezi mezerou výstupu (jednou ze složek reálných mezních nákladů) a měnovými podmínkami je však charakterizován existencí zpoždění, které

je nutno brát v úvahu. Současné nastavení měnových podmínek je tak určující pro vyznění prognózy do budoucna.

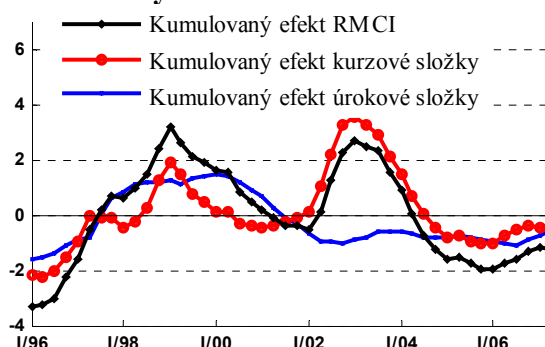
Aktuální nastavení reálných měnových podmínek ve 2.Q 2007 hodnotíme v souhrnu jako neutrální až mírně uvolněné. Je výslednicí mírně přísné úrokové složky měnových podmínek a mírně uvolněného působení kurzové složky. Posun v hodnocení měnových podmínek oproti dubnové prognóze je důsledkem především depreciace nominálního měnového kurzu, který více uvolnil kurzovou složku. Nominální úrokové sazby byly ve 2.Q zhruba v souladu s prognózou, což při mírně vyšší než očekávané inflaci znamenalo nepatrný posun úrokové složky měnových podmínek směrem k jejímu uvolnění. Působení úrokové složky nicméně hodnotíme nadále jako mírně přísné.

Kumulovaný efekt jednotlivých složek měnových podmínek ukazuje, že kurzová i úroková složka působí od roku 2004 uvolněně, což přispělo k uzavření mezery výstupu a k jejímu setrvání v kladných hodnotách v celém období od roku 2005. V souladu s uvolněným kumulovaným působením úrokové složky reálných měnových podmínek je nadále poměrně vysoký podíl peněžního agregátu M1 na M2 a rychlý růst úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem (viz **Příloha 3 – Peníze a úvěry**).

Index reálných měnových podmínek (v %)



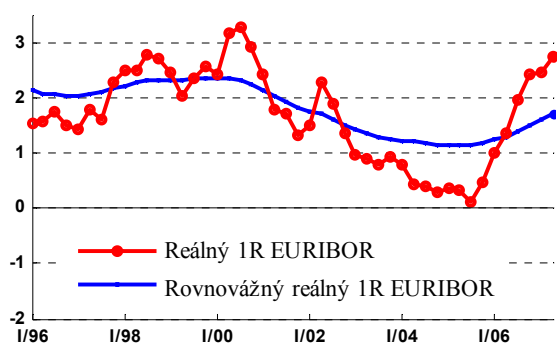
Kumulovaný efekt RMCI



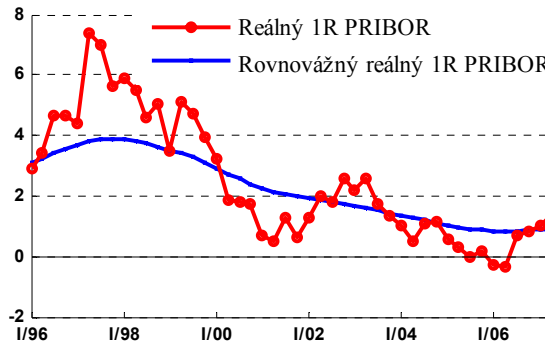
Sazby

Kumulované působení úrokové složky je dlouhodobě uvolněné. Od roku 2006 však dochází k zpřísnění úrokové složky měnových podmínek, její aktuální nastavení ve 2.Q 2007 je hodnoceno jako mírně přísné, a to ve všech složkách.

Reálný 1R Euribor (v %)



Reálný 1R PRIBOR (v %)



Úrokové sazby na finančním trhu ve 2.Q 2007 poměrně výrazně vzrostly. Nejvýznamnějším faktorem bylo zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. s platností od 1.6.2007. K dalším analytiky uváděným faktorům nárůstu sazeb patřily kumulující se inflační rizika, pokračující silný růst české ekonomiky, oslabující koruna, vývoj úrokových sazeb na zahraničních trzích a komunikace části BR ČNB. Celkově se úrokové sazby na peněžním trhu během 2.Q 2007 zvýšily o 0,3 až 0,7 p.b., u sazeb s delší splatností byl nárůst ještě vyšší (0,7 až 0,9 p.b.). Většina účastníků trhu očekává další zvýšení měnověpolitických sazeb na červencovém zasedání BR, blíže viz **kapitola III.2 Prognózy ostatních institucí**.

Průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za 2.Q 2007 činil 0,4 p.b., dubnová prognóza předpokládala spread 0,2 p.b. Průměrná hodnota 3M PRIBORu se pohybovala zhruba v souladu s předpoklady prognózy, 1R PRIBOR byl mírně výše. Výnosová křivka na peněžním trhu má v současnosti pozitivní sklon, spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR k 18.7. činí 0,5 p.b.

Klientská úroková sazba z nově poskytnutých úvěrů v květnu dosáhla 6,0 %. Stejně výše dosahuje i dosavadní průměr za 2.Q 2007, což je v souladu s prognózou. Sazba z termínovaných vkladů v květnu dosáhla 2,0 %.

V reálném vyjádření byla sazba 1R PRIBOR ve 2.Q 2007 v porovnání s dubnovou prognózou zhruba na stejné úrovni (přibližně stejná úroveň nominální úrokové sazby a pouze mírně vyšší inflační očekávání). Reálná roční sazba se nadále nachází nad svou rovnovážnou úrovní, avšak díky posunu rovnovážné úrovně mírně směrem nahoru je působení této složky úrokové části RMCI méně přísné než v minulé prognóze.

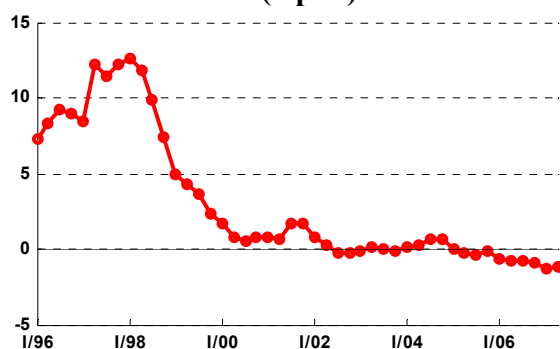
Sazby z nově poskytnutých úvěrů byly v reálném vyjádření mírně nižší oproti dubnové prognóze. Jejich mírně vyšší nominální úroveň byla více než kompenzována mírně vyššími inflačními očekáváními. Přehodnocení rovnovážné úrovně sazeb z nově poskytnutých úvěrů mírně směrem nahoru znamenalo, obdobně jako u 1R PRIBORu, méně přísné působení této složky úrokové části RMCI.

Působení zahraničních sazeb v úrokové složce měnových podmínek zůstalo v porovnání s minulou prognózou ve 2.Q 2007 zhruba stejné. Aktuální zahraniční reálná úroková sazba 1R Euribor je oproti předpokladům 4. SZ o 0,2 p.b. vyšší. Důvodem je růst její nominální hodnoty zhruba o 0,3 p.b. a mírně vyšší úroveň zahraničních inflačních očekávání. Zároveň byla přehodnocena trajektorie rovnovážné reálné sazby směrem nahoru. V aktuálním čtvrtletí je posunuta výše o 0,2 p.b., postupně by však měla růst až na 2,0 % ve 4.Q 2008.

Úrokový diferenciál (1R PRIBOR – 1R Euribor) ve 2.Q 2007 v průměru činil -1,2 p.b., přičemž prognóza předpokládala -1,1 p.b. Úrokový diferenciál k 18.7. dosahoval -1,0 p.b.

Pro 3.Q 2007 předpokládá prognóza mírné uvolnění úrokové složky měnových podmínek, když nárůst inflačních očekávání převáží nad růstem nominálních úrokových sazeb.

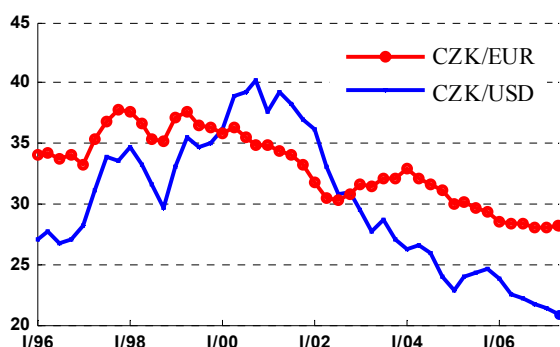
Úrokový diferenciál ročních nominálních sazeb vůči eurozóně (v p.b.)



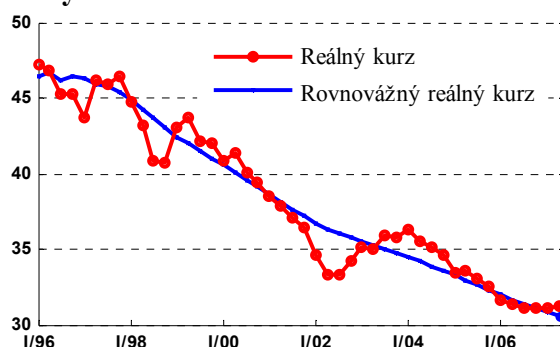
Kurz

V důsledku výrazné apreciace měnového kurzu v závěru roku 2005 a v průběhu roku 2006 sláblo uvolněné působení kurzové složky reálných měnových podmínek. Od počátku roku 2007 ovšem měnový kurz oslaboval, což na pozadí reálné rovnovážné apreciace znamenalo nastartování opětovného uvolňování kurzové složky měnových podmínek.

Nominální kurz CZK/EUR a CZK/USD



Reálný kurz vůči euru



Ve 2.Q 2007 činila průměrná hodnota kurzu koruny 28,27 CZK/EUR. Koruna tak byla o cca 1 % slabší než předpokládala dubnová prognóza. Průměrná hodnota však v současnosti není dobrou charakteristikou kurzového vývoje. Od ledna 2007 docházelo k postupnému oslabování koruny z hodnot 27,5 CZK/EUR až na 28,7 CZK/EUR počátkem července. Kumulovaná hodnota poklesu koruny od počátku roku činila cca 4 %. V červnu trend postupného oslabování koruny mírně zesílil a meziměsíční oslabení koruny dosáhlo více než 1 %. Vlivem tohoto vývoje došlo v červnu po třech letech k meziročnímu nominálnímu oslabení koruny vůči euru, a to o cca 0,5 %.

Ve 2.Q 2007 nadále pokračoval odlišný vývoj koruny a ostatních měn středoevropského regionu. Ty na rozdíl od české koruny vůči euru v dosavadním průběhu letošního roku mírně posílily (o 2 až 3,5 %). Příčinou odchylného vývoje koruny přitom nebyl vývoj reálné ekonomiky (ČR má z hlediska vnější rovnováhy nejlepší charakteristiky v regionu, rychlý růst domácí poptávky je, jak potvrzuje zlepšující se výkonová bilance, doprovázen rychlým růstem nabídkové strany ekonomiky). Hlavním vysvětlením oslabování koruny byly finanční operace nerezidentů využívající záporného úrokového diferenciálu (podobný vývoj kurzu byl patrný též u dalších nízkouročených měn - švýcarského franku a japonského jenu). V květnu a červnu byl tlak na oslabování koruny pravděpodobně ještě umocněn sezonním prohloubením deficitu výkonové bilance spojeným s transferem dividend do zahraničí.

Na počátku druhé červencové dekády začala koruna posilovat a v průběhu tří dní dosáhla úrovně téměř 28,3 CZK/EUR. Ke dni 18.7. kurz koruny činil 28,2 CZK/EUR. Stejně jako předcházející oslabování nebyl tento vývoj (s výjimkou úrokového diferenciálu a expektací kolem něj) spojen s českou ekonomikou. Příčinou byl růst obav investorů z rizikovějších měn (viz oslabení dolaru na rekordně nízkou úroveň vůči euru). Investoři se začali zbavovat vysokoúročených aktiv a dokupovat půjčené koruny. Podobný vývoj byl patrný i u japonského jenu. Ve prospěch nízkouročených měn vč. české koruny začínají hovořit i objevující se očekávání poklesu sazeb v USA.

V ročním horizontu se nadále předpokládá apreciacie kurzu CZK/EUR. Analytici v rámci šetření IOFT (převážně domácí) očekávají v tomto horizontu ve srovnání se základním scénářem prognózy apreciovanější kurz o 1,5 %. Převážně zahraniční analytici v rámci šetření FECF očekávají v ročním horizontu o 0,3 % slabší kurz v porovnání se základním scénářem prognózy (27,80 CZK/EUR).

Nastavení kurzové složky měnových podmínek hodnotíme ve 2.Q 2007 jako mírně uvolněné, přičemž tempo reálné rovnovážné apreciacie zůstává v aktuálním období v porovnání s dubnovou prognózou na stejné úrovni. Oproti předpokladům dubnové prognózy došlo k posunu ve směru dalšího uvolnění kurzové složky. Tento posun je způsoben depreciační nominálního měnového kurzu při malých posunech domácí i zahraniční inflace (očištěných o vliv nepřímých daní) směrem nahoru.

Pro 3.Q 2007 předpokládá prognóza stejnou úroveň nominálního měnového kurzu CZK/EUR jako ve 2.Q, tedy 28,30 CZK/EUR. Ve výhledu vývoje kurzové složky reálných měnových podmínek se předpokládá nadále uvolněné působení, když tempo rovnovážné reálné apreciacie bude vyšší než tempo reálné apreciacie.

II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů

Do modelového predikčního aparátu použitého pro tvorbu 7.SZ byly zapracovány změny, motivované revizí dat a novými analýzami časových řad. Jedná se o změnu parametrizace rovnic inflací dovozních cen a rovnice jednoročních sazeb.

Z důvodu přechodu na nové váhové schéma inflace dovozních cen a revize této časové řady bylo nutné přehodnotit **parametry modelových rovnic inflací dovozních cen**. Na základě provedených odhadů došlo ke změně parametrů rovnic dovozních cen energií a dovozních cen potravin. Parametry rovnice ostatních dovozních cen nebyly změněny.

Na základě analýzy predikčních schopností modelové **rovnice jednoročních sazeb** byla přehodnocena výše časové premie. Její zvýšení z hodnoty 0,1 p.b. na 0,2 p.b. plyne z odhadu na časové řadě prodloužené o nová pozorování.

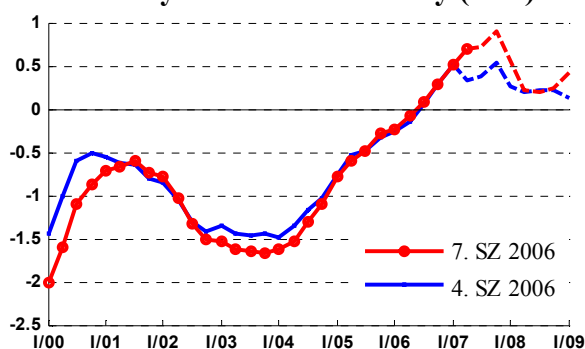
Veškeré dopady **změn nepřímých daní** jsou na horizontu prognózy stejně jako v minulých SZ rozděleny na primární a sekundární dopady s tím, že na primární dopady je aplikován institut výjimek. Propagace sekundárních dopadů je navíc jako obvykle snížena na 20 % standardní výše. V souvislosti se změnou nepřímých daní v Německu v roce 2007 jsou v prognóze očištěny cenové dopady této změny ze zahraničních inflačních očekávání a domácích dovozních cen. Takto očištěné inflace byly, stejně jako v předchozí prognóze, použity i při výpočtu reálného kurzu.

II.5 Vyznění prognózy

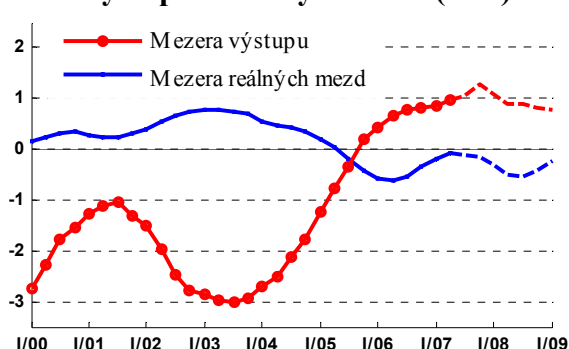
Hospodářský růst

Uvolněné reálné měnové podmínky v důsledku vývoje reálného kurzu spolu s kladným fiskálním impulzem povedou v roce 2007 k mírnému nárůstu kladné mezery výstupu až na hodnotu okolo 1,3 % (oproti cca 0,5 % v dubnové prognóze). Spolu s předpokladem o tempu růstu inflaci nezrychlujícího produktu na úrovni okolo 5,8 % bude vývoj mezery výstupu znamenat udržení tempa růstu HDP ve výši 6,2 % (5,7 % ve 4. SZ). V roce 2008 se měnové podmínky v důsledku vývoje úrokové složky budou posouvat k neutrálnímu působení, což spolu s negativním fiskálním impulsem povede k opětovnému uzavírání kladné mezery výstupu. Meziroční tempo růstu reálného HDP zpomalí na 5,4 % (5,3 % ve 4. SZ). Z hlediska jednotlivých výdajových složek bude ekonomický růst v letošním roce tažen dynamikou růstu spotřeby domácností, v roce 2008 pak především investiční poptávkou. Vyšší reálná spotřeba domácností v celém prognózovaném období souvisí s vyšším očekávaným růstem nominálních mezd, v roce 2008 růst spotřeby domácností zpomalí vlivem vyšší prognózy deflátoru spotřeby. Očekávaný vývoj ekonomické aktivity je v souladu s prognózou růstu peněžního agregátu M2 v roce 2007 ve výši okolo 9 % a jeho zpomalení na úroveň cca 7 % v roce 2008.

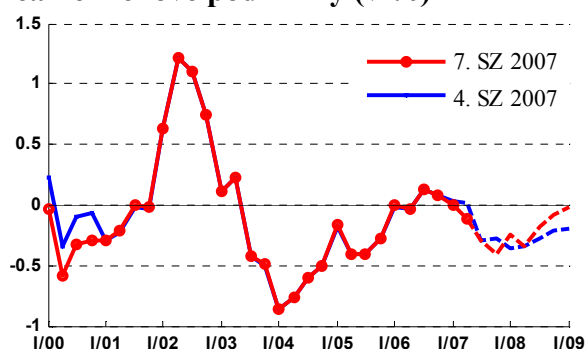
Inflační tlaky z reálné ekonomiky (v %)



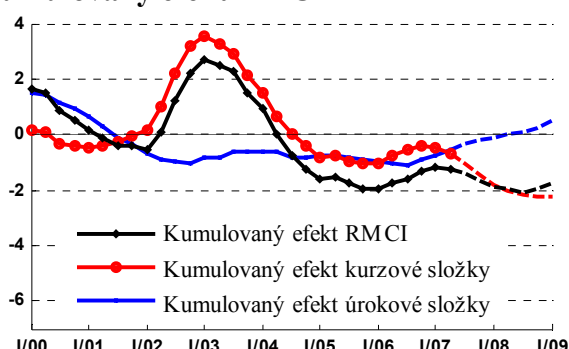
Mezera výstupu a reálných mezd (v %)



Reálné měnové podmínky (v %)



Kumulovaný efekt RMCI

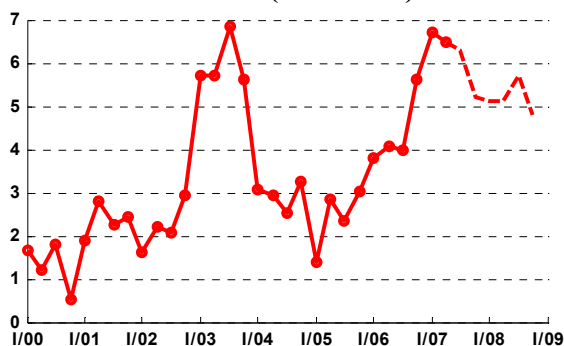


Předpoklady prognózy ohledně působení měnových podmínek, zahraniční poptávky a fiskální politiky ovlivní i jednotlivé složky celkové poptávky. **Spotřeba domácností** bude v letech 2007 a 2008 ovlivněna zejména vývojem na trhu práce, růstem sociálních transferů a dopadem úrokové složky měnových podmínek. Zvýšení prognózovaného tempa růstu reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu úzce souvisí s očekávaným vyšším růstem mezd v národním hospodářství ve srovnání se 4. SZ. Opačným směrem působí přehodnocení růstu transferů, které podle aktuálních údajů rostou podstatně pomaleji (v 1.Q 2007 7,0 %,

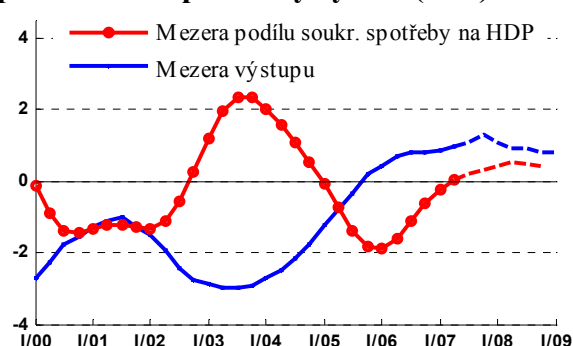
zatímco dubnová prognóza očekávala zvýšení o 14,4 %)⁷. Celkově však tempo růstu hrubého disponibilního důchodu zrychlí v roce 2007 na 8,0 %, reálně na 5,9 % (podle dubnové prognózy nominálně o 7,8 %, reálně o 5,7 %). To při postupném vyčerpávání zpožděného dopadu uvolněné úrokové složky měnových podmínek povede v roce 2007 k růstu reálných spotřebitelských výdajů mírně vyšším tempem ve srovnání s růstem reálného disponibilního důchodu, tj. o 6,1 % (5,6 % ve 4. SZ).

V roce 2008 dojde ke zpomalení růstu objemu mezd (vlivem zpomalení růstu počtu zaměstnanců, viz část **Trh práce**) a k mírnému zpomalení meziročního růstu sociálních transferů. Růst nominálního hrubého disponibilního důchodu nepatrně zvolní na 7,9 %. Chování spotřebitelů bude zároveň ovlivněno akcelerující inflací a přechodem z mírně uvolněného do neutrálního kumulativního působení úrokové složky měnových podmínek. To se projeví ve stabilitě míry úspor a ve zpomalení dynamiky reálných spotřebitelských výdajů na 4,3 % (4,1 % podle 4. SZ).

Spotřeba domácností (mzr. v %)



Spotřeba a hospodářský cyklus (v %)



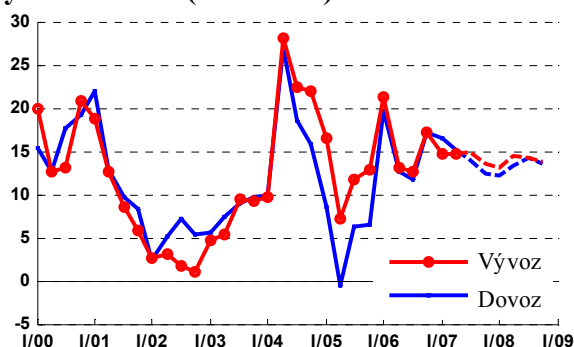
Spotřeba vlády vzroste v reálném vyjádření v roce 2007 o 1,3 %, v roce 2008 se sníží o 0,4 %. V porovnání s dubnovou prognózou bude růst spotřeby vlády v roce 2007 vyšší o 0,3 p.b., v roce 2008 bude naopak nižší o 1,3 p.b. Přehodnocení růstu spotřeby vlády v roce 2008 je způsobeno nižším růstem nominální spotřeby (o 0,7 % p.b.) a vyšším růstem deflátoru (o 0,6 p.b.).

V letech 2007 a 2008 dojde k mírnému zrychlení růstu **hrubé tvorby fixního kapitálu**. V roce 2007 se fixní investice zvýší o 6,9 % a v roce 2008 o 9,6 %. Ve srovnání s dubnovou prognózou budou investice v roce 2007 o 1,8 p.b. nižší vlivem přechodně nižší tvorby fixního kapitálu v 1.Q (viz část **Počáteční podmínky**). Celková hrubá tvorba kapitálu se v roce 2007 zvýší o 9,9 % a v roce 2008 o 9,0 %. Investiční aktivita bude nadále tažena zejména pokračujícím růstem zahraniční poptávky a přílivem reálně alokovaných přímých zahraničních investic, zejména do automobilového a elektrotechnického průmyslu (viz **Příloha 5 – Platební bilance**). V letech 2007 a 2008 budou k růstu investiční aktivity přispívat také uvolněné reálné měnové podmínky.

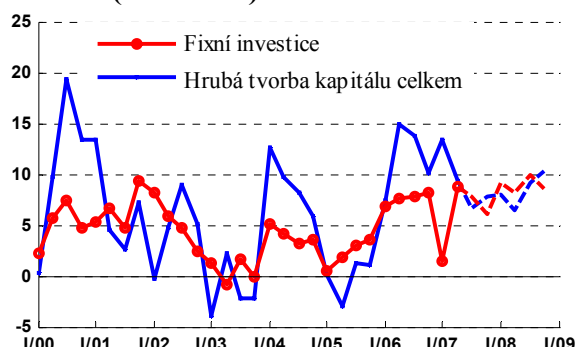
Reálný vývoz zboží a služeb bude ve srovnání s dubnovou prognózou v roce 2007 vyšší vlivem vyššího růstu efektivního HDP v eurozóně. V roce 2008 bude pozitivní vliv zahraniční poptávky tlumen apreciací reálného kurzu. V roce 2007 se reálný vývoz zvýší o 14,2 %, v roce 2008 o 13,0 %.

⁷ Nelze však vyloučit, že revize a zpřesnění údajů národních účtů povede ke zvýšení růstu transferů domácnostem.

Vývoz a dovoz (mzr. v %)



Investice (mzr. v %)



Růst **reálného dovozu** bude v obou letech kopírovat dynamiku vývozu. K vyšší dynamice dovozu v roce 2007 o 2,4 p.b. oproti dubnové prognóze bude přispívat především vyšší celková domácí poptávka. V roce 2007 meziroční růst dovozu dosáhne 14,5 %. Vlivem vyšší poptávky se deficit čistého vývozu meziročně prohloubí o 7,9 mld. Kč a dosáhne 19,6 mld. Kč. V roce 2008 růst dovozu vlivem nižšího růstu domácí poptávky mírně zpomalí na 12,3 %. Deficit čistého vývozu se meziročně sníží o 16,5 mld. Kč na 3,1 mld. Kč.

HDP a jeho složky (stálé ceny roku 2000, meziroční změny v %, sezonně neočištěno)

	I/06	II/06	III/06	IV/06	2006	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08	2008
Hrubý domácí produkt	6.6	6.5	6.3	6.1	6.4	6.1	6.2	6.2	6.3	6.2	5.9	5.5	5.3	5.0	5.4
Spotřeba domácností	3.8	4.1	4.0	5.6	4.4	6.7	6.3	6.3	5.2	6.1	4.6	4.3	4.7	3.6	4.3
Spotřeba vlády	3.8	-0.5	-1.1	2.4	1.1	0.4	1.5	1.4	1.7	1.3	-0.1	-0.3	-0.8	-0.4	-0.4
Hrubá tvorba fixního kapitálu	6.8	7.5	7.8	8.1	7.6	1.5	8.3	8.6	8.6	6.9	12.6	9.9	9.7	6.9	9.6
Vývoz zboží a služeb	21.2	13.0	12.7	17.1	15.9	14.6	14.6	14.8	13.1	14.2	12.5	13.7	13.1	12.6	13.0
Dovoz zboží a služeb	19.6	12.7	11.8	17.1	15.2	16.5	14.9	14.3	12.5	14.5	12.1	12.8	12.7	11.8	12.3
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	14.2	1.0	-7.3	-19.7	-11.7	4.9	-0.8	-5.7	-18.1	-19.6	8.2	6.2	-3.5	-14.0	-3.1
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	2.2	0.1	-1.0	-2.7	-0.4	0.7	-0.1	-0.8	-2.4	-0.7	1.1	0.8	-0.4	-1.7	-0.1

Srovnání prognózy HDP a jeho složek ve 4. SZ a 7. SZ

mzr v %	2006			2007			2008		
	4.SZ	7.SZ	Rozdíl	4.SZ	7.SZ	Rozdíl	4.SZ	7.SZ	Rozdíl
HDP	6.1	6.4	0.3	5.7	6.2	0.5	5.3	5.4	0.1
Spotřeba domácností	4.6	4.4	-0.2	5.6	6.1	0.5	4.1	4.3	0.2
Spotřeba vlády	0.3	1.1	0.8	1.0	1.3	0.2	0.9	-0.4	-1.3
HTFK	7.3	7.6	0.3	7.9	6.9	-0.9	7.9	9.6	1.6
Vývoz zboží a služeb	14.6	15.9	1.3	12.7	14.2	1.5	13.2	13.0	-0.2
Dovoz zboží a služeb	14.2	15.2	1.0	12.1	14.5	2.3	12.7	12.3	-0.3

Trh práce

Rychlé uzavírání mezery výstupu v letech 2005 a 2006 bylo spojeno se zvýšenou dynamikou **zaměstnanosti**. Tento vliv na růst zaměstnanosti bude pokračovat i v **roce 2007**. Celková zaměstnanost se zvýší o 1,2 %, což je o 0,5 p.b. více, než předpokládala 4. SZ. Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev vzroste o 1,4 %, tedy rovněž o 0,5 p.b. více, než předpokládala prognóza ze 4. SZ. Zvýšení prognózy růstu zaměstnanosti je důsledkem otevřenější mezery výstupu ve srovnání s prognózou ze 4. SZ. Růst poptávky po práci bude pokračovat zejména ve zpracovatelském průmyslu. V některých sektorech ekonomiky se růst poptávky bude nadále realizovat zaměstnáváním zahraničních pracovníků. Růst zaměstnanosti zahraničních pracovníků má cyklický charakter a otevřená mezera výstupu bude tempo jeho růstu nadále udržovat na vysoké úrovni. Ve 2.Q 2007 se již míra celkové registrované

nezaměstnanosti nacházela pod svou neinflační úrovní a ve zbytku roku 2007 se bude kladná mezera celkové registrované nezaměstnanosti dále zvětšovat. To se začne spolu s rostoucí inflací projevovat v dále rostoucích tlacích na růst mezd. Tento tlak bude jen částečně omezován přílivem zahraničních pracovníků s nižšími mzdovými nároky⁸. Míra celkové registrované nezaměstnanosti se ve srovnání s rokem 2006 sníží o 1,5 p.b. a její průměrná hodnota za rok 2007 bude činit 7,1 %, tj. 0,1 p.b. méně než ve 4. SZ. Míra celkové registrované nezaměstnanosti bude ovlivněna polohou ekonomiky v rámci cyklu (otevřenější mezera výstupu ve srovnání se 4. SZ), přísnějšími podmínkami pro registraci na úřadech práce a vyšším sankčním vyřazováním. Obecná míra nezaměstnanosti se sníží o 1,4 p.b. na 5,7 %. Obě míry nezaměstnanosti tak budou klesat zhruba stejným tempem.

V roce 2008 dojde ke zpomalení růstu zaměstnanosti na 0,4 % (0,1 % podle 4. SZ) zejména v důsledku postupného zpomalování ekonomického růstu a nižší kladné mezery výstupu v závěru roku 2007 a v roce 2008. Mezera výstupu se však bude stále nacházet nad svou trajektorií ze 4. SZ, a proto bude růst zaměstnanosti ve srovnání se 4. SZ vyšší. Pokles celkové registrované nezaměstnanosti se zpomalí, průměrná hodnota nezaměstnanosti dosáhne 6,6 % (6,8 % podle 4. SZ) a bude se pohybovat 0,4 p.b. pod svou neinflační úrovní (NAIRU). To bude spolu se zrychlující inflací generovat vyšší tlaky na růst mezd. Obecná míra nezaměstnanosti se rovněž sníží, a to na 5,3 %.

Základní údaje trhu práce (mzr. změny v %, sezonně neočištěno)

Základní údaje trhu práce (mzr. změny v %, sezonně neočištěno)	I/06	II/06	III/06	IV/06	2006	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08
Zaměstnanost celkem	1.7	1.6	0.9	1.2	1.3	1.7	1.1	1.0	1.0	1.2	0.4	0.5	0.5	0.2
z toho : zaměstnanci a)	2.2	1.6	0.3	0.7	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6	1.4	0.6	0.8	1.0	0.4
ostatní zaměstnani	-0.9	1.6	4.1	4.0	2.2	3.5	0.0	-1.1	-2.0	0.1	-0.9	-1.1	-2.1	-0.9
Registrovaná míra nezaměstnanosti celkem v % - průměr za období b)	9.6	8.5	8.3	8.0	8.6	8.2	7.0	6.7	6.6	7.1	7.0	6.4	6.5	6.6
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr	8.0	7.1	7.0	6.5	7.1	6.0	5.6	5.7	5.4	5.7	5.5	5.1	5.2	5.2
NAIRU (sezonně očištěno)	8.3	8.2	8.1	7.8	8.1	7.6	7.3	7.1	7.0	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) c)	7.0	6.6	5.9	6.1	6.4	7.8	7.4	7.4	7.0	7.4	7.7	7.1	8.0	7.8
(reálná)	4.1	3.6	2.9	4.5	3.8	6.2	4.8	4.6	3.1	4.7	3.3	2.9	3.6	3.4
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	7.3	6.7	6.1	6.6	6.7	8.3	8.0	8.0	7.5	8.0	8.8	8.1	9.1	8.9
z toho: průmysl (nominální)	6.4	6.5	5.3	6.1	6.0	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
nepodnikatelská sféra (nominální)	5.9	5.9	5.4	4.4	5.4	6.1	5.3	5.3	5.3	5.5	3.7	3.7	3.7	3.7
Mzdy a platy v NH (nominální) d)	9.4	8.2	6.2	6.8	7.7	9.2	8.9	8.9	8.7	8.9	8.4	8.0	9.0	8.2
Mzdy a platy celkem podle NÚ - české domácnosti (nominální)	6.5	6.9	6.0	6.8	6.6	8.4	8.2	8.3	8.1	8.3	7.8	7.4	8.4	7.6
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	0.3	1.0	0.7	1.7	1.0	3.5	3.0	2.9	2.5	2.9	2.5	2.7	3.2	3.1
NJMN v průmyslu (nominální mzda na PP z tržeb)	2.3	-1.0	-1.5	-2.7	-2.9	-1.7	-	-	-	-	-	-	-	-
NJMN v průmyslu (objem mezd na přidanou hodnotu)	-10.0	-4.5	-3.6	-3.6	-5.5	3.9	-	-	-	-	-	-	-	-
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	5.2	4.9	4.3	4.3	4.7	4.1	5.0	5.1	5.2	4.8	5.5	5.0	4.8	4.8

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

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

b) Za nezaměstnané jsou považováni všichni uchazeči o zaměstnání bez ohledu na dosažitelnost.

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

d) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnanci v NH

Záporná mezera **reálných mezd** se na prognóze postupně prohloubí z aktuální úrovně -0,1 % k hodnotě -0,5 % ve 2.Q 2008. Zaostávání prognózovaného vývoje reálných mezd za jejich pozvolna zrychlujícím rovnovážným růstem bude důsledkem očekávaného relativně méně pružného růstu nominálních mezd, který bude v letech 2007 a 2008 konfrontován se zrychlující inflací. V roce 2007 průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře zrychlí výrazněji, v roce 2008 bude zrychlení mzdového růstu pomalejší.

V roce 2007 růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zrychlí na 8,0 % (7,1 % ve 4. SZ), reálně na 5,2 %. Nezaměstnanost se bude v roce 2007 na rozdíl od prognózy z 4. SZ pohybovat více pod svou neinflační úrovní, což bude generovat vyšší tlak na růst mezd. Vysoká poptávka po práci, rychlejší růst inflace a inflačních očekávání ve srovnání se 4. SZ budou rovněž přispívat k vyššímu mzdovému růstu.

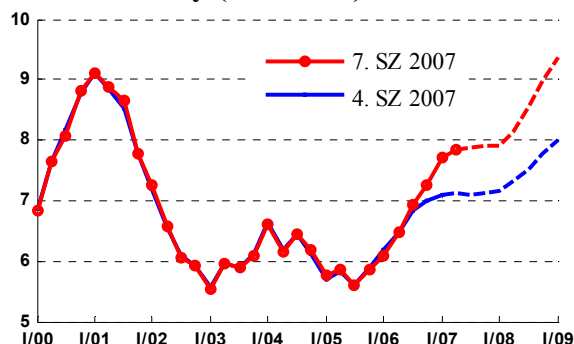
⁸ Část zahraničních pracovníků působí ve vysokých manažerských pozicích, ve kterých rostou mzdy poměrně rychle. Počet zahraničních pracovníků působících v tomto segmentu je však ve srovnání s počtem pracovníků v dělnických profesích nesrovnatelně menší.

Podle údajů ze státního rozpočtu lze očekávat, že průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vzroste v roce 2007 o 5,5 %, tj. téměř stejně jako ve 4. SZ (rozdíl +0,2 p.b.). Prognóza zohlednila pouze aktuální vývoj v 1.Q 2007. Státní rozpočet počítá se všeobecným nárůstem platů o 5 % pro civilní zaměstnance a o 4,5 % pro příslušníky bezpečnostních sborů. Nad rámec všeobecného růstu jsou vyčleněny dodatečné prostředky (přes 1 mld. Kč) k pokrytí výdajů plynoucích ze zákona o služebním poměru příslušníků bezpečnostních sborů.

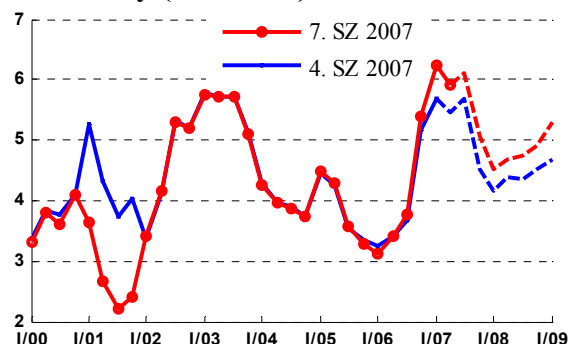
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích se na základě předpokladů o vývoji v podnikatelské a nepodnikatelské sféře v roce 2007 zvýší o 7,4 %, což je 0,7 p.b. více než předpokládala prognóza ze 4. SZ. Nominální jednotkové mzdové náklady zvýší svoji dynamiku z 1,0 % v roce 2006 na 2,9 % v roce 2007, což indikuje růst mzdovénákladových inflačních tlaků.

V roce 2008 průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře vzroste o 8,7 % (7,7 % ve 4. SZ), v reálném vyjádření o 4,3 %. Zrychlení růstu průměrné mzdy ve srovnání s rokem 2007 souvisí s vyšší prognózou inflace. Vyšší inflace a výraznější nárůst inflačních očekávání stojí i za zvýšením prognózy mzdového růstu ve srovnání se 4. SZ. Míra celkové registrované nezaměstnanosti se bude pohybovat pod svou neinflační úrovní výrazněji než předpokládala 4. SZ. To bude vytvářet předpoklady pro vyšší růst mezd. V nepodnikatelské sféře se zvýšení mezd bude pohybovat mírně pod 4 % (5 % podle 4. SZ). Podle informací z příprav návrhu státního vzroste pro 63 % zaměstnanců nepodnikatelské sféry objem mezd o 1,5 %. Vyšší růst mezd může být zajištěn prostřednictvím snižování počtu zaměstnanců. Tento vliv ale pravděpodobně nepřekročí 1,5 p.b.. Ve zbytku nepodnikatelské sféry poroste průměrná mzda cca o 5 %.

Nominální mzdy (mzr. v %)



Reálné mzdy (mzr. v %)



Průměrná nominální mzda se v celém národním hospodářství zvýší o 7,7 %. Tempo růstu NJMN se bude pohybovat na stejné úrovni jako v roce 2007. Růst objemu mezd⁹ i HDP totiž zpomalí téměř stejným tempem.

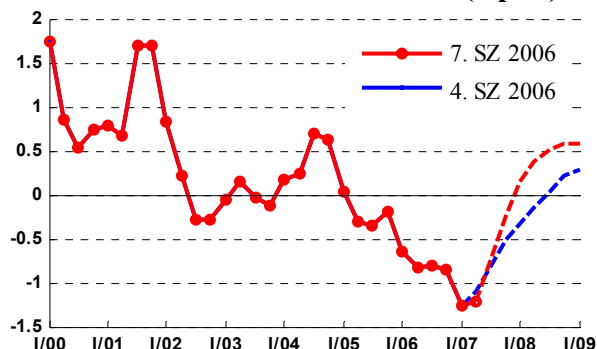
Měnový kurz a dovezená inflace

Základní scénář prognózy předpovídá ve zbytku roku 2007 zhruba stabilitu kurzu poblíže jeho aktuálních hodnot (28,30 CZK/EUR), a to zejména vlivem přetrvávajícího záporného úrokového diferenciálu, který bude spolu s inflačním diferenciálem kompenzovat vliv reálného rovnovážného reálného posilování. Trend postupné nominální apreciace převáží až

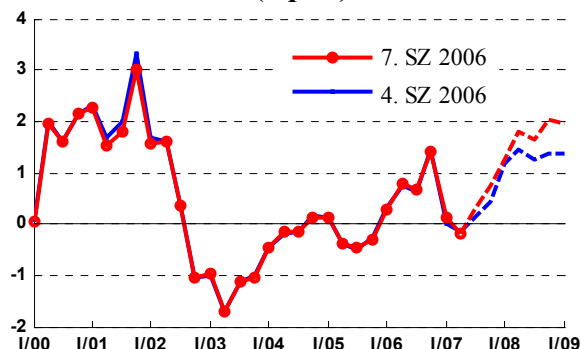
⁹ Růst objemu mezd zpomalí, protože mírné zrychlení růstu průměrné mzdy nepokryje výraznější zpomalení růstu počtu zaměstnanců.

v průběhu roku 2008, a dojde tak k postupnému posílení nominálního kurzu až na hodnotu 27,60 CZK/EUR v závěru roku 2008. Nominální kurz se na celém období prognózy bude pohybovat na mírně slabší úrovni, než předpokládala 4. SZ.

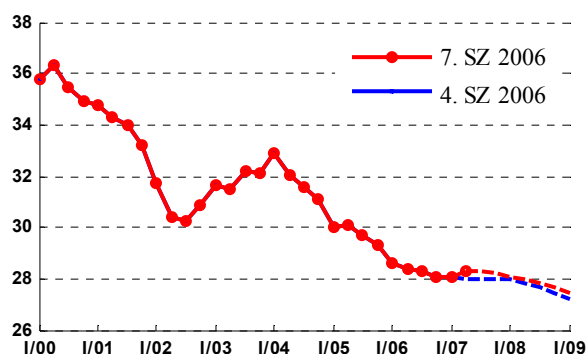
Úrokový diferenciál ročních domácích a zahraničních nominálních sazeb (v p.b.)



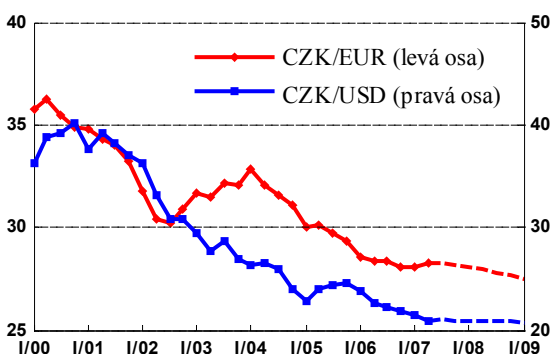
Diferenciál v inflačních očekáváních domácí a zahraniční inflace (v p.b.)



Nominální kurz CZK/EUR



Nominální kurz CZK/EUR a CZK/USD



Nová prognóza **dovozních cen** počítá oproti prognóze ze 4. SZ s mírně depreciovanějším nominálním kurzem koruny vůči euru. Očekávané dolarové ceny ropy Brent i benzínů ARA leží oproti předchozí prognóze rovněž výše. Proinflační vývoj ve srovnání s předchozí prognózou mají i spotřebitelské a průmyslové ceny v eurozóně, a to téměř na celém horizontu prognózy. Skutečný růst dovozních cen za období únor – duben byl v souhrnu mírně vyšší oproti předchozí prognóze.

Souhrnné působení těchto proinflačně působících faktorů vede k prognóze mírnějšího meziročního poklesu dovozních cen, resp. jejich rychlejšího růstu v roce 2007 a na počátku roku 2008 (ve srovnání se 4. SZ je nová prognóza výše o cca 1,0 p.b. v nejbližších čtyřech čtvrtletích). Ve druhé polovině roku 2008 bude naopak meziroční růst celkových dovozních cen nepatrně menší (ve srovnání se 4. SZ o cca 0,4 p.b., převážně vlivem vyšší srovnávací základny roku 2007).

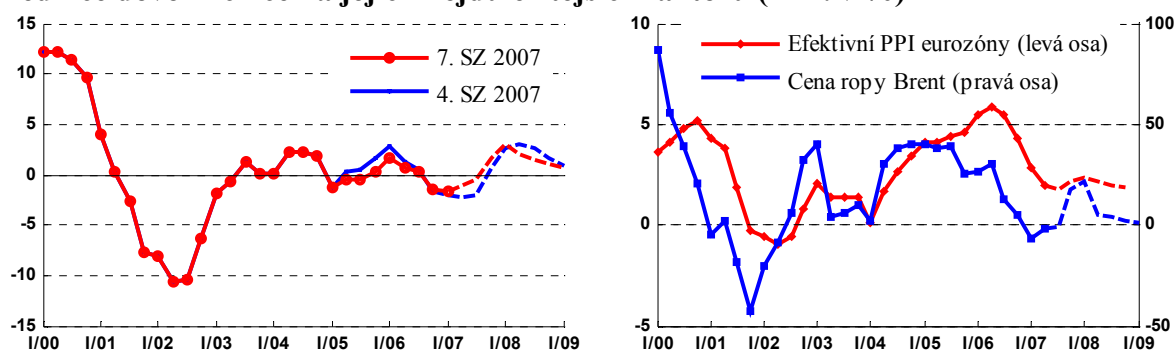
Očekávaná trajektorie růstu cen dovážených energetických surovin a energií zůstává podobná jako v předchozích prognózách, avšak je téměř na celém horizontu prognózy více proinflační, zejména v roce 2007, přičemž dominantní vliv mají vyšší ceny energetických surovin. U dovozních cen potravin na rozdíl od 4. SZ předpokládáme v celém prognózovaném období meziroční růsty, což jde kromě vlivu nově publikovaných dat do značné míry na vrub vyšší inflaci v eurozóně. V případě cen ostatních dovážených výrobků (tj. bez energií a potravin) předpokládáme pro celé období prognózy oproti minulé prognóze mírně vyšší

meziroční růsty, a to zejména kvůli depreciovanějšímu kurzu, vyšší zahraniční inflaci a zohlednění nových dat.

Predikce jednotlivých segmentů dovozních cen (mzr. v %)

	I/06	II	III	IV	I/07	II	III	IV	I/08	II	III	IV	I/09
Dovozní ceny	3.0	1.3	0.5	-1.6	-1.7	-1.0	-0.5	1.7	3.1	2.3	1.9	1.5	1.0
Dovozní ceny bez energií a potravin	-1.6	-2.1	-0.5	-0.7	-0.8	-0.4	-0.1	0.7	1.7	1.3	1.0	0.7	0.4
Dovozní ceny potravin	-0.5	-12.0	0.9	-2.4	-0.9	1.0	0.9	2.2	1.8	0.5	0.3	0.4	0.2
Dovozní ceny energií	38.6	20.9	6.2	-6.7	-9.4	-7.1	-4.5	9.8	15.5	11.7	10.5	9.0	6.9
Nominální kurz Kč/EUR	28.6	28.4	28.3	28.2	28.0	28.2	28.3	28.2	28.1	28.0	27.8	27.6	27.4
Nominální kurz Kč/EUR meziročně	-4.7	-5.8	-4.6	-4.3	-1.9	-0.6	-0.1	0.6	0.6	-0.4	-1.4	-1.4	-1.8

Predikce dovozních cen a jejich nejdůležitějších faktorů (mzr. v %)



V návaznosti na vývoj dovozních cen formuluje prognóza rovněž predikci vývoje domácích **cen průmyslových výrobců**. Prognóza cen průmyslových výrobců se oproti 4. SZ zvyšuje, kromě dominantního vlivu nových dat (viz **Příloha 4 – Nákladové faktory**) též díky depreciovanějšímu kurzu, vyšší zahraniční inflaci, vyšším cenám ropy a novým předpokladům o domácím růstu cen elektřiny a uhlí. Po celé prognózované období bude významný vliv růstu cen elektřiny (cca 7,5 % mzr. v roce 2007, 14 % mzr. v roce 2008) a pevných paliv (cca 7,5 % mzr. v obou letech). V průběhu roku 2007 předpokládáme další zrychlování celkového meziročního růstu cen průmyslových výrobců až na hodnoty okolo 5 % v závěru roku. Počátkem roku 2008 ceny průmyslových výrobců dále zrychlí na cca 6 % (vliv skokového zvýšení cen elektřiny), aby se jejich meziroční růst v průběhu roku postupně zmírňoval až na hodnoty okolo 3,5 % v jeho závěru.

Inflace

Oproti 4. SZ se aktuální odhad vývoje inflace posouvá výše v celém predikovaném horizontu. Prognóza celkové meziroční inflace ke konci roku 2007 činí 3,8 % (oproti 3,7 % ve 4. SZ). Rozdíl mezi oběma prognózami se v průběhu roku 2008 dále zvětšuje, když ke konci roku 2008 celkový růst spotřebitelských cen dosáhne 4,2 % (3,3 % ve 4. SZ).

Zvýšení predikce ve zbývajícím průběhu roku 2007 se týká všech složek inflace kromě dopadu změn nepřímých daní, jejichž prognóza se nemění. Nejvíce se zvýšila predikce cen potravin. V roce 2008 je změna celkové inflace způsobena v největší míře rychlejším růstem korigované inflace bez PH, vyšší je rovněž růst cen potravin a regulovaných cen (viz **Box: Administrativní vlivy**).

Box: Administrativní vlivy

Administrativní vlivy (primární dopady změn nepřímých daní a dopady změn regulovaných cen) celkem přispějí do meziroční inflace ke konci roku 2007 dopadem ve výši 2,1 p.b. (ve 4. SZ 2,0 p.b.) a ke konci roku 2008 ve výši cca 1,3 p.b. (ve 4. SZ 1,2 p.b.).

Celkový růst **regulovaných cen** byl ve 2.Q jen mírně vyšší než prognóza (o 0,2 p.b.). Odchylka skutečného vývoje regulovaných cen od minulé prognózy byla způsobena neočekávaným jednorázovým zvýšením doplatků za předepisované léky. Z tohoto důvodu se prognóza meziročního růstu regulovaných cen v roce 2007 posunula mírně směrem nahoru. V roce 2008 byla prognóza mizr. růstu regulovaných cen zvýšena o cca 1 p.b. v důsledku zavedení spotřebních (ekologických) daní na energie. Z regulovaných cen se tato daň bude týkat cen elektřiny a cen zemního plynu a měla by mít dopad do celkové inflace ve výši 0,18 p.b. Prognózu vývoje ostatních položek regulovaných cen v roce 2007 neměníme. V roce 2007 by mělo mít největší dopad do regulovaných cen zvýšení regulovaného nájemného o 17 %, cen elektřiny o 7,9 % a zvýšení poplatku za příjem televizního vysílání o 20 %, v roce 2008 pak zvýšení regulovaného nájemného o cca 15 % a elektřiny o 7 %. Po uzavření prognostického cvičení jsme získali informaci z Ministerstva pro místní rozvoj, které v roce 2008 odhaduje v návaznosti na vyšší růst cen nemovitostí průměrné zvýšení maximální výše regulovaného nájemného o 23,3 % (naše prognóza vychází z jejich předešlého odhadu, který činil 19,2 %). Neočekává se však plné využití možnosti zvýšit nájemné na uvedenou maximální odhadovanou hodnotu. Proto bychom růst regulovaného nájemného v roce 2008 nově predikovali na cca 20 %. Dopad této změny do celkové inflace by byl cca 0,1 p.b.

Souhrnná predikce výše primárních **dopadů změn nepřímých daní** v roce 2007 se nemění (v roce 2007 se jedná jen o růst spotřebních daní u cigaret). Cigarety s vyššími cenami odrážejícími zvýšení spotřebních daní od 1. 3. 2007 se však na trhu objevily o měsíc dříve, než jsme očekávali, a proto bylo změněno rozložení výše dopadů daní do jednotlivých měsíců. V roce 2008 byl předběžný odhad dopadů lednového zvýšení spotřebních daní u cigaret snížen na základě již konkrétního návrhu zákona z 0,40 p.b. na 0,35 p.b. Nově předpokládáme dopad ve výši 0,03 p.b. z titulu zavedení spotřební daně u pevných paliv. Predikce primárních dopadů změn daní v neregulovaných cenách se tedy pro rok 2008 mění jen zanedbatelně, z 0,40 p.b. na 0,38 p.b. Ke konci roku 2007 zůstává na hodnotě 1,1 p.b.

Meziroční **korigovaná inflace bez PH** v celém predikčním horizontu postupně zrychluje z aktuální hodnoty 1,0 % v červnu na 2,0 % ke konci roku 2007 a dále na 3,4 % ke konci roku 2008 (ve 4. SZ byla prognóza 1,9 % ke konci roku 2007 a 2,8 % ke konci roku 2008). Za výraznějším zrychlováním korigované inflace na celém horizontu prognózy bude stát zejména rychlejší postupný přechod dovozních cen od meziročních poklesů směrem k meziročnímu růstu, vyšší inflační očekávání a dále výraznější tlaky z reálné ekonomiky, které však bude v průběhu roku 2008 pozvolna slábnout. Mezera reálných mezních nákladů se bude pohybovat v mírně kladných hodnotách v důsledku kladné mezery výstupu. Naopak mezera reálných mezd bude na celém období prognózy působit protiinflačně, a to vlivem zaostávání růstu mezd za růstem inflace.

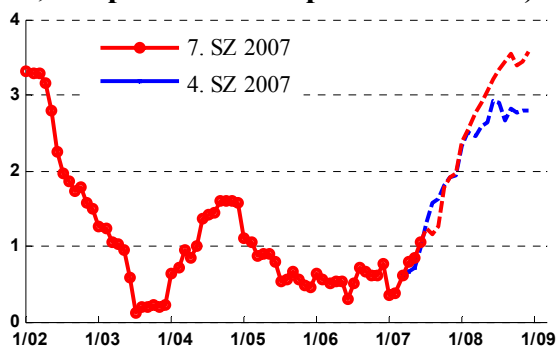
Vývoj **cen pohonných hmot** bude nadále dominantně určován vývojem cen ropy a kurzem CZK/USD. Ceny ropy se v červencovém referenčním scénáři nachází nad předpoklady 4. SZ. Kurz CZK/USD je oproti minulé prognóze jen mírně apreciovanější. Změny v předpokladech vedly ke zvýšení prognózy růstu cen pohonných hmot ve druhém pololetí 2007. Ke konci roku 2007 prognózujeme jejich meziroční růst ve výši 2,8 % a ke konci roku 2008 6,4 %.

Faktory ovlivňující korigovanou inflaci bez PH budou působit i na **ceny potravin** (bez primárního vlivu změn daní), pro něž je však významný zejména vývoj domácích cen zemědělských výrobců (viz **Box: Prognóza cen zemědělských výrobců**) a vývoj dovozních cen potravin. Především prognóza růstu dovozních cen potravin byla posunuta významně výše. Od počátku prognózovaného období jsou oproti dubnové prognóze meziroční růsty cen

potravin na vyšší úrovni a odchylka se v čase dále zvyšuje až do závěru prognózovaného období. Ke konci roku 2007 by měl meziroční růst cen potravin bez primárního vlivu změn daní činit 2,4 % (ve 4. SZ to bylo 1,9 %). Ke konci roku 2008 by čisté ceny potravin měly meziročně vzrůst o 3,2 % (ve 4. SZ byla predikce 1,6 %).

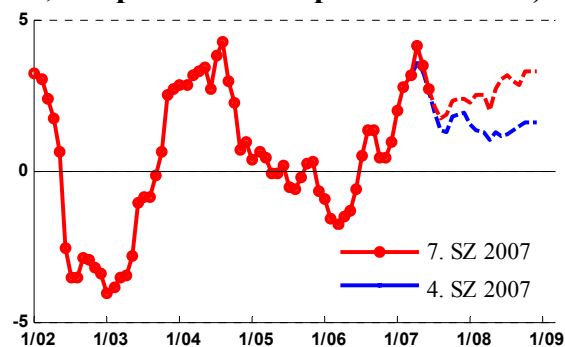
Korigovaná inflace bez PH

(v %, bez primárních dopadů změn daní)



Inflace cen potravin

(v %, bez primárních dopadů změn daní)

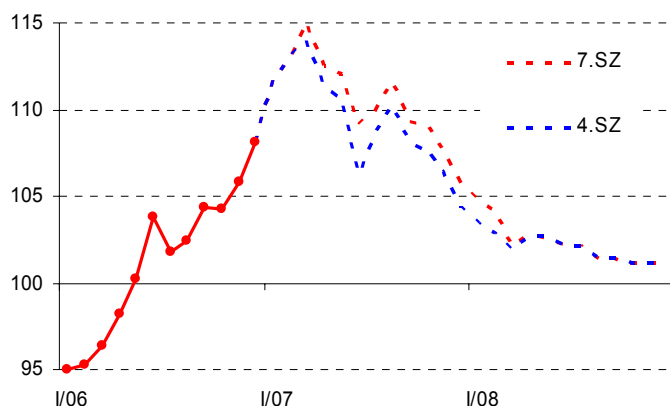


Box: Prognóza cen zemědělských výrobců

Prognóza cen zemědělských výrobců i nadále předpokládá po období zrychlování jejich meziročního růstu v první polovině roku 2007 až k hodnotám okolo 15 % jejich zpomalování na hodnoty okolo 5 % v závěru roku. Vyšší růst cen zemědělských výrobců oproti minulé prognóze je do značné míry zapříčiněn novými daty a mírně depreciovanějším kurzem koruny k euru ve srovnání s minulou prognózou.

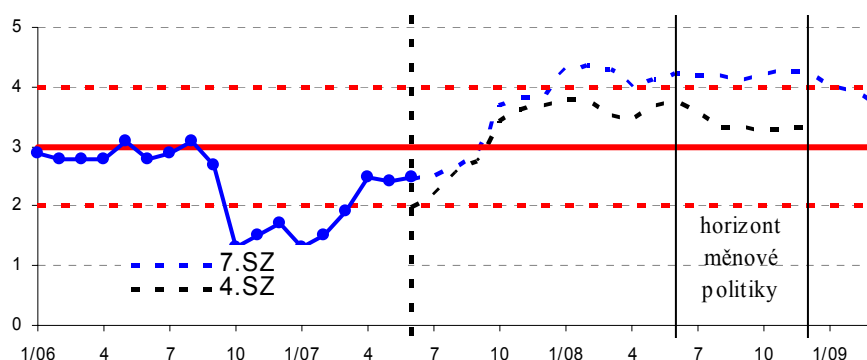
Z hlediska pohledu na jednotlivé hlavní skupiny cen zemědělských výrobců bude jejich vývoj i nadále značně diferencovaný. Na jedné straně bude (podobně jako v dubnové prognóze) ještě v roce 2007 pokračovat výrazný meziroční růst cen produktů rostlinné výroby, který se však bude pozvolna zmírňovat zejména v souvislosti s odezníváním cenových vlivů sklizně z minulého roku. Na druhé straně u cen produktů živočišné výroby se bude zejména v návaznosti na kurzový vývoj zvolna zmírňovat jejich dosavadní mírný meziroční pokles. V souhrnu nová prognóza CZV znamená mírné posílení nákladových tlaků do cen potravin.

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



I v aktuální prognóze nadále platí, že na celém horizontu prognózy bude inflace ovlivňována vysokými dopady zvyšování spotřebních daní, i když se tyto dopady v průběhu roku 2008 výrazně sníží. Základní scénář prognózy neobsahuje potenciální dopady navrhované daňové reformy, jejichž realizace je značně nejistá. Z hlediska dopadů do spotřebitelských cen jde hlavně o zvýšení snížené sazby DPH z 5 na 9 %, které by podle našeho odhadu mělo dopad do inflace celkem cca 0,8 p.b. Inflace bez primárního vlivu změn nepřímých daní (měnověpolitická inflace) bude od 3.Q 2007 trvale stoupat ze současných 1,9 % až na 2,7 % ke konci roku 2007 a dále na 3,7 % ke konci roku 2008. Zdrojem tohoto zrychlení měnověpolitické inflace by měl být postupný přechod dovozních cen od meziročních poklesů směrem k meziročnímu růstu, vyšší inflační očekávání odrážející vnější a vnitřní nákladové faktory a tlaky z reálné ekonomiky.

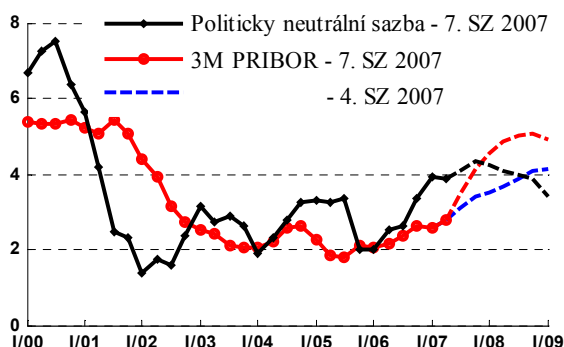
Prognóza inflace (mzr. v %)



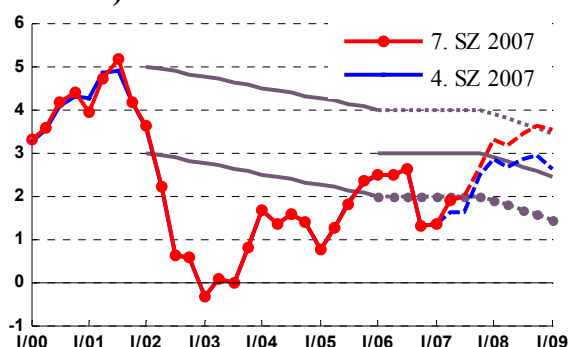
Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve výrazný růst nominálních úrokových sazeb a poté jejich stabilita ve zbytku prognózovaného období. Implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb leží v aktuální prognóze znatelně výše, než tomu bylo ve 4. SZ 2007. Za změnou výhledu sazeb stojí proinflační výhled vycházející ze všech oblastí ekonomiky.

Srovnání sazeb (v %)



Inflace, na kterou MP reaguje (mzr. v %)



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 prognózy ze začátku roste a na přelomu let 2007 a 2008 dosahuje hodnot nad 4 %. Pak klesá k úrovni 3,5 % v 1.Q 2009. Je to důsledkem na prognóze rostoucí, později však klesající inflace. Oproti dubnové SZ leží politicky neutrální sazba na celém horizontu prognózy výše, což je odrazem zejména vyšší prognózované měnověpoliticky relevantní inflace na delším konci prognózy. Měnověpolitická sazba se v roce 2007 nachází pod politicky neutrální sazbou, od roku 2008 však svou neutrální úroveň převyšuje.

Prognóza předpokládá, že inflace očištěná o dopady změn nepřímých daní bude rychle stoupat zpod dolní hranice tolerančního pásma a na horizontu měnové politiky se bude pohybovat na hodnotách kolem 3,5 %. Nárůst prognózované měnověpoliticky relevantní inflace na hodnoty v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle generuje tlak na růst sazeb nad politicky neutrální úroveň.

Trajektorii úrokových sazeb ovlivňuje i očekávaný průběh hospodářského cyklu. Mezera výstupu, která se aktuálně nachází na úrovni 1,0 %, se bude na celém horizontu prognózy pohybovat v kladných, i když od začátku roku 2008 klesajících, hodnotách. Přetrvání pozitivní mezery výstupu je dáno uvolněnými měnovými podmínkami a expanzivní fiskální politikou v roce 2007, jejichž vliv bude jenom nepatrně kompenzován vlivem zahraničí. Později bude vývoj korigován restriktivnější fiskální politikou v roce 2008. Vývoj reálné ekonomické aktivity tak přispívá k růstu implikované trajektorie úrokových sazeb.

III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE

Alternativní scénáře prognózy vyplývají z rizik identifikovaných v průběhu přípravy prognózy a na schůzce s BR k alternativním scénářům. Dále jsou alternativními scénáři také prognózy nezávislých institucí, které v sobě implicitně obsahují prognózu chování centrální banky. Srovnání prognózy ČNB s prognózami jiných institucí může pomoci identifikovat rizika základního scénáře prognózy. Rizika základního scénáře identifikovaná v rámci ČNB jsou představena v první části této kapitoly, rizika identifikovaná z prognóz jiných institucí v její druhé části.

III.1 Rizika základního scénáře

Rizika spojená se základním scénářem byla při jeho přípravě vnímána jako vyvážená. Největší míra nejistoty je vnímána v prognózovaném vývoji inflačních očekávání, která jsou mj. ovlivněna prognózou daňových změn. Ta vedla k návrhu alternativního scénáře, zaměřeného na tvorbu inflačních očekávání a tlumení dopadů očekávaných daňových změn. Standardní nejistotou zachycenou formou citlivostní analýzy je budoucí vývoj měnového kurzu.

Alternativa: Tlumení šoků v inflačních očekáváních

Při zpracování alternativního scénáře byly diskutovány možné zdroje rychlého růstu inflačních očekávání v základním scénáři. Jedním z nich je průsak dopadů změn nepřímých daní do očekávání. Základní scénář předpokládá standardní, tj. 20% výši propagace primárních dopadů změn daní. Alternativní scénář předpokládá extrémní případ nulové propagace změn nepřímých daní.

Alternativní scénář zároveň obsahuje expertní úpravu, která se snaží modelovat zkušenost ekonomických agentů s nízkou korigovanou inflací bez pohonných hmot a s nízkou inflací cen potravin na minulosti. Dlouhodobá zkušenost s prostředím nízké inflace může totiž vést ekonomické agenty k nižší očekávané inflaci, než by odpovídalo ekonomickým fundamentům zachyceným v základním scénáři a standardní modelové rovnici tvorby inflačních očekávání. Základní scénář prognózy předpokládá, že ve 3.Q 2007 dojde k částečné kompenzaci předchozího nárůstu inflace cen potravin a korigované inflace bez PH po proinflačním cenovém šoku ve 2.Q 2007. Pro účely alternativní prognózy je tato kompenzace interpretována jako důsledek ukotvenosti inflačních očekávání na nižších hodnotách a její propagace je zvýšena oproti základnímu scénáři prognózy, což má zachytit pozvolnější přehodnocování inflačních očekávání směrem nahoru. Důsledkem této úpravy je pomalejší nárůst jak inflace, tak inflačních očekávání.

V alternativním scénáři implikují nižší inflační očekávání nižší prognózu inflace ve srovnání se základním scénářem. Měnová politika nemusí tlumit tak výrazné proinflační tlaky a s alternativou je konzistentní nižší trajektorie úrokových sazeb zejména na delším konci prognózy.

Pomalejší růst inflačních očekávání umožňuje rychlejší zhodnocování nominálního kurzu navzdory nižšímu růstu nominálních úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. V reálném vyjádření pak kurz působí více uvolněně, což mírně zvyšuje poptávkové inflační tlaky přes více kladnou mezeru výstupu. K nim se navíc přidává méně protiinflační působení mezery reálných mezd. Reálné mzdy jsou ve srovnání se základním scénářem méně

protiinflační v důsledku nižší inflace spotřebitelských cen. Více proinflační působení reálných mezních nákladů však nepřeváží protiinflační efekt nižších inflačních očekávání.

Alternativní scénář je proto charakterizován pomalejším růstem celkové inflace, mírnější reakcí úrokových sazeb a nepatrnou apreciací nominálního kurzu ve srovnání se základním scénářem. Tato aprece, která je v alternativním scénáři umožněna již ve 3.Q 2007, se přes dovozní ceny podílí na dodatečném tlumení inflačních tlaků zejména na delším konci prognózy.

Dopady alternativního scénáře

Alternativa ve srovnání se základním scénářem	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Celková meziroční inflace (%)							
Základní scénář	2.8	3.8	4.3	4.1	4.2	4.2	3.8
Alternativa	2.8	3.7	4.1	3.8	3.7	3.8	3.5
3M PRIBOR (%)							
Základní scénář	3.4	4.1	4.6	4.8	5.0	5.1	4.9
Alternativa	3.2	3.7	4.1	4.3	4.5	4.7	4.5
Mezera v reálných mezních nákladech (%)							
Základní scénář	0.7	0.9	0.6	0.2	0.2	0.2	0.4
Alternativa	0.7	0.9	0.7	0.3	0.3	0.3	0.5
Kurz (CZK/EUR)							
Základní scénář	28.3	28.2	28.1	28.0	27.8	27.6	27.4
Alternativa	28.2	28.2	28.1	27.9	27.7	27.6	27.3

Citlivostní scénář

Ke standardně prováděným simulacím při hodnocení rizika základního scénáře patří **kvantifikace dopadů kurzových rizik**. Tato citlivostní analýza předpokládá oproti předpokladům základního scénáře apreciovanější, resp. depreciovanější nominální kurz o 3 % v prvním čtvrtletí prognózy při nastavení sazeb, které odpovídá základnímu scénáři. Nominálního kurzu apreciovanější o zhruba 90 haléřů vede ke snížení inflace dovozních cen a ke zpřísnění reálného kurzu. Inflace na horizontu měnové politiky je o 1,1 p.b. nižší, a to i přes postupný pokles nominálních úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. Depreciovanější nominální kurz vede ke stejným závěrům, jen s opačným znaménkem.

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky uvedené simulace v odchylkách od základního scénáře prognózy.

Citlivostní scénář v odchylkách od základního scénáře

	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4
Celková meziroční inflace (p.b.)						
apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %	-0.1	-0.4	-0.7	-1.1	-1.2	-1.1
3M PRIBOR (p.b.)						
apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %	0.0	-0.7	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2
Mezera v reál. mez. nákladech (p.b.)						
apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Kurz (CZK/EUR)						
apreciace kurzu CZK/EUR o 3 %	-0.9	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3

III.2 Prognózy ostatních institucí

V červenci byla publikována dvě šetření, na základě nichž provádíme srovnání se základním scénářem prognózy ze 7.SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 13.7.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (FECF, uzávěrka 9.7.). Při srovnání prognóz HDP, mezd a úrokových sazeb vycházíme také z Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 18.6.).

Srovnání prognóz ČNB s externími prognózami

HDP (%)	rok 2007			rok 2008		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
4/07	5.7	4.8		5.3	4.7	
5/07		5.1	5.2		4.6	4.8
6/07		5.5	5.4		4.7	4.8
7/07	6.2	5.6		5.4	4.9	

mzdy (%)	rok 2007			rok 2008		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
4/07	6.7	6.7		7.1	6.5	
5/07		6.9	6.8		6.6	6.8
6/07		7.5	7.4		7.1	7.0
7/07	7.4	7.5		7.7	7.1	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
4/07	28.0 (2Q07)	28.0	27.9	27.2	27.7
5/07		28.1		27.1	27.7
6/07		28.2		27.3	27.7
7/07	28.3 (3Q07)	28.5	27.8	27.4	27.9

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
4/07	3.5	3.1		2.5	
5/07	3.7	3.2		2.5	
6/07	3.8	3.2	3.0	2.5	2.9
7/07	4.2	3.1		2.5	

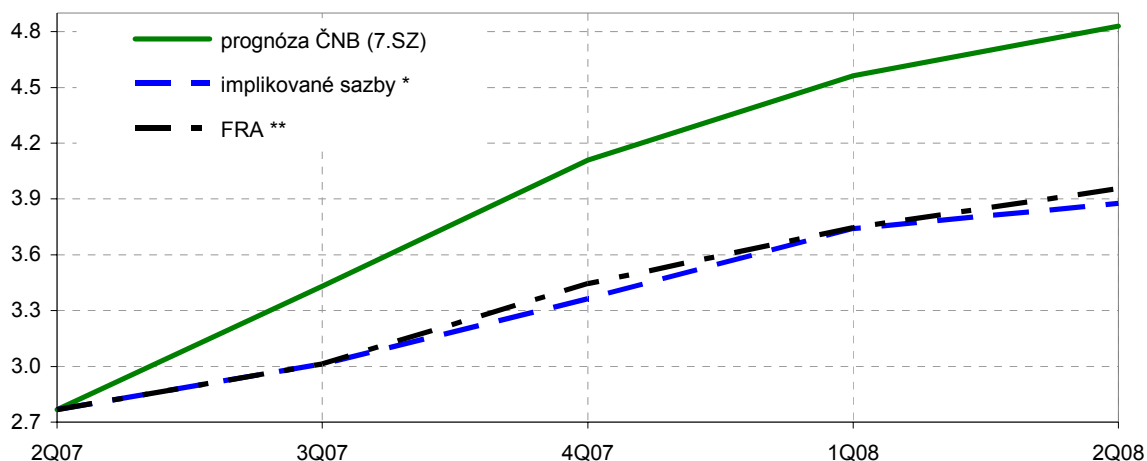
	horizont 1R				
úrokové sazby (%)	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT
	3M PRIBOR	2T REPO	3M PRIBOR	12M PRIBOR	12M PRIBOR
4/07	3.7 (2Q08)	3.1		3.8	3.4
5/07		3.3	3.3		3.6
6/07		3.5	3.4		3.8
7/07	5.0 (3Q08)	3.6		5.2	3.9

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

Analytici dále mírně zvýšili své prognózy růstu **HDP** v letošním i příštím roce. Očekávaný růst **mezd** zůstal nezměněn. Analytici v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** ve srovnání se základním scénářem prognózy o cca 1,5 %, analytici v rámci šetření FECF naopak předpokládají slabší kurz o 0,3 %. **Inflační očekávání** se téměř nezměnila. Prognóza **úrokových sazeb** se mírně zvýšila. Odhady úrovně repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 3,25 – 4,00 %. Všechna dvanáct dotázaných analytiků předpokládá zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. na červencovém zasedání BR ČNB.

Z následujícího grafu je patrné, že očekávané tržní 3M sazby se v celém horizontu pohybují pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem červencové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem odchylka narůstá. Analytici v rámci průzkumu IOFT očekávají, že ČNB bude zvyšovat své základní sazby ještě pomalejším tempem.

Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentních se základním scénářem (v %)



* 3M implikované sazby ze sazeb PRIBOR očištěné o termínovou prémii ve výši 20 b.b. p.a.; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 18.7.2007

** kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 18.7.2007

Příloha 1 – Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Hospodaření státního rozpočtu v prvním pololetí roku 2007 skončilo přebytkem ve výši 1,3 mld. Kč. Oproti konci května 2007, kdy státní rozpočet vykázal schodek 26,0 mld. Kč, tak došlo ke zlepšení rozpočtového salda o 27,3 mld. Kč. Ve srovnání s prvním pololetím loňského roku, kdy hospodaření skončilo přebytkem 7,6 mld. Kč, však byl výsledek státního rozpočtu o 6,3 mld. Kč horší.

Celkové **příjmy státního rozpočtu** za leden až červen 2007 meziročně vzrostly o 3,1 % (loni ve stejném období o 10,0 %). Na pomalejší růst příjmů ve srovnání s prvním pololetím loňského roku mělo vliv zejména nižší inkaso spotřebních daní, které pokleslo o 14,4 %. Toto snížení je důsledkem vysoké srovnávací základny, neboť v loňském druhém čtvrtletí (především v květnu) došlo v očekávání změny daňové sazby k předzásobením a extrémnímu nárůstu inkasa spotřební daně z cigaret, který se již letos nezopakoval. K meziročnímu poklesu došlo rovněž u inkasa daně z příjmu právnických osob. Tento vývoj však odráží pouze posun termínu platby daně na první pracovní červencový den (konec pololetí připadl na sobotu). Při srovnání inkasa DPPO v prvních červencových dnech se ukazuje výrazné meziroční zvýšení letošních příjmů v rozsahu přibližně 19 %. Daňové příjmy z DPH a DPFO zaznamenaly poměrně silný meziroční růst (14,0 %, resp. 7,5 %). Nedaňové a kapitálové příjmy státního rozpočtu se ve srovnání s prvním pololetím 2006 snížily o 7,2 %, na čemž má podíl zejména výrazně nižší čerpání prostředků z rezervních fondů oproti loňskému roku (za leden až červen meziročně o 13,9 %, tj. o 4,2 mld. Kč méně) a ukončení přílivu kompenzačních plateb z rozpočtu EU (v prvním pololetí roku 2006 dosahovaly cca 3,3 mld. Kč).

Celkové **výdaje státního rozpočtu** v prvním pololetí 2007 meziročně vzrostly o 4,5 %. K největšímu nárůstu došlo u výdajů na státní sociální podporu (o 39,9 %, tj. přibližně o 6,8 mld. Kč), především z důvodu zvýšení rodičovského příspěvku, porodného a příspěvku na bydlení. K růstu výdajové strany rozpočtu přispěly i vyšší výdaje na platy zaměstnanců ve vládním sektoru (meziročně se zvýšily o 6,4 %, tj. o 2,3 mld. Kč) a neinvestiční transfery územním rozpočtům (meziroční přírůstek 5,7 %, tj. 3,4 mld. Kč), směřované zejména do školství. Naproti tomu růst celkových výdajů brzdily meziročně klesající neinvestiční transfery fondům sociálního a zdravotního pojištění (proti loňskému prvním pololetí nižší o 9,3 %, tj. přibližně o 2,5 mld. Kč) i nižší transfery příspěvkovým organizacím a státním fondům.

Vlastní **běžné hospodaření SR** za leden až červen 2007 upravené o operace ve státních finančních aktivech a o čistý vliv převodů do rezervních fondů skončilo schodkem ve výši 26,0 mld. Kč. Ve srovnání s upraveným saldem SR ve stejném období loňského roku je tento výsledek o 1,5 mld. Kč horší (viz tabulka).

Hospodaření státního rozpočtu

	SR 2007 zákon	Skutečnost		Rozdíl	
		1 - 6 / 2006	1 - 6 / 2007	3 - 2	3 - 1
		1	2	3	4
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-91,3	7,6	1,3	-6,3	92,6
v tom: operace státních aktiv	0,5	2,0	1,4	-0,6	0,9
vliv rezervních fondů	0,0	30,1	25,9	-4,2	25,9
vlastní běžné hospodaření SR	-91,8	-24,5	-26,0	-1,5	65,8

Pramen: účty vedené u ČNB

Příloha 2 – Nabídková strana ekonomiky

Data za **první dva měsíce 2.Q 2007** o průmyslové a stavební produkci signalizují pro uvedené čtvrtletí nižší příspěvek obou odvětví k meziročnímu růstu HDP ve srovnání s 1.Q (zhruba o 1,5 p.b.). Tento vývoj by při udržení dynamiky služeb na úrovni předchozího čtvrtletí vyústil ve zpomalení růstu HDP oproti 1.Q. Další indikátory nicméně potvrzují pokračující rychlý ekonomický růst v průběhu 2.Q. Na vysoké úrovni zůstaly zejména indikátory podnikatelské důvěry. V prvních dvou měsících 2.Q se rovněž nadále udržoval vysoký meziroční růst celkových úvěrů, zaznamenaný také v 1.Q (okolo 20 %), obdobnou dynamiku zaznamenaly i úvěry nefinančním podnikům, růst úvěrů domácnostem dosáhl dokonce zhruba 30 %. Rychlý růst zaznamenaly za první dva měsíce 2.Q rovněž tržby v maloobchodě (v květnu meziročně o 7,0 %).

Objem průmyslové produkce v dubnu až květnu meziročně vzrostl o 10,8 % (v květnu samotném o 7,5 %), přes poměrně silný růst zaměstnanosti (o cca 2,3 %) rozhodující podíl na růstu průmyslu (kolem $\frac{3}{4}$) připadal na růst produktivity. Růst produkce zůstal diferencovaný, zhruba v polovině odvětví přitom dosáhl dvouciferného tempa. **Celková stavební výroba** v dubnu až květnu meziročně vzrostla o 9,5 % (v květnu samotném o 1,4 %, toto výrazné zpomalení tempa meziročního růstu bylo částečně dáno vysokou srovnávací základnou, částečně se do něj promítlo dílčí zhoršení plynulosti dodávek některých druhů stavebních prací a materiálů).

Indikátory vývoje na straně nabídky v nejbližší budoucnosti nejsou jednoznačné. Některé signalizují možné snížení příspěvku průmyslové produkce i stavebnictví k tempu ekonomického růstu v následujících dvou čtvrtletích oproti 2.Q. V posledních třech měsících zpomaloval nárůst objemu nových zakázek v průmyslu. Objem nákladů nově povolených staveb za prvních pět měsíců růstu zůstal na úrovni stejného období 2006. Naopak zaměstnanost v průmyslu stále roste, ve stavebnictví klesá jen velmi slabě. Konjunkturní očekávání zůstávají příznivá. Aktuální vývoj indikátorů budoucí poptávky dovoluje tedy předpokládat pro 3. a 4.Q meziroční růst průmyslu na úrovni předchozích měsíců nebo mírně nižší a nadále i udržení růstu stavebnictví na úrovni roku 2006 (6,6 %) nebo mírně nižší.

Objem nových zakázek v průmyslových podnicích v květnu meziročně vzrostl o 0,5 % (v dubnu po revizi o 6,3 %) a dosáhl 155,9 mld. Kč, v jejich rámci objem zakázek ze zahraničí vzrostl o 10,1 %. V posledních třech měsících došlo tedy k poměrně výraznému zpomalení meziročního nárůstu objemu nových zakázek (průměrný růst o 4,7 %). Přes toto zpomalení meziroční růst zakázek v posledních 12 měsících stále dosahoval v průměru 12,9 %, tedy poměrně výrazného růstu zajišťujícího pokračování dynamiky průmyslové produkce i v dalších měsících. Extrémně (o 50,5 %) meziročně poklesly **orientační náklady nově povolených staveb**. Tento vývoj byl ovlivněn poklesem u nákladů na nebytové budovy a ostatní stavby (vysoká srovnávací základna z května 2006), nicméně také náklady na bytové stavby se udržely pouze na úrovni května 2006. Orientační náklady staveb za leden – květen 2007 meziročně poklesly o 0,2 % (ve 4.Q 2006 dosáhl růst 22,7 %, průměr za rok 2006 činil 10,8 %). Tento vývoj nevylučuje trvalejší zpomalení silného růstu stavební výroby ve druhé polovině roku.

Indikátor konjunkturálních očekávání podniků a spotřebitelů zjišťovaný ČSÚ (hodnocení celkové poptávky, zásoby hotových výrobků a očekávaného vývoje výrobní činnosti) dosáhl v červnu 106,1 bodu. Mírně se tak snížil oproti předchozím dvěma měsícům a byl na nejnižší úrovni od počátku roku 2007. Téměř tříletého maxima dosáhl indikátor v průmyslu, vysoká

byla i očekávání v obchodě a službách. Naopak nízká byla očekávání ve stavebnictví a u spotřebitelů.

Finanční výsledky v sektoru nefinančních podniků a korporací za 1.Q 2007¹ (sledované podniky s 250 a více zaměstnanci, resp. s 50 a více zaměstnanci)

Počínaje 1.Q 2007 ČSÚ významně změnil rozsah souboru nefinančních podniků, sledovaného úplným šetřením (do roku 2006 podniky se 100 a více zaměstnanci, nově podniky s 250 a více zaměstnanci). Zároveň výrazně změnil strukturu sbíraných údajů. Z publikovaných dat vypadly pro uživatele důležité informace jako osobní náklady, zisk, odpisy, rentabilita vlastního kapitálu a nákladů, počty podniků ve ztrátě apod. Výše uvedené skutečnosti mají za následek ztrátu časových řad.

Pro tokové údaje (běžné hospodaření) začal ČSÚ současně publikovat data v souhrnu za podniky s 50 a více zaměstnanci. Informace z úplného šetření za podniky s 250 a více zaměstnanci byly doplněny o informace z výběrového šetření za podniky s 50 až 249 zaměstnanci.

Finanční výsledky **podniků s 250 a více zaměstnanci** za 1.Q 2007 ukazují, resp. dovolují odhadnout mírné zlepšení poměrových ukazatelů finančního hospodaření podniků (oproti stejnému období roku 2006) a pokračující rychlý meziroční růst objemových ukazatelů. Přidaná hodnota v běžných cenách meziročně vzrostla o 11,9 %. Z publikovaných dat lze propočítat meziroční růst výkonů o 9,2 % a odhadnout růst osobních nákladů zhruba o 10 %. Překvapivý je pomalejší růst výkonové spotřeby v porovnání s propočeným růstem výkonů, v několika předchozích letech vždy rostla naopak rychleji výkonová spotřeba než výkony. Na této změně trendu se rozhodujícím způsobem podílely velké (nad 250 zaměstnanců) podniky ve zpracovatelském průmyslu. Uvedený vývoj rovněž signalizuje ve srovnání s růstem přidané hodnoty rychlejší meziroční nárůst zisku (lze rovněž odhadovat, že i odpisy rostly pomaleji než přidaná hodnota). Tyto údaje odrážejí pokračující ekonomický růst, a zlepšují tak bilanci aktiv a závazků těchto podniků. Při nárůstu celkových aktiv a pasiv podniků o 5,6 % a vlastního kapitálu o 4,1 % vzrostla hodnota finančních aktiv podniků o 14,5 %. Porovnání růstu finančních aktiv a závazků ukazuje další růst finanční stability uvedeného segmentu podniků.

V **podnicích s 50 a více zaměstnanci** v 1.Q 2007 přidaná hodnota v běžných cenách meziročně vzrostla o 10,2 %. Z publikovaných dat lze propočítat meziroční růst výkonů o 8,2 % a odhadnout růst osobních nákladů zhruba o 10 %. Uvedené hodnoty spolu s pomalejším růstem výkonové spotřeby implikují rovněž odhad pokračujícího výrazného meziročního nárůstu zisku před zdaněním (o cca 10 – 15 %). Z porovnání dat za obě agregace podniků rovněž plyne, že tahouny růstu byly především velké podniky.

¹ Hodnocená data jsou za 1.Q 2006 semidefinitivní, za 1.Q 2007 předběžná.

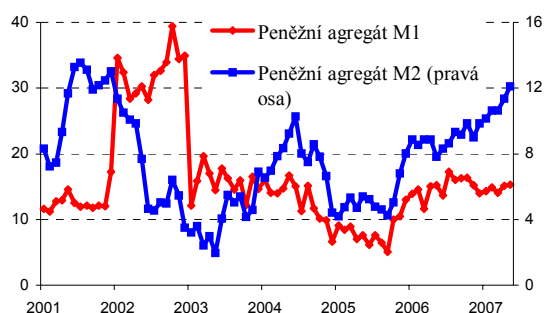
Příloha 3 – Peníze a úvěry

Peníze

Meziroční růst **peněžního agregátu M2** se v květnu 2007 oproti předchozímu měsíci dále zvýšil o 0,7 p.b. na 12,1 % a dosáhl nejvyšší hodnoty za posledních pět let (viz Graf 1). Aktuální vývoj M2 naznačuje pokračování vysokého růstu nominálního HDP ve 2.Q 2007 a je v souladu s vyšší inflací ve 2.Q. Dynamiku M2 ovlivňovala nízká hladina úrokových sazeb a z pohledu protipoložek se v ní promítalo zejména zvýšení úvěrů podnikům a domácnostem. Z hlediska struktury se na růstu M2 nejvíce podílely vklady domácností, což odpovídá poměrně vysoké poptávce po spotřebních výdajích. Dále k růstu M2 přispívaly vklady podniků a finančních neměnových institucí. Dynamika M2 se v souladu s vývojem HDP zpomalí na cca 9 % ve zbývající části roku 2007 a na cca 7 % v roce 2008.

Ve **struktuře M2** zrychlovala dynamika peněžního agregátu M1 i kvazi-peněz. Růst M1 se po snížení v závěru loňského roku a na počátku letošního roku v květnu mírně zvýšil na 15,3 % (viz Tabulka 1). V rámci M1 zrychlila dynamika oběživa, což naznačuje rychlý růst spotřeby ve 2.Q 2007. Meziroční přírůstek kvazi-peněz dále rostl a v květnu činil 8 %. Hlavní podíl na uvedeném vývoji měly krátkodobé vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Velmi nízká byla poptávka po dlouhodobých vkladech s dohodnutou splatností nad dva roky, s výpovědní lhůtou nad tři měsíce a po repo operacích. Spready mezi sazbami s dohodnutou splatností do jednoho roku a sazbami z jednodenních vkladů v letošním roce stagnují. Podíl M1 na M2 se v dosavadním průběhu 2.Q opět zvýšil a pohyboval se rovněž na jedné z nejvyšších hodnot za posledních pět let. To indikuje stále mírně uvolněné kumulované působení úrokové složky reálných měnových podmínek a vliv stále ještě nízké hladiny nominálních úrokových sazeb (implikující nízké náklady ušlé příležitosti z držby likvidních peněz).

Graf 1
Peněžní agregáty M1 a M2
(mzr. změny v %)

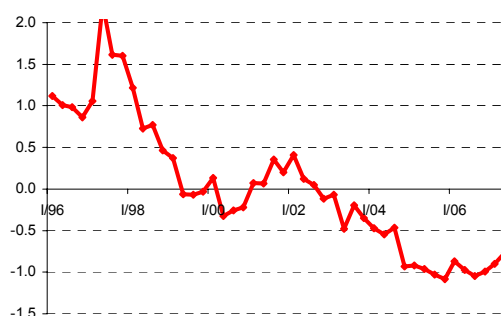


Tabulka 1
Struktura peněžních agregátů
(mzr. změny v %)

	III/06	IV/06	I/07	4/07	5/07	Podíl na M2 v % 5/07
M1	16,5	15,2	14,4	15,1	15,3	57,9
Oběživo	11,4	11,4	12,0	12,3	13,4	13,4
Jednodenní vklady	18,2	16,4	15,2	15,9	15,9	44,5
M2-M1 (kvazi-peníze)	0,6	2,8	5,7	7,0	8,0	42,1
Vklady s dohod. splatností	-4,9	-2,5	2,3	4,5	5,2	30,0
Vklady s výpovědní lhůtou	19,3	19,5	18,7	18,9	18,9	11,7
Repo operace	5,4	8,0	-40,3	-53,4	-38,8	0,4
M2	9,0	9,6	10,5	11,4	12,1	100,0

K posouzení inflačních tlaků z titulu růstu peněz byl propočten **peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera**.¹ Hodnoty uvedených indikátorů dále rostly a přiblížily se kladným hodnotám, přičemž nominální peněžní mezera dosahuje kladných hodnot již od počátku roku 2006 (viz Graf 2, 3 a 4). To představuje další posun ve směru méně protiinflačního, resp. více proinflačního působení ve střednědobém

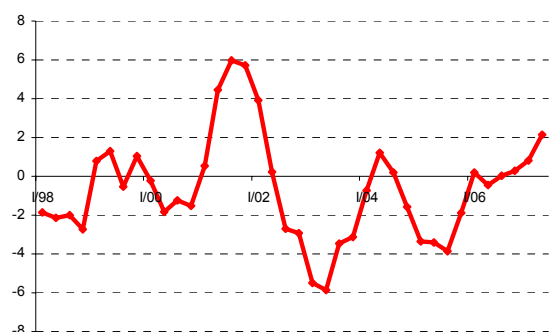
Graf 2
Peněžní převis (v %)



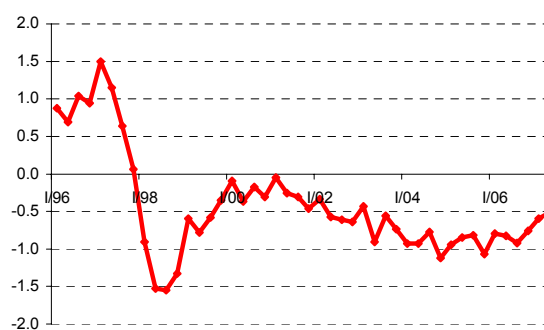
¹ Metodika výpočtu byla popsána v příloze 7. SZ 2006.

horizontu. Růst rovnovážné poptávky po penězích činí pro 2.Q 2007 9,7 %.

Graf 3
Nominální peněžní mezera (v %)



Graf 4
Reálná peněžní mezera (v %)



Úvěry

Meziroční růst úvěrů podnikům² a domácnostem v květnu přetrvával na vysoké úrovni 21 %. Pokračovalo zvyšování dynamiky úvěrů domácnostem, zatímco růst úvěrů podnikům se snížil. Uvedený vývoj byl v květnu doprovázen poklesem celkové úrokové sazby z nových úvěrů o 0,1 p.b. na 6 %. Úroková sazba z nových úvěrů se v dosavadním průběhu 2.Q pohybovala na úrovni dubnové prognózy. Ke zvýšení úrokových sazeb došlo vlivem očekávaného růstu měnověpolitických sazeb zatím pouze u některých typů úvěrů nefinančním podnikům a u spotřebitelských úvěrů. Podíl úvěrů k HDP (40,6 % v 1.Q) zůstává výrazně nižší než v eurozóně.

Úvěry nefinančním podnikům se v květnu meziročně zvýšily o 18,9 %, jejich tempo růstu však v letošním roce zpomalilo. Méně rostly krátkodobé a dlouhodobé úvěry. Dynamika střednědobých a dlouhodobých úvěrů však zůstala vysoká nad 20% úrovní, což odpovídá robustnímu ekonomickému růstu a indikuje poměrně slušný růst hrubé tvorby fixního kapitálu ve 2.Q. Podíl střednědobých a dlouhodobých úvěrů na celkových úvěrech se od počátku letošního roku zvýšil na 63,3 %, zatímco podíl krátkodobých úvěrů poklesl na 36,7 %. Z hlediska odvětvové struktury úvěrů zpomalil růst zejména u úvěrů do odvětví obchodu, prodeje a údržby a do odvětví zpracovatelského průmyslu. Vyšší růst naopak pokračoval u úvěrů určených k financování nemovitostí, zejména developerských společností (40,3 %) a u úvěrů do odvětví finančního zprostředkování, především finančního leasingu (5,7 %). Úroková sazba z nových úvěrů podnikům činila 4,4 %. Úvěry poskytnuté nefinančním podnikům nebankovními institucemi, tj. faktoringovými a forfaitingovými³ společnostmi dosáhly v 1.Q 2007 17,4 mld. Kč a meziročně vzrostly o 22,5 %. Jejich objem je oproti ostatním formám financování méně významný.

Struktura financování nefinančních podniků (která byla předmětem detailní analýzy v příloze 9 ze 4. SZ 2007 Financování nefinančních podniků)⁴ se v 1.Q 2007 nadále vyznačovala poměrně vyváženým podílem vlastních a cizích zdrojů na celkových pasivech (cca 55 % a 45 %). Meziroční růst cizích zdrojů dosáhl 7,5 %, zatímco u vlastního kapitálu

² Úvěry podnikům zahrnují úvěry nefinančním podnikům a finančním neměnovým institucím.

³ Faktoring je odkup krátkodobých pohledávek. Je vhodný pro podniky s vysokými nároky na provozní kapitál a může nahradit krátkodobé bankovní úvěry. Forfaiting je odkup středně a dlouhodobých pohledávek.

⁴ Struktura financování nefinančních podniků je podle údajů Ekonomických výsledků nefinančních podniků publikovaných ČSÚ nově od roku 2007 vykázána za podniky s 250 a více zaměstnanci oproti původní struktuře za podniky se 100 a více zaměstnanci.

činil 4,1 %. Z cizích zdrojů podniky nadále nejvíce využívaly závazky z obchodního styku (cca 16 %), ostatní závazky a rezervy (16 %) a finanční úvěry (11 %). Vysoký podíl obchodních úvěrů a ostatních závazků působí nadále ve směru oslabování transmise měnové politiky. Méně významné zůstalo financování emisí dluhopisů (2 %). Vlivem záporného úrokového diferenciálu pokračoval trend vyššího tempa růstu úvěrů čerpaných podniky z tuzemska než ze zahraničí. Ve struktuře domácích úvěrů převládaly korunové úvěry, růst úvěrů v cizí měně zůstal pod 20 % i přes přetrvávající očekávání kurzové apreciacie.

Meziroční růst **úvěrů domácnostem** se od počátku letošního roku zvyšoval a v květnu dosáhl 31,4 % (u úvěrů na bydlení 33,6 % a u spotřebitelských úvěrů 26,2 %). Rychlý růst úvěrů na bydlení souvisel zejména s vývojem na trhu nemovitostí, s růstem hrubého disponibilního důchodu a se širší nabídkou úvěrů od MFI. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení přetrvávala na nízké úrovni 4,5 %, zatímco u spotřebitelských úvěrů v květnu mírně vzrostla na 11,8 %. Růst spotřebitelských úvěrů souvisel s vysokou spotřebitelskou poptávkou. Zvyšovaly se především spotřebitelské účelové úvěry, dynamika pohledávek z platebních karet byla vysoká, jejich příspěvek k růstu spotřebitelských úvěrů byl však méně významný. Na financování spotřeby se dále podílely úvěry od nebankovních institucí, které v 1.Q meziročně vzrostly o 12,7 %. To se projevovalo zejména u úvěrů od splátkových prodejců.

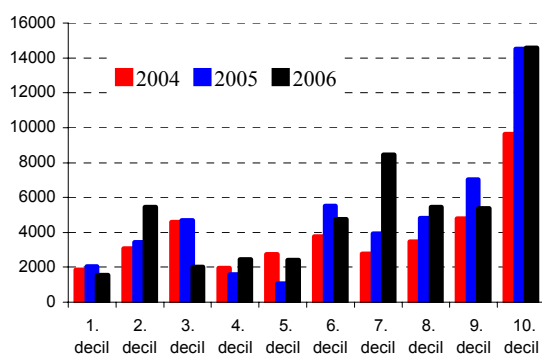
Poměr **celkové zadluženosti domácností** (bankovní i nebankovní) k hrubému disponibilnímu důchodu se v 1.Q 2007 dále zvýšil o 1,4 p.b. na 42 % (u úvěrů na bydlení o 0,8 p.b. na 24,0 %). Úrokové náklady ve vztahu k disponibilnímu důchodu byly nižší než úrokové výnosy (1,7 %, resp. 2,8 %). Celkové dluhové zatížení domácností vyjádřené poměrem splátek jistin a úroků k čistému peněžnímu příjmu se potom v průměru na osobu mírně zvýšilo na 4,5 %. V roce 2006 nejvíce rostlo u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností (viz **Box Zadluženost domácností podle příjmových skupin**).

Box: Zadluženost domácností podle příjmových skupin

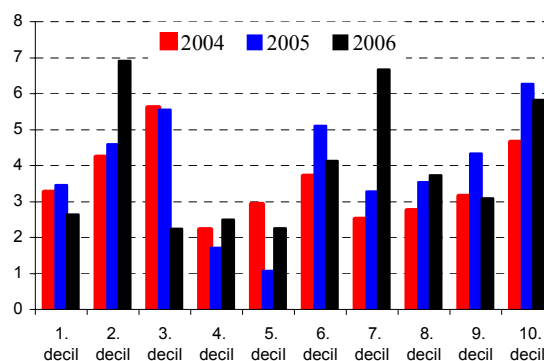
Zadluženost domácností ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu se v roce 2006 zvýšila a dosáhla 40% úrovně. Z pohledu citlivosti spotřeby na neočekávané změny úrokových sazeb apod. je významné rozdělení zadluženosti podle příjmových skupin domácností. Podle nově zveřejněných údajů ČSÚ o rodinných účtech se v roce 2006 nadále nejvíce zadlužovaly vysokopříjmové domácnosti, u kterých byl zaznamenán nejvyšší objem nově přijatých úvěrů. Podíl přijatých úvěrů k čistému peněžnímu příjmu⁵ však rostl u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností (nejvíce u 2. a 7. decilu), u domácností s vyššími příjmy naopak poklesl.

Nově přijaté úvěry domácností

(průměr na osobu za rok, objemy v mil. Kč)



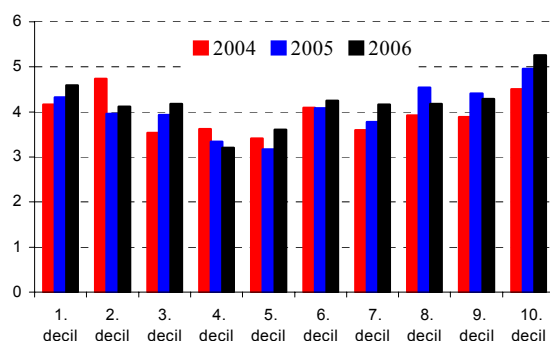
Podíl nově přijatých úvěrů k čistému peněžnímu příjmu (průměr na osobu za rok, v %)



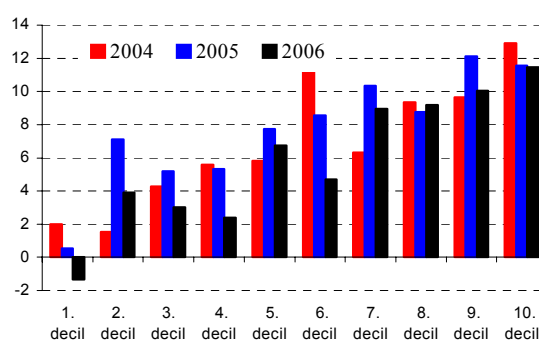
⁵ Čistý peněžní příjem představuje hrubý peněžní příjem upravený o daň z příjmu, zdravotní a sociální pojištění a je tudíž obdobou hrubého disponibilního důchodu.

S dopady zadluženosti domácností do spotřeby souvisí, do jaké míry splácení úvěrů (tj. splátka jistin a úroků) zatěžuje příjmy domácností a dále jaká je jejich míra úspor. Růst dluhového zatížení může znamenat změnu reakce spotřeby na změnu úrokových sazeb a zvýšení rizika nesplacení úvěru. Dluhové zatížení domácností vyjádřené poměrem splátek k čistému peněžnímu příjmu činilo v roce 2006 4,3 %. Rostlo téměř u všech příjmových skupin, nejvíce u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností. Zvýšení dluhového zatížení odráželo jak růst splátek jistin tak placených úroků. U domácností s nižšími příjmy bylo navíc ovlivněno pomalejší roční dynamikou příjmů. Pro plynulé vyrovnání spotřeby v případě šoků je významné, že podíl uspořené vklady (saldo vložených a vybraných vkladů) k čistému peněžnímu příjmu byl -1,3 % u 1. decilu a 11,5 % u 10. decilu. V roce 2006 oproti předchozímu roku tento podíl poklesl nejen u nízkopříjmových, ale též u středněpříjmových domácností.

Dluhové zatížení domácností
(podíly na čistém peněžním příjmu, v %)



Nově uspořené vklady domácností
(podíly na čistém peněžním příjmu, v %)



Pro spotřební chování domácností je dále významná i struktura úvěrů. Statistika rodinných účtů ČSÚ se nově zaměřuje především na úvěry na bydlení, které tvoří podstatnou část zadluženosti domácností. V roce 2006 mělo úvěry na bydlení cca 13 % domácností⁶, a to téměř u všech příjmových skupin (např. 15 % a 16 % v 1. a 2. decilu a 18,5 % v 10. decilu). To potvrzuje skutečnost, že MFI poskytují hypotéky i domácnostem s průměrnými a podprůměrnými platy. Lze však předpokládat, že domácnosti s nižšími příjmy čerpají vlivem vyššího úvěrového omezení nižší objem úvěrů. Z hlediska věkové struktury nejvíce využívaly úvěry na bydlení mladší domácnosti od 30 do 39 let (26 %), dále do 29 let (20 %) a od 40 do 49 let (17 %), což je v souladu s teorií životního cyklu a permanentního důchodu. Podíl starších domácností, které čerpají úvěry na bydlení se pohybuje pod 10 % a s přibývajícím věkem klesá. V souladu s teorií se u nich zvyšují vklady, přičemž nejvyšší je ve věku od 50 do 59 let (9,5 % oproti 7 % u prvních třech mladších kategorií domácností).

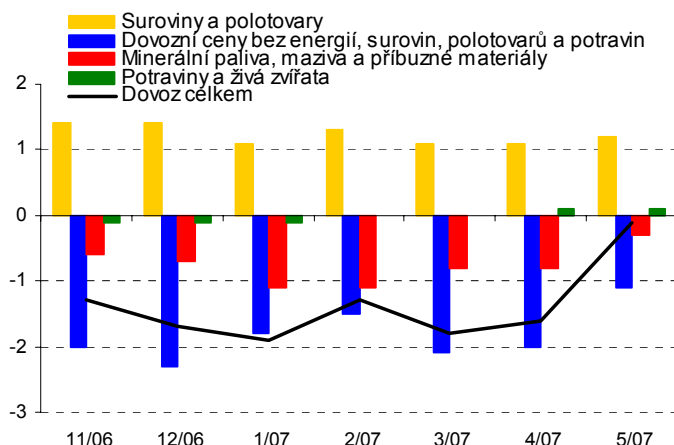
Z uvedeného celkově vyplývá, že poměr zadluženosti domácností k příjmům se v roce 2006 zvyšoval zejména u nízkopříjmových a středněpříjmových domácností. Dluhové zatížení vzrostlo téměř u všech příjmových skupin, nejvíce však u domácností s nižšími příjmy, kde bylo navíc doprovázeno poklesem tvorby vkladů. Zadlužování těchto domácností je i nadále rizikovější z pohledu budoucího vývoje spotřeby. Podíl spotřebních výdajů domácností s nižšími příjmy na celkové spotřebě je však nižší oproti podílu u domácností s vyššími příjmy. Dále je patrné, že úvěry na bydlení čerpá obdobné procento domácností v každé příjmové skupině, i když s rozdílným objemem odpovídajícím výši čistého peněžního příjmu.

⁶ Tento podíl se pohyboval na obdobné úrovni také dle statistiky „Příjmy a životní podmínky domácností ČR v roce 2005“ (viz příloha k 3.SZ 2007 Zatížení domácností spotřebitelskými úvěry a implikace pro spotřebu). Podle této analýzy úvěry na bydlení čerpalo v roce 2005 10 % domácností a spotřebitelské úvěry cca 23 % (u spotřebitelských úvěrů 40 % domácností v nejnižší a 28 % domácností v nejvyšší příjmové skupině).

Příloha 4 – Nákladové faktory

Dovozní ceny klesaly v meziročním srovnání i v průběhu 2.Q 2007, když za duben jejich meziroční pokles činil 1,6 % a v květnu se zmínil na 0,1 %. Na meziročním poklesu dovozních cen se ve sledovaném období podílely zejména ceny „ostatního dovozu“ a ceny minerálních paliv. Dlouhodobý trend zpomalování poměrně vysokého meziročního růstu cen energetických surovin, který byl patrný v loňském roce, přešel na počátku letošního roku k oscilaci jednotlivých měsíčních hodnot mezi meziročním poklesem a mírným meziročním růstem (v květnu 2007 meziroční pokles o 3,8 %). Ceny ropy Brent vykazovaly od počátku letošního roku meziroční pokles cen (v květnu o 4,1 %). V případě cen zemního plynu, které reagují na vývoj cen ropy zhruba s půlročním zpožděním, se od počátku letošního roku meziroční růst postupně snižoval a v květnu již vykázal meziroční pokles o 3,6 %. Uvedený vývoj světových cen energetických surovin společně s poměrně výrazným a dlouhodobě přetrvávajícím meziročním posílením kurzu CZK/USD přispěl k tomu, že korunové dovozní ceny nerostných paliv od konce 3.Q 2006 setrvale meziročně klesaly (v květnu 2007 o 3,3 %). U cen ostatních dovážených surovin byl na rozdíl od vývoje cen energetických surovin vykázán opačný trend, když se jejich dlouhodobější meziroční pokles v průběhu roku 2006 postupně zmírňoval a na začátku roku 2007 přešel v meziroční růst, který v průběhu 2.Q dále zrychlil (na 7,6 % v květnu).

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



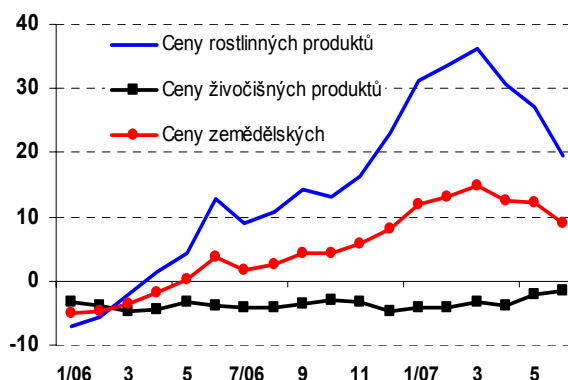
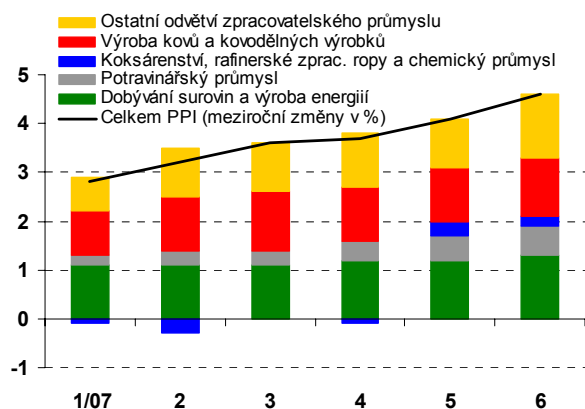
U komodit s vyšším stupněm zpracování se jejich záporný meziroční příspěvek v období březen-květen snížil. Z hlediska jejich struktury byl však jejich vývoj nadále poměrně různorodý. U váhově nejvýznamnější skupiny strojů a dopravních prostředků nadále pokračoval meziroční pokles cen (o 3 % v květnu). Podobný vývoj byl vykázán i u skupiny průmyslového spotřebního zboží (-1,8 % v květnu). U cen tržních výrobků se jejich dosavadní meziroční růst cen postupně snižoval (na 4,5 % v květnu). Naproti tomu u cen dovážených olejů a chemikálií bylo zaznamenáno pozvolné zrychlování meziročního růstu cen. V březnu rovněž došlo k oživení růstu dosud klesajících dovozních cen potravin, jejichž růst cen pokračoval na začátku 2.Q (1,5 % v květnu). Ve struktuře dovozních cen byly ve srovnání s minulým rokem patrné změny některých dosavadních trendů. Na jedné straně sice stále přetrvával meziroční pokles cen u dovážených energetických surovin, který byl vedle vývoje samotných cen zapříčiněn i tlumícím efektem stále výrazného meziročního posílení kurzu koruny vůči USD. Na druhé straně však zrychloval růst cen neenergetických surovin a současně pokračoval poměrně výrazný růst cen u dovážených tržních výrobků, chemikálií

a potravin, což signalizovalo potenciální vytváření proinflačních tlaků v některých oblastech průmyslové výroby a návazně i ve spotřebitelských cenách.

Ve 2.Q dále pokračovalo postupné zrychlování růstu **cen průmyslových výrobců**, které je patrné od října předchozího roku (na 4,6 % v červnu). Na tomto vývoji se podílela většina odvětví. Podle posledních údajů za květen byl zaznamenán nejvyšší příspěvek k celkovému meziročnímu nárůstu cen průmyslových výrobců v odvětví výroby kovů a kovodělných výrobků (mzr. v červnu 8,7 %). V pozadí tohoto vývoje byla především zvýšená zahraniční poptávka po produktech tohoto odvětví doprovázená vysokými světovými cenami surovin. Celkový meziroční růst cen výrobců v průmyslu byl dále rovněž významně ovlivňován rychle rostoucími cenami výrobců v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody (7,2 % v červnu). Zvyšování cen pokračovalo také v odvětví těžby nerostných surovin, přičemž se jejich růst v průběhu 2.Q dále urychlil až na 8,6 % v červnu. Počínaje červnem již nebyl vykázan pokles v žádném odvětví zpracovatelského průmyslu.

V souhrnu vývoj cen průmyslových výrobců i ve 2.Q 2007 naznačoval pokračující zrychlování meziročního růstu cen, které se projevovalo u většiny odvětví. Příčiny pokračujícího růstového trendu cen lze vidět zejména ve vývoji cen vstupů zahraničního i domácího původu, ale i v rostoucí poptávce. Přestože dovozní ceny ropy a produktů odvětví primárního zpracování ropy ještě převážně meziročně klesaly, na druhou stranu u řady dalších dovážených i domácích vstupů (zejména u elektřiny a uhlí) zrychloval cenový růst nebo docházelo k obnovení růstu cen po předchozím poklesu. Výrobci v období příznivého vývoje domácí a zahraniční poptávky pozvolna promítali rostoucí náklady na vstupy do svých cen. Rozdílná míra cenového růstu v jednotlivých odvětvích přitom naznačuje, že tyto proinflační tlaky byly v jednotlivých odvětvích rozdílné v závislosti na míře náročnosti výroby na danou surovinu, míře konkurence, pozici na trhu a na dalších faktorech. V souhrnu vývoj cen průmyslových výrobců naznačoval, že v podnikovém sektoru docházelo k posilování nákladových i poptávkových tlaků na růst cen.

Struktura mzd. růstu cen průmyslových Mzr. růst cen zemědělských výrobců (v %) výrobců (v p.b., resp. v %)



Postupné zrychlování meziročního růstu **cen zemědělských výrobců**, které trvalo od 2.Q 2006, vyvrcholilo v březnu 2007 hodnotou 15 %. Od počátku 2.Q letošního roku pak došlo k obratu dosavadního trendu, když se meziroční růst začal snižovat (na 9,1 % v červnu). U cen rostlinné výroby došlo v průběhu 2.Q 2007 k obratu trendu, když po březnových 36,2 % se jejich meziroční růst cen zmínil na 19,4 % v červnu. Tento vývoj byl zapříčiněn obratem ve vývoji cen většiny hlavních komodit rostlinné výroby, které v průběhu 2.Q 2007

bud' zmírnily svůj meziroční růst nebo dokonce přešly v meziroční pokles. U dosud nejrychleji rostoucích cen brambor došlo v průběhu 2.Q k snížení meziročního růstu (ze 115,8 % v březnu) a v červnu již ceny poklesly o 1 %. U váhově nejvýznamnější skupiny obilovin se meziroční růst ve stejném období snížil o 3 p.b. na 36,1 %. U cen ovoce a zeleniny byl již v průběhu 2.Q vykázán převážně meziroční pokles cen. Vyjma poměrně kolísavých cen ovoce a zeleniny bylo zmírnění meziročního růstu cen rostlinné výroby důsledkem postupného odeznívání proinflačního vlivu meziročně nižší sklizně v roce 2006. V případě cen živočišných výrobků sice přetrvával v průběhu 2.Q meziroční pokles cen, který je vykazován v období posledního zhruba 1,5 roku. Tento pokles se však zmírnil z -3,3 % v březnu na -1,4 % v červnu. Za tímto vývojem, který se týkal většiny komodit živočišného původu, stojí zmírnění výrazného meziročního posilování kurzu koruny vůči euru v průběhu první poloviny letošního roku.

Příloha 5 – Platební bilance

V červnu 2007 došlo k revizi platebních bilancí za léta 2004 až 2006. Mezi významné změny patřily metodická úprava v oblasti obchodní bilance (očistění dovozních cen o část obchodních nákladů a jejich převedení do služeb) a přechody na nový zdroj výkazů dopravních a ostatních služeb a běžných převodů. Celkově tyto změny vedly k výraznému zlepšení výkonové bilance a v menším rozsahu (zhoršující vliv běžných převodů) i očištěné platební bilance bez operací bankovního sektoru. K největšímu zlepšení výkonové bilance došlo v roce 2006, kdy dosáhlo více než 40 mld. Kč. Tyto revize se odrazily i v prognózách platební bilance na roky 2007 a 2008 v příslušných položkách. Kromě toho je nově prognóza platební bilance, v zájmu kompatibility s inflační prognózou, sestavena za použití prognózovaných úrokových sazeb (v minulosti při stávajícím nastavení sazeb).

Deficit **běžného a kapitálového účtu** na rok 2007 je v současnosti očekáván ve výši 87 mld. Kč (tj. cca 2,5 % HDP), z toho záporné saldo jen evidenčních reinvestovaných zisků odhadujeme na 105 mld. Kč. Snížení deficitu oproti prognóze ze 4. SZ představuje 15 mld. Kč. V roce 2008 předpokládáme pokles deficitu na 67 mld. Kč tj. cca 1,8 % HDP, zejména vlivem dalšího očekávaného zlepšování výkonové bilance.

V oblasti **obchodní bilance** byl dosavadní vývoj plně v souladu s prognózou. Nadále pokračuje trend zlepšování salda obchodní bilance započatý v roce 2001 (vyvolaný přílivem zahraničních investic). Ty jsou nadále koncentrovány především do vybraných strojírenských výrob¹. V letošním roce je navíc trend zlepšování obchodní bilance mírně prohlouben meziročním poklesem cen energetických surovin v první polovině roku a mírnou zimou snižující spotřebu zemního plynu². Zlepšování salda obchodní bilance je poněkud zmírňováno zhoršováním bilance ve třídě 0 (potravin) patrného od počátku roku 2006. Nově uplatněná metodická změna vede k trvalé redukci dovozů o část obchodních nákladů v rozsahu cca 1,5 % dosavadních dovozů, což v letošním roce představuje dopad na zlepšení obchodní bilance v rozsahu více než 30 mld. Kč (v roce 2008 cca 35 mld. Kč).

V předcházejících letech jsme opakovaně prognózovali zlepšování **bilance služeb** vlivem přílivu zahraničních investic. Až současná revize dat v oblasti služeb potvrdila výrazný růst příjmů z ostatních služeb v letech 2005 a 2006 (o 20 až 30 mld. Kč). Především ten vedl ke zlepšení celkového salda bilance služeb, i přes to, že došlo k růstu výdajů především za dopravní služby, spojených s výše zmíněnou metodickou změnou. Prognózovaný přebytek bilance služeb se v důsledku této změny v obou letech zvýšil o 20 mld. Kč.

Dostupné informace z oblasti **bilance výkonů** signalizují mírně odchýlný vývoj některých dílčích položek oproti předpokladům. Změny se týkají především zisku nerezidentů z přímých zahraničních investic. V letošním roce se podle aktuálně dostupných informací pravděpodobně meziročně sníží rozsah vyplacených dividend³ na úkor reinvestovaných zisků při pokračujícím (i v předcházející prognóze očekávaném) mírném růstu celkového zisku

¹ V letošním roce lze z významnějších zahraničních investic, u nichž dochází k zahájení výroby, jmenovat tři elektrotechnické továrny na výrobu počítačů, televizorů a obrazovek (dvě z Japonska a jedna Číny) a výrazné rozšíření výroby televizorů v továrně Panasonic z 1,8 mil kusů na 3 mil kusů ročně.

² Plyn byl dovezen ale nespotřebován, z menší části byl vyvezen, většina je zatím v zásobách. V následujícím období dojde k jeho reexportu nebo snížení dovozů.

³ Na základě rozhodnutí valných hromad velkých firem podílejících se přibližně polovinou na celkových dividendách dojde pravděpodobně k mírnému meziročnímu poklesu vyplacených dividend vlivem velkého poklesu objemu dividend u tří firem ČSOB, KB a OKD. Tento pokles však bude částečně kompenzován meziročně dvojnásobným objemem vyplacených dividend u Telefoniky.

nerezidentů. Mírně rychleji roste záporné saldo náhrad zaměstnancům vlivem rychlejšího růstu počtu zahraničních pracovníků v ČR oproti dosavadním předpokladům. Vlivem vyššího než očekávaného růstu sazeb v zahraničí (eurozóna) rostou rychleji příjmy z ostatních a portfoliových investic v zahraničí. Celkově dochází k mírnému zhoršení záporného salda bilance výnosů v obou letech o 15 mld. Kč. Prognózované záporné saldo bilance výnosů bez reinvestovaného zisku (relevantní pro poptávku po devizách) však mírně klesá.

Revize **běžných převodů** za roky 2005 a 2006 vedla k poměrně významnému zhoršení bilance. V letošním roce dojde k dalšímu zhoršení vlivem absence přímé kompenzace státního rozpočtu z rozpočtu EU. Navíc lze očekávat pokračování trendu postupného zhoršování salda běžných převodů vlivem nárůstu bezplatné pomoci rozvojovým zemím, růstu vyplácených sociálních dávek (přídavky na děti nerezidentů pracujících v ČR, důchody nerezidentů) a růstu vratek DPH při vývozu. Deficit běžných převodů by mohl dále vzrůst o náhradu Nomuře za převzetí IPB ve výši 6 mld. Kč. Ta však není zatím potvrzena ze seriózních zdrojů, a proto není v prognóze zahrnuta. Prognózu na rok 2007 zhoršujeme oproti prognóze ze 4. SZ o 10 mld. Kč a na rok 2008 o 15 mld. Kč.

Na **kapitálovém účtu** je v dosavadním průběhu letošního roku patrná stagnace příjmů, i když byl v dubnové prognóze očekáván meziroční nárůst příjmů o 10 mld. Kč, spojený se zvýšením podílu zdrojů z fondů EU na financování projektů. Prognózu salda kapitálového účtu na rok 2007 proto snižujeme o 10 mld. Kč na úroveň roku 2006, prognóza na rok 2008 je ponechána beze změny.

Dosavadní informace o vývoji **přímých investic** potvrzují očekávanou stabilitu přílivu investic do základního kapitálu ze zahraničí⁴, oproti dubnové prognóze vyšší objem reinvestovaných zisků nerezidentů a nečekaný pokles úvěrů, který však považujeme za jednorázovou záležitost. Příliv kapitálu ze zahraničí směřuje nadále zejména do automobilového a elektrotechnického průmyslu, nemovitostí, budování obchodní sítě a vybraných služeb. Dosavadní odliv kapitálu je velmi nízký, ovlivněný jednak absencí významnějších nových investic (realizují je zpravidla mateřské firmy ze zahraničí) a zatím také signalizovaným poklesem objemu odhadovaného reinvestovaného zisku⁵. Přesto očekáváme zhruba zachování odlivu kapitálu na úrovni roku 2006 zejména vlivem realizace významných investic tuzemských firem v energetických sektorech v zahraničí (ČEZ, Energo-Pro). Celkově se prognózované saldo přímých investic v roce 2007 zvyšuje o 10 mld. Kč a v roce 2008 o 20 mld. Kč vlivem změněných odhadů reinvestovaného zisku v obou letech a promítnutím zřejmě jednorázového poklesu úvěrů v roce 2007.

V oblasti **portfoliových investic** se zatím naplňuje prognóza očekávaného odlivu kapitálu, který je dán úrokovým diferencíalem, omezenou kapacitou domácího akciového trhu a rozsahem disponibilních zdrojů rezidentů. V souladu s očekáváním je i vývoj investic nerezidentů do tuzemských korunových aktiv (v zásadě stagnace dosavadního rozsahu držby tuzemských aktiv). Oproti minulým letům dochází ke změně náhledu MF na způsob financování fiskálního deficitu. Od druhé poloviny loňského roku je patrná výrazná preference korunového financování deficitu (v dosavadní průběhu letošního roku téměř nečerpány zahraniční zdroje). V prognózách na roky 2007 i 2008 byly v rámci portfoliových investic zahrnuty emise bondů v zahraničí v obou letech v rozsahu 1 mld. euro. Komentáře MF o jejich případném využití jsou stále nejasné (možná ano možná ne), proto jsme obě

⁴ Významnější přesuny zahraničních investic z ČR dále na východ nejsou patrné.

⁵ Očekáváme však revizi směrem nahoru vč. roku 2006 v příštích letech.

emise z prognózy vypustili. V obou letech tak dochází ke zvýšení záporného salda portfoliových investic oproti prognóze ze 4. SZ o 30 mld. Kč.

Změna náhledu na financování fiskálního deficitu se promítá i do **prognózy ostatních investic bez operací bankovního sektoru**. O 10 mld. Kč snižujeme v letech 2007 i 2008 odhadovaný rozsah čerpání úvěrů vládou ze zahraničí. Dosavadní vývoj v oblasti podnikatelského sektoru zatím nesignalizuje změnu oproti prognóze.

Prognózovaná změna úrokového diferenciálu (devět zvýšení měnověpolitických sazeb v ČR oproti dvěma v eurozóně v horizontu predikce) se významně promítá do prognózy platební bilance. Vzhledem k rozsahu změny sazeb je prognózování dopadu obtížné kvůli nelinearitě vztahu diferenciálu a toků portfoliových investic. V prognóze byla použita konzervativní kvantifikace změny ve výši 5 mld. Kč za každou změnu diferenciálu měnověpolitických sazeb o $\frac{1}{4}$ p.b. V roce 2007 tak představuje snížení záporného úrokového diferenciálu o $\frac{3}{4}$ p.b. zlepšení prognózovaného salda portfoliových investic o 15 mld. Kč. Odstranění záporného diferenciálu a vznik kladného v roce 2008 (celková změna oproti současné úrovni $1\frac{3}{4}$ p.b.) vede ke zlepšení prognózovaného salda portfoliových investic o 35 mld. Kč⁶.

Oproti předcházející prognóze tak roste, zejména vlivem zahrnutí prognózovaného vývoje úrokového diferenciálu, **přebytek platební bilance** bez operací bankovního sektoru. V prognóze na rok 2007 dosahuje nyní přebytek 28 mld. Kč (ve 4. SZ 11 mld. Kč). V roce 2008 dosahuje prognózovaný přebytek 73 mld. Kč (ve 4. SZ 28 mld. Kč). Prognóza platební bilance tak signalizuje výraznější apreciační tlaky pro rok 2008 než pro rok 2007.

Prognóza nadále neobsahuje, finanční operace nerezidentů motivované aktuálně vysokým záporným úrokovým diferenciálem, vedoucí nyní k poptávce po zahraničních měnách (**carry trades**)⁷. Jejich objemy dosahují v roce 2007 takových hodnot (na rozdíl od minulých let této dekády), že jsou významným faktorem ovlivňujícím vývoj nabídky a poptávky po devizách na našem trhu a rozhodujícím faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu. Zásadní změna úrokové politiky ČNB spojená se vznikem kladného úrokového diferenciálu (při trendovém zlepšování výkonové bilance a pokračujícím čistém přílivu přímých investic) by měla toky carry trades eliminovat, a případně i obrátit.

⁶ Změna současného, výrazně záporného, úrokového diferenciálu vůči euru na mírně kladný v roce 2008 však může vést i ke změněnému chování podnikatelského sektoru (zejména firem pod zahraniční kontrolou) odrážejícímu se ve větším využití zahraničních úvěrových zdrojů na úkor tuzemských.

⁷ Tyto operace by měly být obsaženy v položkách finanční deriváty resp. úvěrových operacích bank. Při stávajícím stupni evidence je nejsme schopni prognózovat.

Prognóza platební bilance

18.7.2007

mld. Kč	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	o.2006	p.2007	p.2008
A. Běžný účet	-50.6	-104.9	-124.5	-136.4	-160.6	-147.5	-48.5	-100.3	-100.0	-90.0
Obchodní bilance	-65.8	-120.8	-116.7	-71.3	-69.8	-13.3	59.4	68.2	105.0	125.0
Vývoz	908.8	1 121.1	1 269.6	1254.4	1370.9	1722.7	1868.6	2144.0	2470.0	2820.0
Dovoz	974.6	1 241.9	1 386.3	1325.7	1440.7	1736.0	1809.2	2075.8	2365.0	2695.0
Bilance služeb	41.5	54.6	58.0	21.9	13.2	16.6	36.5	34.6	35.0	40.0
Příjmy	243.9	264.8	269.7	231.1	219.2	247.1	282.0	300.4	318.0	338.0
Doprava	53.5	53.7	57.5	56.6	60.6	69.9	76.7	84.3	95.0	101.0
Cestovní ruch	109.1	115.1	118.1	96.3	100.3	107.2	111.8	113.1	119.0	124.0
Ostatní služby	81.2	96.0	94.1	78.3	58.3	70.0	93.5	103.0	104.0	113.0
Výdaje	202.3	210.2	211.7	209.3	205.9	230.5	245.5	265.8	283.0	298.0
Doprava	27.1	27.5	30.6	29.3	33.7	47.6	56.3	62.0	69.0	73.0
Cestovní ruch	51.8	49.4	52.8	51.5	54.4	58.4	57.8	60.0	66.0	70.0
Ostatní služby	123.5	133.3	128.3	128.4	117.8	124.5	131.4	143.8	148.0	155.0
Bilance výnosů	-46.7	-53.0	-83.5	-115.6	-119.9	-156.6	-155.7	-183.4	-210.0	-220.0
Příjmy	64.3	75.4	84.9	66.8	75.5	87.2	105.7	121.4	135.0	145.0
Náklady	111.0	128.4	168.4	182.4	195.4	243.8	261.4	304.8	345.0	365.0
z toho saldo eviden. reinv. zisků	-24.4	-37.6	-55.4	-66.9	-57.4	-67.1	-81.9	-74.9	-105.0	-115.0
Běžné převody	20.4	14.4	17.8	28.7	15.8	6.0	11.3	-19.7	-30.0	-35.0
Příjmy	45.4	36.6	36.4	46.7	47.0	53.0	78.5	65.9	75.0	85.0
Výdaje	25.0	22.2	18.6	18	31.2	47.0	67.2	85.6	105.0	120.0
B. Kapitálový účet	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-14.2	4.7	8.5	13.0	23.0
Příjmy	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	5.6	5.5	14.3	15.0	25.0
Výdaje	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	19.8	0.8	5.8	2.0	2.0
C. Finanční účet	106.6	148	172.8	231.5	80.3	227.2	246.5	86.7	125.0	140.0
Přímé investice	215.7	190.8	208.3	270.9	53.5	101.8	279.6	104.3	130.0	150.0
V zahraničí	-3.1	-1.7	-6.3	-6.8	-5.8	-26.0	0.4	-30.4	-30.0	-30.0
V České republice	218.8	192.4	214.6	277.7	59.3	127.8	279.2	134.7	160.0	180.0
z toho saldo eviden. reinv. zisků	24.4	37.6	55.4	66.9	57.4	67.1	81.9	74.9	105.0	115.0
Portfoliové investice	-48.3	-68.2	34.9	-46.7	-35.7	53.0	-81.2	-26.9	-40.0	-45.0
Aktiva	-65.6	-86.6	4.4	-75.6	-83.9	-70.3	-82.1	-68.4	-65.0	-55.0
Majetkové cenné papíry	-49	-44.2	9.4	-7.8	5.6	-36.5	-35.3	-43.6	-45.0	-35.0
Dluhové cenné papíry	-16.6	-42.5	-5.0	-67.8	-89.5	-33.8	-46.8	-24.8	-20.0	-20.0
Pasiva	17.3	18.5	30.5	28.9	48.2	123.3	0.9	41.5	25.0	10.0
Majetkové cenné papíry	4.4	23.8	23.2	-9.0	30.1	19.6	-36.4	5.8	10.0	0.0
Dluhové cenné papíry	12.9	-5.4	7.2	37.9	18.0	103.7	37.3	35.7	15.0	10.0
Finanční deriváty	0	-1.4	-3.2	-4.3	3.9	-3.2	-2.8	-6.3	.	.
Ostatní investice	-60.9	26.9	-67.1	12.5	58.6	75.6	50.9	15.6	35.0	35.0
vláda	-5.5	1.1	1.8	21.6	18.2	33.2	34.9	14.6	15.0	15.0
podniky	6.8	24.8	23.6	-9.1	40.4	42.4	16.0	1.0	20.0	20.0
bankovní sektor	-62.2	1.0	-92.5							
Celkové skupiny A až C	55.9	43.0	48.0							
Platební bilance bez operací bankovního sektoru				95.9	-80.4	65.5	202.7	-5.1	38.0	73.0
Využití privatizačního účtu/změna rezerv ČNB				-216.9	-12.9	-6.8	-92.9	0.0	0.0	0.0
Další operace bez vlivu na nabídku a poptávku po devizách						19.0*	-19.4**	18.2***	-10.0****	0.0
Zajištění vládních dluhopisů						-45.0	-30.0	0.0	0.0	0.0
Přebytek (+), resp. nedostatek deviz na trhu (-)				-121.0	-93.3	32.7	60.4	13.1	28.0	73.0

Vysvětlivky:

* jen účetní operace spojená s deblokací zahraničního dluhu

**náhrada škody ČSOB ponechaná v SR -19,4 mld. Kč

*** jen účetní operace 2 firem snižující vykázaný příliv přímých investic 14,2 mld Kč, jen evidenční snížení závazků Iráku o 4 mld. Kč

**** financování vývozu ČEB (obdobla vládního úvěru) -17 mld. Kč, financování PI v zahraničí ČEB + 7 mld. Kč

Pozn. nízký příliv kapitálu do podnikového sektoru v roce 2006 byl ovlivněn jednorázovou operací snižující čistý příliv o 19 mld. Kč

Příloha 6 – Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

Ve 2.Q 2007 ceny rezidenčních nemovitostí dále rostly, zatímco tržní nájemné stagnovalo. Ceny bytů v Praze představovaly ekvivalent 23letého nájemného (v květnu dokonce 26letého nájemného). Mírný cenový růst zaznamenaly i ceny stavebních pozemků. Realitní odborníci očekávají další růst cen rezidenčních nemovitostí i stavebních pozemků v letech 2007 a 2008.

Vývoj ve druhém čtvrtletí 2007

Podle nejnovějších údajů ČSÚ byla v celé ČR v 1.Q 2007 zahájena výstavba cca 9 tis. bytů (tj. o 0,5 % více ve srovnání se stejným obdobím roku 2006) a dokončeno více než 8 tis. bytů (tj. vzestup o 20 %). K 31.3. bylo rozestavěno téměř 170 tis. bytů, což je meziročně zhruba o 8 % více (pro srovnání: dlouhodobý meziroční přírůstek činí 6 – 7 %).

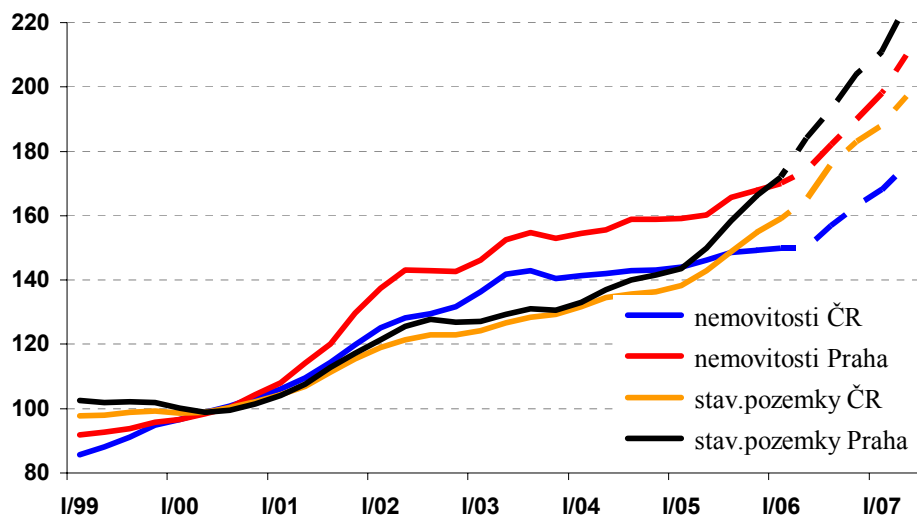
Podle dostupných informací došlo na trhu rezidenčních nemovitostí ve 2.Q 2007 ke zrychlení cenového růstu, a to nejen v Praze, ale s příchodem investorů i v regionech (Ostrava, Kolín, Liberec), kde dosud přetrvávala velice nízká cenová úroveň. Důvody je možno spatřovat především v pokračující zvýšené poptávce stimulované příznivým makroekonomickým vývojem vč. růstu příjmů obyvatelstva, a dále v demografickém vývoji. Přetrvávající obava ze zvýšení DPH na stavební práce z 5 na 19 %, návrh daňové reformy na zvýšení snížené sazby DPH z 5 na 9 % a deregulace nájemného vedly k urychlení rozhodnutí řady potenciálních zájemců realizovat nákup nemovitosti ještě za příznivějších finančních podmínek.¹ Ceny stavebních pozemků i nadále rostly, zejména v Praze a dalších větších městech.

Zvýšená poptávka po hypotékách z 1.Q, kdy vzrostl objem hypoték meziročně o 50 %, pokračovala i ve 2.Q (počet nových hypoték stoupl z obvyklých 5 – 6 tis. měsíčně na 7,5 tis. v březnu, 7,9 tis. v dubnu a 9,4 tis. v květnu) i přes rostoucí, ale stále pro klienty přijatelné hypoteční sazby (hodnota hypindexu se v návaznosti na vývoj úrokových sazeb obdobných splatností na finančních trzích mírně zvýšila ze 4,2 % v dubnu na 4,27 % v květnu).

Celkový objem moderních kancelářských ploch přesáhl v 2.Q hodnotu 2 mil. m², na trh však bylo dodáno relativně malé množství nově dokončených prostor, což vedlo k celkovému poklesu míry neobsazenosti na 6 %. Nejvyzrálejším kancelářským trhem po Praze je Brno se 160 tis. m² moderních kancelářských ploch s mírou neobsazenosti 15 – 20 % a Ostrava s 25 tis. m². Nejdynamičtější segmentem na trhu komerčních nemovitostí zůstávají logistické a průmyslové prostory, za 1.Q bylo pronajato 141 tis. m² a nově postaveno 170 tis. m² skladovacích ploch. Kromě tradičních lokalit (Praha, Brno, Plzeň, Ostrava) expandují developéři i do menších regionů jako je Pardubicko, Hradecko a Ústecko.

¹ Podle průzkumu mezi 300 makléři realitní kanceláře Re/max ve 20 městech jsou nyní nejžádanější byty o velikosti kolem 50 m², které kupují jednak jako startovací byty lidé ve věku 25 – 35 let, jednak starší lidé jako alternativu k setrvání v deregulovaných bytech.

Indexy cen rezidenčních nemovitostí a cen stavebních pozemků (průměr 2000=100)



Pozn.

- nemovitosti zahrnují rodinné domky jednobytové zděné, byty a bytové domy
- údaje do konce roku 2004 jsou definitivní, údaje za rok 2005 jsou předběžné
- údaje za rok 2006 a 2007 (čárkované) jsou odhady ČNB

Prognóza

Realitní odborníci se shodují v názoru, že vývoj bude v roce 2007 a 2008 i přes očekávané mírné zvyšování sazeb hypotečních úvěrů charakterizován zvýšenou poptávkou po nových i starších bytech v důsledku příznivých makroekonomických podmínek a demografického vývoje. K pokračujícímu růstu cen rezidenčních nemovitostí zřejmě přispějí i stoupající ceny stavebních prací a stavebních materiálů a nedostatek kvalifikovaných pracovních sil ve stavebnictví. Průměrný cenový růst rezidenčních nemovitostí v roce 2007 je odhadován na 10 – 15 %. Značně rozdílné jsou však názory odborníků na budoucí vývoj cen starších bytů v panelových domech²: odhady se pohybují od výrazného cenového poklesu až po mírný růst. Stabilizujícím faktorem na trhu rezidenčních nemovitostí se může stát prodloužení výjimky na sníženou sazbu DPH na stavební práce do konce roku 2010.³ Vysoká poptávka po stavebních pozemcích nejen pro účely výstavby rezidenčních nemovitostí, ale i jako výnosné investice, povede k neustálému mírnému (v atraktivních lokalitách výraznějšímu) růstu jejich cen.

Nejednoznačný z hlediska působení na ceny rezidenčních nemovitostí je dopad řízené deregulace nájemného na základě zákona č.107/2006 Sb. o jednostranném zvyšování nájemného z bytu. Zvyšování nájemného se týká podle informací MMR (získaných výběrovým šetřením ČSÚ) celkem cca 760 tis. bytů (z toho cca 460 tis. ve vlastnictví obcí a cca 300 tis. ve vlastnictví fyzických a právnických osob), které představují téměř pětinu bytového fondu a v nichž bydlí asi 17 % obyvatel ČR. Podle nejnovějších informací tuto možnost prozatím využila Praha ve třech etapách (v lednu Praha 2, 4 a 16, v květnu Praha 3,

² Panelové domy tvoří přibližně třetinu bytového fondu ČR, tj. 1,2 mil. bytů. Podle nedávného průzkumu společnosti Factum Invenio celkově Češi nevnímají bydlení na sídlištích až tak negativně a 88 % obyvatel těchto bytů je se svým bydlením spokojeno.

³ Podle nejnovějších informací bude definitivně rozhodnuto až na podzim na jednání ministrů financí EU, kde bude třeba souhlas všech členských zemí EU.

6, 9, 12, 14, 17, 18, 19 a 20 a zbývající části Prahy na podzim), dále většina měst a zhruba 2/3 obcí. V období let 2007 – 2010 mohou vlastníci bytů (pronajímatelé) s regulovaným nájemným vždy nejvýše jednou za 12 měsíců jednostranně zvyšovat nájemné o maximální procentní roční přírůstek, jehož způsob výpočtu je stanoven zákonem⁴ (konkrétní hodnoty nárůstu pro roky 2007 a 2008 lze vypočítat na stránkách MMR). V průměru by letos mělo regulované nájemné stoupnout o 19,2 % (v některých městech i o více než 30 %, např. v Karlových Varech nebo Hradci Králové)⁵ a v roce 2008 o 23,3 % (jedná se o interní propočet MMR, který byl ČNB poskytnut pouze pro pracovní účely a není určen ke zveřejnění)⁶. Do konce roku 2010 by roční výše nájemného měla dosáhnout tzv. cílového nájemného, které by zhruba mělo odpovídat dolní hranici smluvního (tržního) nájemného v dané lokalitě. Od roku 2011 se bude výše nájemného měnit jen po vzájemné dohodě obou stran a v případě sporu budou rozhodovat soudy.

Praha je i nadále považována mezinárodními společnostmi za jednu z investičně nejzajímavějších metropolí Evropy, zejména v segmentu kancelářských prostor. Tento trh bude již v roce 2008 významně ovlivňován novou silící tendencí: prací na dálku, která pravděpodobně povede ke zvyšování poptávky po kancelářských komplexech s menší pronajímatelnou plochou do 7 tis. m² (podle odhadu se počet zaměstnanců v ČR pracujících na dálku zvýší z 90 tis. v roce 2004 na 300 tis. v roce 2008). Vzhledem k tomu, že nabídka skladovacích prostor v ČR je v současné době plně srovnatelná se standardy zemí EU, a dále vzhledem k levné pracovní síle a blízkosti významného německého trhu, bude zřejmě ČR i nadále vykazovat nejvyšší tempo růstu výstavby i pronájmu skladovacích prostor v Evropě.

⁴ Nájemné se bude od ledna 2007 po dobu 4 let zvyšovat podle tabulkového systému „základních“ cen (střední hodnoty), které vycházejí ze statistiky cen nemovitostí MF ČR vytvořené z údajů finančních úřadů, které shromažďují data o odhadních a prodejních cenách nemovitostí. Tento systém bude každý rok k 1.7. aktualizován, např. pro rok 2007 se vycházelo z údajů od května 2003 do dubna 2006, pro rok 2008 z údajů od května 2004 do dubna 2007 (s vyloučením bytů nově kolaudovaných nebo rekonstruovaných po roce 1993).

⁵ Tzv. regulované nájemné se nezvyšovalo od 1.7.2002 a pohybovalo se před začátkem řízené deregulace v rozmezí od 15,44 do 37,07 Kč/m²/měsíc.

⁶ Predikce ČNB počítá pro rok 2007 s nárůstem o 17 % a pro rok 2008 o 15 %. Nejnovější propočet MMR pro rok 2008 byl získán až po uzavření prognózy.

Příloha 7 – ČR a rozpočet EU

Finanční toky¹ mezi Českou republikou a Evropskou unií v 1. pololetí roku 2007

	2004 - 2006		2007Q1-2	
	mil. €	mil. Kč	mil. €	mil. Kč
PŘÍJMY				
Předvstupní pomoc	255,9	7 758,7	4,6	126,6
PHARE	172,2	5 177,7	-0,03	-0,9
ISPA	35,8	1 086,8		
SAPARD	47,9	1 494,1	4,6	127,5
Zemědělství	1 022,7	29 804,0	470,0	13 187,8
tržní opatření	138,5	4 020,6	5,5	154,5
přímé platby	467,8	13 568,6	321,3	9 013,1
rozvoj venkova	408,3	11 987,7	107,3	3 016,7
veterinární opatření	8,1	227,0	35,8	1 003,5
Strukturální operace	913,8	26 689,1	126,5	3 543,4
strukturální fondy	548,6	16 203,9	101,0	2 824,4
Fond soudržnosti	365,2	10 485,2	25,5	719,0
Vnitřní politiky	66,0	1 947,3	5,8	164,8
přechodná opatření	14,5	420,4	3,4	96,3
vnitřní politiky - komunitární programy	51,5	1 526,9	2,4	68,5
Kompenzace	833,1	25 119,6		
Celkové příjmy z rozpočtu EU	3 091,6	91 318,8	606,9	17 022,6
Finanční nástroj EHP/Norsko	3,3	91,6	0,5	14,2
Bilaterální pomoc Švýcarska				
Celkové příjmy	3 094,9	91 410,4	607,4	17 036,8
ODVODY				
Tradiční vlastní zdroje (cla, ...)	357,7	10 516,9	88,5	2 484,9
Zdroj DPH	404,3	11 953,4	91,3	2 558,9
Zdroj HNP	1 695,3	50 287,0	316,2	8 886,2
Kompenzace Velké Británii	212,3	6 312,2	35,3	993,1
Celkové odvody vlastních zdrojů EU	2 669,7	79 069,5	531,4	14 923,1
Čistá pozice vůči rozpočtu EU	421,9	12 249,2	75,5	2 099,6
Platby Evropské investiční bance	83,3	2 497,3	27,7	780,3
podíl na základním kapitálu	23,6	708,0	7,9	221,2
podíl na rezervách	59,6	1 789,3	19,9	559,1
Platba Evropské centrální bance	5,7	184,9	-0,1	-2,3
podíl na základním kapitálu	5,7	184,9	-0,1	-2,3
Výzkumný fond pro uhlí a ocel	6,0	173,8	8,0	220,4
Celkové odvody vůči institucím EU	2 764,6	81 925,5	567,0	15 921,5
Čistá pozice vůči institucím EU	330,3	9 484,8	40,4	1 115,3

Pramen: MF, propočty ČNB

¹ V tabulce jsou uvedeny finanční toky mezi institucemi Evropské unie a Českou republikou podle údajů v platební bilanci v prvním pololetí 2007 podle transakcí na účtech hlavních subjektů. Příjmy z EU 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, přepočty do EUR je pouze orientační a je proveden kurzem deviza střed v den transakce.

1. Příjmy z EU

Programy předvstupní pomoci jsou pro Českou republiku od roku 2007 pro nové žádosti uzavřeny, realizovány jsou pouze finální platby proplácené po úplném dokončení a vyúčtování projektů nebo vratky nevyužitých finančních prostředků. V lednu 2007 obdržela Česká republika konečnou platbu z programu SAPARD ve výši 127,5 mil. Kč. Vratky z programu PHARE činily 0,9 mil. Kč.

Z kapitoly zemědělství získala Česká republika v 1. pololetí 2007 platby na zemědělské dotace ve výši 13,2 mld. Kč. V rámci programu Společné organizace trhu bylo přijato 0,2 mld. Kč. Zálohy na přímé platby činily celkem 9 mld. Kč. Na platbách z programu Horizontální plán rozvoje venkova bylo přijato celkem 3 mld. Kč. Dotační prostředky na zemědělskou politiku jsou v daném roce příjmem speciálního účtu Ministerstva zemědělství, jehož zůstatek činil ke konci června tohoto roku 13,2 mld. Kč. Na příjmovém účtu MZe jsou mimo jiné také zahrnuty vybrané pokuty vyměřené Evropskou komisí a zaplacené českými zemědělci za překročení kvót na výrobu mléka ve výši 1 mld. Kč (v přehledu pod položkou veterinární opatření). O tuto částku bude Česká republika žádat v příštím období méně prostředků na zemědělské dotace.

Z kapitoly strukturálních operací získala Česká republika v 1. pololetí 2007 celkem 3,5 mld. Kč, z toho platby ze strukturálních fondů ve výši 2,8 mld. Kč a platby na projekty z Fondu soudržnosti ve výši 0,7 mld. Kč. Zůstatky na hlavních účtech Národního fondu pro strukturální operace činily ke konci června 2007 v korunovém vyjádření cca 5,5 mld. Kč.

Na vnitřní politiky byly v 1. pololetí 2007 přijaty prostředky v celkové výši 164,8 mil. Kč, z toho 96,3 mil. Kč bylo přijato na projekty v rámci programu přechodných opatření.

Z mimorozpočtových zdrojů, z finančního nástroje Evropského hospodářského prostoru získala Česká republika v 1. pololetí roku 2007 celkem 14,2 mil. Kč.

2. Odvody do EU

Odvody zdrojů do rozpočtu Evropské unie jsou realizovány v korunách v měsíčních splátkách a jejich celková výše v 1. pololetí 2007 dosáhla 14,9 mld. Kč.

V lednu 2007 byl uhrazen druhý příspěvek České republiky do **Výzkumného fondu pro uhlí a ocel** ve výši 220,4 mil. Kč. V souvislosti se vstupem Bulharska a Rumunska do EU a Slovinska do eurozóny došlo ke změně **základního kapitálu ECB**, kapitálového klíče pro výpočet základního kapitálu jednotlivými národními centrálními bankami od 1.1.2007. Z toho vyplývá nepatrné snížení podílu ČR na upsaném kapitálu a ČNB byl vrácen přeplatek proti částce splacené k 1.5.2004 ve výši 2,3 mil. Kč. V březnu byla uhrazena čtvrtá platba **podílu na základním kapitálu a rezervách EIB** v celkové výši 780,3 mil. Kč.

3. Shrnutí

Čistá pozice České republiky vůči institucím Evropské unie byla v 1. pololetí 2007 aktivní ve výši 1,1 mld. Kč. Jedná se však o čerpání alokace z programového období 2004 – 2006, které je možné čerpat ještě dva roky po skončení období. Z období 2007 – 2013 dosud nebyly vyčerpány žádné prostředky. V platební bilanci se finanční toky projeví na běžném účtu pasivem v položce běžných převodů ve výši cca 1 mld. Kč a aktivním saldem převodů na kapitálovém účtu v celkové výši 2,9 mld. Kč. Úprava základního kapitálu ECB a EIB je zachycena na finančním účtu ve výši 0,8 mld. Kč.

Příloha 8 – Výhled nefinančních korporací a firem na nejbližší období

Výhled na **3. čtvrtletí** tohoto roku je podle názoru podnikových manažerů oslovených ČNB nadále převážně pozitivní: většina z nich očekává – pokud jde o celkové hodnocení ekonomických vyhlídek – udržení, případně zlepšení dosavadních příznivých trendů. Hlavní barometr konjunkturního klimatu – **index všeobecné obchodní situace** – dosáhl pro 3.Q ve zpracovatelském průmyslu hodnoty 117 bodů a prakticky 14 čtvrtletí po sobě se pohybuje v pásmu pozitivních očekávání.

Ve stavebnictví předpokládá 53 % respondentů udržení a 39 % respondentů vzestup výroby. Z názorů podnikových manažerů lze proto usuzovat, že ekonomika jako celek by měla v příštích měsících 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 letošního dubna úhrnný objem zásoby práce, tj. smluvně potvrzených zakázek, o 40,8 % vyšší než před rokem, ve stavebnictví vzrostl jejich objem o 27,9 %. Celkový stav zakázek v průmyslových a stavebních podnicích, které jsou respondenty ČNB, dosáhl v dubnu historicky nejvyšší úrovně, přičemž ve stavebnictví byl od počátku letošního roku – po předchozím pozvolném poklesu – nastartován jejich opětovný růst.

Rostoucí trend vykazuje **využití výrobních kapacit**. Ve zpracovatelském průmyslu činila průměrná míra využití v 1.Q letošního roku 84,0 % ve srovnání s 83,3 % v 1.Q 2006. Podle odhadu respondentů ČNB by ve 2.Q 2007 mělo využití výrobních kapacit zůstat minimálně na úrovni 1.Q.

Ve výhledu na 3.Q dosáhly ve **zpracovatelském průmyslu** dílčí konjunkturální indexy **tržeb, finanční situace a dodávek pro tuzemský trh a zejména pro vývoz** vesměs hodnot, které se pohybují v pásmu pozitivních očekávání. Například 90 % respondentů počítá v porovnání s předchozím čtvrtletím s vyšší nebo stávající úrovní vývozu, s udržením, případně růstem tuzemských dodávek a se stejnými či vyššími tržbami, 97 % respondentů pokládá finanční situaci svých firem za relativně dobrou a stabilní, případně očekává v krátkodobém horizontu její zlepšení. Na úseku **zaměstnanosti** překročil konjunkturální index poprvé od dubna 1998 hranici 100 bodů (představující předěl mezi negativními a pozitivními očekáváními) a zaznamenal 104 body, což naznačuje, že firmy uvažující o nábore nových pracovníků by měly poprvé po deseti letech početně převážet nad firmami, které počítají s jejich propouštěním.

Ve **stavebnictví** by se měla finanční situace zlepšit anebo zůstat bez výraznějších změn u 92 % respondentů. Pokud jde o zaměstnanost, u 85 % respondentů by se její úroveň měla zachovat a u 13 % respondentů zvýšit. S nižší zaměstnaností počítá jen 1 % respondentů.

Ceny průmyslových výrobců by podle názoru 93 % manažerů zpracovatelských firem měly ve 3.Q zůstat stabilní na úrovni 2.Q. S vyššími cenami počítají 4 % manažerů, naproti tomu s poklesem cen 3 % manažerů. Dílčí konjunkturální index cen dosáhl pro 3.Q 2007 hodnoty 101 bodu, tj. o 10 bodů méně než ve 2.Q a o 2 body méně než před rokem. Z toho lze usuzovat, že celková úroveň cen průmyslových výrobců by měla zůstat meziročně zhruba nezměněna a ve srovnání s předchozím čtvrtletím by se měla jejich dynamika zpomalit. Ve stavebnictví předpokládá ve 3.Q stabilní hladinu **cen stavebních prací** 64 % manažerů. Růst cen očekává 36 % manažerů, s jejich poklesem pak nepočítá žádný z manažerů. Dílčí konjunkturální index cen má pro 3.Q hodnotu 136 bodů, což je o 8 bodů méně než ve 2.Q, ale o 12 bodů více než před rokem. Dynamika cen stavebních prací by se proto měla proti předchozímu čtvrtletí zpomalit, zatímco v meziročním srovnání by měla být o něco rychlejší.

Příloha 9 – Alternativní prognóza strukturálním modelem „G3“

Tato příloha představuje alternativní prognózu vytvořenou prostřednictvím nového strukturálního modelu¹. Jejím cílem je prezentovat hodnocení fáze hospodářského cyklu a jeho projekci s využitím analytického potenciálu strukturálního modelu. Vzhledem k probíhajícímu ověřování projekčních schopností modelu a jeho případným budoucím změnám by měl být prezentovaný scénář vnímán spíše informativně.

Oproti alternativní prognóze z minulé SZ došlo k několika úpravám modelu. Především byla změněna kalibrace některých strukturálních parametrů a kalibrace stálého stavu v souladu s pozorovanými stylizovanými fakty. Dále byla upravena rovnice UIP, která stejně jako ve stávajícím jádrovém prognostickém modelu obsahuje částečně vzad-hledící očekávání kurzu. Tyto úpravy odrážejí minulé projekční zkušenosti spolu s novými poznatky a jejich účelem je zlepšení simulačních a projekčních vlastností modelu. Vzhledem k modelovým změnám není prezentovaný scénář v tomto textu srovnáván s předchozí alternativní prognózou.

Vyznění prognózy

Předpoklady

Alternativní prognóza je založena na stejných předpokladech o vývoji zahraničních veličin z CF a na stejném výhledu vývoje regulovaných cen jako základní scénář prognózy. Podobně je tomu i v případě očekávaných změn nepřímých daní, kdy alternativní prognóza zohledňuje primární dopady změn nepřímých daní a uplatňuje na ně výjimky z reakce měnové politiky. Z tohoto pohledu jsou obě prognózy srovnatelné. Avšak narozdíl od základního scénáře alternativa nepočítá se sekundárními dopady změn nepřímých daní a s jejich průsakem do inflačních očekávání. Prognóza dále nezohledňuje krátkodobou prognózu kurzového vývoje pro 3.Q letošního roku ani žádné další expertní zásahy související s integrací prognóz.

Stejně jako v minulé prognóze je vyhlášená změna inflačního cíle od počátku roku 2010 zohledněna jeho postupným poklesem od začátku příštího roku.

Počáteční pozice

Pro vyznění projekce je klíčové hodnocení počátečního stavu ekonomiky a nastavení technologických trendů resp. produktivit. Strukturální model má celkem čtyři sektory finálních producentů (statky pro spotřebu, investice, spotřebu vlády a exporty) a dva sektory vyrábějící statky pro mezispotřebu.² Tato produkční struktura spolu s možností přebytku produktivity v exportním a investičním sektoru nad agregátní produktivitou je nutná pro replikaci pozorovaných dat.

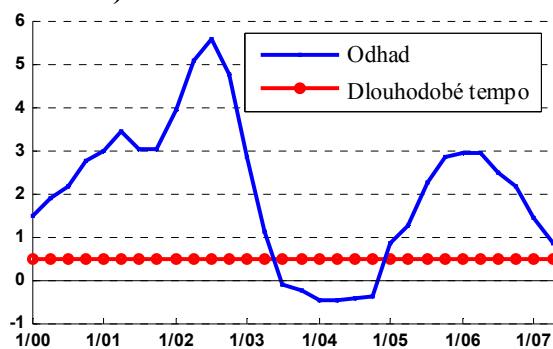
¹ Základní popis modelu lze najít v práci Beneš, M., Hlédik, T., Kumhof, M. a Vávra, D.: An Economy in Transition and DSGE: What the Czech National Bank's New Projection Model Needs, CNB Working Paper No. 12, 2005. Oproti této verzi však v průběhu vývoje modelu došlo k jeho mnoha změnám. Netechnický popis aktuální podoby modelu lze nalézt v podkladovém materiálu pro Výjezdní zasedání BR z března letošního roku nebo v květnové prezentaci nového strukturálního modelu. Technické detaily jsou k dispozici na tibor.hledik@cnb.cz.

² Jedná se o pojem vyplývající ze struktury modelu, není tedy ekvivalentní pojetí mezispotřeby v národních účtech. Sektor mezispotřeby v modelu je spíše blízký pojetí produkce domácí přidané hodnoty.

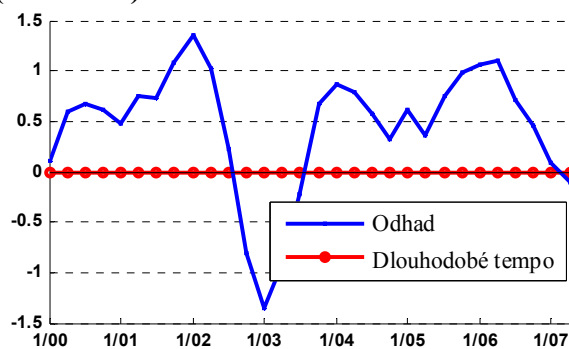
S využitím analytického potenciálu strukturálního modelu hodnotíme aktuální fázi jako vrchol hospodářského cyklu. Reálné veličiny jako spotřeba domácností, hrubá tvorba kapitálu a vývozy sice stále rostou relativně rychlými tempy při nízké inflaci, avšak je zřejmé zastavení dalšího zrychlování tempa agregátního reálného růstu a pozvolný návrat produktivit v jednotlivých sektorech ke svým dlouhodobým rovnovážným tempům.

Odhad vývoje produktivit ve výrobních sektorech je v souladu s pozorovaným snižováním tempa růstu reálného produktu od konce loňského roku. Zejména růstu produktivity v exportním sektoru postupně klesá ke svému dlouhodobému trendu. Podobně převis produktivity při tvorbě fixního kapitálu nad implikovaným agregátním tempem se vrátil zpět k nulovým hodnotám. V sektoru mezispotřeby se sice růst produktivity i nadále nachází nad svým dlouhodobým trendem, avšak jeho dynamika zůstává přibližně neměnná.

Převis růstu produktivity v exportním sektoru nad agregátním tempem, (mzr. v %)

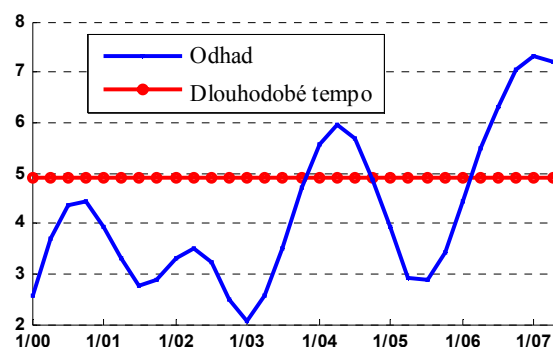


Převis růstu produktivity v investičním sektoru nad agregátním tempem, (mzr. v %)

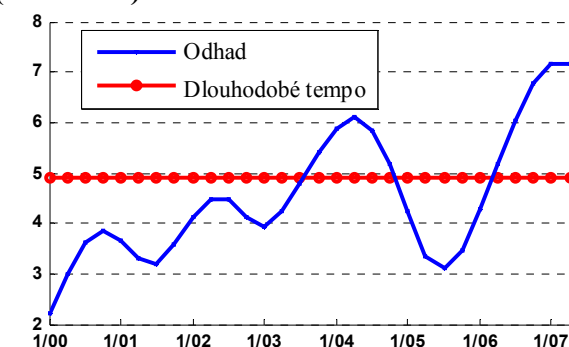


Agregátní tempo růstu implikované vývojem produktivit v jednotlivých sektorech tak zpomaluje svou dynamiku a výrazné zrychlování jeho tempa pozorované v minulém roce se zastavuje. Avšak i přes jeho stagnaci si zachovává relativně vysokou úroveň nad svou dlouhodobou hodnotou. Na horizontu prognózy předpokládáme pokračování poklesu tempa růstu produktivit v jednotlivých sektorech k odhadnutým dlouhodobým tempům, a tím i pozvolné snižování agregátního tempa růstu. Pokles produktivit na prognóze tak ceteris paribus implikuje růst nákladových inflačních tlaků v ekonomice.

Implikované agregátní tempo růstu, (mzr. v %)



Agregátní tempo růstu produktivity v sektoru mezispotřebních statků, (mzr. v %)



Odhad produktivit umožňuje stanovit cyklickou pozici ekonomiky. Na rozdíl od modelu QPM má cyklická pozice reálné ekonomiky více dimenzí – můžeme hovořit o tom, v jaké fázi cyklu se nachází spotřeba domácností, investice či např. zahraniční obchod oproti svým dlouhodobým rovnováhám³.

Významný růst kapacit resp. produktivity ekonomiky v minulém roce umožnil relativně rychlý růst reálných veličin bez významných inflačních tlaků. Pozorovaný růst reálné soukromé spotřeby domácností tak nevedl k nerovnováhám a přehřívání spotřebního sektoru. Počáteční podmínka soukromé spotřeby se stále nachází pod svou dlouhodobě udržitelnou úrovní.

Oproti tomu hrubá tvorba kapitálu je již delší dobu mírně nad svou rovnováhou a odráží pozitivní vývoj cen investic a dostupnost investičních příležitostí. Ceny investic si zachovaly nízká tempa růstu, když se v nich odrazil růst produktivity v tomto sektoru, ale i apreciacie nominálního kurzu.

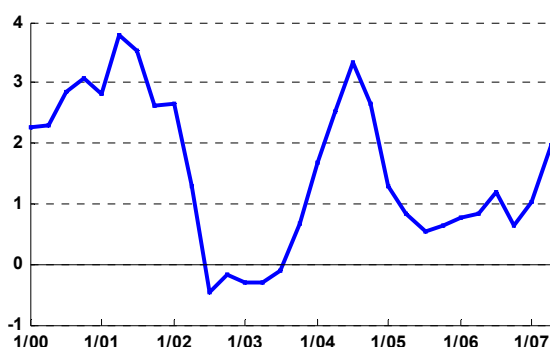
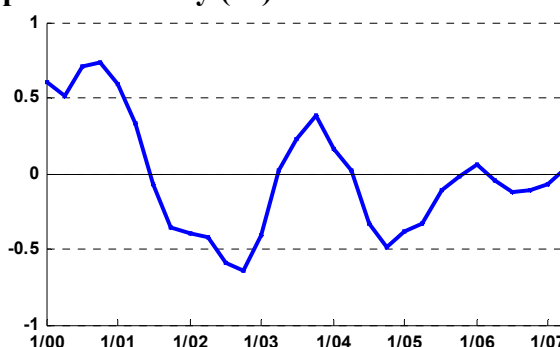
Zahraněční obchod je úzce propojen na výše uvedené sektory. Exportní výkonnost ekonomiky byla na minulosti podpořena nárůstem produktivit jak na úrovni národního hospodářství, tak v exportním odvětví. Zpomalení růstu exportní produktivity a růst efektivní zahraniční poptávky implikuje mírný převis reálných exportů nad svou rovnovážnou úrovní. Také reálné dovozy se nacházejí mírně nad svou rovnováhou. Jejich růst je ovlivněn minulou vysokou investiční činností, nárůstem spotřeby domácností a vysokou importní náročností exportů.

Pokračující pozvolné zpomalování agregátního tempa růstu produktivit na prognóze povede k poklesu růstu reálných veličin. Abstrahujeme-li od projektovaného vývoje exogenních veličin z CF atp., lze na projekci s ohledem na strukturální modelové vazby očekávat pokles tempa růstu spotřeby a investic, přičemž investice se budou rychleji navracet ke svým dlouhodobě rovnovážným úrovním. V souvislosti s vývojem spotřeby lze anticipovat pomalejší reakci reálných importů na budoucí vývoj reálného kurzu ve srovnání s reálnými exporty.

Pro vyznění prognózy je kromě odhadů temp růstu produktivit klíčový i odhad mezery reálných mezních nákladů v jednotlivých sektorech⁴. Protože reálné mezní náklady určují současný a budoucí vývoj inflace, jsou jejich počáteční podmínky identifikovány na základě historicky pozorovaného vývoje inflace a složek mezních nákladů (mzdy, dovozní ceny, atd.).

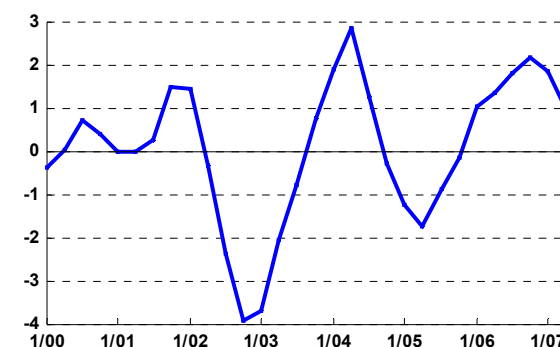
³ Tyto rovnováhy jsou pak určovány růstem nabídkové strany ekonomiky (kapacit), představované produktivními trendy. Odchytky jednotlivých ekonomických proměnných od svých rovnováh nicméně nejsou otázkou pouze nastavení měnové politiky a nominálních rigidit, ale rovněž ekonomizujícího chování domácností a firem, jež jsou vpřed-hledící. Významné rozdíly tak nastávají kupř. ve vztahu k trvalým a dočasným změnám nabídkové strany (technologie) či měnové politiky (změna inflačního cíle).

⁴ Reálné mezní náklady jsou obrácenou hodnotou ziskové marže výrobců v průběhu cyklu. Právě vzhledem ke skutečnosti, že výrobci v modelu dosahují čistých zisků, uspokojí při ekonomické expanzi a krátkodobé rigiditě cen poptávku za cenu snížení svých ziskových marží – tedy zvýšení svých reálných mezních nákladů.

Čistá inflace, (mzr. v %)**Mezera reálných mezních nákladů, spotřební statky (%)**

Pozorovaný vývoj čisté inflace hraje důležitou roli při odhadu mezních nákladů v sektoru spotřebních statků. Od začátku letošního roku čistá inflace roste. S jejím vývojem je konzistentní postupné vyprchávání protiinflačního působení mezery reálných mezních nákladů. Mezera reálných mezních nákladů je ve druhém čtvrtletí letošního roku hodnocena jako mírně proinflační, když odráží vývoj svých složek – cen produkce mezispotřebních statků a dovozních cen.

Zatímco ceny statků pro mezispotřebu rostou v důsledku zvyšování tempa nominálních mezd doprovázeného vyprcháním pozitivního dopadu růstu produktivit na nabídkovou stranu, působení dovozních cen je v současnosti i přes pozorované znehodnocení nominálního kurzu přibližně neutrální. Důvodem je krátkodobá rigidita dovozních cen v domácí měně, která brání okamžitému průsaku kurzových změn do inflace cen importů. Zároveň je pohyb dovozních cen oproti cenovému vývoji mezispotřeby méně výrazný. Vývoj dovozních cen tak byl až doposud schopen alespoň částečně kompenzovat proinflační tlaky z reálné ekonomiky.

Růst nominálních mezd, (mzr. v %)**Mezera reálných mzdových nákladů (v %)**

Pozorovaný meziroční růst nominálních mezd postupně zrychluje až na úroveň blíží se 8 %. Toto tempo je nad dlouhodobým rovnovážným růstem, avšak vzhledem k růstu produktivity v minulém roce zůstávají reálné mzdy stále pod svou rovnovážnou úrovní. Tlaky na růst nominálních mezd jsou tak vyjádřeny pozitivní mezerou v reálných mzdových nákladech⁵. Ta

⁵ Pozitivní mezera v reálných mzdových nákladech představuje tlaky na růst nominálních mezd, tj. vyjadřuje stav, kdy je reálná mzda pod svou rovnovážnou úrovní. Nevznikají tak nákladové proinflační tlaky ze mzdového vývoje, avšak v budoucnu lze očekávat pokles jejich protiinflačního působení v důsledku zrychlení jejich nominálního růstu. Mezeru reálných mzdových nákladů lze zjednodušeně chápat jako obrácenou hodnotu mezery v reálné mzdě používané ve stávajícím QPM.

zůstává i nadále kladná, přestože růst nominálních mezd na začátku letošního roku snížil tlaky na další zrychlování růstu nominálních mezd.

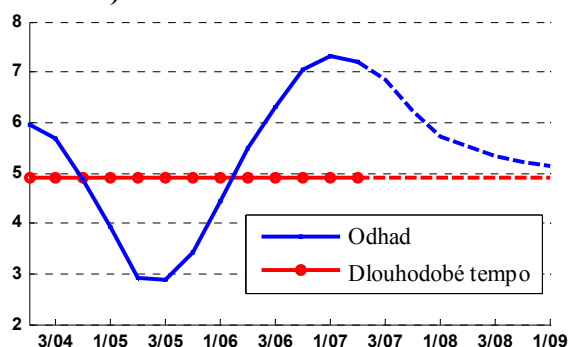
Právě hodnocení počáteční pozice reálné mzdy a mezery reálných mzdových nákladů, které implikují zrychlování nominální mzdy na prognóze, má významné dopady na prognózovaný vývoj inflace. Růst reálné mzdy bude znamenat nárůst nákladů, a tím i cen v mezispotřebním sektoru, který se promítne do cen statků finální spotřeby.

Prognóza

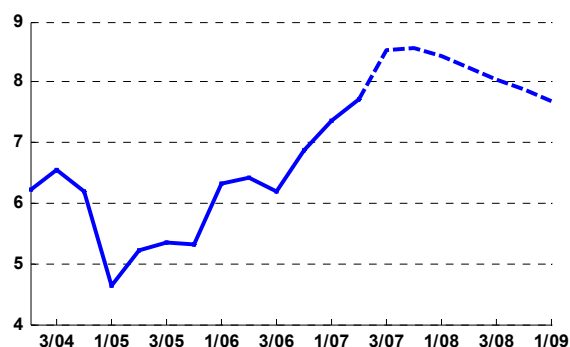
Alternativní prognóza strukturálním modelem zohledňuje odhad počátečních podmínek v podobě trendů produktivit a reálných mezních nákladů. Prognóza předpokládá pozvolný návrat temp růstu produktivit v jednotlivých sektorech ke svým dlouhodobým tempům. Převís implikovaného tempa růstu nad dlouhodobou úroveň tak na prognóze postupně klesá.

S vývojem produktivit úzce souvisí prognóza vývoje reálných mezd. Jejich tempo by mělo konzistentně klesat (*ceteris paribus*) se snižováním agregátního tempa růstu. Avšak vzhledem k počátečnímu podhodnocení reálných mezd v důsledku vývoje produktivity v minulém roce si mzdy udrží mírně vyšší dynamiku. Prognóza tak počítá s růstem nominálních mezd přesahujícím 8 % meziročně koncem tohoto a začátkem příštího roku. Tento růst umožní návrat reálných mezd na rovnovážnou trajektorii a vrátí mezeru reálných mzdových nákladů na neutrální úroveň.

Implikované agregátní tempo růstu, (mzr. v %)

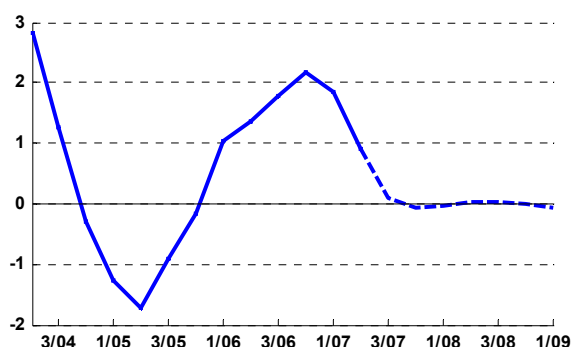
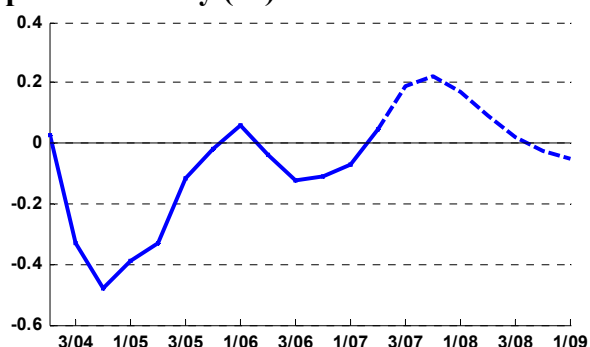


Nominální mzdy, (mzr. v %)



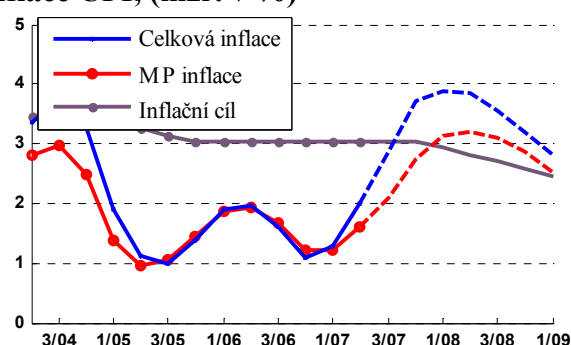
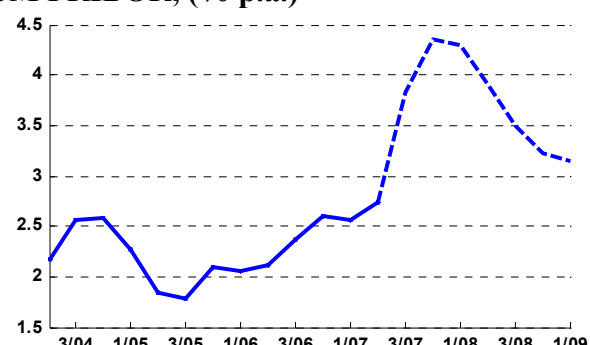
Prognózované zrychlení růstu nominálních mezd spolu se zpomalením tempa produktivit povede k relativnímu nárůstu nákladů práce a bude generovat inflační tlaky. Prognóza cílované inflace je totiž determinována náklady producentů spotřebitelských statků. Ty jsou dány jak cenou dováženého zboží, tak cenami statků mezispotřeby, jež odráží náklady kapitálu a především mzdové náklady. Prognózovaný růst nominálních mezd se tak bude promítat do cen mezispotřeby⁶ a zvyšovat mezeru reálných mezních nákladů. K těmto proinflačním tlakům se navíc na krátkém konci prognózy přidá i mírný růst importních cen jako důsledek pozorované depreciace nominálního kurzu začátkem letošního roku.

⁶ Tyto ceny jsou v modelu nejvíce flexibilní a odrážejí potenciální převís nabídky nad poptávkou a změny technologické produktivity.

Mezera reálných mzdových nákladů (v %)**Mezera reálných mezních nákladů, spotřební statky (%)**

Na růst inflačních tlaků bude měnová politika reagovat v souladu s režimem inflačního cílení. S prognózou měnověpolitické inflace na cíli je konzistentní rostoucí trajektorie úrokových sazeb. Nárůst úrokových sazeb nejenom zpřísní domácí měnové podmínky, ale především dočasně uzavře záporný úrokový diferenciál na prognóze. To umožní zhodnocení nominálního kurzu⁷, které spolu se stabilní mírou zahraniční inflace bude přes relativní ceny dovozů částečně tlumit proinflační tlaky z domácí ekonomiky, a brzdít tak nárůst inflace. Avšak tyto protiinflační faktory nebudou schopny plně kompenzovat zvyšování cen mezispotřeby, a měnověpolitická inflace tak vzroste k bodovému cíli. V důsledku zpřísnění měnové politiky se měnověpolitická inflace stabilizuje na cíli a sazby se pozvolna vrací na politicky neutrální úroveň. S tím se znovu otevře i záporný úrokový diferenciál a zhodnocování nominálního kurzu se zmírní na svou dlouhodobě rovnovážnou úroveň.

Nutnost zhodnocení nominálního kurzu měnovou politikou přes úrokový diferenciál vyžaduje plně akomodovat vývoj zahraničních sazeb. Počáteční reakce a další vývoj domácích sazeb je tedy významně ovlivněn předpoklady o růstu zahraničních sazeb. Měnová politika v tomto prostředí musí brát v potaz velikost úrokového diferenciálu očištěného o vývoj endogenní rizikové premie v reakci na pozorované šoky.

Inflace CPI, (mzr. v %)**3M PRIBOR, (% p.a.)**

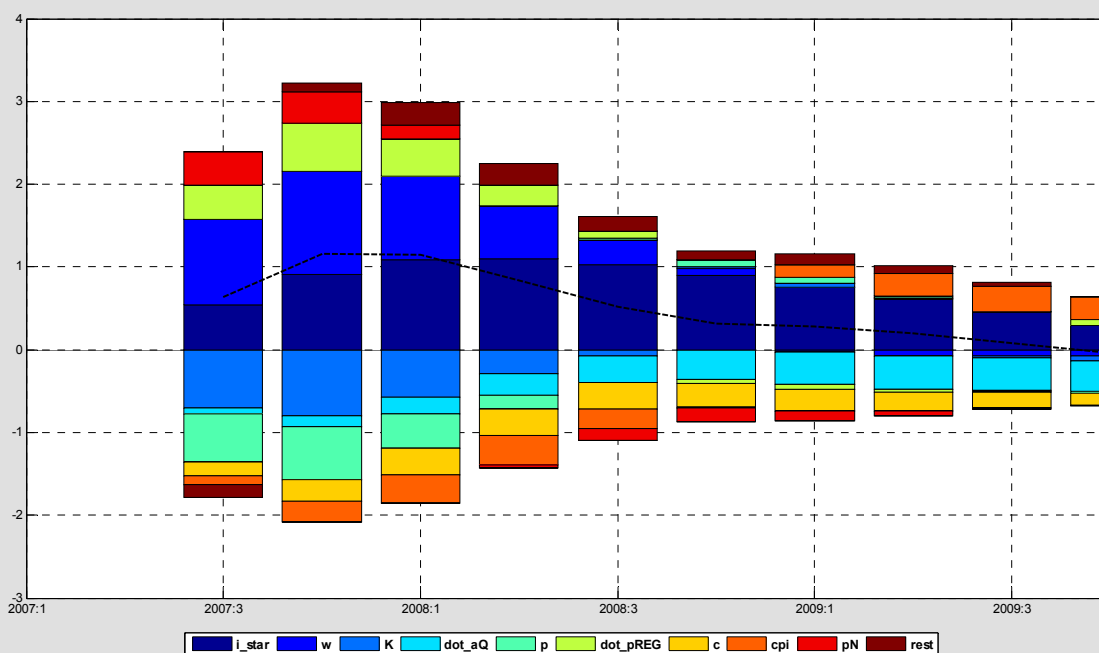
⁷ Prognóza kurzu je kromě úrokového diferenciálu ovlivněna také endogenní prognózou rizikové premie a strukturou rovnovážných trendů v modelu. Narozdíl od předchozí verze modelu je UIP rovnice pouze částečně vpřed-hledící. Vložení persistence do očekávané změny kurzu umožňuje lépe replikovat některá stylizovaná fakta.

V prognóze inflace je dále zohledněna prognóza regulovaných cen a předpokládané změny nepřímých daní. Na primární dopady úprav nepřímých daní jsou uplatněny výjimky z reakce měnové politiky, avšak prognóza nepočítá se sekundárními dopady.

Box: Rozklad nominální úrokové sazby na faktory

Odchylku úrokových sazeb od ustáleného stavu lze rozložit na vliv počátečních podmínek jednotlivých proměnných a na vliv vývoje exogenních proměnných. Rozklad těchto faktorů ukazuje následující graf.

Rozklad nominální úrokové sazby na faktory (odchylka od dlouhodobé úrovně)



Mezi hlavní faktory působící ve směru růstu úrokových sazeb patří počáteční hodnota reálných nákladů práce (w), trajektorie zahraničních úrokových sazeb (i_{star}), trajektorie regulovaných cen (dot_pREG) a počáteční podmínka dovozních cen (pN).

Naopak ve směru poklesu úrokových sazeb působí počáteční zásoba kapitálu (K), počáteční hodnota kvality exportních statků vnímaná zahraničními partnery (dot_aQ), počáteční podmínky relativních cen spotřebních statků s regulovanými cenami (cpi) a bez regulovaných cen (p) vůči ceně domácí mezispotřeby.

Trajektorie zahraničních úrokových sazeb z CF je jak v krátkém tak delším horizontu nejvýznamnější složkou působící na růst domácích sazeb. Měnová autorita volí úrokový diferenciál konzistentní s inflačním cílováním v malé otevřené ekonomice, pro kterou jsou zahraniční úrokové sazby ryze exogenním faktorem.

Předpoklad o dynamice regulovaných cen rovněž působí ve směru nárůstu úrokových sazeb. Měnová politika tedy může ovlivnit pouze složku čisté inflace, proto vyšší růst regulovaných cen tlačí na pokles čisté inflace.

Počáteční hodnota reálných nákladů práce (w – nominální mzdy relativně vůči ceně mezispotřeby, po započtení sociálních příspěvků zaměstnavatelů) působí ve směru růstu úrokových sazeb, neboť nominální mzdové kontrakty jsou strnulejší než cena mezispotřebních statků. Výše nominálních mezd tak při poklesu produktivity implikuje růst cen mezispotřeby.

Počáteční podmínka soukromé spotřeby relativně k rovnovážnému růstu ekonomiky (c) nevytváří tlak na růst úrokových sazeb, neboť neimplikuje inflační tlaky vzhledem k technologickým produktivitám.

Pozitivní vývoj investičně-specifické produktivity napomohl v minulosti k vyššímu růstu investic, a tak akumulaci kapitálu (K). Vysoká počáteční zásoba kapitálu je konzistentní s poklesem úrokových sazeb.

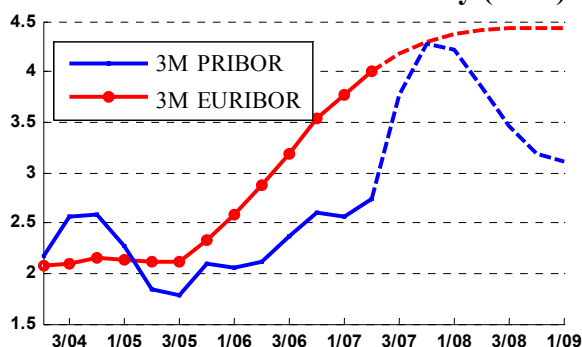
Vysoký exportní výkon v posledních čtvrtletích vzhledem k zahraniční poptávce a reálnému efektivnímu kurzu model zčásti interpretuje jako zvýšení kvality domácích statků ($\dot{a}_Q$). Vyšší vnímaná kvalita umožňuje růst exportní výkonnosti i při vyšší apreciaci kurzu.

Počáteční hodnoty dovozních cen (p_N) a spotřebních cen bez regulovaných cen (p) jsou vyjádřeny relativně k ceně mezispotřeby. Dohromady vyjadřují vliv počáteční podmínky reálných mezních nákladů spotřebitelských statků.

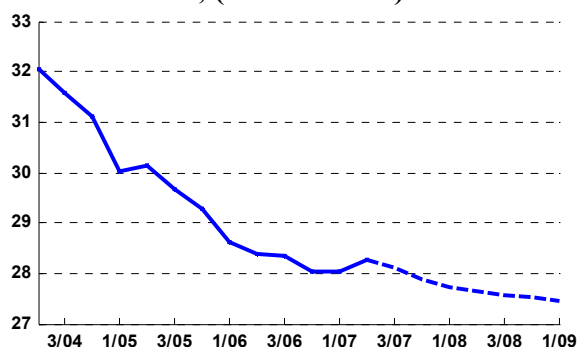
Počáteční vysoká úroveň spotřebních cen bez regulovaných cen, která je konzistentní s vysokou poslední pozorovanou hodnotou čisté inflace, působí na snižování reálných mezních nákladů, neboť minulé navýšení ceny snižuje potřebu dalšího navyšování cen. Jinými slovy, nízké reálné mezní náklady implikují malou odchylku ziskové marže od požadované. Ceteris paribus, měnová autorita musí snížit úrokové sazby, pokud se počáteční podmínka inflace nachází pod inflačním cílem.

Depreciace měnového kurzu v posledním čtvrtletí bude působit na zvýšení dovozní relativní ceny (p_N). Výrobci spotřebitelských statků promítají růst dovozních cen do cen výstupu se zpožděním, proto vysoká počáteční podmínka implikuje budoucí cenový růst. Přestože je inflace pod cílem, měnová autorita zvýšením úrokových sazeb a zhodnocením kurzu brání přestřelení cíle.

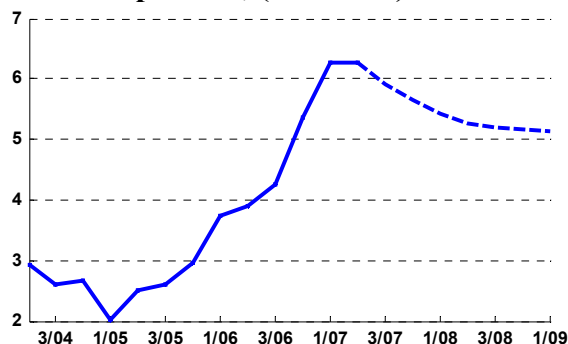
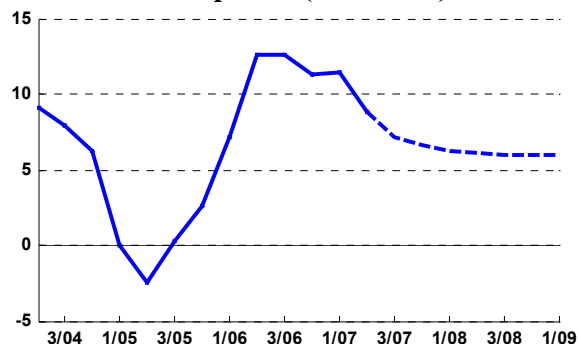
Domácí a zahraniční úrokové sazby (v %)



Nominální kurz, (v CZK/EUR)

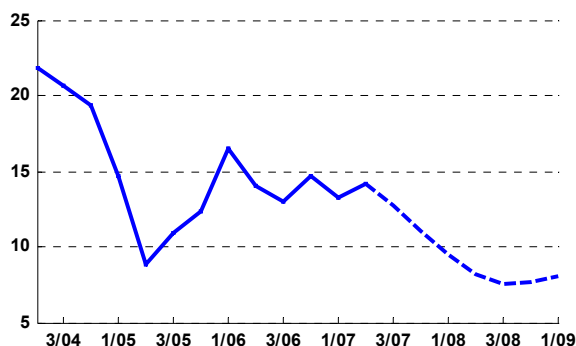
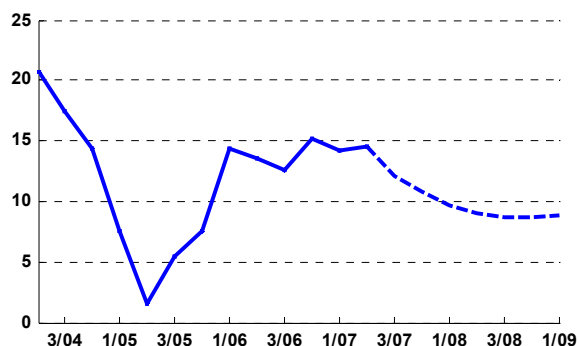


Nastavení měnové politiky tlumí inflační tlaky plynoucí ze sektoru mezispotřeby nejenom přes nákladové faktory (ceny importů), ale i snižováním domácí poptávky. V reakci na zpřísnění reálných úrokových sazeb bude i přes relativně rychlý růst nominálních mezd spotřeba domácností mírně zpomalovat. Reálná spotřeba se tak vrátí ke svému rovnovážnému tempu růstu kolem 5 %.

Soukromá spotřeba, (mzr. v %)**Hrubá tvorba kapitálu (mzr. v %)**

Prognóza vývozu a dovozu reflektuje předpoklady o vývoji v zahraničí a prognózu vývoje produktivit v jednotlivých sektorech. Předpoklad pokračujícího postupného poklesu tempa růstu produktivit v exportním sektoru povede ke snížení růstu exportů i přes relativně příznivý vývoj zahraniční poptávky. Navíc se do cen vývozu postupně promítnou zvýšené ceny domácí přidané hodnoty působící směrem ke ztrátě cenové konkurenceschopnosti. Ta je dále umocňována počátečním rychlým zhodnocováním nominálního kurzu, které zvyšuje ceny exportů v zahraniční měně, a snižuje tak tempo růstu objemu vývozu.

V důsledku dovozní náročnosti exportů se bude snižovat i tempo růstu dovozu. Mimo jiné díky mírnějšímu poklesu růstu soukromé spotřeby si dovozy zachovají vyšší tempa růstu než vývozy.

Vývoz zboží a služeb, (mzr. v %)**Dovoz zboží a služeb (mzr. v %)**

Dynamika tvorby hrubého kapitálu se v horizontu prognózy sice mírně sníží, ale i přesto zůstane na relativně vysokých hodnotách. Zpomalení růstu reálné hrubé tvorby kapitálu (HTK) reflektuje především relativní růst cen investic poté, co poklesne agregátní i sektorová produktivita a vzrostou úrokové sazby. Zhodnocování nominálního kurzu sice částečně tyto tlaky tlumí přes pokles dovozní složky cen investic, avšak nezabrání poklesu tempa růstu investic k dlouhodobým úrovním.

Základní veličiny alternativní prognózy

	07q3	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Inflace, mizr. v %	2,9	3,7	3,9	3,9	3,6	3,2	2,8
Měnověpolitická inflace, mizr. v %	2,1	2,7	3,1	3,2	3,1	2,9	2,5
3M PRIBOR, v %	3,8	4,4	4,3	3,9	3,5	3,2	3,1
Kurz [CZK/EUR]	28,1	27,9	27,7	27,6	27,6	27,5	27,4
Spotřeba domácností, mizr. v %	5,9	5,6	5,4	5,2	5,1	5,1	5,1
HTK, mizr. v %	7,1	6,6	6,1	6,0	6,0	6,0	5,9
Dovoz zboží a služeb, mizr. v %	12,0	10,6	9,5	8,9	8,6	8,6	8,8
Vývoz zboží a služeb, mizr. v %	12,5	10,9	9,3	8,1	7,4	7,6	8,0
Reálný HDP, mizr. v %	6,1	5,8	5,3	4,8	4,5	4,5	4,6

Citlivostní analýza alternativního scénáře

Celkové vyznění prognózy je ovlivněno předpoklady o vývoji produktivit a kalibrací jejich dlouhodobých temp růstu v jednotlivých sektorech. Alternativní prognóza modelem předpokládá pozvolný návrat produktivit k jejich dlouhodobým tempům. Prognóza těchto produktivit nicméně není snadná a obsahuje nejistotu.

Citlivostní analýzou lze ukázat míru závislosti vyznění alternativní prognózy na předpokladech o vývoji produktivit v jednotlivých sektorech. Motivací k vytvoření citlivostního scénáře byla alternativní hypotéza předpokládající pokračování pozitivního vývoje produktivit z minulého roku.

Ověření identifikace technologií a jejich predikce

Jak je patrné z grafů v předchozích částech (viz část **Počáteční pozice**) je hodnocení aktuální počáteční pozice ekonomiky podobné konci roku 2005 a začátku minulého roku. Reálné mezní náklady reprezentující inflační tlaky byly mírně pozitivní z důvodu cen domácí meziprodukce. Avšak v průběhu minulého roku reálné mezní náklady dále nerostly, dokonce se mírně snižovaly. Důvodem bylo právě zrychlení růstu agregátní implikované produktivity a umírněný mzdový vývoj. Produktivita zejména v sektoru mezispotřebních statků výrazně vzrostla, a snižovala tak ceteris paribus proinflační působení mezních nákladů. Neočekávaný růst produktivity způsobil zaostávání reálných mezd za svou rovnovážnou úrovní a generoval tlaky na jejich růst⁸. Ty však zůstaly nenaplněny a mzdy vzhledem k růstu produktivity rostly umírněně, a snižovaly tak náklady firem resp. reálné mezní náklady.

Pokud bychom stáli ve 4.Q 2005 s tehdy dostupnými informacemi, identifikace vývoje exogenních produktivit by byla velmi blízká té, jakou máme s novými informacemi. Návrat produktivit k rovnovážným úrovním na projekci pro rok 2006 by šel ve stejném směru jako později „skutečně realizovaný“ růst produktivit – ten byl však výraznější a daleko přerostl rovnovážný růst základní technologické produktivity modelu. Toto cvičení je však čistě modelové a je vcelku pravděpodobné, že v průběhu integrace prognózy by byla informace ukazující ve směru výraznějšího nárůstu technologií zapracována do scénáře projekce.

⁸ To je mimo jiné patrné z růstu pozitivní mezery reálných mzdových nákladů v minulém roce.

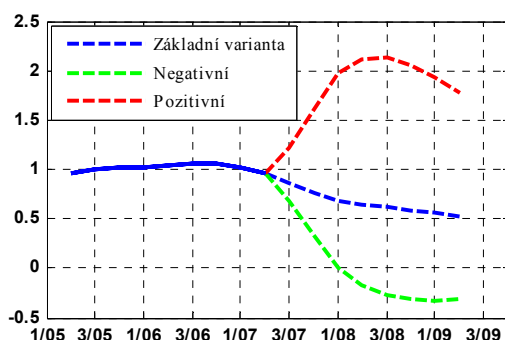
Citlivostní analýza vůči dočasné produktivitě v sektoru mezispotřeby

Jedním zdrojem nejistoty je vývoj dočasné technologie v sektoru mezispotřeby – hlavním výrobním centru modelu. Narozdíl od permanentní technologické produktivity nejsou poslední identifikované hodnoty této produktivity tolik vypovídající o možném budoucím vývoji.

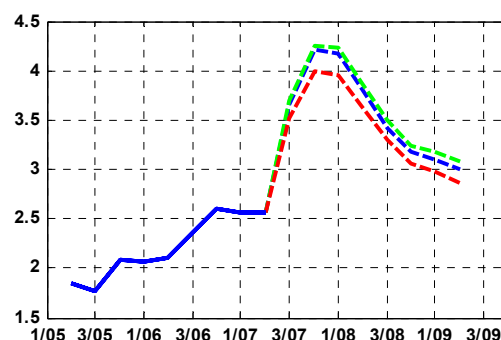
Byly zpracovány dva citlivostní scénáře počítající s nižší, resp. vyšší úrovní dočasné technologie. Scénáře nejsou zcela symetrické, tzv. „pozitivní varianta“ počítá s úrovní vyšší o více než procento, zatímco negativní varianta počítá s mírně nižším poklesem.

Podle očekávání pozitivní, plně anticipovaný nárůst technologie výrobního sektoru snižuje inflační tlaky, a je tak konzistentní s nižším profilem úrokových sazeb. Rozdíly však nejsou příliš výrazné. Důvodem je, že dočasný technologický šok vykazuje v důsledku vyhlazování spotřeby méně výrazný vliv na chování domácností než permanentní změny produktivity. Citlivostní scénář tak vyhodnocuje pouze dopad dočasné změny úrovně technologie.⁹

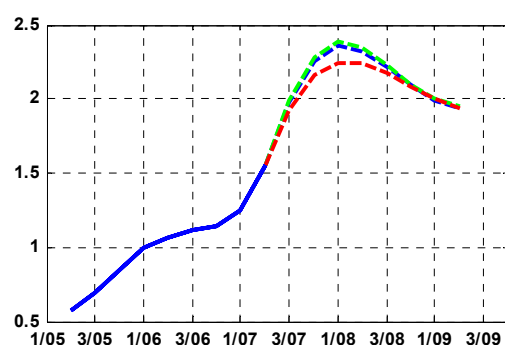
Dočasná technologie (%)



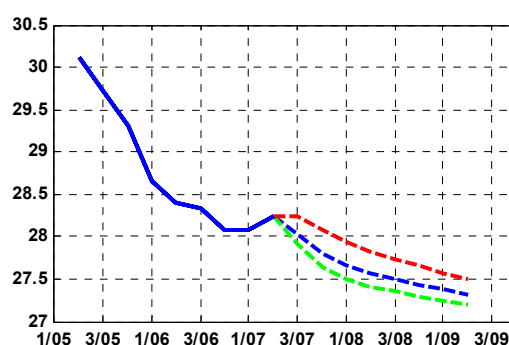
3M-PRIBOR (% p.a.)



Čistá inflace (anualizovaná mezičtvrtletní změna v %)



Nominální kurz (CZK/EUR)



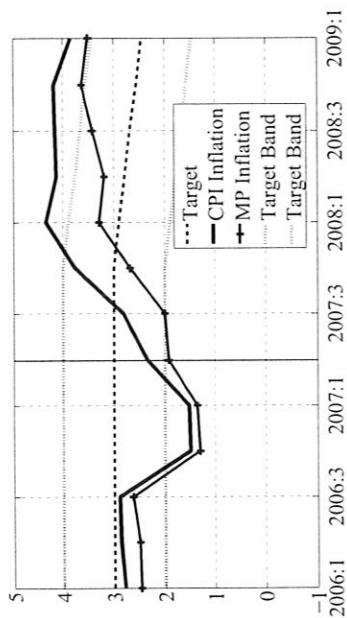
⁹ Vyhodnocení dopadů změny permanentních technologických trendů je závislé na míře anticipace těchto technologií – efekt očekávaných a neočekávaných šoků je odlišný. Techniky umožňující kombinovat na prognóze očekávané šoky s neočekávanými, a generovat tak realistický scénář jsou připravovány.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

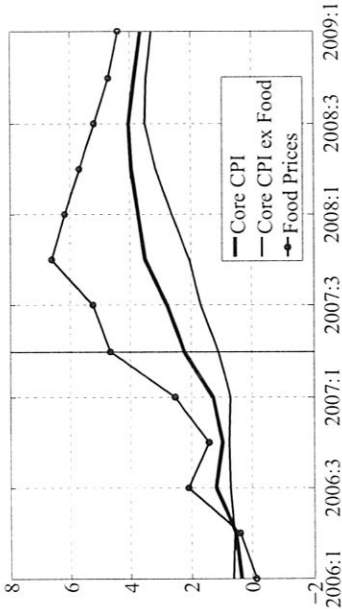
July 2007 Forecast Round

Baseline final

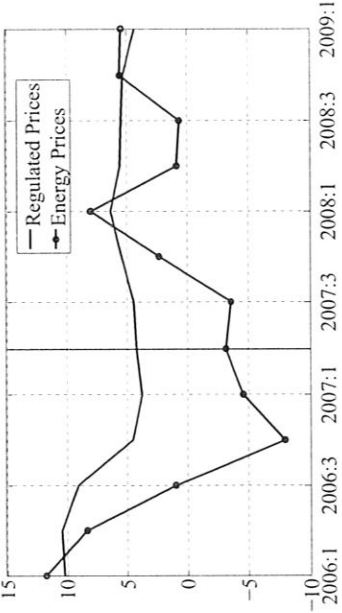
Inflation Target



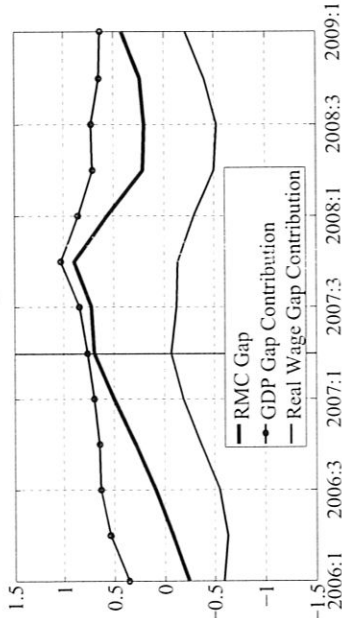
Year-On-Year Inflation Components (1)



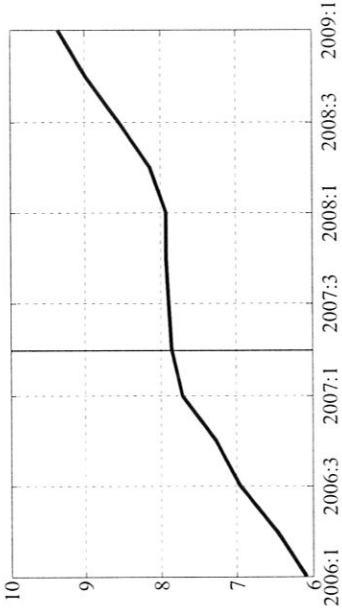
Year-On-Year Inflation Components (2)



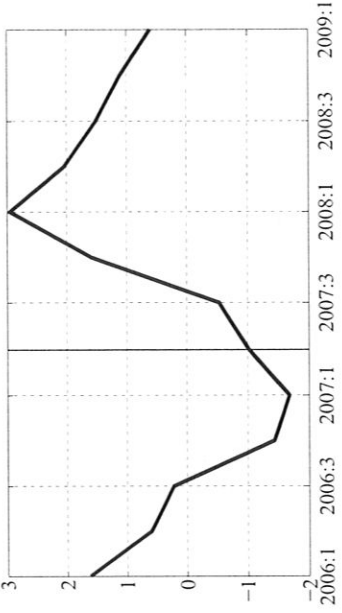
Real Activity Measures



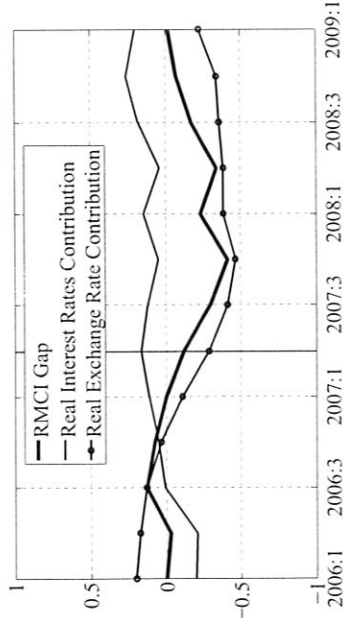
Year-On-Year Nominal Wage Inflation



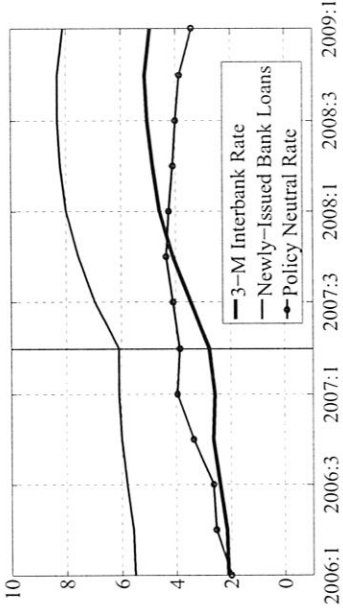
Year-On-Year Import Inflation



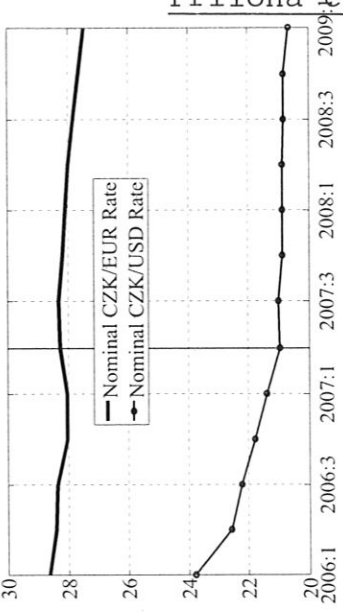
Real Monetary Conditions



Nominal Interest Rates



Exchange Rates



July 2007 Forecast Round

Baseline final

	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4	2007:1	2007:2	2007:3	2007:4	2008:1	2008:2	2008:3	2008:4	2009:1
CPI													
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.8	3.8	4.3	4.1	4.2	4.2	3.8
% pa q-o-q	3.0	2.1	2.7	-1.9	3.9	5.3	3.3	2.6	6.2	4.4	3.4	2.7	4.8
level	101.3	101.8	102.5	102.0	102.6	104.0	104.8	105.5	107.2	108.4	109.3	110.0	111.4
Nominal Wage													
% pa y-o-y	6.1	6.5	6.9	7.3	7.7	7.9	7.9	7.9	7.9	8.1	8.5	9.0	9.4
% pa q-o-q	6.3	7.1	7.3	7.5	8.0	7.7	7.4	7.6	8.0	8.5	9.0	9.3	9.4
level	59.4	60.5	61.6	62.8	64.0	65.3	66.5	67.7	69.1	70.6	72.2	73.8	75.6
Real GDP													
% pa y-o-y	6.6	6.5	6.4	6.1	6.2	6.1	6.1	6.2	5.8	5.5	5.3	5.0	5.2
% pa q-o-q	5.7	6.3	5.8	6.0	6.0	5.9	5.9	6.3	4.6	4.6	5.4	4.9	5.4
level	685.7	696.5	706.6	717.1	727.9	738.7	749.6	761.5	770.2	779.1	789.6	799.3	810.1
Potential Non-Inflation Product													
% pa y-o-y	4.8	5.0	5.2	5.4	5.7	5.8	5.8	5.7	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5
Real Wage													
% pa y-o-y	3.1	3.4	3.8	5.4	6.2	5.9	6.1	5.1	4.5	4.7	4.7	4.9	5.3
% pa q-o-q	3.4	5.0	4.1	9.1	6.7	3.7	4.8	5.0	4.5	4.4	5.1	5.7	6.0
Equilibrium Real Wage													
% pa y-o-y	3.9	4.1	4.1	5.3	5.8	5.4	5.7	4.9	4.6	5.1	5.1	5.2	5.2
Unemployment Rate													
%	9.1	8.8	8.5	8.1	7.7	7.2	6.9	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6	6.5
Nominal Interest Rates													
3-Month Interbank Rate	2.1	2.1	2.4	2.6	2.6	2.8	3.4	4.1	4.6	4.8	5.0	5.1	4.9
Policy Neutral Rate	2.0	2.5	2.6	3.3	3.9	3.9	4.1	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.4
Policy Misalignment	0.4	0.2	0.4	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1-Year Interbank Rate	2.3	2.5	2.8	3.0	2.8	3.2	3.8	4.4	4.8	5.1	5.2	5.2	5.1
Newly-Issued Bank Loans	5.5	5.6	5.8	6.0	6.1	6.1	7.0	7.6	8.0	8.2	8.3	8.3	8.1
Euro 1-Year Interbank Rate	3.0	3.3	3.6	3.9	4.1	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.5
Nominal Exchange Rates													
CZK/EUR	-4.7	-5.8	-4.5	-4.3	-2.0	-0.4	-0.1	0.5	0.2	-1.0	-1.7	-1.9	-2.3
% pa y-o-y	-9.5	-3.0	-0.8	-4.0	-0.1	3.3	0.5	-1.6	-1.5	-1.6	-2.3	-2.3	-3.0
% pa q-o-q	28.6	28.4	28.3	28.0	28.0	28.3	28.3	28.2	28.1	28.0	27.8	27.6	27.4
level	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8
% of Exchng Rate													
CZK/EUR Risk Premium													
CZK/USD	3.9	-5.6	-8.5	-11.7	-10.1	-7.2	-5.6	-4.1	-2.5	-0.6	-0.7	-0.3	-1.0
% pa y-o-y	-14.1	-20.2	-6.3	-8.3	-6.9	-7.9	0.2	-2.1	-0.3	0.1	-0.3	-0.7	-3.0
% pa q-o-q	23.8	22.6	22.2	21.8	21.4	21.0	21.0	20.9	20.8	20.9	20.8	20.8	20.7
level													

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

	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4	2007:1	2007:2	2007:3	2007:4	2008:1	2008:2	2008:3	2008:4	2009:1
Weighted Contributions to Real Marginal Costs													
RMC Gap	-0.2	-0.1	0.1	0.3	0.5	0.7	0.7	0.9	0.6	0.2	0.2	0.2	0.4
Real GDP Gap	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
Real Wage Gap	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4	-0.2
Weighted Contributions to Output Gap - log terms													
Real GDP Gap	0.4	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
Real GDP Gap Lag	0.2	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
RMC Index Lag	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1
Foreign Demand Gap	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Expert Judgement	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.1
Indicators of Real Monetary Conditions													
RMCI	-41.5	-41.4	-41.1	-41.0	-40.9	-40.9	-41.0	-40.9	-40.6	-40.6	-40.3	-40.1	-40.0
Equilibrium RMCI	-41.5	-41.4	-41.2	-41.1	-40.9	-40.8	-40.7	-40.5	-40.4	-40.3	-40.2	-40.0	-39.9
RMCI Gap	-0.0	-0.0	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.0
Real Interest Rates Gap Contribution	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2
Real Exchange Rate Gap Contribution	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2
Real 1-Year Interbank Rate	-0.2	-0.3	0.7	0.8	1.0	1.4	1.1	0.8	1.4	0.8	1.6	2.1	1.8
Equilibrium Rate	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
Rate Gap	-1.1	-1.2	-0.2	-0.0	0.2	0.5	0.2	-0.2	0.3	-0.2	0.5	1.0	0.7
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	3.0	2.8	3.6	3.8	4.3	4.3	4.3	3.9	4.5	3.9	4.7	5.1	4.8
Equilibrium Rate	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9
Rate Gap	-0.8	-1.0	-0.1	0.0	0.5	0.6	0.5	0.1	0.7	0.1	0.8	1.2	0.9
Euro Real 1-Year Interbank Rate	1.0	1.3	2.0	2.4	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	2.8
Equilibrium Rate	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
Rate Gap	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
Real CZK/EUR Exchange Rate	31.6	31.3	31.1	31.1	31.1	31.2	31.2	31.0	30.6	30.4	30.1	29.9	29.4
% pa y-o-y	-5.5	-6.6	-5.8	-4.4	-1.5	-0.4	0.2	-0.1	-1.4	-2.6	-3.5	-3.8	-4.0
Equilibrium Real Exchange Rate	32.0	31.7	31.4	31.1	30.9	30.6	30.3	30.1	29.9	29.6	29.4	29.2	29.0
% pa y-o-y	-3.8	-3.8	-3.7	-3.6	-3.5	-3.4	-3.4	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0	-3.0
Exchange Rate Gap	1.3	1.2	0.8	0.2	-0.7	-1.9	-2.8	-3.1	-2.6	-2.5	-2.4	-2.3	-1.5

Legend

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

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

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

Inflation Determinants I

Baseline final

	2006:1	2006:2	2006:3	2006:4	2007:1	2007:2	2007:3	2007:4	2008:1	2008:2	2008:3	2008:4	2009:1
MP Inflation													
% pa y-o-y	2.5	2.5	2.6	1.3	1.4	1.9	2.0	2.7	3.3	3.2	3.4	3.6	3.5
Inflation Target													
% pa y-o-y	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4
Inflation Deviation from Target													
pp	-1.6	-1.1	-1.0	-0.3	0.4	0.4	0.7	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.6
Inflation Expectations													
% pa y-o-y	2.5	2.8	2.1	2.2	1.8	1.8	2.7	3.6	3.5	4.3	3.6	3.2	3.3
Inflation Expectations													
% pa q-o-q	2.3	2.8	2.3	2.9	1.8	1.4	2.0	2.5	3.0	3.5	3.4	3.8	3.7
Year-on-Year CPI Inflation Components													
CPI													
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.8	3.8	4.3	4.1	4.2	4.2	3.8
Core CPI													
% pa y-o-y	0.4	0.5	1.2	1.0	1.3	2.2	2.8	3.5	3.7	4.0	4.0	3.9	3.6
Core CPI ex Food*													
% pa y-o-y	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	1.1	1.7	2.1	2.6	3.2	3.5	3.5	3.3
Food Prices													
% pa y-o-y	-0.1	0.4	2.1	1.4	2.5	4.6	5.2	6.6	6.2	5.7	5.2	4.7	4.4
Energy Prices													
% pa y-o-y	11.7	8.3	1.1	-7.9	-4.5	-3.1	-3.6	2.3	8.0	0.9	0.7	5.6	5.5
Regulated CPI													
% pa y-o-y	10.2	10.4	9.1	4.5	3.8	4.2	4.4	5.4	6.3	5.6	5.4	5.3	4.3
Import Prices													
% pa y-o-y	1.6	0.6	0.2	-1.4	-1.7	-1.0	-0.5	1.6	2.9	2.0	1.5	1.1	0.6
Import Prices ex Energy and Food													
% pa y-o-y	-1.5	-1.5	-0.3	-0.8	-0.7	-0.4	-0.1	0.6	1.6	1.1	0.6	0.3	-0.0
Import Food Prices													
% pa y-o-y	-1.6	-1.6	-0.5	-1.8	-0.9	1.0	0.9	2.2	1.8	0.4	0.1	0.0	-0.2
Import Energy Prices													
% pa y-o-y	32.8	19.4	5.1	-6.7	-9.9	-7.1	-4.5	9.8	15.3	11.4	10.1	8.5	6.4
Foreign CPI													
% pa y-o-y	2.0	2.0	1.7	1.5	1.8	1.8	1.9	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
Price of petrol													
% pa y-o-y	29.7	35.3	13.9	4.7	-6.3	-1.5	-0.7	19.0	23.8	5.3	4.0	2.1	1.0
Weighted Contributions to CPI Inflation													
CPI													
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.8	3.8	4.3	4.1	4.2	4.2	3.8
Core CPI													
pp	0.3	0.4	0.9	0.7	1.0	1.8	2.2	2.8	3.0	3.1	3.2	3.0	2.9
Core CPI ex Food*													
pp	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.9	1.1	1.4	1.7	1.9	1.9	1.8
Food Prices													
pp	-0.0	0.1	0.5	0.4	0.6	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
Energy Prices													
pp	0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.2	0.2
Regulated CPI													
pp	2.1	2.1	1.9	1.0	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

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

2006:1 2006:2 2006:3 2006:4 2007:1 2007:2 2007:3 2007:4 2008:1 2008:2 2008:3 2008:4 2009:1

Weighted Contributions in Core P. C. Ex Food* – log terms

Core CPI ex Food*	% pa q-o-q	1.0	0.4	0.7	0.9	1.5	1.6	1.9	3.2	3.8	3.7	3.4	3.0	3.0
Core CPI Lag	pp	0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	1.2	1.4	1.3	1.2	1.1
Inflation Expectations	pp	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.8	1.3	1.2	1.6	1.3	1.1	1.2
Import Prices ex Energy and Food	pp	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.0
Real Eq. Appreciation	pp	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
RMC Gap	pp	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3
Expert Judgement	pp	0.0	-0.9	-0.4	-0.5	0.1	-0.3	-0.5	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	1.0	0.4	0.7	0.9	1.5	1.6	1.9	2.5	1.0	1.6	2.1	2.2	2.4
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0

Weighted Contributions to Food Prices – log terms

Food Prices	% pa q-o-q	-0.5	1.7	6.2	-1.8	5.7	9.4	6.4	5.0	3.9	7.5	4.3	3.0	2.7
Food Prices Lag	pp	0.4	-0.2	0.8	2.8	-0.8	2.6	4.3	2.9	2.3	1.8	3.4	2.0	1.4
Inflation Expectations	pp	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
Import Food Prices	pp	-0.6	-0.5	-0.2	-0.6	-0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.1	0.0	0.0	-0.1
Real Eq. Appreciation	pp	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
RMC Gap	pp	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Expert Judgement	pp	-1.5	1.3	4.4	-5.2	5.6	5.3	0.4	-0.3	-0.4	4.0	-0.5	-0.4	0.0
Tune	pp	-0.5	1.7	6.2	-1.8	5.7	9.4	6.4	5.0	1.3	6.6	3.6	2.4	2.4
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0

Weighted Contributions to Wage – log terms

Nominal Wage Inflation	% pa q-o-q	6.3	7.1	7.3	7.5	8.0	7.7	7.4	7.6	8.0	8.5	9.0	9.3	9.4
Nominal Wage Inflation Lag	pp	3.2	3.1	3.6	3.7	3.8	4.0	3.8	3.7	3.8	4.0	4.3	4.5	4.6
Wage Inflation Expectations	pp	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	4.2	4.4	4.5	4.6
Real Wage Gap	pp	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
Expert Judgement	pp	-0.5	0.3	-0.2	-0.2	0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune	pp	6.3	7.1	7.3	7.5	8.0	7.7	7.4	7.8	7.9	7.9	8.5	8.6	...
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0

Legend

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

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

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

* Korigovaná inflace bez PH

Referenční scénáře exogenních faktorů pro 7. situační zprávu na základě 6. Consensus Forecasts z června 2007

Zahraníční cenový vývoj															
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾															
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾															
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾															
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)															
cena benzínu (USD/t) ⁴⁾															
mzr. změna ceny benzínu (v %)															
Zahraníční poptávka															
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾															
Devizové kurzy a úrokové sazby															
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾															
nominální kurz CZK za 1 USD															
nominální kurz CZK za 1 EUR															
IR Euribor ⁷⁾															
I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
4,1	4,1	4,4	4,6	5,5	5,9	5,5	4,3	2,8	2,0	1,8	2,2	2,4	2,2	1,9	1,8
2,0	1,9	2,1	2,2	2,0	2,0	1,7	1,5	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
47,8	51,6	61,6	56,9	62,0	69,8	70,2	59,6	58,1	68,7	69,7	71,0	71,9	72,4	72,5	72,4
49,2	45,9	48,1	28,9	29,7	35,3	13,9	4,7	-6,3	-1,5	-0,7	19,0	23,8	5,3	4,0	2,1
434,3	512,2	647,2	543,0	568,4	710,7	680,3	528,4	555,3	742,1	694,0	635,0	643,0	684,0	706,3	664,6
29,6	24,9	48,2	28,1	30,9	38,8	5,1	-2,7	-2,3	4,4	2,0	20,2	15,8	-7,8	1,8	4,7

Poznámky:

- ¹⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně neočištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroční
- ²⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně neočištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroční
- ³⁾ výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- ⁴⁾ předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- ⁵⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně neočištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroční
- ⁶⁾ zdroj: předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- ⁷⁾ propočet je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y ke dni zjišťování Consensus Forecasts. Pro maturity 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															
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)															
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)															
cena ropy Brent (USD/barel)															
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)															
cena benzínu (USD/t)															
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)															
I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
-0,1								-0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,1
0,0								0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
									7,5	6,8	6,8	7,0	6,9	6,8	6,6
									10,7	9,6	11,4	12,0	-1,6	-0,3	-0,5
									126,7	86,0	69,0	69,0	25,5	61,4	57,6
									17,8	12,6	13,1	12,4	-14,8	-4,3	-2,6

Zahraníční poptávka															
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)															
I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,8	0,5	0,4	0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3

Devizové kurzy a úrokové sazby															
nominální kurz USD za 1 EUR															
nominální kurz CZK za 1 USD															
nominální kurz CZK za 1 EUR															
IR Euribor (v p.b.)															
I/05	II/05	III/05	IV/05	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
									0,029	0,031	0,035	0,035	0,033	0,027	0,022
									-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1
									0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
									0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7

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

Popis modelových reziduí v Základním scénáři 7. SZ 2007

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 impulsu, vyhlazením skokových výkyvů v regulovaných cenách a fixací na expertní prognózu importních cen.

Reziduum = Skutečnost – Modelová rovnice**Inflace importních cen potravin**

2007Q3:2007Q4	fixace na integrovanou predikci
2007Q3:2007Q4	očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007

Inflace importních cen bez energií a potravin

2007Q3	fixace na integrovanou predikci
2007Q3:2007Q4	očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007

Inflace importních cen energií

2007Q3	fixace na integrovanou predikci
--------	---------------------------------

Inflace cen PH

2007Q3:2007Q4	fixace na integrovanou predikci
---------------	---------------------------------

Inflace cen potravin

2007Q3:2007Q4	fixace na integrovanou predikci
2007Q3:2008Q4	změny nepřímých daní ve skupině potravin v roce 2007 a 2008, snížení běžné modelové propagace na 20%

Korigovaná inflace bez PH

2007Q3	fixace na integrovanou predikci
2008Q1:2008Q2	změny nepřímých daní ve skupině korigované inflace v roce 2008, snížení běžné modelové propagace na 20%

Inflace regulovaných cen

2007Q3:2009Q1	scénář vývoje regulovaných cen
---------------	--------------------------------

Politicky neutrální úroková míra a inflace v měnovém pravidle

2007Q3:2008:Q2	úprava reakce měnové politiky o primární efekty zvýšení nepřímých daní
----------------	--

Domácí inflační očekávání

2007Q3:2009Q1	vyhlazení kvůli skokovým výkyvům v regulovaných cenách
2007Q3:2009Q1	snížení o primární vliv změny nepřímých daní, průsak omezen na 20%

Zahraniční inflační očekávání

2007Q3:2008Q4	očištění o vliv změny DPH v Německu v roce 2007
---------------	---

Měnový kurz

2007Q3	expertně stanovený krátkodobý výhled kurzu
--------	--

Mezera výstupu

2007Q3:2009Q1	kladný fiskální impuls v roce 2007 a záporný v roce 2008
---------------	--

Potenciální produkt

2007Q3:2008Q4	fixace na integrovanou predikci růstu HDP
---------------	---

Růst mezd

2007Q3 fixace na integrovanou predikci

Mezera reálných mezd

2007Q3:2009Q1 vyhlazení kvůli skokovým výkyvům v regulovaných cenách
2007Q3:2008Q4 úprava o primární vliv změny nepřímých daní

Rovnovážný růst reálných mezd

2007Q3 navázání na plynulou equilibriální trajektorii

Reálný kurz

2007Q3:2008Q4 očištění o vliv domácích i zahraničních nepřímých daní

Rovnovážný růst nezaměstnanosti

2007Q3:2007Q4 fixace na integrovanou predikci

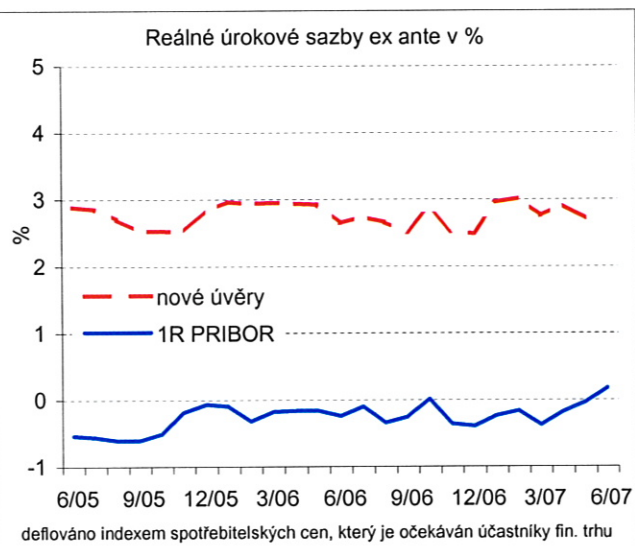
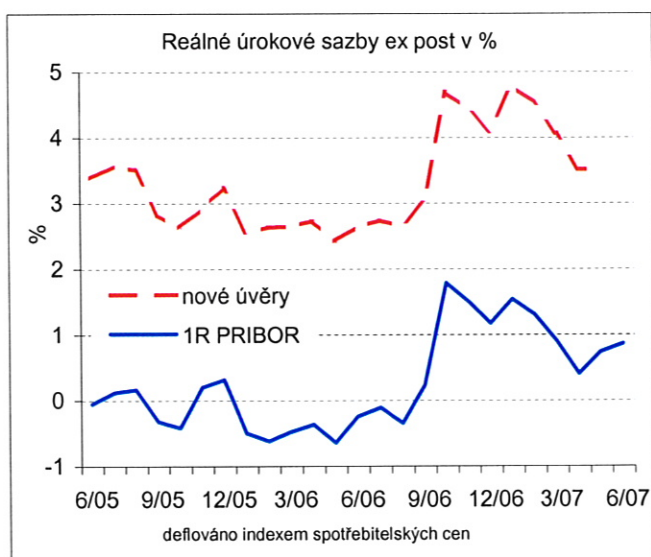
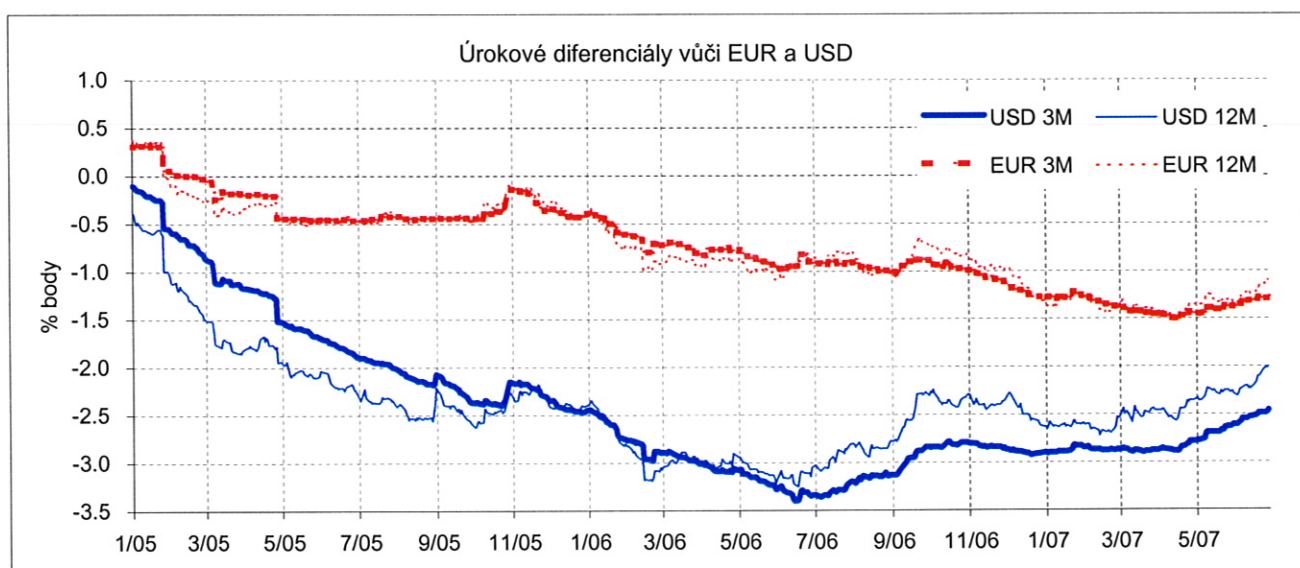
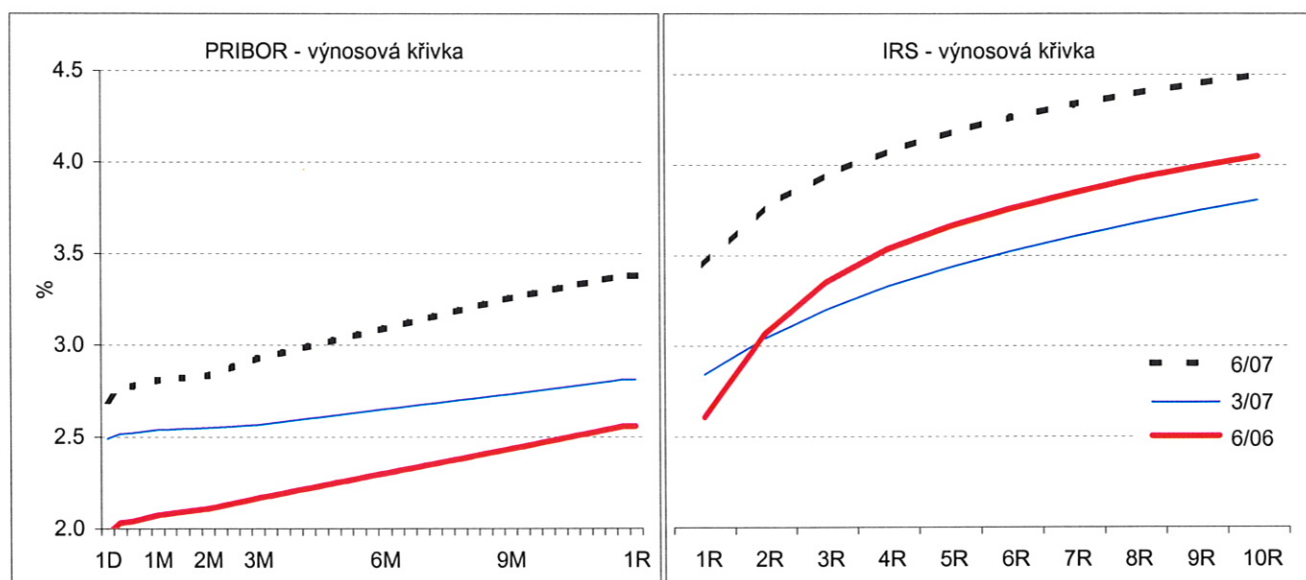
Měnový přehled

(stavby ke konci měsíce v mil. Kč)

	2006/05	2006/06	2006/07	2006/08	2006/09	2006/10	2006/11	2006/12	2007/01	2007/02	2007/03	2007/04	2007/05
AKTIVA													
Cistá zahraniční aktiva (CZA)	1.019.609,7	1.036.280,0	1.015.743,3	1.011.951,8	1.019.050,4	1.013.643,4	977.706,2	972.656,9	1.008.544,2	1.011.648,5	1.006.216,7	1.030.755,3	1.035.866,5
CZA ČNB	676.276,4	684.111,4	688.338,0	681.753,7	690.845,0	686.894,3	670.994,2	659.121,6	684.674,3	680.012,5	669.747,3	666.038,7	665.591,3
CZA OMFI	343.333,3	352.168,6	327.405,2	330.198,1	328.205,3	326.749,2	306.712,0	313.535,3	323.869,9	331.636,0	336.469,4	364.716,7	370.275,2
Čistá domácí aktiva (ČDA)	1.041.903,7	1.035.963,5	1.057.419,5	1.087.756,5	1.075.839,9	1.110.719,0	1.164.709,8	1.215.926,1	1.183.030,6	1.203.657,5	1.215.862,0	1.251.812,0	1.275.099,2
Domácí úvěry	1.250.737,8	1.259.789,3	1.270.580,0	1.307.092,7	1.315.791,9	1.346.597,0	1.399.513,3	1.422.910,6	1.422.353,2	1.448.420,8	1.450.810,7	1.494.032,6	1.538.171,8
Cistý úvěr vláde (včetně cenných papírů)	97.892,2	81.857,4	71.409,9	94.664,7	79.802,9	93.151,6	118.064,9	136.792,9	122.977,5	136.129,8	111.959,0	128.305,2	143.227,7
ČUV centrální vláde (ČUV) (včetně ČP)	180.675,9	164.693,1	166.344,8	182.908,5	159.726,9	182.334,0	199.889,2	206.942,7	212.076,5	228.956,1	196.662,7	227.195,7	239.541,8
ČUV ostatní vláde (včetně ČP)	-82.783,7	-82.835,7	-94.935,0	-88.243,8	-79.924,0	-89.182,4	-81.824,3	-70.149,8	-89.099,0	-92.826,3	-84.703,7	-98.890,4	-96.314,1
Úvěry podnikům a domácnostem (bez ČP)	1.152.845,7	1.177.931,9	1.199.170,1	1.212.428,0	1.235.989,0	1.253.445,4	1.281.448,4	1.286.117,7	1.299.375,7	1.312.291,0	1.338.851,8	1.365.727,4	1.394.944,1
Úvěry podnikům (bez ČP)	696.520,1	709.232,1	719.448,8	721.799,2	733.261,8	740.547,4	756.660,6	745.479,5	751.103,9	755.182,3	767.437,0	781.379,8	795.320,8
Úvěry domácnostem (bez ČP)	456.325,6	468.699,9	479.721,4	490.628,8	502.727,2	512.898,0	524.787,8	540.638,2	548.271,7	557.108,7	571.414,8	584.347,5	599.623,3
Ostatní čisté položky (vč.ČP a kapitálu)	-208.834,2	-223.825,8	-213.160,5	-219.336,2	-239.952,0	-235.877,9	-234.803,5	-206.984,5	-239.322,6	-244.763,3	-234.948,7	-242.220,6	-263.072,6
Kapitál a rezervy	-180.098,8	-193.805,2	-196.526,5	-189.221,3	-199.306,8	-197.062,3	-186.714,0	-182.490,1	-206.933,8	-209.324,3	-206.499,6	-200.956,5	-208.823,3
CP v držení	13.834,9	13.760,3	12.629,2	12.286,1	11.917,0	12.655,6	12.123,8	13.608,7	13.457,7	14.040,4	14.809,2	14.789,3	14.428,0
CP emitované	-117.468,3	-118.194,8	-118.509,1	-119.448,2	-121.441,1	-125.011,7	-124.831,1	-121.786,6	-125.755,4	-126.824,2	-129.670,2	-130.151,8	-134.687,0
Ostatní	74.898,1	74.413,9	89.245,9	77.047,1	68.878,9	73.540,4	64.617,8	83.683,4	79.909,0	77.344,8	86.411,9	74.098,5	66.009,8
PASIVA													
M2	2.061.513,4	2.072.243,5	2.073.162,7	2.099.708,2	2.094.890,3	2.124.362,5	2.142.416,0	2.188.583,0	2.191.574,7	2.215.306,0	2.222.078,7	2.282.567,3	2.310.965,7
M1	1.160.742,3	1.141.267,5	1.177.802,9	1.192.958,8	1.180.820,9	1.220.339,6	1.241.926,1	1.239.777,0	1.257.326,1	1.267.470,7	1.239.093,2	1.278.180,4	1.338.420,5
Ověřeno	273.259,5	279.945,3	279.123,2	282.408,2	287.499,6	287.150,9	292.017,0	295.263,2	292.236,5	296.748,1	300.290,7	306.279,1	309.797,0
Jednodenní vklady	887.482,7	861.322,1	898.679,7	910.550,6	893.321,3	933.188,7	949.909,1	944.513,8	965.089,6	970.722,6	938.802,5	971.902,3	1.028.623,5
Jednodenní vklady - domácnosti	502.115,0	508.595,8	515.238,7	520.252,4	527.156,2	528.519,6	533.144,1	529.303,7	542.452,2	555.646,0	556.482,3	576.323,3	586.596,6
Jednodenní vklady - podniky	385.367,7	352.726,3	383.441,0	390.298,2	366.165,1	404.669,1	416.765,0	415.210,1	422.637,4	415.076,6	382.320,2	395.579,0	442.026,9
M2-M1 (kvazi - peníze)	900.771,1	930.976,0	895.359,8	906.749,4	914.069,4	904.022,9	900.489,9	948.806,0	934.248,6	947.835,3	982.985,5	1.004.386,9	972.545,2
Vklady s dohodnutou splatností	658.058,2	684.581,8	648.681,1	654.517,7	664.081,5	649.171,2	641.485,5	674.857,1	659.676,4	670.644,5	709.391,9	726.537,1	692.581,6
Vklady se splatností - domácnosti	442.856,2	438.270,6	437.503,5	432.262,4	432.958,5	432.684,1	429.773,9	433.562,2	436.610,8	438.821,4	439.646,1	447.084,3	445.709,3
Vklady se splatností - podniky	215.201,9	246.311,2	211.177,6	222.255,3	231.123,0	216.487,0	211.711,6	241.294,9	223.065,6	231.823,0	269.745,8	279.452,7	246.872,2
Vklady s výpovědní lhůtou	227.942,9	231.810,6	232.731,0	239.217,1	240.130,1	242.905,2	247.914,6	265.597,3	266.307,3	266.656,9	266.548,3	270.398,9	270.918,6
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	224.707,3	228.164,7	229.436,0	235.620,3	236.354,5	239.067,3	243.603,6	260.754,5	262.394,7	262.628,7	262.730,9	266.530,3	267.015,6
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	3.235,6	3.645,9	3.295,0	3.596,8	3.775,6	3.837,9	4.311,1	4.842,8	3.912,6	4.028,2	3.817,4	3.868,7	3.903,0
Repo operace	14.770,1	14.583,6	13.947,8	13.014,7	9.857,8	11.946,6	11.089,7	8.351,6	8.264,9	10.534,0	7.045,2	7.450,9	9.045,0
Meziroční změny (%)													
M1	15,2	13,7	17,3	16,0	16,3	16,4	15,2	14,0	14,3	14,9	14,1	15,1	15,3
M2	7,8	8,3	8,6	9,3	9,2	9,9	9,0	9,9	10,1	10,6	10,6	11,4	12,1
Úvěry podnikům a domácnostem	21,2	20,5	21,7	20,3	20,4	20,1	21,3	20,5	20,7	20,3	20,8	21,0	21,0
M2-M1 (vklady)	-0,4	2,4	-1,0	1,6	1,1	2,1	1,5	4,9	5,0	5,5	6,5	7,0	8,0
Roční míry růstu (%)													
M1	16,0	14,3	17,9	16,6	16,8	16,9	15,7	14,7	14,5	15,1	14,5	15,3	15,3
M2	8,6	8,9	9,3	9,9	9,7	10,4	9,6	10,6	10,4	10,9	11,0	11,7	12,1
Úvěry podnikům a domácnostem	22,5	21,5	22,8	21,2	21,2	21,0	22,1	21,6	21,2	20,7	21,4	21,5	21,3
M2-M1 (vklady)	0,4	3,1	-0,3	2,2	1,6	2,7	2,1	5,7	5,3	5,8	7,0	7,4	8,0

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

Vývoj úrokových sazeb: výnosové křivky, úrokové diferenciály a klientské sazby



VÝVOJ VEŘEJNÉHO SEKTORU

Hospodaření veřejného sektoru - metodika ESA 95

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Údaje dle ČNB							
- schodek v mld. Kč	-166,8	-170,0	-80,4	-104,6	-94,0	-123,1	-114,0
- podíl schodku na HDP v %	-6,8	-6,6	-2,9	-3,5	-2,9	-3,5	-3,0
Notifikace k 1. 4. 2007 - ČSÚ							
- schodek v mld. Kč	-166,8	-170,6	-80,9	-104,8	-94,5	-138,4	.
- podíl schodku na HDP v %	-6,8	-6,6	-2,9	-3,5	-2,9	-4,0	.
KOPR březen 2007 - MF ČR							
- schodek v mld. Kč	-166,8	-170,0	-80,0	-107,5	-112,1	-137,9	-130,0
- podíl schodku na HDP v %	-6,8	-6,6	-2,8	-3,6	-3,5	-4,0	-3,5
Notifikace k 1. 10. 2006 - ČSÚ							
- schodek v mld. Kč	-166,8	-170,6	-80,3	-107,5	-110,6	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-3,4	.	.

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

Fiskální pozice a fiskální impulz - metodika ESA 95

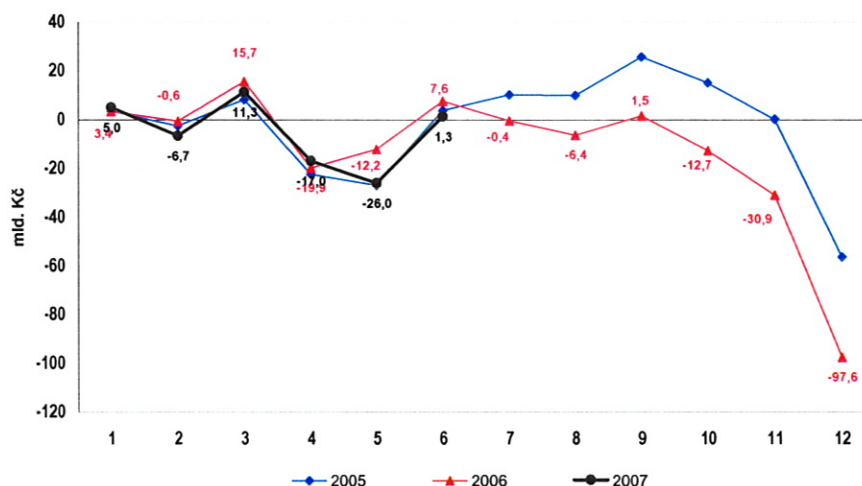
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fiskální pozice v p.b. - metoda ESCB	1,2	-0,1	-4,2	1,3	-0,1	0,7	-0,7
Poptávkové saldo v mld. Kč	-96,1	-111,7	-63,3	-63,4	-91,2	-136,3	-132,4
Poptávková změna v mld. Kč	-41,2	-15,6	48,4	-0,1	-27,8	-45,1	3,9
Aproximace fiskálního impulzu v p.b.	0,95	0,27	-1,27	-0,08	0,44	0,67	-0,23

Pozn.: Fiskální pozice měří meziroční změnu cyklicky očištěného primárního salda a indikuje působení fiskální politiky. Fiskální impulz je analytický koncept, který odhaduje krátkodobý efekt příspěvku změny poptávkové relevantního salda VR k dynamice HDP.

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS 1986 - cash

V mld. Kč:	2002	2003	2004	2005	2006	1-6/2006	1-6/2007
- DPH	154,9	164,8	184,2	208,4	217,8	101,9	114,0
- spotřební daň	79,8	84,3	96,0	110,5	119,6	68,6	59,4
- daně z příjmů PO	100,8	110,4	112,0	142,3	135,4	75,0	73,9
- daně příjmů FO	115,2	124,0	133,2	143,7	136,9	64,2	68,5
- silniční daň a dálniční poplatek	7,3	7,4	8,0	7,7	8,5	4,4	6,6
- daň z nemovitostí a majetkové daně	12,5	13,6	15,3	13,1	13,5	6,7	8,0
- ostatní daně, cla a poplatky	14,8	15,1	9,1	5,6	6,3	3,5	4,1
Celkem	485,3	519,6	557,9	631,3	638,0	324,2	334,4
Meziroční změny v %:							
- DPH	1,9	6,4	11,8	13,2	4,5	12,0	12,0
- spotřební daň	4,7	5,6	13,9	15,1	8,2	19,1	-13,4
- daně z příjmů PO	16,3	9,5	1,5	27,0	-4,8	5,9	-1,4
- daně příjmů FO	10,1	7,6	7,5	7,8	-4,7	-8,2	6,6
- silniční daň a dálniční poplatek	4,3	1,4	7,8	-3,0	9,8	6,7	47,9
- daň z nemovitostí a majetkové daně	14,7	8,8	12,7	-14,5	3,1	0,2	19,2
- ostatní daně, cla a poplatky	-2,0	2,0	-39,6	-38,9	13,1	16,1	19,1
Celkem	7,2	7,1	7,4	13,2	1,1	7,0	3,2

Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS 1986 - cash



STRUKTURÁLNÍ INDIKÁTORY EKONOMIKY

Ukazatel	Rok				2005				2006				2007	
	2003	2004	2005	2006	I. Q.	II. Q.	III. Q.	IV. Q.	I. Q.	II. Q.	III. Q.	IV. Q.	I. Q.	II. Q.
Nabídková strana ekonomiky (mzr. změna v %, podíl v %, ze srovnatelných cen)														
Index průmyslové produkce	5,8	9,9	5,7	9,7	4,0	4,5	8,9	6,8	15,4	8,9	8,3	7,8	12,4	10,0
Index PP ve zpracovatelském průmyslu	5,8	10,5	6,0	10,5	4,2	4,6	9,3	7,2	16,2	10,0	8,8	8,3	14,2	.
Jednotkové mzdové náklady v průmyslu	.	-3,4	-3,3	-2,9	-0,7	-2,5	-3,8	-4,7	-6,0	-1,0	-1,3	-2,7	-1,7	.
Stavební výroba	8,9	9,7	4,2	6,6	-3,2	0,0	7,5	9,7	0,5	6,2	7,4	9,5	28,9	8,0
Tržby v maloobchodu	5,0	2,5	3,8	6,5	3,9	4,7	3,9	2,8	7,1	6,9	6,1	7,0	9,4	8,0
Podíl dovozu na agregátní poptávce	44,1	47,3	46,9	48,7	46,2	46,6	46,7	48,1	48,2	47,6	47,6	51,0	50,7	.
Sektor nefinančních podniků a korporací (mzr. změna v %, podíl v %)														
Hospodářský výsledek	15,3	33,5	-0,3	26,9	0,6	-4,5	-9,2	15,3	30,5	15,2	28,6	32,6	X	.
Rentabilita tržeb	5,4	6,5	5,9	6,6	6,2	7,1	5,5	5,2	7,3	7,4	6,0	6,1	X	.
Rentabilita vlastního jmění	10,6	13,8	12,7	14,7	3,2	4,2	3,1	3,0	3,7	4,1	3,3	3,8	X	.
Rentabilita nákladů	5,0	6,2	5,6	6,4	6,0	6,9	5,3	4,8	6,9	7,1	5,8	5,7	X	.
Podíl vlastních zdrojů na pasivech	.	53,1	53,6	52,5	53,0	51,5	52,4	53,6	54,0	52,5	52,1	52,5	55,3*	.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	52,7	50,8	52,0	50,7	48,5	49,3	53,6	55,8	48,1	48,6	51,6	53,9	45,5*	.
Procento ziskových podniků	64,9	80,2	76,6	78,6	62,9	74,0	66,6	59,7	67,8	74,6	67,9	63,0	X	.
Konjunkturální indikátory ekonomického růstu (odhad růstu HDP v %)														
Nabídková strana	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	5,2
Ukazatele finančního hospodaření domácností (v mld. Kč)														
Hrubé úspory	104,6	86,0	100,4	106,6	36,8	23,6	16,2	23,7	41,8	22,7	20,1	22,0	45,8	.
Čistý přírůstek nefinančních aktiv	119,3	131,8	123,6	148,6	28,9	31,3	31,8	31,5	33,0	38,1	39,2	38,2	34,8	.
Čistý přírůstek finančních aktiv	110,4	141,2	109,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Čisté zvýšení finančních pasiv	104,0	163,7	108,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
z toho: půjček	48,3	75,5	146,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Změna čistého jmění	6,4	-22,5	2,0	-18,7	10,3	9,7	-13,2	-4,9	10,6	1,0	-17,2	-13,1	13,0	.
Ukazatele finančního hospodaření domácností (v % na hrubém disponibilním důchodu)														
Hrubé úspory	7,4	5,9	6,6	6,6	10,1	6,3	4,2	5,9	10,8	5,7	4,9	5,2	11,0	.
Čistý přírůstek nefinančních aktiv	8,5	9,0	8,1	9,2	7,9	8,3	8,3	7,8	8,6	9,6	9,6	9,0	8,3	.
Čistý přírůstek finančních aktiv	7,8	9,7	7,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Čisté zvýšení finančních pasiv	7,4	11,2	7,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
z toho: půjček	3,4	5,2	9,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Změna čistého jmění	0,5	-1,5	0,1	-1,2	2,8	2,6	-3,4	-1,2	2,7	0,3	-4,2	-3,1	3,1	.
Indikátory finančního zdraví domácností (v %)														
Finanční pasiva ¹⁾ / disponibilní důchod	49,9	56,3	62,2	.	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Finanční bohatství ²⁾ / disponibilní důchod	91,4	91,4	86,2	.	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Finanční pasiva / finanční aktiva ¹⁾	35,3	38,1	41,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Půjčky ¹⁾ / disponibilní důchod	21,2	25,3	35,1	.	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Placené úroky / disponibilní důchod	1,2	1,2	1,1	0,7	1,3	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	0,6	0,8	1,1	.
Placené úroky / likvidní aktiva ³⁾	1,4	1,5	1,3	.	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Zaměstnanost (VŠPS* mzr. změna v %)														
Celková zaměstnanost v NH	-0,7	-0,6	1,2	1,4	0,6	1,1	1,7	1,5	1,7	1,6	0,9	1,2	1,7	.
z toho: zemědělství a rybolov	-6,5	-5,1	-6,3	-4,1	-3,5	-6,3	-8,0	-7,4	-6,2	-4,9	-1,1	-4,1	-1,1	.
průmysl a stavebnictví	-1,3	-1,0	1,9	2,6	1,5	1,8	2,3	2,1	3,3	3,0	2,1	2,1	2,0	.
z toho: zpracovatelský průmysl	-1,8	-1,6	1,7	5,1	0,7	1,0	2,2	2,9	6,1	5,9	4,4	3,8	2,9	.
služby celkem	0,4	0,1	1,2	0,8	0,0	0,9	2,0	1,8	1,2	1,1	0,0	0,8	1,8	.
Nezaměstnanost (VŠPS* podíl v %, mzr. změna v %)														
Míra nezaměstnanosti ⁴⁾	7,8	8,3	7,9	7,2	8,4	7,8	7,8	7,8	8,0	7,1	7,0	6,5	6,1	.
Počet nezaměstnaných v tis. osob	399,1	425,9	410,1	371,4	429,1	402,1	404,6	404,8	414,1	366,8	364,9	339,6	311,2	.
z toho: do 6 měsíců	119,7	120,6	112,0	96,7	128,0	108,0	105,8	106,3	120,1	84,6	92,8	89,3	90,6	.
od 6 - 12 měsíců	79,7	84,2	78,2	73,0	66,6	79,6	84,5	82,2	75,9	76,2	75,0	64,9	50,9	.
nad 12 měsíců	198,8	220,3	219,7	201,5	234,3	214,2	214,1	216,1	218,1	205,9	197,1	185,0	169,7	.
Podíl dlouhodobě nezaměstnanosti ⁵⁾	49,8	51,8	53,6	54,4	54,6	53,3	53,0	53,4	52,7	56,2	54,0	54,6	54,5	.
Míra participace ⁶⁾	59,4	59,2	59,4	59,3	59,1	59,2	59,6	59,6	59,4	59,2	59,3	59,1	58,7	.
Míra registrované nezaměstnanosti	9,7	10,0	9,5	8,6	10,3	9,3	9,3	9,2	9,6	8,5	8,3	8,0	8,2	7,0
Mzdy a příjmy (mzr. změna v %)														
Prům. nom. mzda zaměstnanců celkem ⁷⁾	6,6	6,6	5,5	6,4	5,7	5,4	6,2	3,9	7,0	6,6	5,9	6,1	7,8	.
z toho: zemědělství, myslivost, lesnictví	3,2	9,3	5,6	6,8	5,3	6,8	5,1	5,2	6,4	7,1	6,2	7,5	10,5	.
průmysl	6,5	7,3	4,7	6,5	3,7	5,9	5,2	4,9	6,7	6,9	5,9	6,6	7,7	.
stavebnictví	7,5	7,4	4,9	7,1	4,7	6,0	5,1	4,4	6,7	6,1	7,0	8,4	13,2	.
obchod	4,6	7,2	3,8	5,7	5,1	4,3	3,4	2,6	3,6	6,3	6,5	6,5	9,1	.
doprava	5,9	6,1	6,0	6,3	3,2	6,6	8,4	5,6	10,1	6,6	3,4	5,2	6,8	.
finanční zprostředkování	5,2	6,8	5,6	7,7	13,6	5,6	1,3	2,0	9,0	8,0	6,6	7,0	6,6	.
veřejná správa a obrana	7,8	5,2	8,9	4,8	11,0	6,7	9,7	8,4	5,5	5,6	5,0	2,9	6,6	.

Pramen: ČSÚ, MPSV, ČNB, vlastní výpočty

*změna metodiky, nesrovnatelné s údajem za stejné čtvrtletí m.r.

1) stavová veličina ke konci období

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

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

4) podíl nezaměstnaných osob na celkové pracovní síle

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

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

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

Vývoj inflace v roce 2006 - varianta střed

2006	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziměsíční změny v %											
			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	0,4	0,2	-0,7	-0,5	-0,1	0,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,21	22,14	4,1 0,89	0,2 0,04	0,2 0,03	0,1 0,02	0,9 0,21	0,1 0,02	0,0 0,00	0,2 0,04	0,0 -0,01	-0,9 -0,21	0,0 -0,01	0,0 0,01
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,16	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,18	0,00	0,00	0,00	0,00
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	1,2	0,0	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,4	0,3	-0,7	-0,5	-0,1	0,2
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	27,68	25,59	0,2 0,04	-0,6 -0,15	-0,3 -0,08	0,1 0,02	0,7 0,17	0,9 0,23	-0,2 -0,05	0,2 0,05	-0,1 -0,03	-0,5 -0,13	0,1 0,03	0,6 0,15
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	52,07	49,02	0,7 0,35	0,2 0,08	-0,2 -0,11	-0,1 -0,03	0,0 0,01	-0,1 -0,03	1,0 0,48	0,5 0,24	-1,2 -0,57	0,0 -0,02	-0,1 -0,04	0,1 0,04
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	3,05	2,82	-2,0 -0,06	0,5 0,02	-0,5 -0,01	4,8 0,14	3,6 0,11	0,0 0,00	1,6 0,05	0,7 0,02	-2,6 -0,08	-5,5 -0,17	-2,7 -0,08	-1,2 -0,03

2006	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziroční změny v %											
			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	2,9	3,1	2,7	1,3	1,5	1,7
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	17,21	22,14	11,0 2,27	11,0 2,28	11,2 2,30	11,5 2,37	12,4 2,55	10,5 2,19	9,7 2,02	9,8 2,06	9,8 2,05	4,9 1,08	4,8 1,07	4,9 1,08
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,21	0,34	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,21	0,21	0,21	0,21	0,16
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	2,7	2,5	2,4	2,5	2,7	2,4	2,5	2,9	2,5	1,1	1,3	1,6
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	27,68	25,59	-1,0 -0,25	-1,6 -0,41	-1,8 -0,47	-1,5 -0,39	-1,3 -0,34	-0,6 -0,15	0,5 0,13	1,3 0,34	1,4 0,35	0,4 0,12	0,4 0,12	0,9 0,25
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	52,07	49,02	0,6 0,32	0,5 0,28	0,5 0,26	0,5 0,27	0,5 0,26	0,3 0,14	0,5 0,25	0,7 0,35	0,7 0,33	0,6 0,31	0,6 0,32	0,8 0,39
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	3,05	2,82	12,5 0,32	13,9 0,36	10,9 0,29	7,3 0,21	10,4 0,30	8,3 0,24	5,7 0,17	6,0 0,18	-7,5 -0,25	-10,8 -0,36	-8,4 -0,27	-3,4 -0,10

Vývoj inflace v roce 2007 - varianta střed

2007	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziměsíční změny v %											
			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	1,0	0,3	0,3	0,7	0,4	0,3	0,6	0,3	-0,4	0,3	0,0	0,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	16,40	17,30	3,2 0,54	0,6 0,10	0,0 0,01	0,6 0,11	0,3 0,05	0,1 0,01	0,2 0,03	0,3 0,05	0,2 0,03	0,0 0,00	0,1 0,02	0,0 0,00
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,10	0,14	0,15	0,12	0,12	0,10	0,06	0,11	0,13	0,07	0,00	0,00
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	0,9	0,1	0,2	0,6	0,3	0,2	0,5	0,2	-0,6	0,2	0,0	0,2
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp cen)	24,44	24,62	1,2 0,30	0,2 0,04	0,1 0,02	1,0 0,24	0,0 0,01	0,1 0,03	-0,7 -0,18	-0,2 -0,05	0,0 0,00	-0,1 -0,02	0,2 0,05	0,6 0,15
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp cen)	55,12	54,33	0,3 0,14	0,2 0,11	0,0 0,01	0,1 0,05	0,1 0,04	0,1 0,07	1,2 0,62	0,4 0,22	-1,1 -0,58	0,5 0,25	0,1 0,04	0,1 0,07
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp cen)	4,04	3,75	-2,1 -0,08	-2,6 -0,10	3,3 0,12	4,3 0,16	4,3 0,17	1,3 0,05	0,8 0,03	-1,7 -0,07	-0,8 -0,03	-1,1 -0,04	-1,6 -0,06	-1,0 -0,04

2007	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziroční změny v % **)											
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	1,3	1,5	1,9	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,9	3,7	3,8	3,8
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	17,30	3,9 0,66	4,3 0,72	4,1 0,70	4,7 0,80	4,0 0,69	4,0 0,68	4,2 0,71	4,3 0,73	4,6 0,78	5,6 0,94	5,7 0,97	5,6 0,96
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,10	0,11	0,21	0,33	0,45	0,55	0,60	0,89	1,02	1,09	1,09	1,09
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	1,2	1,4	1,7	2,2	1,9	1,9	1,9	1,7	1,9	2,6	2,7	2,7
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	24,62	2,0 0,48	2,7 0,67	3,2 0,78	4,1 1,01	3,5 0,85	2,7 0,67	2,1 0,53	1,7 0,43	1,9 0,47	2,3 0,68	2,4 0,80	2,4 0,82
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	55,12	54,33	0,3 0,19	0,4 0,20	0,6 0,34	0,8 0,43	0,8 0,46	1,0 0,57	1,2 0,68	1,2 0,64	1,3 0,69	1,8 0,97	1,9 1,05	2,0 1,07
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,75	-3,5 -0,14	-6,6 -0,26	-3,1 -0,12	-3,6 -0,15	-2,9 -0,12	-1,7 -0,07	-2,5 -0,11	-4,8 -0,21	-3,0 -0,13	1,5 0,06	2,6 0,10	2,8 0,11

Vývoj inflace v roce 2008 - varianta střed

2008	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziměsíční změny v %											
			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	0,3	0,2	0,4	0,5	0,4	0,6	0,2	-0,5	0,3	0,1	0,1
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	16,40	17,70	4,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,13	0,04	0,00	0,02	0,05	0,00	0,02	0,05	0,02	0,00	0,00	0,02
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,16	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	1,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,6	0,2	-0,5	0,3	0,1	0,1
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp cen)	24,44	25,12	1,1	0,4	0,0	0,5	0,7	0,5	-0,6	-0,3	-0,1	0,4	0,2	0,5
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp cen)	55,12	53,33	0,27	0,10	0,01	0,13	0,16	0,12	-0,10	-0,09	-0,04	0,10	0,05	0,12
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp cen)	4,04	3,83	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	1,3	0,5	-1,0	0,3	0,1	0,1
			0,36	0,16	0,13	0,13	0,12	0,16	0,60	0,27	-0,51	0,18	0,07	0,04
			1,5	0,5	0,8	0,3	1,0	0,8	0,5	0,2	0,3	0,9	0,4	-1,0
			0,06	0,02	0,03	0,01	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01	0,04	0,02	-0,04

2008	Stálá váha ve spotř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Meziroční změny v %											
			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	4,3	4,4	4,3	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,1	4,2	4,3	4,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp cen)	16,40	17,70	6,7	6,4	6,3	5,7	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	5,5
x	x	x	1,16	1,10	1,09	0,99	1,00	0,99	0,97	0,97	0,95	0,95	0,93	0,95
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,16	0,19	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	1,01	0,88	0,78	0,79	0,79	0,74	0,69	0,56	0,45	0,38	0,38	0,38
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	3,1	3,3	3,3	3,0	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp cen)	24,44	25,12	2,3	2,5	2,5	2,0	2,7	3,0	3,1	3,0	2,8	3,4	3,3	3,2
			0,59	0,65	0,64	0,53	0,70	0,79	0,80	0,75	0,72	0,85	0,85	0,82
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp cen)	55,12	53,33	2,4	2,5	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6	3,4	3,5	3,4
			1,29	1,37	1,49	1,56	1,64	1,73	1,79	1,86	1,97	1,85	1,80	1,85
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp cen)	4,04	3,83	6,6	10,0	7,4	3,3	-0,1	-0,5	-0,8	1,1	2,2	4,3	6,4	6,4
			0,27	0,39	0,30	0,15	0,02	0,01	-0,01	0,07	0,11	0,19	0,27	0,27

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí

ukazatel	měrná jednotka	2003	2004	2005	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2007	2007
Eurozóna																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	0,7	1,8	1,3	2,7	2,8			2,7	7,7	7,7	7,5	3,3	3,1				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,1	1,3	1,3	2,0	1,7			1,7			2,1	2,1	1,4				
podíl běžného účtu na HDP	%	0,1	0,6	-0,4	-0,2	-0,6			-0,1			0,3		0,0				
podíl obchodní bilance na HDP	%	1,0	1,0	0,3	-0,1	-0,2			0,0			-0,1		0,0				
míra nezaměstnanosti	%	8,7	8,9	8,6	7,8	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	7,0
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	2,0	2,4	2,1	1,9	2,4	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	0,9	3,5	4,2	4,1	5,5	6,0	5,8	5,7	4,6	4,0	4,3	4,1	3,1	2,9	2,8	2,4	2,3
jednorroční úroková sazba	%	2,3	2,3	2,3	3,4	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3
SRN																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	-0,2	1,6	0,9	2,9	1,4			2,6			3,5		3,3				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	0,3	-0,4	-0,1	0,9	0,5			0,7			1,8		-0,5				
podíl běžného účtu na HDP	%	2,2	3,5	3,9	4,8	3,8			3,8			3,5		6,2				
podíl obchodní bilance na HDP	%	6,0	7,1	7,0	7,1	4,8			4,7			4,4		7,3				
míra nezaměstnanosti	%	10,5	10,6	11,6	10,8	11,3	11,0	10,9	10,6	10,5	10,3	10,1	9,8	9,6	9,4	9,3	9,2	9,1
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,1	2,2	2,1	1,4	2,0	1,9	2,0	1,9	1,7	1,0	1,1	1,5	1,6	1,6	1,9	1,9	1,8
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	1,8	2,9	5,2	4,4	6,1	6,2	6,1	6,0	5,9	5,1	4,6	4,4	3,2	2,8	2,5	1,6	1,9
Velká Británie																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,5	3,1	1,8	2,7	2,7			2,9			3,0		3,0				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,3	3,3	1,7	2,0	2,0			2,2			2,6		2,9				
podíl běžného účtu na HDP	%	-1,7	-2,2	-2,6	-3,7	-3,3			-3,6			-4,3		0,0				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,9	-3,3	-3,9	-4,2	-3,8			-4,4			-4,5		-3,7				
míra nezaměstnanosti	%	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,3	1,6	2,0	3,0	2,0	2,2	2,5	2,4	2,4	2,4	2,7	3,0	2,7	2,8	3,1	2,8	2,5
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	1,8	2,9	2,4	2,2	2,5	3,1	3,4	2,9	2,7	1,9	1,6	1,8	2,2	2,3	2,7	2,4	2,4
nominální kurz EUR/GBP	mzr. změna, %	10,1	-2,0	0,8	-0,3	1,7	-0,1	2,8	0,0	-1,3	-0,3	-1,3	-0,8	-1,0	-3,3	-2,2	-1,4	-0,3
jednorroční úroková sazba	%	3,9	5,0	4,8	5,0	4,8	5,0	5,0	5,0	5,2	5,3	5,4	5,4	5,8	5,8	5,8	5,9	6,2
USA																		
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,7	4,2	3,5	3,3	3,5			3,0			3,1		1,9				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	3,8	3,0	3,6	2,6			2,8			4,2		4,2				
podíl běžného účtu na HDP	%	-4,8	-5,7	-6,4	-6,5	-6,6			-6,9			-5,8		-5,7				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,5	-5,3	-5,8	-5,8	-5,9			-6,0			-5,3		-5,2				
míra nezaměstnanosti	%	6,0	5,5	5,1	4,6	4,7	4,6	4,6	4,8	4,7	4,6	4,4	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,5
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,9	3,3	3,4	2,5	3,5	4,2	4,3	4,1	3,8	2,1	1,3	2,0	2,1	2,4	2,8	2,6	2,7
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	4,0	4,2	5,4	1,1	4,1	4,5	4,9	4,0	3,7	0,9	-1,6	0,9	0,1	2,4	3,2	3,2	4,1
nominální kurz EUR/USD	mzr. změna, %	19,7	9,9	0,1	0,9	-5,1	0,7	4,2	5,4	4,1	4,0	4,9	9,3	7,3	9,6	10,1	10,0	5,8
jednorroční úroková sazba	%	1,4	2,1	4,0	5,3	5,3	5,4	5,6	5,6	5,4	5,3	5,3	5,2	5,3	5,3	5,2	5,2	5,4

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

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí (pokračování)

ukazatel	měrná jednotka	2003	2004	2005	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2007	2007	
						duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen
Maďarsko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,4	4,6	4,1	3,9		3,8			3,8			3,2			2,7				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	8,5	3,2	2,1	1,3		1,7			0,8			0,1			-0,8				
podíl běžného účtu na HDP	%	-8,7	-8,9	-7,3	-5,9		-6,7			-5,1			-4,4							
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,0	-3,0	-3,2	-2,3		-1,9			-3,0			-1,0							
míra nezaměstnanosti	%	5,9	6,0	7,1	7,5		7,5			7,3			7,4			7,5			7,5	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	5,7	5,5	3,3	6,5		2,3			3,0			6,3			7,8			8,8	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	6,2	1,6	4,7	4,5		5,8			9,5			7,0			4,3			2	
nominální kurz EUR/HUF	mzr. změna, %	4,5	-0,8	-1,4	6,5		6,9			12,7			11,5			1,3			-4,4	
jednorroční úroková sazba	%	8,1	10,7	7,0	7,4		6,8			7,8			8,3			8,0			7,9	
													8,6			8,2			7,6	
													8,1			7,9			7,4	
Polsko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	5,3	3,4	5,7		5,5			5,8			6,4			7,4				
soukromá spotřeba (s.c.)	mzr. změna, %	1,9	4,3	2,0	5,2		4,9			5,5			5,2			6,9				
podíl běžného účtu na HDP	%	-2,1	-4,2	-1,7	-2,1		-2,0			-1,4			-2,6			-2,7				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,7	-2,3	-0,9	-1,5		-1,0			-2,0			-2,1			-1,8				
míra nezaměstnanosti	%	19,9	19,6	18,2	16,2		17,2			15,7			14,9			15,1			13,7	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,7	4,4	0,7	1,4		0,9			1,1			1,2			1,6			2,3	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	3,7	5,2	0,5	2,6		1,7			3,5			3,2			3,1			2,2	
nominální kurz EUR/PLN	mzr. změna, %	14,1	3,0	-11,2	-3,2		-5,8			-2,5			-0,6			1,5			-2,7	
jednorroční úroková sazba	%	5,4	6,6	5,1	4,4		4,2			4,6			4,7			4,5			4,7	
													4,6			4,5			4,8	
													4,5			4,6			4,9	
Slovensko																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	4,2	5,4	6,1	8,2		6,7			9,8			9,6			9,0				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	0,1	3,8	7,2	6,3		5,9			6,5			6,1			6,6				
podíl běžného účtu na HDP	%	-0,8	-1,9	-5,4	-8,0		-8,4			-10,3			-5,5			-0,9				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,0	-3,4	-5,1	-5,6		-6,0			-4,2			-6,1			-0,2				
míra nezaměstnanosti	%	15,1	14,3	11,6	10,4		11,0			10,2			9,3			9,5			8,5	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	9,3	5,9	3,7	4,2		4,5			5,0			3,7			3,0			2,7	
ceny průmyslových výrobců	mzr. změna, %	8,7	4,3	7,0	5,6		9,8			9,0			7,1			3,8			2,2	
nominální kurz EUR/SKK	mzr. změna, %	-2,8	-3,5	-3,6	-3,6		-4,7			-1,2			-5,6			-7,3			-10,5	
jednorroční úroková sazba	%	5,4	4,1	2,6	4,4		4,2			5,2			4,8			4,1			3,7	
													4,7			4,0			3,9	
													4,5			4,0			4,0	

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

Zpracovali: L. Prokop I. 4386, V. Žďárský I. 4332, S. Benecká I. 2070

Měsíční platební bilance - 1. pololetí 2007 (v mld. Kč)

	leden		únor		březen		1. čtvrtletí		duben		květen		červen		2. čtvrtletí	
	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje	příjmy	výdaje
I. Běžný účet																
A. Obchodní bilance	188,9	178,0	10,9	193,1	177,2	15,9	598,6	556,5	42,2	193,7	188,2	5,5	-16,8	204,5	382,1	15,1
B. Bilance služeb	21,5	20,3	1,2	22,2	20,5	1,7	66,9	61,7	5,3	24,7	21,1	3,6	2,4	25,5	50,1	6,0
C. Bilance výnosů	10,4	20,4	-10,1	10,6	20,1	-9,5	33,1	63,7	-30,7	11,1	34,2	-23,2	-14,8	11,9	23,0	-38,0
1. Náhrady zaměstnancům	1,9	5,8	-3,9	1,9	5,8	-3,9	5,8	17,5	-11,8	1,9	5,9	-3,9	-3,9	1,9	3,9	-7,8
2. Investiční výnosy	8,4	14,6	-6,1	8,7	14,3	-5,6	27,3	46,2	-18,9	9,1	28,4	-19,2	-10,9	10,0	19,1	-30,2
2.1 přímé investice	0,7	10,3	-9,5	0,7	10,3	-9,5	2,1	30,9	-28,8	0,7	22,8	-22,1	-15,1	0,7	1,4	-37,2
2.2 portfoliové investice	2,0	0,4	1,6	2,3	0,0	2,2	7,0	2,4	4,6	2,4	1,6	0,9	2,0	2,9	5,3	2,8
2.3 ostatní investice	5,7	4,0	1,8	5,7	4,0	1,7	18,1	12,8	5,3	6,0	4,1	2,0	2,2	6,4	12,4	4,2
D. Běžné převody	5,0	9,0	-4,0	12,1	13,4	-1,3	8,8	29,3	-3,4	4,8	7,6	-2,8	-2,4	5,4	10,2	-5,2
II. Kapitálový účet	1,2	0,1	1,1	1,2	0,1	1,1	2,9	0,3	2,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2
III. Finanční účet bez změny deviz. rezerv																
1. Přímé investice	-1,2	14,4	13,2	-1,7	13,2	11,5	-4,0	30,3	26,3	-0,7	13,3	12,5		-0,7	-1,5	24,1
1.1 základní kapitál	0,0	8,9	8,9	-0,6	2,1	1,5	-0,9	14,0	13,1	-0,1	3,7	3,6		0,0	-0,1	6,0
1.1.2 reinvestovaný zisk	-0,7	9,5	8,8	-0,7	9,5	8,8	-2,1	28,4	26,3	-0,7	9,5	8,8		-0,7	-1,4	17,5
1.1.3 ostatní kapitál	-0,5	-4,0	-4,4	-0,4	1,7	1,3	-1,0	-12,1	-13,1	0,1	0,1	0,2		0,0	0,1	0,6
2. Portfoliové investice	-3,3	-10,5	-13,7	-7,5	8,5	1,0	-17,3	-2,4	-19,6	-7,5	8,6	1,1		-9,2	-16,7	3,0
2.1 majetkové cenné papíry a účasti	-3,3	-3,4	-6,6	-5,5	7,6	2,0	-7,9	-5,6	-13,5	-1,2	5,4	4,2		-4,3	-5,5	2,8
2.2 dluhové cenné papíry	0,0	-7,1	-7,1	-1,9	0,9	-1,0	1,4	5,2	-1,5	-6,3	3,2	-3,1		-4,9	-11,2	0,2
2.2.1 dluhopisy a směnky	-2,4	-7,2	-9,6	-1,8	1,1	-0,8	1,3	5,2	-3,9	-5,7	2,3	-3,4		-6,4	-12,1	-0,3
2.2.2 nástroje peněžního trhu	2,4	0,1	2,5	-0,1	-0,1	-0,2	2,4	0,0	2,4	-0,6	0,9	0,3		1,5	0,9	0,5
3. Finanční deriváty			5,7			0,0			4,0			2,0				4,7
4. Ostatní investice	5,5	-13,4	-7,9	-31,1	23,5	-7,6	-39,4	14,3	-25,1	-44,2	34,3	-9,9		-1,7	-45,9	-19,5
4.1. ČNB	0,0	-0,8	-0,8	0,0	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-1,2	0,0	1,7	1,7		0,0	0,0	0,8
4.2 vláda	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-1,4	0,0	1,7	1,7		0,0	0,0	2,1
4.3 měnové finanční instituce	7,8	-13,4	-5,7	-29,0	23,1	-5,9	-27,2	7,8	-19,4	-56,0	27,5	-28,5		3,4	-52,6	-26,9
dlouhodobá aktiva a pasiva	-5,6	0,2	-5,4	-2,1	2,9	0,8	2,1	6,5	4,0	-4,3	2,2	-2,1		-3,1	-7,4	1,6
krátkodobá aktiva a pasiva	13,4	-13,6	-0,2	-26,9	20,2	-6,7	-21,6	-1,8	-23,4	-51,7	25,3	-26,4		6,5	-45,2	-21,1
4.4 ostatní sektory	-2,2	0,8	-1,4	-2,1	1,0	-1,2	-7,1	8,4	-3,0	11,8	3,4	15,2		-5,1	6,7	-2,2
5. Změna devizových rezerv (-nárůst)			-0,5			1,0			-0,8			0,7				5,5
IV. Saldo chyb a opomenutí, kurz. rozdíly			4,2			-13,8			-0,7			10,1				4,1

Zpracovala: S. Benecká I. 2070

Key macroeconomic indicators

[illegible]