

V Praze dne 19. října 2007

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

10. 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,
Karel Bauer, Jan Schmidt,
Jan Frait, 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: Prognóza 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 vyplyne 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, Prognóza 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	6
 II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA	 9
II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí	9
II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky	16
II.3 Předpoklady počátečních podmínek a hodnocení současného hospodářského vývoje	17
II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů	29
II.5 Vyznění prognózy	29
 III. ALTERNATIVNÍ SCÉNÁŘE	 44
III.1 Rizika základního scénáře	44
III.2 Prognózy ostatních institucí	45

- 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: Prognóza 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 zářijových 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 ekonomického růstu a inflace se oproti minulé prognóze v zásadě nezměnilo, vlivem finančních turbulencí však došlo k výraznému snížení výhledu úrokových sazeb.

Pro výhled růstu efektivního ukazatele spotřebitelských cen eurozóny v letech 2007 a 2008 je referenční scénář říjnové prognózy shodný s předpoklady červencové prognózy. V letošním roce je růst spotřebitelských cen očekáván ve výši 1,9 %, v roce 2008 na úrovni 1,7 % a v roce 2009 na úrovni 1,8 %. Letošní zvýšení DPH v SRN by nemělo vytvářet tlak na zvýšení dovozních cen do ČR, a tento efekt je proto v prognóze očištěn. Efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny podle předpokladů prognózy poroste v roce 2007 tempem 2,3 % a v letech 2008 a 2009 tempem 2 %.

Výhled hospodářského růstu v eurozóně v efektivním vyjádření byl pro letošní rok pouze nepatrně snížen na 2,6 %. Pro roky 2008 a 2009 se očekává mírné zpomalování na 2,3 % a 2,0 %. Předpokládané působení zahraniční poptávky na domácí ekonomiku je tak na celé prognóze mírně protiinflační.

Cena ropy ve třetím čtvrtletí dále rostla a nacházela se nad úrovní očekávanou trhem v době tvorby červencové prognózy. Nový tržní výhled očekává pomalý pokles cen na celém horizontu prognózy z průměrné hodnoty 74,9 USD/barel ve třetím čtvrtletí 2007 k 71 USD/barel na konci roku 2009. Oproti červencové prognóze se tak výhled posunul zejména pro nejbližší čtvrtletí směrem nahoru. Vývoj cen benzínu z trhů ARA bude se sezonními výkyvy odpovídat vývoji cen ropy.

Kurz dolaru vůči euru ve třetím čtvrtletí opět oslabil. Zářijový Consensus Forecasts tak znovu přehodnotil očekávání budoucího vývoje kurzu USD/EUR směrem k slabšímu dolaru, nadále je však očekáváno jeho mírné posilování. Na konci roku 2008 by kurz dolaru měl dosáhnout úrovně 1,35 USD/EUR, v roce 2009 by měl mírně posílit až na úroveň 1,33 USD/EUR ke konci roku. Trajektorie implikovaných jednoletých sazeb EURIBOR se snížila v důsledku problémů na finančních trzích a jejich možných reálných dopadů. Rozdíl oproti referenčnímu scénáři červencové prognózy je nejvýraznější pro první polovinu roku 2008, pak postupně klesá. Průměrná roční sazba by v roce 2008 měla činit 4,1 % a v roce 2009 4,4 %.

Vedle předpokladů o zahraničním ekonomickém vývoji je významným vstupem prognózy i předpoklad o působení domácí fiskální politiky. Říjnová prognóza zohlednila letošní vývoj veřejných financí a zčásti i upřesnění schodku za rok 2006 v rámci podzimních notifikací a mírně snížila odhad výše deficitu pro rok 2007 na 3,4 % HDP. Prognóza pro rok 2008 nově zahrnuje všechna reformní opatření, která dle ČNB povedou ke snížení schodku na 2,5 % HDP. Vzhledem k částečnému odeznění dopadů fiskálních opatření však v roce 2009 dojde k opětovnému zvýšení schodku veřejných financí, a to na 3,1 % HDP. Fiskální impulz,

aproximující vliv fiskální politiky na poptávku v ekonomice, tak bude na prognóze poměrně výrazně kolísat. Z kladné hodnoty v letošním roce se posune do záporné hodnoty v roce 2008 a zpět do kladných hodnot v roce 2009. Příspěvek fiskální politiky k růstu ekonomiky v letech 2007 a 2008 bude v souhrnu nižší, než předpokládala minulá prognóza. 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.

Říjnová prognóza nepřehodnotila vnímání rovnovážných trajektorií reálných úrokových sazeb a reálného kurzu a v podstatě zachovala nastavení červencové prognózy. Jednoroční domácí reálné rovnovážné sazby tak na horizontu prognózy leží na úrovni 1 %, rovnovážná úroveň reálného 1R EURIBORU je 2 %. Odhadované tempo rovnovážné reálné apreciacie se nezměnilo a na prognóze pozvolna klesá z hodnot mírně nad 3 % pod tuto hodnotu. Odhad tempa růstu potenciálního, inflaci nezrychlujícího produktu se v současnosti i na prognóze pohybuje v rozmezí 5,5 – 6 %. Rovnovážné reálné mzdy rostou na horizontu prognózy poněkud pomaleji než inflaci nezrychlující produkt.

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 třetí čtvrtletí 2007 se oproti červencové prognóze mírně snížil v důsledku nižší než očekávané korigované inflace bez pohonných hmot. Ta se promítla do odhadu méně otevřené kladné mezery výstupu, a to navzdory tomu, že domácí ekonomický růst téměř odpovídá předchozím předpokladům a odhad mezery zahraniční poptávky byl přehodnocen nepatrně směrem nahoru k její rovnovážné úrovni. Vývoj mezery reálných mezd je v souladu s očekáváním minulé prognózy. Její v minulosti protiinflační působení v současnosti vymizelo a mezera se téměř uzavřela.

Nadále mírně rostoucí proinflační tlaky ze strany objemu produkce, aproximované mezerou výstupu, plynou z rychlého růstu HDP přesahujícího růst potenciálního produktu. Záporná mezera výstupu se v roce 2005 uzavřela a od té doby zůstává v kladných hodnotách. Významným zdrojem růstu je spotřeba domácností a hrubá tvorba kapitálu. Fixní investice v prvním pololetí rostly pomaleji, než bylo očekáváno, avšak vysoký nárůst zásob v téměř období ukazuje na pravděpodobně pokračující vysoký růst tvorby fixního kapitálu.

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 však způsobil nárůst reálných mezd, které se tak postupně dostaly na svou rovnovážnou hodnotu.

Celkový růst spotřebitelských cen byl ke konci třetího čtvrtletí 2007 jen mírně nižší, než očekávala červencová prognóza. Vývoj v některých složkách se však výrazně odchýlil od

prognózy. Od předpokladů se v protiinflačním směru odchýlila korigovaná inflace bez pohonných hmot, v proinflačním směru naopak inflace cen potravin. Dopady změn nepřímých daní a příspěvky růstu regulovaných cen a cen pohonných hmot byly jen mírně vyšší, než bylo očekáváno.

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

I.2 Vyznění prognózy

Výše uvedené informace o domácím i zahraničním ekonomickém vývoji získané od sestavení červencové prognózy mění prognózu budoucího vývoje české ekonomiky. Působení reálné ekonomiky – zachycené mezerou reálných mezních nákladů – zůstane ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku proinflační. V průběhu roku 2008 proinflační působení reálné ekonomiky rychle oslabí a přejde do mírně protiinflačního působení. Na konci roku 2009 dojde k obnovení proinflačních tlaků z reálné ekonomiky.

První složka reálných mezních nákladů – mezera výstupu – bude v podstatě určovat výše popsáný vývoj mezery reálných mezních nákladů. Při zhruba neutrálním nastavení reálných měnových podmínek a zhruba neutrální působení zahraniční poptávky na celém horizontu prognózy bude mezera výstupu výrazně ovlivněna kolísavým vlivem fiskální politiky na ekonomiku. Mezera výstupu se do konce roku 2007 ještě dále mírně otevře do kladných hodnot, v důsledku fiskální restrikce však dojde v roce 2008 k jejímu rychlému uzavření a překmitu až do mírně záporných hodnot. V roce 2009 se opět vlivem fiskální politiky vrátí do mírně kladných hodnot. V souladu s tím růst reálného HDP v letošním roce dosáhne 6,2 %. V roce 2008 růst HDP zpomalí na 5,0 % a v roce 2009 opět mírně zrychlí na 5,6 %.

Z hlediska jednotlivých složek ekonomického růstu bude v letošním roce hrát nejvýznamnější roli spotřeba domácností, která poroste tempem 6,2 %. Za vysokou dynamikou spotřeby bude stát vysoké tempo zvyšování reálných mezd, růst zaměstnanosti a zvýšení sociálních transferů, plynoucí ze zákonné úpravy výše rodičovského příspěvku a ze změn v systému sociálních dávek. V roce 2008 spotřeba výrazně zpomalí. Vedle zpomalení růstu reálných mezd a zaměstnanosti, zpřísnění úrokové složky měnových podmínek a odeznění efektu sociálních transferů z předchozího roku budou spotřebu výrazně tlumit dopady přijatých fiskálních opatření. Tyto faktory povedou v souhrnu ke zpomalení dynamiky reálných spotřebitelských výdajů na 3,6 %. V roce 2009 dojde k oživení růstu spotřeby domácností na 4,3 % zejména díky opětovnému zrychlení růstu reálných mezd. Proti vyššímu růstu objemu mezd a spotřeby domácností bude působit mírný pokles zaměstnanosti.

Investiční poptávka bude v letech 2008 a 2009 hlavním zdrojem hospodářského růstu. Investiční aktivita bude na celé prognóze podporována především pokračujícím růstem zahraniční poptávky, přílivem přímých zahraničních investic a uvolněným kumulativním působením reálných měnových podmínek. V roce 2009 budou ve směru vyšších investic také působit úspory podniků z daňové reformy. Říjnová prognóza však dále mírně snižuje odhad růstu fixních investic v roce 2007 z důvodu nižší tvorby fixního kapitálu v prvním pololetí letošního roku. V roce 2007 tak hrubá tvorba fixního kapitálu poroste zhruba 5% tempem. V roce 2008 ale její růst opět zrychlí na 8 % a v roce 2009 dosáhne 9 %.

Prognóza nadále předpokládá trendový růst exportní výkonnosti spojený s přílivem přímých zahraničních investic a souvisejícími změnami na nabídkové straně ekonomiky. V důsledku zejména silnějšího reálného kurzu však byl prognózovaný růst reálného vývozu v letošním a příštím roce mírně snížen. V roce 2007 poroste tempem 14 % a v roce 2008 vlivem zpomalení zahraniční poptávky zvolní na 13 %. V roce 2009 se růst vývozu dále mírně sníží na 11 %. Růst reálného dovozu bude na horizontu prognózy jen mírně nižší než růst vývozu. Silný růst domácí poptávky spolu s poměrně vysokou dovozní náročností vývozu povede k meziročnímu růstu reálného dovozu o 14 % v roce 2007. V letech 2008 a 2009 růst dovozu vlivem nižšího růstu domácí poptávky mírně zpomalí na zhruba 12 %, resp. 11 %.

Druhá složka mezery reálných mezních nákladů – mezera reálných mezd – bude ve zbytku letošního roku působit na inflaci zhruba neutrálně. V roce 2008 bude její působení dočasně protiinflační, když zrychlující inflace způsobí zaostání růstu reálných mezd za jejich rovnovážným tempem. V roce 2009 po zmírnění cenového růstu při setrvačném vývoji nominálních mezd přejde zpět do neutrálního až mírně proinflačního působení. Mezera reálných mezd tak podpoří působení mezery výstupu v jednotlivých letech. Prognóza očekává pokračující pokles nezaměstnanosti v roce 2008 a její stagnaci v roce 2009. Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře poroste dále vysokými a zrychlujícími tempy (8,0 % v roce 2007, 8,7 % v roce 2008 a 8,9 % v roce 2009).

Ve zbytku roku 2007 se kurz koruny vůči euru bude pohybovat poblíž současných hodnot. V průběhu let 2008 a 2009 pak prognóza předpovídá pozvolné nominální zhodnocování koruny. Směrem k posilování kurzu bude působit trend rovnovážné reálné aprece a poměrně rychlé uzavření úrokového diferenciálu, v roce 2008 bude tento vývoj tlumen zvyšujícím se rozdílem mezi očekávanou domácí a zahraniční inflací.

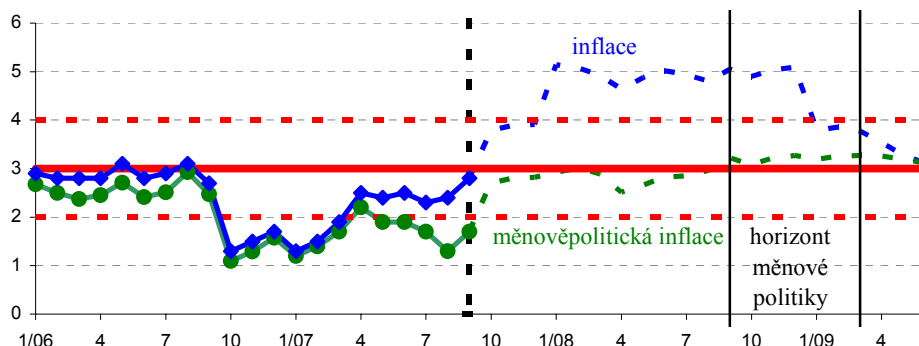
Říjnová prognóza celkové inflace se oproti červencové prognóze nachází výrazně výše. Toto přehodnocení odráží především zvýšení snížené sazby DPH z 5 na 9 %, které jednorázově zvýší cenovou hladinu. Prognóza předpokládá u změny sazby DPH, stejně jako u změn spotřebních a ekologických daní, omezený průsak do inflačních očekávání. Inflace poroste již ve čtvrtém čtvrtletí 2007 vlivem zrychlení meziročního růstu regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot. V prvním čtvrtletí 2008 dojde k výraznému zvýšení meziročního růstu cen v důsledku daňových úprav (vedle úpravy sazby DPH se bude jednat o další zvýšení spotřební daně na cigarety a zavedení ekologických daní) a pokračujícího růstu regulovaných cen bez vlivu daní. K růstu inflace budou též přispívat rostoucí inflační očekávání. Reálná ekonomika bude na růst cen v roce 2008 působit zhruba neutrálně. V roce 2009 vliv daňových změn odezní, což spolu s mírně protiinflačním působením reálné ekonomiky vyústí v pokles inflace směrem k inflačnímu cíli. V horizontu měnové politiky, tj. ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a prvním čtvrtletí 2009, se celková inflace bude nacházet nejprve nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle a poté klesne mírně pod něj.

Vývoj inflace bude v následujících letech významně ovlivněn změnami nepřímých daní. V roce 2008 dojde ke změně sazby DPH a k harmonizaci spotřebních a ekologických daní s pravidly EU, pro rok 2009 žádné úpravy daní nejsou očekávány. Průměrný primární dopad nepřímých daní do meziroční inflace bude v horizontu měnové politiky 1,2 procentního bodu. Na primární dopady změn nepřímých daní je standardně aplikován institut výjimky. Měnověpolitická inflace se tak pohybuje v horizontu měnové politiky mírně nad inflačním cílem.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb do konce roku 2008, pak jejich stabilita, resp. pozvolný pokles.

I.3 Alternativní scénáře

Při zpracování prognózy nebylo identifikováno žádné významné riziko, které by vedlo k sestavení plnohodnotného alternativního scénáře. Byla pouze zpracována citlivostní analýza, standardně zachycující nejistotu spojenou s vývojem kurzu.



Aktuální prognóza a její změny oproti 7. SZ 2007 (sezonně očištěno)

I.			10. SZ	7. SZ				
	mezera RMC*	3Q2007	0,6	0,7				
	z toho: mezera výstupu		0,9	1,1				
	mezera reálných mezd		-0,1	-0,1				
	RMCI gap		-0,1	-0,3				
	z toho: RIR gap		0,1	0,1				
	RER gap		-0,2	-0,4				
II.			4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009
	CPI	10. SZ	3,7	5,0	4,8	4,9	5,0	3,8
		7. SZ	3,8	4,3	4,1	4,2	4,2	3,8
	CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	10. SZ	2,6	2,9	2,7	3,0	3,1	3,3
		7. SZ	2,7	3,3	3,2	3,4	3,6	3,5
	Mezera RMC	10. SZ	0,8	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2
		7. SZ	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,4
	HDP	10. SZ	6,2	5,6	5,2	4,8	4,4	5,0
		7. SZ	6,2	5,8	5,5	5,3	5,0	5,2
	Reálné mzdy	10. SZ	5,5	5,0	5,3	4,8	4,7	4,9
		7. SZ	5,1	4,5	4,7	4,7	4,9	5,3
	Implikované sazby	10. SZ	3,7	4,1	4,3	4,5	4,6	4,6
		7. SZ	4,1	4,6	4,8	5,0	5,1	4,9
	III.			2007	2008	2009		
		Zaměstnanost	10. SZ	1,8	0,8	-0,2		
7. SZ			1,2	0,4				
Míra nezaměstnanosti*		10. SZ	7,1	6,4	6,5			
		7. SZ	7,1	6,6				
deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.		10. SZ	-2,6	-1,9	-1,5			
		7. SZ	-2,5	-1,8				

*) 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 prognózy.

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 7. SZ na celém horizontu prognózy níže. Důvodem je nižší měnověpolitická inflace, tj. inflace, na kterou měnová politika reaguje (výrazné snížení prognózy korigované inflace bez PH) a také posun výhledu zahraničních úrokových sazeb směrem k nižším hodnotám.

V porovnání se 7. SZ došlo v jádrovém predikčním aparátu k jedné drobné úpravě (viz **kap. II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů**). Tou je zvýšení termínové prémie v rovnici pro odhad sazeb z nově poskytnutých úvěrů o 0,1 p.b. K této změně dochází v souvislosti se zrušením daňové výhody na výnosy z hypotečních zástavních listů od roku 2008, což je součástí nově přijatých fiskálních opatření. Dopad uvedené změny na prognózu klíčových veličin je zanedbatelný. Pro účely odpočtu změn v prognóze je vliv zvýšení termínové prémie součástí efektu expertních úprav, řádek **Efekt změn modelu** je tedy nulový.

Zahrnutím historických dat do minulé prognózy dochází k výraznému snížení prognózy inflace. Na snížení prognózy inflace působí především nižší aktuální hodnoty korigované inflace bez PH a aprece nominálního měnového kurzu. Naopak vývoj cen potravin byl v porovnání s minulou prognózou vyšší a tlumil výše zmíněné vlivy. S nižšími hodnotami budoucí inflace z titulu historických dat korespondují i nižší hodnoty úrokových sazeb.

Zpracování krátkodobé predikce do modelové prognózy (s výjimkou prognózy regulovaných cen, jejíž vliv je hodnocen zvlášť) působí mírně protiinflačním směrem. Krátkodobý výhled inflace cen potravin a energií je nižší, než by odpovídalo čistě modelové prognóze, a tyto složky posunují prognózu inflace k nižším hodnotám. Opačná je situace u korigované inflace bez PH, když krátkodobá prognóza pro konec roku je vyšší ve srovnání s modelem. Krátkodobá prognóza nominálního měnového kurzu na úrovni 27,6 CZK/EUR je apreciovanější, než by předpovídal model a tedy působí protinflačním směrem. Vliv ostatních faktorů krátkodobé predikce je zanedbatelný.

Výsledné působení výše zmíněných faktorů je hodnoceno jako protiinflační. Jejich dopad je uveden v řádku **Efekty historických dat a NTF**.

Posun výhledu v zahraničí působí na domácí inflaci v souhrnu k nižším úrokovým sazbám, viz řádek **Efekty exogenních faktorů**. To je dáno podstatně nižším výhledem zahraničních úrokových sazeb oproti scénáři 7. SZ, který významně přispívá k poklesu domácích úrokových sazeb. Avšak posun domácích úrokových sazeb plně nevyrovná změnu úrokového diferenciálu z důvodu vyhlazování reakce sazeb v pravidle. Výsledkem je mírně rychlejší zhodnocování kurzu, které přes dovozní ceny snižuje inflaci. V případě efektivního ukazatele inflace v eurozóně a výhledu růstu zahraniční ekonomické aktivity došlo jen k nepatrným posunům se zanedbatelným dopadem na změnu prognózy. Krátkodobý výhled dolarových cen ropy přebíraný z tržních kontraktů, který je částečně kompenzován slabším kurzem dolaru vůči koruně, se oproti minulé prognóze mírně zvýšil a nepatrně tlumí přehodnocení úrokových sazeb.

Ve srovnání se 7. SZ je počáteční podmínka mezery reálných mezních nákladů mírně nižší, což reflektuje nenaplnění prognózy korigované inflace bez PH, která byla ve 3.Q 2007 oproti předpokladům 7. SZ nižší. Prognóza v oblasti reálné ekonomiky se však zhruba naplnila, proto se předpoklad o budoucím nastavení rovnovážných trajektorií významně nemění. Celkový dopad těchto změn na prognózu, zachycený v řádku **Efekty rovnovážných trajektorií a počátečního stavu**, je tedy téměř nulový.

V porovnání se 7. SZ zůstává celkový dopad vlivu nepřímých daní v roce 2007 zachován, mění se pouze rozložení dopadu změn nepřímých daní v čase a do prognózy byl dodán předpoklad o malých kladných bezprostředních sekundárních dopadech. Významná změna predikce však nastala pro rok 2008, a to z důvodu schválení zvýšení DPH z 5 na 9 % a výraznějšího zvýšení spotřebních daní u cigaret. Celkový vliv je především v roce 2008 výrazně vyšší než v 7. SZ (viz **Efekty daní**).

Aktuální prognóza regulovaných cen se v roce 2007 a zejména v roce 2008 posouvá výrazně směrem nahoru a přispívá tak ke zrychlení celkové inflace. V roce 2007 se na zrychlení růstu regulovaných cen podílí zvýšení cen zemního plynu o cca 5 % od října 2007. V roce 2008 byla predikce růstu regulovaných cen zvýšena především z důvodu rozhodnutí o vyšším zvýšení regulovaných nájmů a zahrnutím předpokladu o zvýšení růstu cen zemního plynu od 1. 1. 2008. Dále byly do prognózy zahrnuty některé další drobnější změny, např. zvýšení cen dálničních známek. Vliv změn regulovaných cen na prognózu je zachycen v řádku **Efekty regulovaných cen**.

Souhrnný dopad expertních úprav posouvá prognózu celkové inflace i úrokových sazeb směrem dolů (viz **Efekty expertních úprav**). Hodnota fiskálního impulzu pro rok 2007 i 2008 byla ve srovnání se 7. SZ snížena. Skokové výkyvy v regulovaných cenách byly expertně očištěny z mezery v reálných mzdách a vyhlazeny v inflačních očekáváních. Součástí efektu expertních úprav je i zvýšení termínové premie u sazeb z nově poskytnutých úvěrů od roku 2008, ovšem dopad této změny na prognózu je téměř nulový.

Lze tedy shrnout, že za posunem prognózy celkové inflace směrem nahoru stojí výrazný proinflační efekt regulovaných cen a změny nepřímých daní, zatímco ostatní faktory mají buď zanedbatelný dopad nebo zvýšení prognózy tlumí.

Celková meziroční inflace (v p.b.)	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Efekt změn modelu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty hist. dat a NTF	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3
Efekty exogenních faktorů	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty daní	0,0	0,8	1,1	1,3	1,3	0,6
Efekty regulovaných cen	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3
Efekty expertních úprav	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Celkový posun oproti 7. SZ 2007	-0,1	0,7	0,7	0,8	0,8	0,0

Korigovaná mizr. inflace bez PH (v p.b.)	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Efekt změn modelu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty hist. dat a NTF	-1,1	-1,4	-1,7	-1,2	-0,9	-0,6
Efekty exogenních faktorů	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Efekty daní	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2
Efekty regulovaných cen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Efekty expertních úprav	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Celkový posun oproti 7. SZ 2007	-1,1	-1,2	-1,6	-1,2	-1,0	-1,0

Reálné mezní náklady	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Efekt změn modelu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty hist. dat a NTF	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Efekty exogenních faktorů	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty daní	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Efekty regulovaných cen	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Efekty expertních úprav	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,0
Celkový posun oproti 7. SZ 2007	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6

3 měsíční úroková sazba (v p.b.)	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1
Efekt změn modelu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efekty hist. dat a NTF	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Efekty exogenních faktorů	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
Efekty rovn. trajektorií a poč. podmínek	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Efekty daní	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Efekty regulovaných cen	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Efekty expertních úprav	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Celkový posun oproti 7. SZ 2007	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4

II. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA

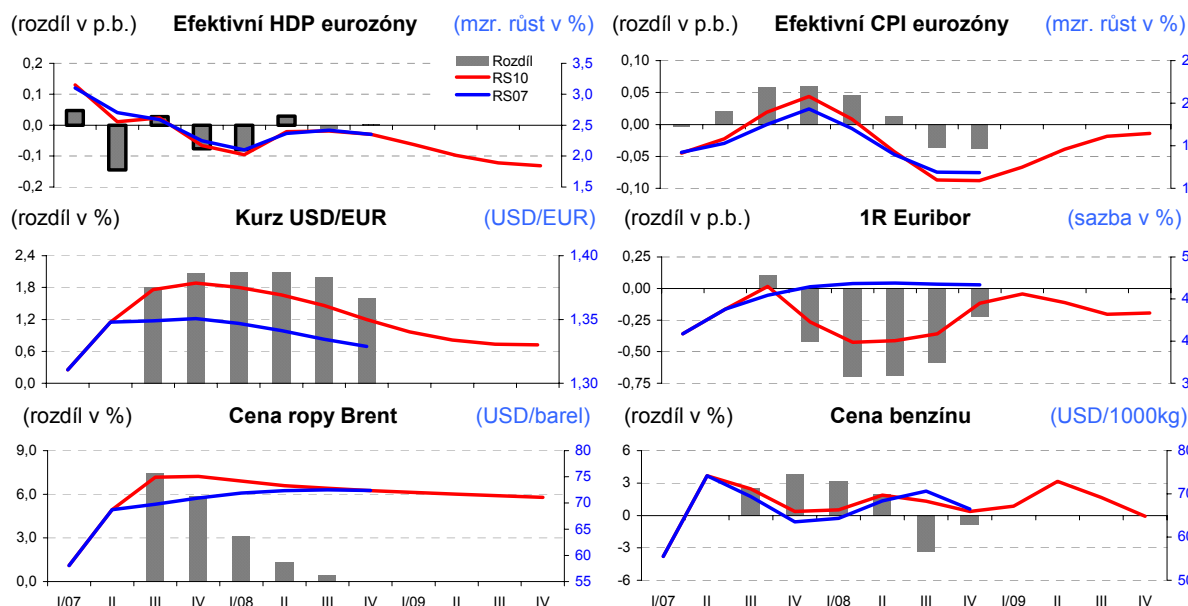
II.1 Předpoklady o vývoji vnějšího prostředí

Nový referenční scénář a změny od poslední prognózy

Referenční scénář pro 10. situační zprávu (RS10) byl připraven na základě šetření Consensus Forecasts ze září 2007 (CF09) a z tržních výhledů ke dni jeho zjišťování.

Ve výhledu **růstu efektivního HDP** eurozóny nedošlo ve srovnání s referenčním scénářem červencové prognózy (RS07) k významné změně. Pouze pro letošní rok je výhled růstu o 0,1 p.b. nižší pod vlivem horší skutečnosti za 2.Q a obav analytiků z přetrvávajících problémů na globálních finančních trzích. V efektivním vyjádření je v letošním roce očekáván hospodářský růst v eurozóně tempem 2,6 % a v dalších dvou letech postupné mírné zpomalování na 2,3 % v roce 2008 a 2,0 % v roce 2009.

Ani v případě výhledu **efektivní spotřebitelské inflace** nedošlo ve srovnání s RS07 k přehodnocení předpovědi. Pro rok 2007 zůstala předpověď efektivní inflace CPI na úrovni 1,9 %, v roce 2008 je očekáván růst cen o 1,7 % a v roce 2009 o 1,8 %. Výhled růstu cen výrobců doznal pouze nepatrných změn, pro rok 2007 je oproti RS07 o 0,1 p.b. vyšší (2,3 %) a naopak pro rok 2008 o stejnou hodnotu nižší (2,0 %). V roce 2009 je očekáván růst cen výrobců o 2,0 %.



Průměrná hodnota jednoleté sazby **Euribor** činila ve 3.Q 4,6 %, což je pouze 0,1 p.b. nad RS07. Vlivem finančních turbulencí však došlo k posunu tržních očekávání pro následující čtvrtletí směrem dolů. V prvních dvou čtvrtletích roku 2008 je tak implikovaná trajektorie jednoletých sazeb až o 0,7 p.b. níže ve srovnání s RS07. V delším období tento rozdíl postupně klesá. Na konci roku 2008 jsou jednoleté sazby Euribor očekávány na úrovni 4,4 %, na konci roku 2009 na úrovni 4,3 %, implikovaná trajektorie sazeb je však značně rozkolísaná.

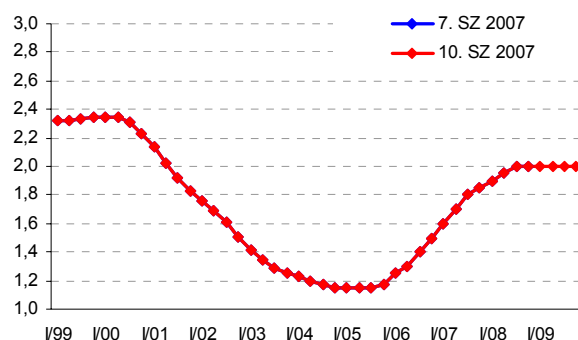
Kurz USD/EUR dosáhl ve 3.Q průměrné hodnoty 1,37. Dolar byl tak o 1,8 % slabší, než očekával RS07. Také jeho výhled se posunul po celém horizontu směrem ke slabším hodnotám. Nadále je však očekáváno pozvolné posilování dolaru. Na konci roku 2008 by se měl kurz dolaru pohybovat na úrovni 1,35 a na konci roku 2009 na úrovni 1,33.

Průměrná cena **ropy Brent** ve 3.Q dosáhla 74,9 USD/b. a její meziroční růst tak byl o 7,5 p.b. vyšší, než předpokládal RS07. Tržní kontrakty na budoucí cenu ropy zaznamenaly také nárůst, který však s prodlužující se splatností klesá. Rozdíl oproti RS07 je tak především ve druhé polovině letošního roku. V letech 2008 a 2009 by cena ropy měla klesat. Ke konci roku 2008 je cena ropy Brent očekávána na 72,4 USD/b., ke konci roku 2009 na 71,1 USD/b. **Ceny benzínu** na burzách na aktuální růst ceny ropy reagovaly v menším rozsahu a jejich odchylka od RS07 se tak pohybuje v nejbližších třech čtvrtletích kolem 3 %, a pak klesá. V roce 2009 by měly ceny benzínu dle tržních kontraktů poměrně výrazně kolísat.

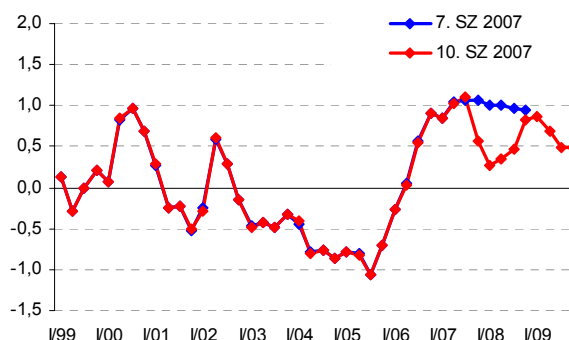
Říjnový výhled Consensus Forecasts (CF10) byl zveřejněn až po uzavření prognózy, a nebyl tedy do prognózy zapracován. Změny oproti RS10 by však měly malé dopady do prognózy. Výhled spotřebitelských cen v eurozóně v efektivním vyjádření byl ve srovnání s RS10 pro roky 2007 a 2008 přehodnocen o 0,1 p.b. nahoru, výhled pro rok 2009 zůstal nezměněn, jakož i výhled efektivního ukazatele cen výrobců eurozóny. Růst efektivního HDP v eurozóně podle CF10 je pro rok 2007 v souladu s RS10, výhled na rok 2008 byl snížen o 0,1 p.b. a pro rok 2009 byl zachován. Předpověď kurzu USD/EUR se posunula po celém horizontu dále směrem ke slabšímu dolaru. V ročním horizontu je dolar očekáván v průměru o 2,7 % slabší, než předpokládá RS10, tento rozdíl však na horizontu prognózy klesá. Na konci roku 2009 by se měl kurz dolaru pohybovat na úrovni 1,34 USD/EUR. Jednoletý Euribor je v dosavadním průběhu IV.Q 2007 o 0,5 p.b. vyšší (4,7 %) než předpokládá RS10. V průměru se očekávaná trajektorie jednoletých úrokových sazeb Euribor posunula na kratším konci předpovědi o 0,15 p.b. vzhůru, což je však kompenzováno nárůstem očekávané inflace v podobném rozsahu s celkově minimálním dopadem do reálných sazeb. Pro příští rok činí očekávaná hodnota jednoletého Euriboru 4,2 % (o 0,1 p.b. výše oproti RS10) a pro rok 2009 zůstala tržní očekávání stabilní na 4,4 %. Tržní kontrakty na budoucí cenu ropy Brent ke dni průzkumu CF10 zaznamenaly oproti RS10 nárůst o přibližně 3,4 %. Očekávané ceny benzínu byly také přehodnoceny vzhůru na celém horizontu předpovědi – v průměru o 3,7 %.

V souvislosti se změnou výhledu 1R Euriboru v RS10 došlo k částečnému přehodnocení **prognózy působení vnějšího prostředí** na českou ekonomiku oproti RS07. Výhled nižších zahraničních sazeb při stejném výhledu zahraniční inflace implikuje nižší reálné zahraniční sazby. Rovnovážná trajektorie reálného 1R Euriboru však byla zachována, když na konci roku 2008 a v roce 2009 dosahuje úrovně 2 %. Ve výsledku se proto kladná mezera reálného 1R Euriboru posunula níže a působení měnové politiky v eurozóně je tak nyní hodnoceno jako méně přísné. Odhad mezery zahraniční poptávky je zhruba v souladu s RS07 a na celém horizontu předpovědi působí mírně protiinflačně.

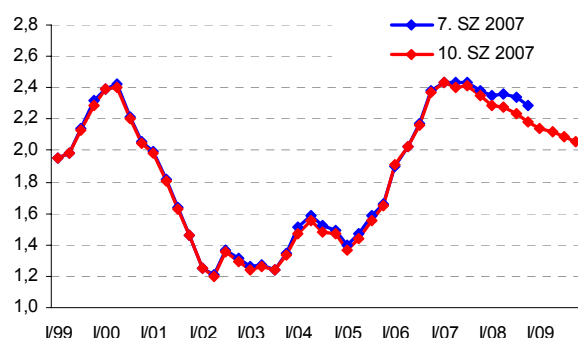
Rovnovážný reálný 1R Euribor (v %)



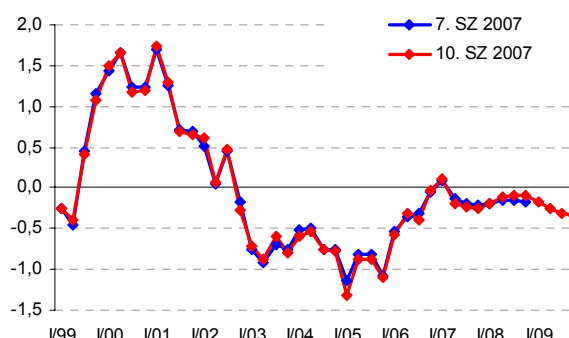
Mezera reálného 1R Euriboru (v %)



Tempo růstu rovnovážné zahraniční poptávky (mzr. v %)



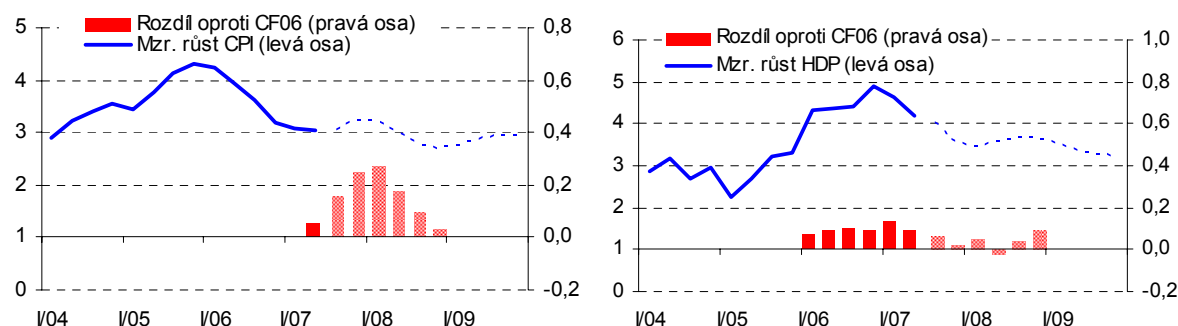
Mezera zahraniční poptávky (v %)



Všichni obchodní partneri

Efektivní ukazatele *inflace a růstu HDP* při zahrnutí všech významných obchodních partnerů byly vypočteny na základě CF09. Na rozdíl od červnové předpovědi CF, na které byl založen výhled efektivních ukazatelů v 7.SZ, se až do 1. čtvrtletí 2008 očekává spíše stagnace nebo mírný růst efektivní inflace. Teprve ve 2. polovině příštího roku by mělo dojít k jejímu dočasnému poklesu pod 3 %. Efektivní růst HDP byl za minulý rok revidován směrem vzhůru. Změny ve výhledu růstu jsou oproti předpovědi z června však jen nepatrné. Nadále se tak očekává zpomalení ke 3,5 %.

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

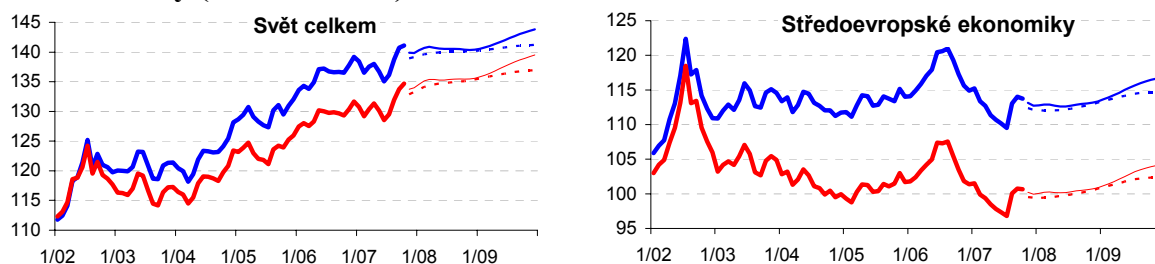


Pozn.: tečkovaná čára – předpověď CF.

Poté, co v červenci 2007 zaznamenal **nominální efektivní kurz** koruny vůči agregátu všech významných obchodních partnerů svoji nejslabší hodnotu od dubna 2006 (a proti koši středoevropských měn dokonce od dubna 2002), došlo v souvislosti s rozvazováním tzv.

„carry trades“ v následujících měsících naopak k prudkému posilování české měny. Vůči střeoevropským měnám se tak koruna na počátku října 2007 pohybovala zpět zhruba na pětiletém průměru, vzhledem k celkovému agregátu však zaznamenala další historická maxima. Jak předpovědi CF, tak ČNB očekávají nejprve korekci k mírně slabším hodnotám. V delším horizontu pak CF předpokládá u obou sledovaných agregátů lehce posilující trend. S využitím předpovědi ČNB ohledně kurzu CZK/EUR a inflace je efektivní posilování koruny od roku 2009 ještě výraznější.

Efektivní kurzy (rok 2000=100)



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

Eurozóna a Německo

Ekonomický růst v **eurozóně** se ve 2.Q 2007 proti předchozímu čtvrtletí snížil a podle CF09 dojde ve 2. polovině 2007 i v příštím roce k jeho dalšímu zpomalení. ECB ponechala své sazby v září i říjnu beze změny.

Ve 2.Q 2007 se meziroční tempo růstu HDP proti předchozímu čtvrtletí snížilo o 0,7 p.b. na 2,5 %. Na tento pokles působilo zejména zpomalení růstu fixních investic. K dalšímu zmírnění dynamiky HDP podle CF09 dojde ve 2. polovině 2007 hlavně kvůli silnému euru, vysokým cenám komodit (zejména energetických) a turbulencím na finančních trzích. Na očekávané zpomalení růstu ukazují také výsledky šetření spotřebitelské i podnikové důvěry, které jsou sice stále ještě vysoké, ale vytrvale klesají. Úroveň nezaměstnanosti, která se snížila proti minulému roku téměř o 1 p.b., se v srpnu držela na rekordně nízké úrovni 6,9 %. Podle CF09 bude pokračovat její postupné snižování, ale již pomaleji než v posledních dvou letech. Deficit běžného účtu za 2.Q 2007 ve výši 7 mld. EUR byl shodný jako ve stejném období minulého roku. Agregovaná obchodní bilance za leden až srpen 2007 se proti stejnému období minulého roku zlepšila o 34 mld. EUR na přebytek 16,5 mld. EUR.

Inflace spotřebitelských cen v eurozóně se v září zvýšila o 0,4 p.b. na 2,1 %. Důvodem byl bazický efekt vývoje cen energií způsobený jejich volatilním vývojem v minulém roce. Inflace tak po 10 měsících vzrostla nad úroveň 2 %. Podle CF09 by ve 4.Q 2007 mělo dojít ke zvýšení průměrné inflace o zhruba 0,3 p.b. proti předchozímu čtvrtletí na 2,2 %. Růst cen by se měl opět zmírnit na 1,9 % ve 2.Q 2008. ECB ponechala na svých zasedáních v září a říjnu měnověpolitické sazby beze změny na 4 %, přestože ještě v srpnu naznačovala jejich další zvyšování („strong vigilance“). Důvodem změny postoje bylo určité zpomalení růstu, posilující kurz eura vůči dolaru (hlavně po snížení sazeb v USA) a zejména pokračující turbulence na finančních trzích, jejichž konečný dopad do reálné ekonomiky je zatím nejistý. Řada institucí však již přikročila ke snížení výhledu ekonomického růstu pro eurozónu (Evropská komise, OECD, MMF). I bez zvýšení sazeb se kurz eura vůči dolaru dostal na počátku října na rekordní úroveň přes 1,42 USD/EUR a hodnota 3M EURIBORu se držela vysoko (4,8 %). Ke zpřísnění měnových podmínek tedy došlo i bez zásahu ECB, která si

navíc neuzavřela možnost dalšího zvyšování sazeb. Finanční trhy však v současné době s touto možností nepočítají a spíše začínají spekulovat o případném načasování prvního uvolnění měnové politiky.

Vývoj meziročních přírůstků **německého** HDP a jeho složek ve 4.Q 2006 a v 1. a 2.Q 2007 (3,9 %, 3,6 % a 2,5 %), stejně jako jeho mezičtvrtletních sezonně očištěných přírůstků (1 %, 0,5 %, a 0,3 %), by mohl naznačovat výrazné zpomalení německé ekonomiky. Statistické údaje však jsou významně ovlivněny zvýšením DPH na začátku 2007, které způsobilo přesun spotřeby do 4.Q 2006, a mírnou zimou, která umožnila zvýšení investiční činnosti v zimních měsících na úkor jarních. Německá ekonomika tak zůstává poměrně silná. Přestože ve 2. polovině 2007 dojde podle CF09 k dalšímu mírnému zpomalení proti 1. polovině roku, bude se tempo jejího růstu pohybovat okolo 2,3 %, kde se udrží i v příštím roce.

Míra nezaměstnanosti klesla v září na 8,2 % a proti předchozímu roku se snížila o 1,7 p.b. Podle CF09 bude trend dalšího snižování poněkud pomaleji pokračovat i v příštím roce. Inflation spotřebitelských cen se v září v důsledku bazického efektu cen energií překvapivě zvýšila proti srpnu o 0,5 p.b. na 2,4 % a po více než dvou letech je vyšší než 2 %.

Spojené státy

Přestože údaje o vývoji amerického HDP ve 3.Q 2007 zatím nejsou k dispozici, ekonomický růst zřejmě zpomalil v důsledku prohlubování krize na trhu rezidenčních nemovitostí a turbulencí na finančních trzích. Fed reagoval snížením své základní sazby o 0,5 p.b.

Ve 2.Q 2007 se meziroční tempo růstu americké ekonomiky zvýšilo na 1,9 % z 1,5 % v 1.Q (na 0,9 % z 0,2 % mezičtvrtletně) hlavně díky zlepšení čistého vývozu a spotřeby vlády. Během 3.Q 2007 však sílily náznaky zpomalování ekonomického růstu. Krize na trhu rezidenčních nemovitostí se prohlubuje. V červenci zde meziročně poklesly ceny domů o 4 % a zásoba neprodaných domů se zvýšila na rekordní úroveň. V září sice americká ekonomika vytvořila 110 tisíc nových pracovních míst, ale jejich tříměsíční úhrn byl po srpnu nejnižší od roku 2003 a proti minulému roku poloviční. Míra nezaměstnanosti se v září o 0,1 p.b. zvýšila na 4,7 %. Klesají ukazatele spotřebitelské důvěry i předstihové ukazatele za průmysl a služby. Meziroční tempo růstu spotřebitelských cen se v září výrazně zvýšilo na 2,8 % z 1,9 % v srpnu v důsledku bazického efektu cen energií, jejichž meziroční nárůst se v září zvýšil téměř o 8 p.b. Jádrová inflace zůstala beze změny na úrovni 2,1 %. Zvýšilo se také tempo růstu cen výrobců a dovozních cen.

Turbulence na finančních trzích, které se ECB i Fed pokoušely zmírnit dodáváním likvidity na peněžní trh, pokračují a míra jejich dopadů do reálné ekonomiky je prozatím nejasná. Uveřejněné údaje poskytují smíšený obraz a neumožňují jasné závěry. Spotřeba i spotřebitelská důvěra v USA poklesly, finanční situace podniků je však dobrá. Ekonomice také pomůže oslabující dolar. Řada institucí (OECD, IMF) snížila výhled pro americkou ekonomiku. Také CF09 upravil prognózu růstu amerického HDP v roce 2008 proti CF08 směrem dolů o 0,2 p.b. a proti CF06 o 0,5 p.b.

Fed snížil 18. září svou základní sazbu o 0,5 p.b. na 4,75 %. Změnil také rétoriku a přinejmenším přechodně i priority své měnové politiky. Za hlavní problém považuje turbulence na úvěrových trzích, které by spolu s krizí rezidenčních nemovitostí mohly způsobit výrazné snížení růstu. Úlohu Fedu ztěžuje fakt, že současný odhad hloubky krize a míry zpomalení ekonomiky je zatížen značnou nejistotou. Pokud se propad růstu potvrdí, bude Fed v souladu s očekáváním finančních trhů pokračovat v uvolňování měnové politiky. Další snížení sazeb o 0,25 p.b. je očekáváno na příštím zasedání FOMC v říjnu a ještě jedno

v stejném rozsahu v prosinci nebo v lednu. V opačném případě se Fed vrátí ke svému protiinflačnímu zaměření. Finanční trhy snížení sazeb přivítaly, ale někteří kritici vytýkají Fedu, že podlehl tlaku politiků a trhů a příliš zvýšil rizika budoucí inflace.

Středoevropské ekonomiky

Meziroční růst **slovenské** ekonomiky ve 2.Q 2007 dále zrychlil o 0,4 p.b. na 9,8 %. Jeho hlavním zdrojem je vysoký růst spotřeby, čistého vývozu a investic. Podle EECF09 bude silná dynamika slovenského HDP pokračovat i v příštím roce, i když mírně nižším tempem (7 %). Rychlý ekonomický růst se projevil v dalším snížení nezaměstnanosti na 8,2 % v srpnu, což představuje meziroční pokles o 1,7 p.b. V ekonomice se začínají objevovat náznaky nedostatku pracovních sil zejména u některých profesí.

Inflace spotřebitelských cen (CPI) se v září na Slovensku zvýšila na 2,8 % (z 2,3 % v srpnu) zejména v důsledku rychlejšího růstu cen energií, potravin a služeb. NBS ponechala již pátý měsíc sazby beze změny na úrovni 4,25 %. V souvislosti s maastrichtským kritériem veřejných financí se objevil určitý problém pro vstup Slovenska do eurozóny v roce 2009. Eurostat pravděpodobně provede změnu metodiky a zařadí hospodaření Národní dálniční společnosti do veřejných financí. Tím by se zvýšil podíl deficitu veřejných financí na HDP za rok 2006 o 0,4 – 0,7 p.b. a o 0,2 – 0,3 p.b. za rok 2007. Schválený deficit pro 2007 je těsně pod hranicí 3 % a tato změna by jej mohla posunout přes ni. Premiér Fico však ujistil veřejnost i trhy, že v případě nutnosti vláda zabezpečí splnění fiskálního kritéria snížením výdajů ve zbytku roku.

Meziroční tempo růstu **polského** HDP ve 2.Q 2007 mírně zrychlilo na 6,9 %. Hlavním zdrojem růstu je velmi vysoký nárůst fixních investic přesahující 22 %. Vysoká dynamika produktivity práce, která v posledním období mírně oslabila, se tedy zřejmě obnoví. Podle EECF09 dosáhne tempo HDP v letošním roce 6,4 % a v příštím roce mírně zpomalí o 1 p.b. kvůli snížení přírůstku investic (z 20 % na 13 %). Poklesne tempo růstu průmyslové produkce (z 10,5 % na 8,5 %) i růst mezd. Důsledkem rychlého ekonomického rozvoje je meziroční pokles nezaměstnanosti o více než 3 p.b. na 12 % v srpnu. Polská míra nezaměstnanosti však stále zůstává (podle použitého ukazatele) nejvyšší v EU.

Inflace se v Polsku v září zvýšila o 0,8 p.b. na 2,3 % hlavně v důsledku růstu cen potravin. Vzhledem k zhoršení poměru mzdy/produktivita zvýšila NBP na konci srpna kvůli obavě ze mzdověinflačních tlaků svou řídicí sazbu o 0,25 p.b. na 4,75 %. Trhy letos očekávají ještě dvě zvýšení sazeb na 5,25 %.

Růst **maďarského** HDP se ve 2.Q 2007 snížil o 1 p.b. na 1,6 %. Hlavním důvodem tohoto poklesu byla fiskální restrikce, vývoj zásob a snížení spotřeby domácností. Zdá se, že ekonomika dosáhla dna a dá se očekávat, že budoucí vývoj přinese její zlepšení díky akcelerujícím vývozům i průmyslové produkci a velmi vysokým přírůstkům průmyslových investic (meziročně ve 2.Q o 36 %). Také obchodní bilance se zlepšuje. EECF09 očekává v příštím roce zlepšení všech složek agregátní poptávky, což povede ke zvýšení tempa růstu HDP na 3 % z letošních 2,2 %.

V Maďarsku se v září inflace spotřebitelských cen díky bazickému efektu snížila na 6,4 % z 8,3 % v srpnu.¹ MNB i trhy však předpokládaly ještě výraznější pokles cen, ke kterému ale nedošlo kvůli neočekávaně vysokému nárůstu cen potravin. Analytici se domnívají, že růst

¹ V září 2006 byly zvýšeny DPH a regulované ceny v rámci opatření ke snížení rozpočtového deficitu a inflace spotřebitelských cen se tak proti srpnu 2006 zvýšila o 2,4 procentního bodu na 5,9 %.

cen potravin bude rychle pokračovat i v dalších měsících. Centrální banka přesto stále očekává, že se inflace v příštích dvou letech sníží na 3% hladinu mimo jiné díky zpevňujícímu kurzu a na konci září snížila svou sazbu na 7,5 %. Její rozhodování je významně ovlivňováno vývojem kurzu forintu, takže snížení sazeb Fedu a nezvýšení sazeb ECB mělo na uvolňování měnové politiky vliv. Trhy očekávají další snižování sazeb v příštích 12 měsících o 1 p.b.

Euribor a kurz eura vůči dolaru

Tříměsíční sazby **Euribor** v průběhu srpna v souvislosti s turbulencemi na finančních trzích prudce vzrostly (o 0,5 p.b.) a dosáhly úrovně 4,7 %. Na této hodnotě se stabilizovaly až do konce září, kdy opět vzrostly o 0,1 p.b. Trendový růst jednoletých sazeb **Euribor** se na začátku září zastavil a tyto sazby se postupně ustálily mírně pod tříměsíčními sazbami na úrovni 4,7 %. V porovnání s RS07 došlo k posunu trhem očekávaných budoucích jednoletých sazeb směrem dolů pod jejich současnou hodnotu. Na svém říjnovém zasedání ponechala ECB v souladu s očekáváním trhu úrokovou sazbu opět beze změny. Dle předpovědi CF09 lze do konce letošního roku očekávat pokles tříměsíčního Euriboru na úroveň 4,4 %, na které by se měl delší dobu udržet. Výnosy desetiletých bundů jsou v horizontu jednoho roku očekávány na úrovni 4,5 %.

Dolar vůči euru během září výrazně oslabil z hladiny okolo 1,36 USD/EUR až na hranici nového historického minima 1,42. Důvodem byly zejména obavy o další vývoj americké ekonomiky, které odstartovaly události na trhu rizikových hypoték. Otevřel se tak prostor pro další snižování základních úrokových sazeb Fedu. Zároveň se úrokový diferenciál dolaru vůči jednoletým sazbám v eurozóně snížil na počátku října až na 0,24 p.b. Zářijový Consensus Forecasts očekává v horizontu jednoho roku návrat kurzu USD/EUR na 1,36.

Cena ropy

Průměrná cena ropy Brent dosáhla ve 3.Q 2007 úrovně 75 USD/b, což představuje úroveň o 7 % vyšší proti předpokladu RS07. V období od srpna do září procházely ropné ceny značnými výkyvy. Od konce července až do poloviny srpna ceny ropy klesaly v důsledku obav z negativních dopadů finanční krize do reálné ekonomiky. Ve druhé polovině srpna začaly na ropné ceny působit obavy z příliš nízkých zásob ropných produktů v USA. Zásoby benzínu byly výrazně nižší než o rok dříve a dále klesaly. Produkci v Karibském zálivu navíc ohrožoval hurikán Felix a v Mexiku došlo k teroristickým útokům na plynovody a ropovody. Cena ropy Brent tak prošla sestupem z 80 USD/b ke konci července na cenu pod 68 USD/b v srpnu, v polovině září se pak opět přiblížila hodnotě 79 USD/b. V okolí této úrovně s určitými výkyvy oběma směry zůstala do začátku druhé říjnové dekády. V jejím průběhu se cena ropy Brent přehoupla přes hranici 80 USD/b, postupně se zvyšovala a 17. října přesáhla 84 USD/b. Vysoká úroveň cen souvisí částečně s oslabeným dolarem, ale je hlavně výsledkem tlaku na cenový růst ze strany spekulantů. Fundamentální důvody pro tyto vysoké ceny neexistují. Zásoby ropy a topné nafty (důležité před topnou sezonou na severní polokouli) jsou v USA a EU nad pětiletým průměrem. Zásoby benzínu jsou pod ním, ale po konci motoristické sezony by to neměl být problém. Prudký růst cen v druhé říjnové dekádě souvisí pravděpodobně s hrozbou útoku turecké armády na kurdské základny v iráckém Kurdistanu poté, co útoky povolil turecký parlament. V případě neočekávané krize (válka na Blízkém východě, teroristické útoky, ropná havárie) by se pravděpodobně dále výrazně zvýšila, vyloučena není ani cena přes 100 USD/b.

Vysoké ceny ropy neovlivnilo zvýšení těžební kvóty OPECu v září s účinností od listopadu, ukončení motoristické sezony v USA, ani revize výhledu globální ekonomiky v důsledku turbulencí na finančních trzích. Pro roky 2007 a 2008 předpokládá OPEC zvýšení poptávky po ropě o 1,5 % každý rok. Cílem této organizace je cena v rozmezí 60 – 70 USD/b. Prognóza CF09 očekává pokles ceny Brentu z průměrné úrovně 3.Q o 8,5 % v horizontu tří měsíců a 10,5 % za rok.

II.2 Předpoklady o vývoji fiskální politiky

Ve srovnání se 7. SZ měníme náhled na vývoj veřejných financí v letech 2007 a 2008. Očekávaný deficit vládního sektoru v roce 2007 mírně snižujeme na 3,4 % HDP a v roce 2008 pak výrazněji na 2,5 % HDP. Pro rok 2009 je nově předpokládán schodek veřejných financí ve výši 3,1 % HDP. Po fiskální expanzi v roce 2007 tak prognóza očekává nejprve významné zpřísnění fiskální politiky v roce 2008, a pak opětovné uvolnění v roce 2009.

Nová fiskální prognóza pro rok 2007 zohledňuje výsledky podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu ČR a reaguje na dosavadní vývoj veřejných financí v letošním roce. V rámci notifikací byl snížen schodek vládního sektoru pro rok 2006 v metodice ESA95 na 2,7 % HDP (původní odhad v březnové notifikaci činil 2,9 %). V tomto upřesnění ČSÚ zohlednil dodatečné informace zejména o daňových příjmech. Přehodnocení základny je zohledněno v prognóze pro rok 2007. Současně je na základě dosavadního vývoje v roce 2007 snížen odhad spotřeby vlády a zvýšen odhad příjmů ze sociálního a zdravotního pojištění. Uvedené úpravy vedou ke snížení kladného fiskálního impulsu v roce 2007 na příspěvek k růstu HDP ve výši 0,4 p.b. Přehodnocení schodku veřejných financí jde stejným směrem nicméně v nižším rozsahu než přehodnocení fiskálního impulsu, neboť pokles poptávkových výdajů je z velké části kompenzován nárůstem nepoptávkových výdajů.

Do prognózy pro rok 2008 jsou plně promítnuta všechna reformní opatření ke stabilizaci veřejných financí. Oproti červencové prognóze jsou tak zohledněny dopady všech daňových úprav a změn sociálních zákonů. Výsledkem je očekávání přísnější fiskální politiky v podobě nižšího schodku veřejných financí a prohloubení záporného fiskálního impulsu na -0,5 p.b.

Vzhledem k rychlému odeznění dopadů přijatých fiskálních opatření však pro rok 2009 předpokládáme opětovné zvýšení deficitu veřejných financí na 3,1 % HDP. Tento vývoj je výsledkem očekávaného výpadku daňových příjmů, neboť proběhne další etapa snížení sazeb DPPO a DPFO, a nezajištěného dodatečného krácení výdajů (které reforma uvažovala ve výši cca 11 mld. Kč). Prohloubení schodku se promítne do uvolnění fiskální politiky charakterizované kladnou hodnotou fiskálního impulsu.

	2006	2007				2008				2009
	10.SZ	4.SZ	7.SZ	9.SZ	10.SZ	4.SZ	7.SZ	9.SZ	10.SZ	10.SZ
Deficit vládního sektoru										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	2,7	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,0	2,6	2,5	3,1
Fiskální pozice (ESA 95) v p.b.	-0,4	0,6	0,7	0,7	1,5	-0,2	-0,7	-1,1	-1,0	0,3
Upravený deficit *										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	2,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,0	2,6	2,5	3,1
Fiskální pozice v p.b.	0,3	0,8	0,9	0,9	1,7	-0,2	-0,7	-1,1	-1,0	0,3
Fiskální impuls v p.b.	0,2	0,7	0,7	0,7	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,3

* deficit ESA 95 upravený o mimořádné jednorázové operace

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.² 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 3.Q 2007 podle 7. SZ 2007 (prognóza) a 10. SZ 2007 (odhad počátečního stavu)

3.Q 2007	7. SZ 2007	10. SZ 2007
Mezera RMC	0,7	0,6
Mezera výstupu	1,1	0,9
Mezera reálných mezd	-0,1	-0,1
Mezera RMCI	-0,3	-0,1
Úroková složka RMCI	0,1	0,1
Kurzová složka RMCI	-0,4	-0,2
Reálná rovnovážná apreciace	3,4	3,3
Rovnovážná reálná 1R sazba	1,0	0,9

V porovnání s předpoklady červencové prognózy odhadujeme ve 3.Q 2007 mírně nižší inflační tlaky z reálné ekonomiky, což odráží pozorovaný cenový vývoj. Mezera reálných mezních nákladů, aproximující tyto tlaky, se posouvá mírně dolů. V rámci toho je přehodnocena zejména mezera výstupu. Odhad mezery v reálných mzdách je naopak v souladu s červencovou prognózou a nachází se jen nepatrně pod svou neutrální úrovní.

Odhad mezery výstupu v aktuálním čtvrtletí je v porovnání se 7. SZ mírně nižší a nachází se zhruba na úrovni 0,9 %. Tento posun je dán především nižší korigovanou inflací bez PH, než předpokládala 7. SZ. Přes provedené statistické revize se náhled na vývoj domácího ekonomického růstu v letošním roce prakticky nezměnil a odhad mezery zahraniční poptávky se posunul jen mírně směrem nahoru k její neutrální úrovni. Odhad tempa růstu potenciálního, inflaci nezrychlujícího produktu zůstává obdobný jako v 7. SZ, jeho aktuální i na predikčním horizontu předpokládaná úroveň je mezi 5,5 a 6,0 %.

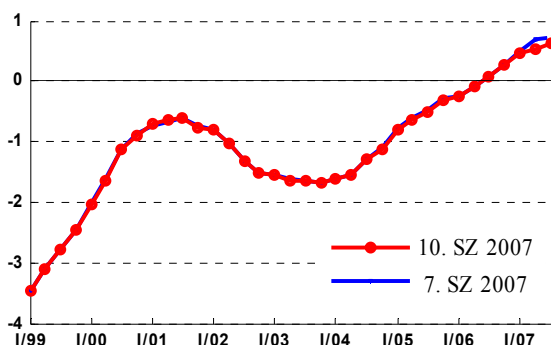
Vysoký růst nominálních mezd v letošním roce při nízké inflaci vedl k zeslabování protiinflačního působení reálných mezd z let 2005 a 2006. Aktuální působení mzdového vývoje na inflaci odhadujeme přibližně jako neutrální, což odpovídá předpokladům červencové prognózy. Tempo rovnovážného růstu reálných mezd se zpožděním následuje odhadovaný růst neinflačního produktu. Na prognóze je předpokládán růst rovnovážných reálných mezd tempem mírně nad 5 %.

² 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).

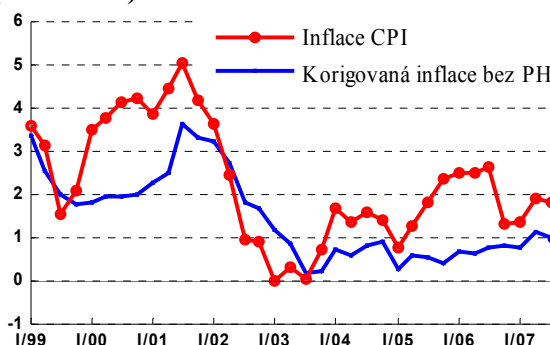
Současné nastavení reálných měnových podmínek, které ovlivňuje budoucí průběh hospodářského cyklu, je hodnoceno v souhrnu zhruba jako neutrální. Kurzová složka je hodnocena jako mírně uvolněná, úroková složka je naopak hodnocena jako slabě přísná.

Mezera reálných mezních nákladů bude ve 4.Q 2007 nadále dosahovat kladných hodnot. To bude dáno především kladnou mezerou výstupu (v roce 2007 expanzivní vliv fiskálu a mírně uvolněné působení měnových podmínek). Vliv reálných mezd na mezeru reálných mezních nákladů odhadujeme jako neutrální.

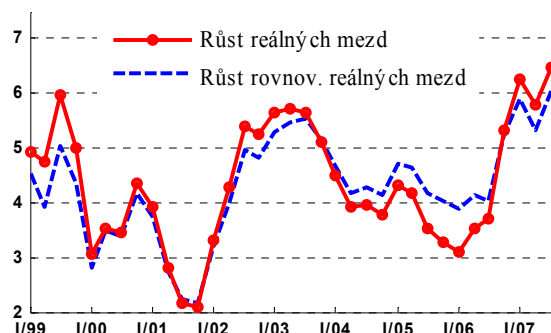
Mezera reálných mezních nákladů (v %)



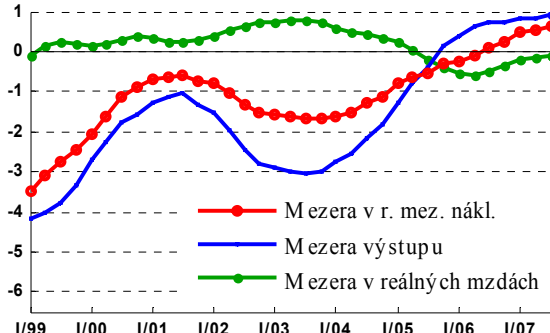
Inflace očištěná o vliv změn daní (mzr. v %)



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 ve 2.Q podle odhadu ČSÚ meziročně zvýšil o 6,0 % (7. SZ předpokládala růst 6,2 %). Zároveň byl revidován odhad růstu HDP za 1.Q 2007 směrem nahoru o 0,4 p.b.³

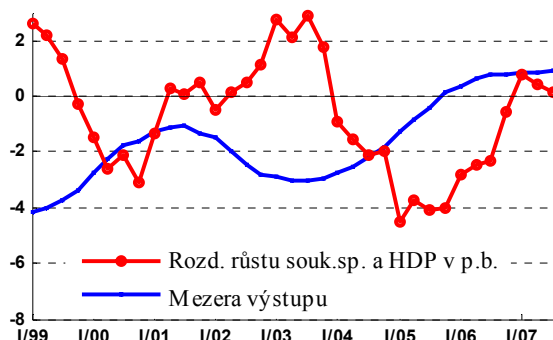
³ ČSÚ později publikoval též předběžné údaje ročních národních účtů za rok 2006 a zároveň provedl mimořádnou revizi ročních údajů za období 2004 a 2005. Významné rozdíly mezi údaji ve stálých cenách z ročních a čtvrtletních účtů jsou pro rok 2006 ve spotřebě domácností (+1,0 procentního bodu v meziročním růstu), spotřebě vlády (-1,1 p.b.), fixních investicích (-2,1 p.b.) i změně stavu zásob (+7,8 mld. Kč). Nižší je podle ročních účtů v roce 2006 rovněž vývoz a dovoz zboží a služeb (-31,5, resp. -31,6 mld. Kč), především z důvodu revize deflátorů. Mimořádná revize údajů za roky 2004 a 2005 zohledňuje především požadavek Eurostatu na harmonizaci přístupu k zachycení dálničních poplatků a také revizi údajů za drobné podnikatele, kteří se úmyslně vyhýbají registraci. Sladění čtvrtletních účtů s publikovanými ročními účty bude zveřejněno v prosinci spolu s údaji o HDP za 3.Q 2007.

Po sezonním očištění se reálný HDP ve 2.Q oproti předchozímu čtvrtletí zvýšil o 1,4 % (7. SZ 1,5 %). Ve shodě s červencovou prognózou pokračoval ve 2.Q rychlý růst spotřeby domácností. Pomaleji oproti prognóze rostla spotřeba vlády a fixní investice, zatímco výrazně vyšší byly zásoby. Celková hrubá tvorba kapitálu rostla ve srovnání s minulou prognózou mírně rychleji, stejně jako byl mírně vyšší čistý vývoz. Celková domácí i agregátní poptávka se zvýšily shodně s prognózou. Mezera výstupu ve 2.Q činila 0,9 % (7. SZ 1,0 %).

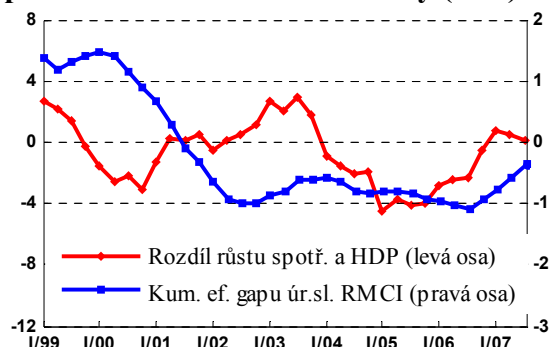
Dostupné údaje o vývoji ekonomické aktivity ve 3.Q signalizují udržení mezičtvrtletního růstu reálného HDP po sezonním očištění na úrovni 1,5 % (7. SZ 1,5 %). Tomu odpovídá meziroční růst 6,1 % (7. SZ 6,2 %). Kladná mezera výstupu se ve 3.Q udržel na úrovni 0,9 %.

Reálná **spotřeba domácností** ve 2.Q zpomalila meziroční dynamiku růstu o 0,7 p.b. na 6,5 % (7. SZ 6,3 %). V mezičtvrtletním vyjádření (po sezonním očištění) se zvýšila o 1,2 %. Meziroční reálný růst spotřeby byl výsledkem zvýšení nominálních spotřebitelských výdajů domácností o 8,6 %⁴ (7. SZ 8,2 %) při růstu deflátoru spotřeby domácností o 2,0 % (7. SZ 1,8 %). Při zrychlení růstu hrubého disponibilního důchodu ve 2.Q o 0,2 p.b. na 8,0 % (7. SZ 8,0 %) došlo jen k nepatrnému zvýšení míry hrubých úspor domácností (meziročně o 0,1 p.b. na 5,8 %). Stabilita, resp. jen mírná změna míry úspor, je v souladu s odeznívajícím uvolněným kumulativním působením úrokové složky měnových podmínek. Tempo růstu reálných spotřebitelských výdajů bylo ve srovnání s růstem HDP vyšší o 0,5 p.b. To může mj. odrážet procyklický vývoj fiskální politiky v letošním roce.

Spotřeba a hospodářský cyklus (v %)



Spotřeba a reálné úrokové sazby (v %)



Ve 3.Q odhadujeme meziroční zvýšení reálné spotřeby domácností o 6,1 %, což v mezičtvrtletním vyjádření (po sezonním očištění) představuje růst ve výši 0,6 %. Pokračující vysoký růst spotřeby domácností bude ve 3.Q odrážet stabilní růst nominálních výdajů na individuální spotřebu při mírném urychlení inflace (deflátor spotřeby domácností vzroste o 2,1 %). V pozadí bude stát pokračující vysoký růst disponibilního důchodu podpořený mzdovým vývojem, růstem zaměstnanosti a sociálních transferů.

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

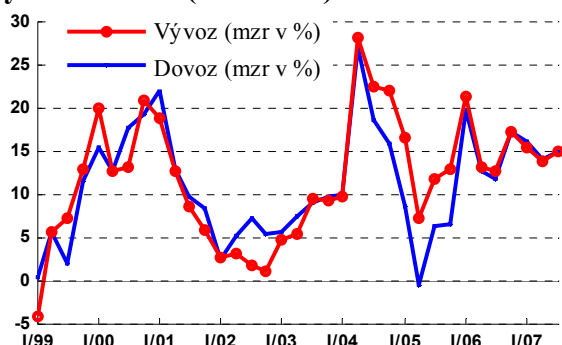
⁴ K výraznému nominálnímu růstu výdajů došlo podle Statistiky rodinných účtů (ČSÚ) ve 2.Q zejména u bytového vybavení a zařízení domácností. Je to zřejmě nejen výsledkem fáze ekonomického cyklu, ale souvisí to i s výrazným růstem na trhu nemovitostí. Významně rostla ve 2.Q rovněž vydání na stravování a ubytování, dopravu, rekreaci a kulturu.

Spotřeba vlády ve stálých cenách se ve 2.Q meziročně snížila o 1,6 %, zatímco červencová prognóza očekávala růst o 1,5 %. V běžných cenách se spotřeba vlády zvýšila jen o 1,8 % (7. SZ 5,4 %). Pokud bude naplňována námi předpokládaná výše a struktura výdajů veřejných rozpočtů, reálná spotřeba vlády by se měla ve 3.Q meziročně zvýšit o 1,7 %.

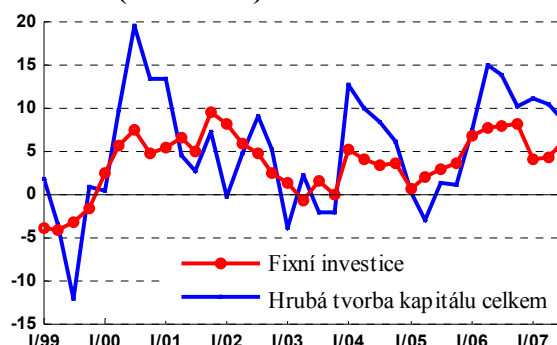
Hrubá tvorba kapitálu se ve 2.Q ve stálých cenách zvýšila o 10,3 % (7. SZ 9,1 %), přičemž odlišně oproti očekávání se vyvíjely její složky. **Fixní investice** se ve 2.Q meziročně zvýšily jen o 4,2 % (7. SZ 8,3 %), zatímco **zásoby** se zvýšily o 48,3 mld. Kč (7. SZ 37,1 mld. Kč). Pro 1.Q byl odhad růstu fixních investic ČSÚ zvýšen o 2,5 p.b. (na 4,0 %), tvorba zásob byla snížena o 8,9 miliard Kč. Vysoký růst zásob v 1.Q a 2.Q může i přes současný nízký růst fixních investic signalizovat vyšší růst budoucích investic. Na přetrvávající vysokou investiční aktivitu ukazují pokračující mimořádně vysoké dovozy pro investiční účely. Ve 3.Q očekáváme růst fixních investic o 6,1 % (7. SZ 8,6 %) a růst zásob o 32,9 mld. Kč (7. SZ 26,7 mld. Kč), celková hrubá tvorba kapitálu se zvýší o 8,0 % (7. SZ 7,5 %).

Reálný **vývoz zboží a služeb** se ve 2.Q meziročně zvýšil o 13,8 % (7. SZ 14,6 %). K vysoké dynamice vývozu přispěly zejména stále vysoký růst zahraniční poptávky a pokračující příznivé změny na nabídkové straně ekonomiky při nadále uvolněném kumulovaném působení kurzové složky měnových podmínek. Na základě předběžných údajů za 3.Q odhadujeme, že vývoz zboží a služeb se meziročně zvýší o 14,8 % (7. SZ 14,8 %).

Vývoz a dovoz (mzr. v %)



Investice (mzr. v %)



Reálný **dovoz zboží a služeb** se ve 2.Q zvýšil o 13,9 % (7. SZ 14,9 %). Čistý vývoz byl ve srovnání s červencovou prognózou mírně vyšší, ve 2.Q dosáhl +0,5 mld. Kč (7. SZ -0,8 mld. Kč). Zároveň byl zpřesněn údaj pro čistý vývoz za 1.Q o +6,7 mld. Kč, především z důvodu revize bilance služeb. Prognóza meziročního růstu reálného dovozu ve 3.Q je 14,6 % (7. SZ 14,3 %), což povede k deficitu čistého vývozu ve 3.Q ve výši 7,1 mld. Kč.

Trh práce

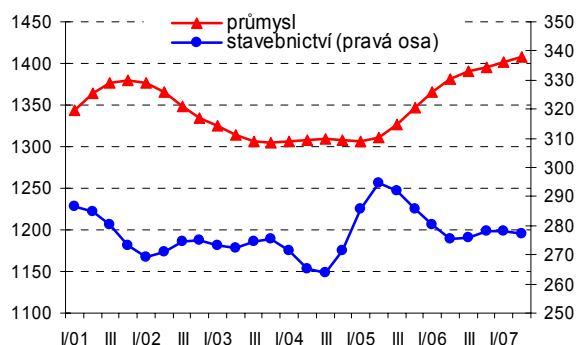
Nové údaje z oblasti trhu práce jsou v souladu s hodnocením, že se ekonomika nachází v podmínkách kladné mezery výstupu. Zaměstnanost ve 2.Q a 3.Q 2007 pokračovala v růstu a nadále docházelo k přílivu zahraničních pracovníků. Pokračoval vysoký růst mezd a míra nezaměstnanosti poklesla pod odhadovanou NAIRU. Meziroční růst NJMN sice nepatrně zpomalil, oproti nedávné minulosti však zůstává výrazně rychlejší a naznačuje tendence k více inflačnímu mzdovému vývoji.

Meziroční růst **celkové zaměstnanosti** ve 2.Q zrychlil na 1,8 % a zaměstnanost dosáhla nejvyšší úrovně od začátku roku 1998. Počet podnikatelů rostl stejně rychle jako počet zaměstnanců (1,8 %; prognóza 1,3 % pro růst zaměstnanců, resp. 0 % pro růst podnikatelů).

V absolutním vyjádření se však na růstu celkové zaměstnanosti více než 80 % podílel růst počtu zaměstnanců. Nejvýznamněji se na růstu zaměstnanosti podílely služby (+49,9 tis. osob), kde tempo růstu počtu zaměstnanců zrychlilo na 2,4 %. Růst zaměstnanosti v netržních službách byl rychlejší než v tržních službách. V rámci netržních služeb rostle již třetí čtvrtletí nejrychleji počet zaměstnanců ve zdravotnictví a sociální péči. V rámci tržních služeb pokračoval rychlý růst počtu zaměstnanců v odvětví nemovitostí, pronájmu a podnikatelských činností, kde růst přidané hodnoty svědčí o rozvoji podnikatelských aktivit, zatímco v obchodě, ubytování a stravování zaměstnanost klesala. K růstu zaměstnanosti stejně jako v předchozím období významně přispěl i zpracovatelský průmysl (+ 28,3 tis. osob), což úzce souvisí s realizací přímých zahraničních investic a navazujících činností a s příznivým vývojem poptávky. Vývoj sezonně očištěného počtu zaměstnanců zachycují níže uvedené grafy. Z nich je patrný pokračující růst zaměstnanosti v průmyslu, stagnace ve stavebnictví a potvrzení růstu zaměstnanosti ve službách.

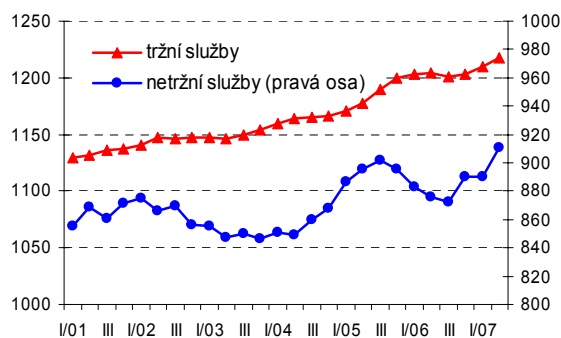
Kladná mezeza výstupu a její zpožděný efekt nadále generovaly růst poptávky po práci ve 3.Q. Odhadujeme, že meziroční tempo růstu celkové zaměstnanosti zřejmě dále mírně zrychlilo. Celková zaměstnanost vzrostla odhadem o 1,9 %, počet zaměstnanců se zvýšil o 2,2 %. K rostoucí zaměstnanosti stále přispíval zpracovatelský průmysl, zdravotnictví a sociální péče a odvětví nemovitostí, pronájmu a podnikatelských činností.

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)

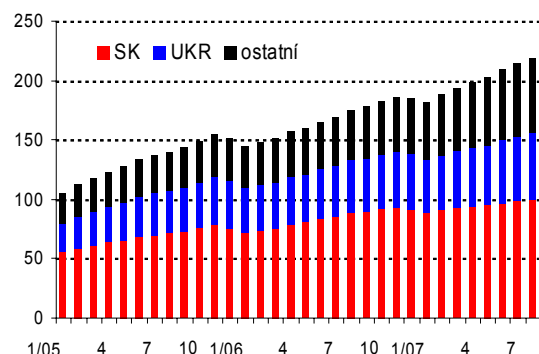


Poznámka: Zaměstnanci včetně členů produkčních družstev v civilním sektoru. Tržní služby: obchod, ubytování a stravování, doprava a spoje, finanční zprostředkování a nemovitosti. Netržní služby: veřejná správa, vzdělávání a zdravotnictví.

Růst poptávky po práci je i nadále částečně realizován zaměstnáváním **cizích státních příslušníků**. Z údajů MPSV o evidované zahraniční zaměstnanosti je patrné, že se meziroční růst zaměstnanosti cizinců zejména v závěru roku 2006 a v 1. polovině roku 2007 zrychlil a pohyboval se kolem 27 %. V srpnu a září 2007 meziroční růst sice mírně zpomalil, zůstal však poměrně vysoký. 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 také rychlým růstem počtu osob, které ukončily ekonomickou aktivitu ve věkové kategorii 60 a více let.⁵

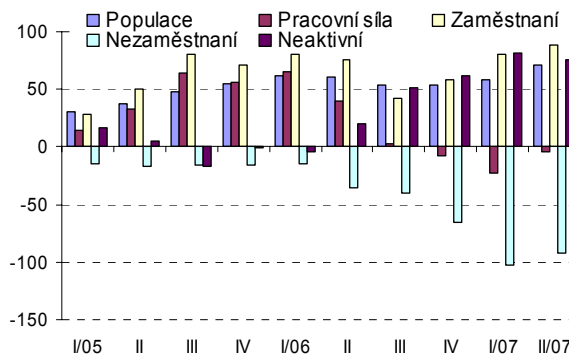
⁵ Také ve 2.Q 2007 došlo k nárůstu počtu ekonomicky neaktivních osob zejména v této kategorii (43,3 tis. osob).

Evidovaná zaměstnanost cizinců (počty osob v tisících)



Pramen: MPSV

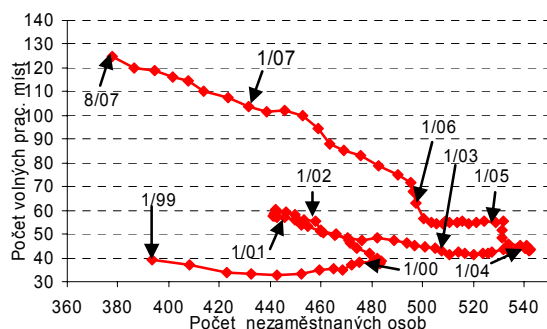
Ekonomické postavení populace (meziroční rozdíly v tisících)



Pramen: VŠPS

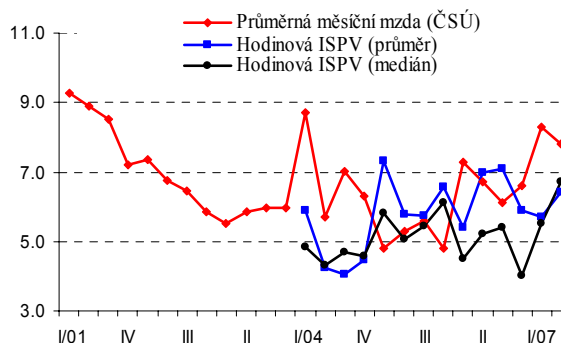
Vývoj tvorby **volných pracovních míst**, která je jedním z indikátorů situace na trhu práce, svědčil o rostoucí poptávce po práci. Sezonně očištěný počet volných pracovních míst se od počátku roku 2006 zvyšoval (s výjimkou prosince) a tento trend pokračoval v prvních třech čtvrtletích roku 2007. Vývoj Beveridgeovy křivky nasvědčuje tomu, že rostoucí poptávka po práci přispívá ke snižování registrované **nezaměstnanosti**. Ve 3.Q 2007 se míra celkové registrované nezaměstnanosti⁶ meziročně snížila o 1,6 p.b. na 6,7 %. Tento pokles je i ve 3.Q 2007 především cyklického charakteru, protože sklon Beveridgeovy křivky se v tomto období nezměnil. Sezonně očištěná registrovaná míra nezaměstnanosti se v posledních měsících snižovala v důsledku souběhu nižšího počtu nově hlášených uchazečů o práci (cca ze 1/3) a vysokého počtu vyřazených uchazečů (cca z 2/3, převážná většina z nich umístěním na nové pracovní místo).

Beveridgeova křivka (sezonně očištěné údaje v tisících)



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

Mzda v podnikatelské sféře (meziroční změny v %)



Pramen: ČSÚ, MPSV

Meziroční růst **průměrné mzdy v podnikatelské sféře** ve 2.Q podle očekávání mírně zpomalil na 7,8 % (prognóza ze 7. SZ 8,0 %), ke zpomalení došlo také v mezičtvrtletním vyjádření po sezonním očištění (1,8 %). Podle údajů Informačního systému o průměrném

⁶ 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.

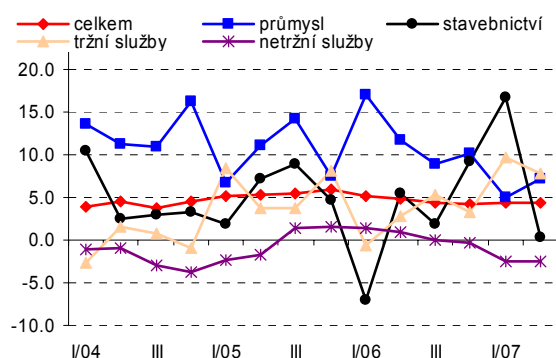
výdělku (ISPV) však průměrná hodinová mzda meziročně zrychlila o 0,7 procentního bodu na 6,4 %.⁷ V **nepodnikatelské sféře** rostla průměrná mzda pomalejším tempem a meziročně se zvýšila o 5,9 %.

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

Růst **produktivity práce** na úrovni národního hospodářství ve 2.Q 2007 stagnoval na 4,4 %. V průmyslu růst produktivity práce v metodice národních účtů zrychlil na 7,1 %, přesto ze střednědobého pohledu patří k nejnižším hodnotám. Celkový růst produktivity v průmyslu je negativně ovlivněn mimořádně vysokým poklesem přidané hodnoty a produktivity v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (-37,5 %).⁸ V nejvýznamnějším odvětví – zpracovatelském průmyslu – produktivita v 2.Q nadále rychle rostla (o 9,8 %). Růst produktivity práce ve stavebnictví ve 2.Q po mimořádně vysokém růstu v 1.Q výrazně zpomalil. Značný růst produktivity byl zaznamenán i v tržních službách. Ve 3.Q se růst produktivity práce vlivem zrychlení růstu zaměstnanosti pravděpodobně snížil na 4,2 %.

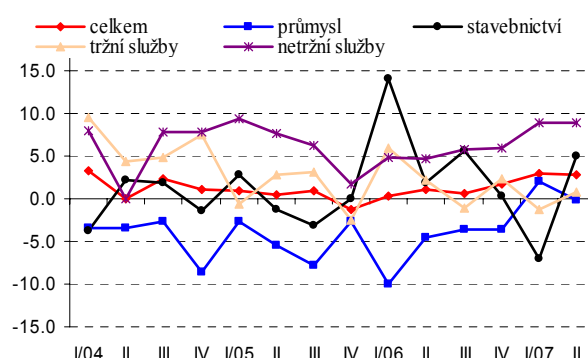
Dynamika růstu objemu mezd a platů podle metodiky národních účtů zpomalila více než produktivita, což znamenalo mírné zpomalení růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů (na 2,8 %). Přesto však jejich růst zůstává zřetelně rychlejší než v minulém roce a naznačuje, že se postupně objevují tendence k vytváření mzdovėinflačních tlaků. Nominální jednotkové mzdové náklady ve zpracovatelském průmyslu ve 2.Q meziročně klesaly rychleji (-2,3 %) než v průmyslu celkem (-0,2 %), kde byl vývoj nepříznivě ovlivněn trvajícím vysokým poklesem přidané hodnoty v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody. Pokles NJMN ve zpracovatelském průmyslu se však postupně zmírňuje. Ve 3.Q očekáváme růst NJMN na úrovni národního hospodářství na stejné úrovni jako v 2.Q (tj. 2,8 %).

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.

⁷ Rozdíl mezi růstem průměrné měsíční mzdy (ČSÚ) a hodinového výdělku (ISPV MPSV) naznačuje růst počtu odpracovaných hodin. Podle údajů ČSÚ se počet odpracovaných hodin v národním hospodářství ve 2.Q 2007 meziročně zvýšil o 0,8 %.

⁸ Přidaná hodnota v odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody ve 2.Q 2007 meziročně klesla o 39,8 %. Toto odvětví má zhruba 3% podíl na přidané hodnotě a zaměstnanosti v průmyslu.

Inflace

Celková inflace byla v závěru 3.Q 2007 téměř na úrovni prognózy ze 7. SZ. Vývoj v jednotlivých složkách byl však oproti červencové prognóze rozdílný. Nižší korigovaná inflace bez PH byla kompenzována vyšším růstem cen potravin, nižším poklesem cen pohonných hmot a vyššími dopady změn nepřímých daní. Predikce regulovaných cen se naplnila.

Vývoj inflace v září 2007

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky u mžr. v p.b. do inflace
		predikce 7.SZ	skutečnost	predikce 7.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	září 2007	-0,4	-0,3	2,9	2,8	-0,03
Regulované ceny		0,2	0,2	4,6	4,6	0,01
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.		0,13	0,02	1,02	1,09	0,07
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		0,0	0,1	1,9	2,5	0,16
Korigovaná inflace bez PH		-1,1	-0,6	1,3	0,7	-0,32
Ceny pohonných hmot - čisté		-0,8	-0,9	-3,0	-1,8	0,05
Měnověpolitická inflace		-0,6	-0,3	1,9	1,7	-0,16

Meziroční inflace v průběhu 3.Q zrychlila z 2,5 % v červnu na 2,8 % v září. K tomuto zrychlení nejvíce přispělo zvýšení dopadů změn spotřebních daní do cen cigaret (ke zrychlení přispělo 0,54 p.b.). Stejným směrem působilo zrychlení růstu regulovaných cen (s dopadem cca 0,1 p.b.). Zrychlení naopak brzdil pokles meziroční korigované inflace bez PH (s dopadem do změny inflace -0,2 p.b.). Meziroční růst cen potravin a cen pohonných hmot se významně nezměnil.

Predikce **regulovaných cen** se naplnila. Ke konci 3.Q vzrostly regulované ceny meziročně o 4,6 %. Nejvýznamnějšími pohyby v rámci regulovaných cen ve 3.Q byl růst regulovaného nájemného a růst cen zemního plynu (o 1,7 % v červenci). Ostatní položky zaznamenaly jen drobné pohyby cen s minimálními dopady do inflace.

Ve 3.Q byly **dopady změn nepřímých daní** oproti červencové prognóze vyšší, a to vlivem jiného načasování. Cigarety s vyššími cenami vyvolanými zvýšením spotřební daně od března 2007 se totiž na trhu začaly objevovat dříve a výměna cigaret s předešlými cenami za cigarety s novými cenami byla rychlejší. Predikce souhrnných primárních dopadů za rok 2007 se proto nemění. Nenaplnila se však predikce okamžitých sekundárních dopadů (avšak jen se setinovými dopady do inflace). V 7. SZ a i v předchozích prognózách jsme předpokládali, že zvýšení daní nebude do cen cigaret promítnuto plně (tj. předpokládali jsme záporné okamžité sekundární dopady). V předešlém kroku zvyšování spotřebních daní (od dubna 2006) se tento předpoklad naplnil a dopad tohoto opatření do inflace se realizoval až na počátku roku 2007. Mezitím došlo k jednání mezi výrobcí o omezení předzásobování cigaretami za původní (nižší) ceny. Zpoždění dopadu administrativní změny do cen se tak zkrátilo z devíti měsíců na jeden měsíc, výměna cigaret se zrychlila, konkurenční typy cigaret zdražují na shodné ceny a některé ceny se zvyšují o něco více než by odpovídalo růstu daní (dohánějí nižší zdražení z předešlého kroku). Nyní počítáme s kladnými bezprostředními sekundárními dopady změn daní u cigaret.

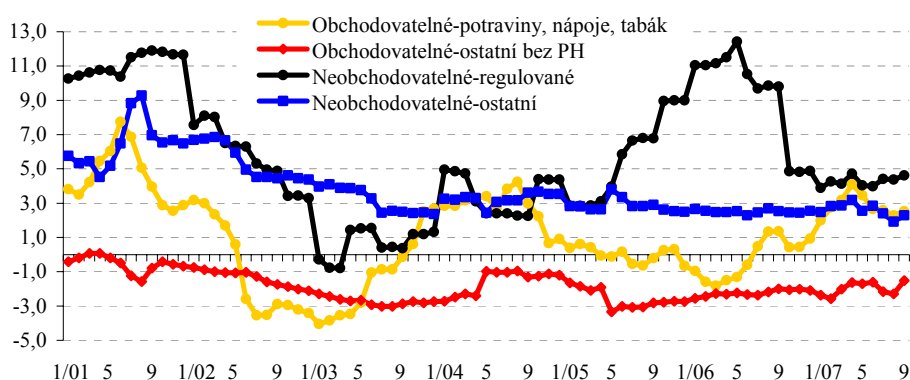
Meziroční růst **cen potravin** byl ve 3. Q vyšší, než jsme předpokládali v 7. SZ. Tato odchylka byla způsobena vyšším růstem cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin. Poměrně vysoký růst cen některých druhů potravin pokračuje i nyní, což potvrzují i výsledky týdenního šetření cen potravin v říjnu.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla ve 3.Q významně nižší, než jsme predikovali. Vývoj korigované inflace byl v tomto čtvrtletí významně ovlivněn metodickými změnami

souvisejícími se změnou spotřebního koše. Toto se týkalo hlavně cen rekreací, které měly letos výrazně slabší sezónnost (viz box v 9. SZ). Přestože se ale naplnil náš předpoklad, že se dopady do inflace z toho plynoucí v období od července až do září vykompenzují, meziroční korigovaná inflace bez pohonných hmot zůstala pod úrovní predikce – v září o cca 0,6 p.b. Z toho cca 0,15 p.b. připadá na vrub snížení telefonních poplatků. Predikce indikátorů korigované inflace ovlivňujících vývoj ve třetím čtvrtletí 2007 se však zhruba naplnily a jejich vývoj je v souhrnu proinflační (kurz začal výrazněji apreciovat až později). Nelze vyloučit, že rozdíl mezi vývojem indikátorů inflace a naměřenou inflací může nadále zčásti souviset se změnou spotřebního koše.

Ceny pohonných hmot meziročně klesaly o něco méně než očekávala červencová prognóza – ke konci 3.Q o 1,8 %, přičemž predikce předpokládala pokles o 3,0 % (tento rozdíl přispěl k odchylce v predikci celkové inflace 0,05 p.b.). Postupný meziměsíční růst cen pohonných hmot v důsledku výrazného růstu cen ropy v průběhu prvního pololetí tohoto roku skončil v červenci. V srpnu a září již došlo k meziměsíčním poklesům cen pohonných hmot (ceny ropy začaly klesat a výrazněji oproti prognóze posílila koruna vůči dolaru). Predikce pro 7. SZ však vycházela z jiného průběhu vývoje světových cen ropy a z jiného kurzu Kč k dolaru a předpokládala poněkud výraznější pokles cen. Z týdenních šetření cen vyplývá, že i v říjnu ceny pohonných hmot zatím mírně klesají.

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



V nejbližším období očekáváme další zrychlení meziročního růstu spotřebitelských cen. To bude způsobeno především zvýšením meziročního růstu regulovaných cen a cen potravin. Meziroční korigovaná inflace bez PH rovněž zrychlí. Příspěvek změn daní do meziroční inflace se už do konce roku 2007 zvyšovat nebude.

Reálné měnové podmínky

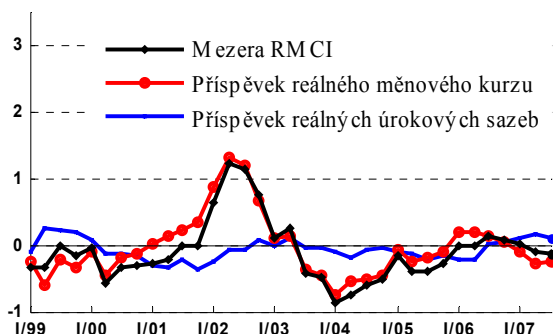
Odhad počáteční mezery výstupu je vedle vývoje ekonomické aktivity a inflace odvozován také od vývoje reálných měnových podmínek. Vzájemný vztah mezi mezerou výstupu a měnovými podmínkami je však charakterizován existencí zpoždění, které je nutno brát v úvahu. Současné nastavení měnových podmínek je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

Aktuální nastavení reálných měnových podmínek ve 3.Q 2007 hodnotíme v souhrnu zhruba jako neutrální. Toto nastavení je výsledkem slabě přísné úrokové složky měnových podmínek a mírně uvolněné kurzové složky. Mírný posun v hodnocení měnových podmínek oproti

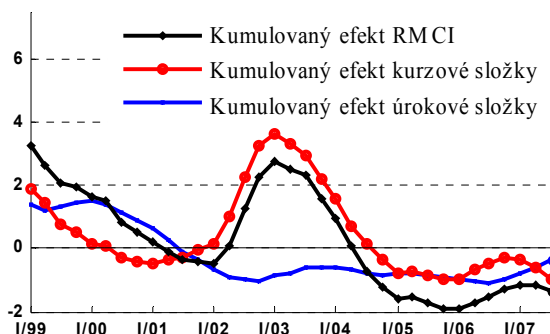
červencové prognóze směrem k méně uvolněnému působení je především důsledkem apreciace nominálního měnového kurzu, která zpřísnila kurzovou složku. Nominální úrokové sazby byly ve 3.Q 2007 oproti prognóze mírně nižší, což při mírně nižší než očekávané inflaci znamenalo téměř totožné nastavení úrokové složky měnových podmínek jako v 7. SZ.

Kumulovaný efekt jednotlivých složek měnových podmínek ukazuje, že kurzová i úroková složka působí od roku 2004 uvolněně, což přispělo k uzavření záporné mezery výstupu a jejímu překmitnutí do kladných hodnotách v celém období od roku 2005. V souladu se stále 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 %)



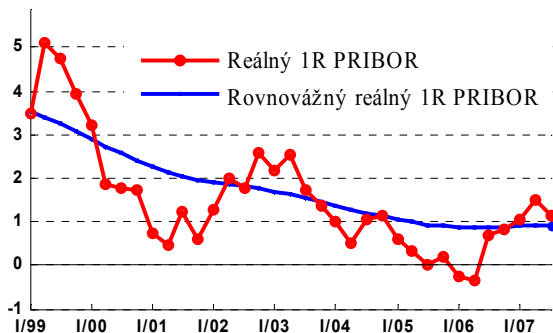
Kumulovaný efekt RMCI



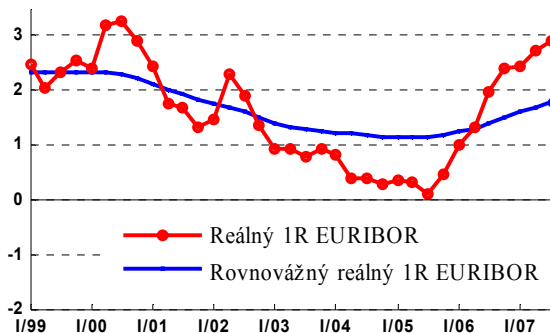
Sazby

Kumulované působení úrokové složky měnových podmínek je dlouhodobě uvolněné. Od poloviny roku 2006 však dochází k zpřísnění úrokové složky měnových podmínek, její aktuální nastavení ve 3.Q 2007 je hodnoceno jako mírně přísné, a to ve všech složkách.

Reálný 1R PRIBOR (v %)



Reálný 1R Euribor (v %)



Úrokové sazby na českém finančním trhu se ve 3.Q 2007 vyvíjely různorodě. Úrokové sazby na peněžním trhu se zvýšily o 0,3 až 0,5 p.b. s vyšší dynamikou na kratším konci výnosové křivky. Nejvýznamnějším faktorem tohoto nárůstu bylo dvojí zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. s platností od 27.7.2007 a 31.8.2007. Sazby se splatností nad jeden rok se změnily podstatně méně (-0,2 až 0,1 p.b.). Jejich vývoj byl z velké části určován situací na zahraničních trzích, kde dlouhodobé sazby spíše klesaly pod vlivem krize na trhu amerických rizikových hypoték. Většina účastníků trhu očekává další zpřísnění české měnové politiky ještě do konce tohoto roku, blíže viz **kapitola III.2 Prognózy ostatních institucí**.

Průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za 3.Q 2007 činil 0,4 p.b., což je v souladu s červencovou prognózou, průměrné hodnoty obou sazeb však byly mírně nižší, než bylo očekáváno. Výnosová křivka na peněžním trhu má v současnosti nadále pozitivní sklon, spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR k 17.10. činil 0,3 p.b.

Klientská úroková sazba z nově poskytnutých úvěrů v srpnu dosáhla 6,5 %. Průměr za první dva měsíce 3.Q 2007 činil 6,4 %, zatímco prognóza předpokládala 7,0 % pro celé čtvrtletí. Sazba z termínovaných vkladů v srpnu dosáhla 2,3 %.

V reálném vyjádření byla sazba 1R PRIBOR ve 3.Q 2007 v porovnání s červencovou prognózou zhruba na stejné úrovni (mírně nižší úroveň nominální úrokové sazby při mírně nižších inflačních očekáváních). Reálná roční sazba se nadále nachází nad svou rovnovážnou úrovní a její působení zůstává, jako v 7. SZ, mírně přísné.

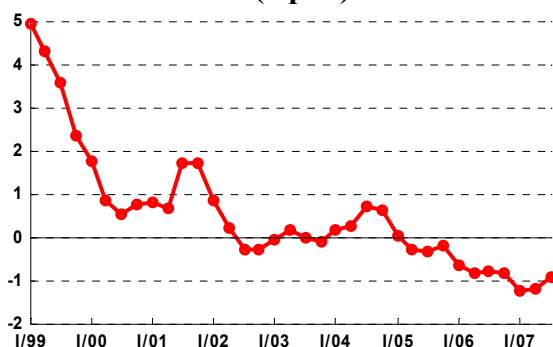
Sazby z nově poskytnutých úvěrů byly v reálném vyjádření ve 3.Q 2007 nižší oproti červencové prognóze, což bylo způsobeno nižší úrovní nominálních sazeb. Při zachování rovnovážné úrovně sazeb z nově poskytnutých úvěrů to znamenalo méně přísné působení této složky úrokové části RMCI.

Červencovou prognózou očekávané působení zahraničních sazeb v úrokové složce měnových podmínek ve 3.Q 2007 se naplnilo. Aktuální zahraniční reálná úroková sazba 1R Euribor je přibližně stejná, jako očekávala 7. SZ, nedošlo ani k přehodnocení její rovnovážné úrovně.

Úrokový diferenciál (1R PRIBOR – 1R Euribor) ve 3.Q 2007 činil -1,0 p.b. a byl vyšší, než prognózou předpokládaných -0,7 p.b. Úrokový diferenciál k 17.10. dosahoval -0,8 p.b.

Pro 4.Q 2007 předpokládá prognóza mírné zpřísnění úrokové složky měnových podmínek dané růstem nominálních úrokových sazeb při přibližné stagnaci inflačních očekávání.

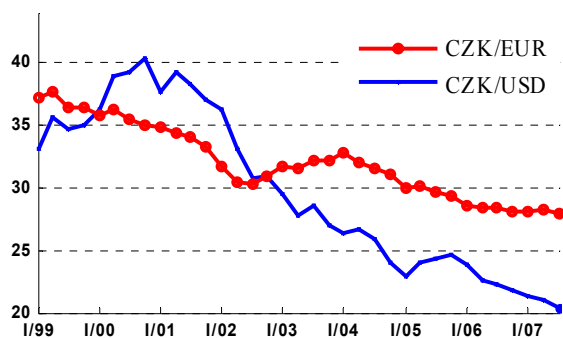
Úrokový diferenciál ročních nominálních sazeb vůči eurozóně (v p.b.)



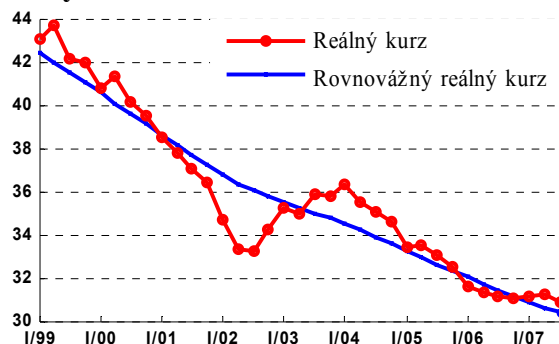
Kurz

Oslabování měnového kurzu v 1. pololetí 2007 vedlo při reálné rovnovážné apreciaci k uvolňování kurzové složky měnových podmínek. Ve 3.Q 2007 ovšem došlo k obratu a rychlé posílení nominálního měnového kurzu znamenalo posun k méně uvolněné kurzové složce reálných měnových podmínek.

Nominální kurz CZK/EUR a CZK/USD



Reálný kurz vůči euru



Ve 3.Q 2007 činila průměrná hodnota kurzu koruny 27,93 CZK/EUR. Koruna tak byla o cca 1,3 % pevnější než předpokládala červencová prognóza. Průměrná hodnota však není nadále příliš dobrou charakteristikou kurzového vývoje. Na počátku července vyvrcholil trend oslabování kurzu započatého v lednu 2007 (koruna v tomto období postupně oslabila z hodnot 27,5 CZK/EUR až na 28,7 CZK/EUR, kumulovaná hodnota poklesu koruny od počátku roku činila cca 4 %). Od počátku července začala koruna opět posilovat a v průběhu druhé poloviny září se vrátila na úroveň z počátku roku (27,5 CZK/EUR), na níž se pohybovala i na počátku října. Vlivem opětovného posílení koruny došlo v září k dalšímu zvýšení meziroční apreciacie koruny vůči euru oproti srpnu (1,2 %), a to na 2,9 %.

Při nadále velmi dobrých makroekonomických charakteristikách české ekonomiky relevantních pro kurzový vývoj ve střednědobém horizontu (nízká zahraniční zadluženost, vysoký a rostoucí přebytek výkonové bilance, pokračující čistý příliv přímých zahraničních investic, relativně nízký a ze střednědobého pohledu relativně stabilizovaný podíl veřejného dluhu na HDP) byl kurzový vývoj ovlivňován především chováním zahraničních krátkodobých investorů a úrokovou politikou centrálních bank. Zcela odlišný vývoj kurzu koruny oproti 1. pololetí by ovlivněn v podstatě pouze dvěma faktory. Rozhodujícím faktorem byla zvýšená averze krátkodobých investorů vůči kurzovému riziku vysoko úročených měn, která se odrazila v ukončování carry trades. Ke změně pohledu investorů na českou korunu přispěly i změny úrokových sazeb, zejména zúžení záporného úrokového diferenciálu koruny vůči euru o 0,5 p.b. a také změněná očekávání o jeho budoucím vývoji (zvýšení sazeb v eurozóně se již neočekává, zatímco v ČR se v ročním horizontu očekávají dvě zvýšení). Naopak mírné zlepšení ratingu ČR ze strany ratingové agentury Standard and Poors se v kurzovém vývoji neprojevovalo.

V ročním horizontu analytici IOFT předpokládají další posílení koruny vůči euru v průměru na 26,93 CZK/EUR tj. apreciovanější korunu oproti hodnotám z přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí 2007 o cca 2 %.⁹ Kurzový vývoj v příštím roce by mohl být významně ovlivněn zvýšenou aktivitou vlády na zahraničních trzích. Návrh státního rozpočtu na rok 2008 předpokládá emisi obligací na zahraničních trzích v rozsahu téměř 60 mld. Kč (letos nic) a výrazné zvýšení netto čerpání zdrojů EU (+46 mld. Kč) oproti letošnímu roku (10 – 15 mld. Kč). Zcela vyloučeno není ani dokončení některé z připravovaných privatizací.

Nastavení kurzové složky měnových podmínek hodnotíme ve 3.Q 2007 jako mírně uvolněné, avšak v menším rozsahu než předpokládala červencová prognóza. Posun je dán apreciací nominálního měnového kurzu při malých posunech domácí i zahraniční inflace očištěných

⁹ Analytici dotazovaní v šetření FECF očekávají v ročním horizontu zhruba stagnaci měnového kurzu (27,59 CZK/EUR).

o vliv nepřímých daní. Tempo reálné rovnovážné apreciacie se v aktuálním období v porovnání s červencovou prognózou nemění.

Pro 4.Q 2007 předpokládá prognóza mírně apreciovanější úroveň nominálního měnového kurzu CZK/EUR než ve 3.Q, tedy 27,60 CZK/EUR. V krátkodobém výhledu vývoje kurzové složky reálných měnových podmínek se však předpokládá nadále uvolněné působení, když tempo reálné apreciacie se přiblíží tempu rovnovážné reálné apreciacie.

II.4 Předpoklady ekonomických mechanismů

Ve srovnání se 7. SZ došlo v modelovém predikčním aparátu a v jeho měnověpolitických předpokladech pouze k jedné drobné úpravě. Tou je zvýšení termínové premie o 0,1 p.b. v rovnici pro odhad sazeb z nově poskytnutých úvěrů. K této změně dochází v souvislosti se zrušením daňové výhody na výnosy z hypotečních zástavních listů (součást nových fiskálních opatření). Podle odhadů bank se tato změna projeví ve zvýšení úrokové sazby z hypotečních úvěrů o 0,5 p.b., což při váze úvěrů na bydlení v nově poskytovaných úvěrech zhruba 32 % činí 0,16 p.b. Tato hodnota je spíše horním odhadem a pro zapracování do modelu tak bylo použito 0,1 p.b. od roku 2008.

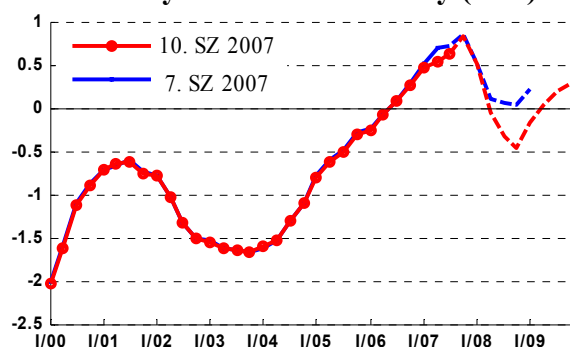
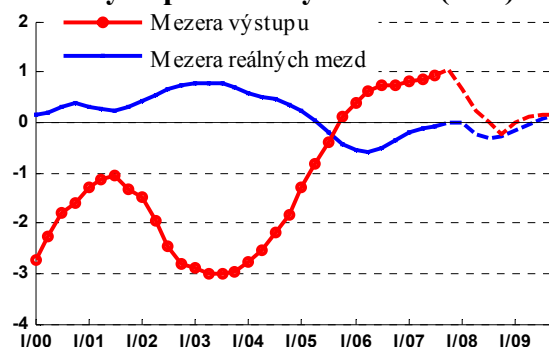
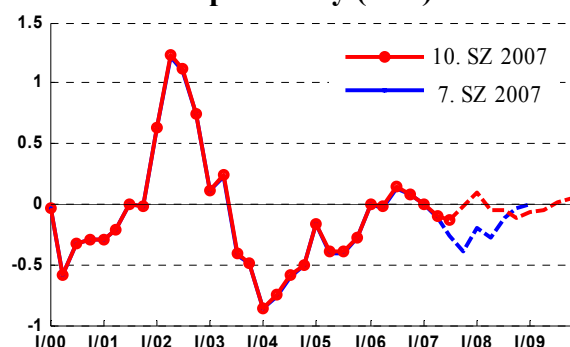
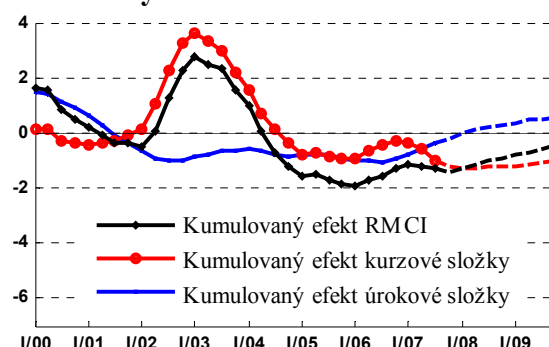
V logice modelových rovnic tak dochází k posunu nominální i reálné trajektorie sazeb z nově poskytnutých úvěrů směrem nahoru. Rovnovážná reálná trajektorie se však posouvá nahoru pomaleji a tedy dojde k mírnému zpřísnění této složky reálných měnových podmínek.

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

Cyklický vývoj hospodářství bude v následujícím období výrazně ovlivněn změnami působení fiskální politiky, což bude mít výrazný dopad zejména na spotřebu domácností. Stále poměrně robustní zahraniční poptávka spolu s kladným fiskálním impulzem povedou ve 4.Q 2007 k mírnému nárůstu kladné mezery výstupu na hodnotu 1,0 % (oproti 1,3 % v červencové prognóze). Reálné měnové podmínky budou na celém horizontu prognózy zhruba neutrální. Fiskální restrikce v roce 2008 povede k rychlému uzavření kladné mezery výstupu a jejímu krátkodobému překmitu do mírně záporných hodnot koncem roku 2008. Vlivem kladného fiskálního impulsu v roce 2009 se mezera výstupu opět vrátí do kladných hodnot, zůstane však v blízkosti své neutrální úrovně.

Inflační tlaky z reálné ekonomiky (v %)**Mezera výstupu a reálných mezd (v %)****Reálné měnové podmínky (v %)****Kumulovaný efekt RMCI**

Při předpokládaném tempu růstu inflaci nezrychlujícího produktu na úrovni 5,5 – 6,0 % bude vývoj mezery výstupu znamenat růst HDP v roce 2007 ve výši 6,2 % (stejně jako v 7. SZ), jeho zpomalení na 5,0 % v roce 2008 (5,4 % v 7. SZ) a opětovné zrychlení na 5,6 % v roce 2009. Z hlediska jednotlivých výdajových složek bude ekonomický růst v letošním roce tažen spotřebou domácností, v roce 2008 a 2009 pak především investiční poptávkou. Očekávaný vývoj ekonomické aktivity se promítá do prognózy růstu peněžního agregátu M2 v roce 2007 ve výši okolo 11 % a jeho zpomalení na úroveň cca 8,5 % v roce 2008 a na 7 % v roce 2009.

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 i opatřeními ve fiskální a sociální oblasti. V roce 2007 se reálné výdaje domácností na konečnou spotřebu zvýší o 6,2 % (6,1 % v 7. SZ) při zvýšení hrubého disponibilního důchodu o 8,0 % (7,9 % v 7. SZ).¹⁰ Míra úspor za celý rok 2007 se pod vlivem stále ještě uvolněného působení úrokové složky reálných měnových podmínek mírně sníží. Růst reálných spotřebitelských výdajů tak téměř o 0,5 p.b. předstihne růst reálného disponibilního důchodu.

V roce 2008 růst spotřeby domácností zpomalí na 3,6 %. Odhad dopadu zpomalení růstu počtu zaměstnanců (viz část **Trh práce**) a souvisejícího zpomalení růstu objemu mezd se ve srovnání se 7. SZ nemění. Hlavním faktorem, který ovlivní reálné výdaje domácností na konečnou spotřebu, jsou přijatá opatření ve fiskální a sociální oblasti. Ta způsobí snížení růstu reálné spotřeby domácností o 0,7 procentního bodu ve srovnání se 7. SZ (blíže viz tabulka níže a **Box Implikace změn daně z příjmu, sociálního a zdravotního pojištění pro míru**

¹⁰ Oproti 7. SZ došlo k revizi hrubého disponibilního důchodu za 1.Q. Prognóza hrubého disponibilního důchodu pro 2.Q se naplnila i při vyšší zaměstnanosti, než bylo očekáváno.

úspor v roce 2008). Chování spotřebitelů bude kromě vývoje na trhu práce a fiskální reformy ovlivněno i přechodem z mírně uvolněného do mírně přísného kumulativního působení úrokové složky měnových podmínek. Míra úspor se proto zvýší z 6,4 % v roce 2007 na 6,5 % v roce 2008.

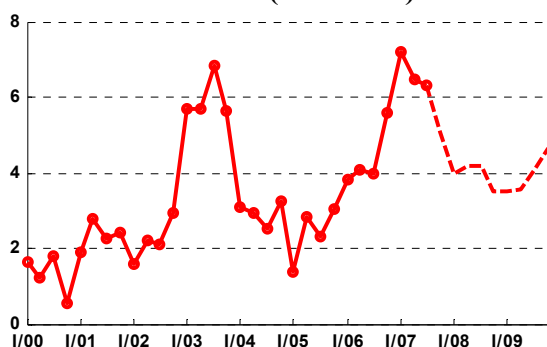
Dekompozice vlivu fiskální reformy na růst reálné spotřeby domácností v roce 2008

(příspěvky k růstu v procentních bodech, srovnání se 7. SZ)

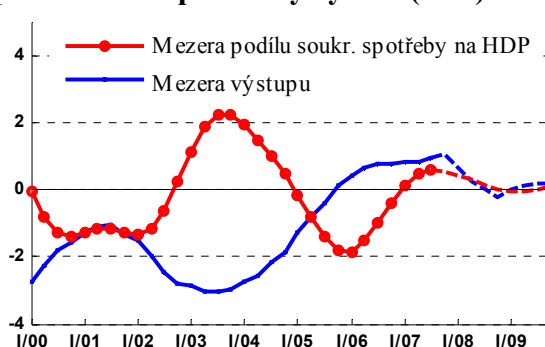
Oblast	Příspěvek
Daň z příjmu a sociální dávky	0,3
Platby ve zdravotnictví a energie zatížené energetickou daní	0,3
Redistribuční efekt změny daně z příjmu	-0,2
Zvýšení DPH + některých spotřebních daní	-1,1
Celkem	-0,7

V roce 2009 růst spotřeby domácností opět mírně zrychlí (na 4,3 %). K oživení růstu reálné spotřeby domácností přispěje zejména zrychlení růstu reálných disponibilních příjmů. To bude odrážet meziroční zpomalení růstu cenové hladiny měřené deflátozem spotřeby domácností (o 1,4 p.b.), které bude výraznější než zpomalení růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu (na 6,9 %). Pokles růstu nominálního disponibilního důchodu bude důsledkem zejména nižšího růstu objemu mezd a platů v důsledku mírně klesající zaměstnanosti (blíže viz Trh práce). K nižšímu růstu hrubého disponibilního důchodu přispěje i částečné vyprchání pozitivního efektu snížení daně z příjmu v meziročních hodnotách.¹¹ Kumulovaný efekt úrokové složky měnových podmínek bude v roce 2009 nadále mírně přísný. Míra úspor se proto bude pohybovat na úrovni z roku 2008.

Spotřeba domácností (mzr. v %)



Spotřeba a hospodářský cyklus (v %)



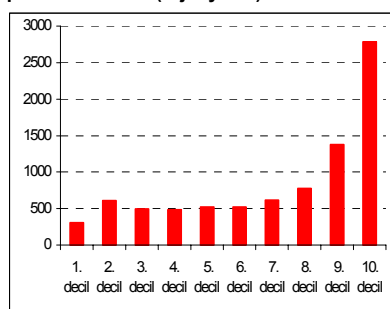
¹¹ Vyprchání tohoto efektu bude pouze částečné, protože i v roce 2009 dojde k dalšímu, i když podstatně menšímu, snížení sazby daně z příjmu fyzických osob.

Box: Implikace změn daně z příjmů, sociálního a zdravotního pojištění pro míru úspor v roce 2008

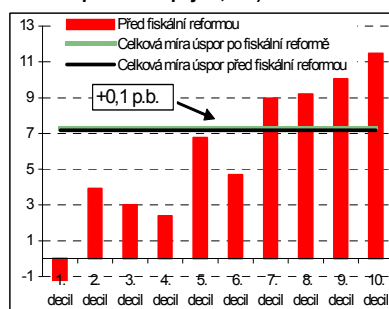
Změny v systému daně z příjmů fyzických osob a zavedení maximálního vyměřovacího základu pro odvody na sociální a zdravotní pojištění se projeví od roku 2008 ve změně disponibilního příjmu s rozdílnou intenzitou u jednotlivých příjmových skupin domácností. Výše uvedená opatření tak povedou k určité redistribuci příjmů, která bude mít pravděpodobně dopad do celkové míry úspor a následně do spotřeby domácností nad rámec primárního důchodového efektu z titulu všech fiskálních opatření týkajících se sektoru domácností. Cílem tohoto boxu je popsat hrubý odhad takto vymezených redistribučních efektů, který je zohledněn v prognóze spotřeby domácností. Tento odhad však nebere v úvahu dopady do míry úspor a spotřeby domácností z titulu úprav sociálních dávek resp. rychlejšího cenového růstu u některých specifických komodit vlivem změn nepřímých daní.

Provedené odhady vycházejí z předpokladu změny celkové míry úspor na základě změn podílů jednotlivých příjmových skupin domácností na celkových čistých peněžních příjmech. Analýza využívá údaje o rodinných účtech ČSÚ a mzdovou kalkulačku k výpočtu úspor na dani z příjmu, sociálním a zdravotním pojištění fyzických osob pro potřeby odhadu čistého peněžního příjmu před a po výše uvedených změnách. Odhady prezentované v tomto boxu vycházejí z hrubého peněžního příjmu na domácnost.¹² Uvažovány jsou slevy na dani na poplatníka a daňové zvýhodnění na jedno vyživované dítě. Předpokládá se, že domácnosti v jednotlivých příjmových skupinách si po reformě udrží míru úspor na úrovni před reformou. Nepoužijí tedy zvýšení příjmu ve větší než obvyklé míře na tvorbu úspor.

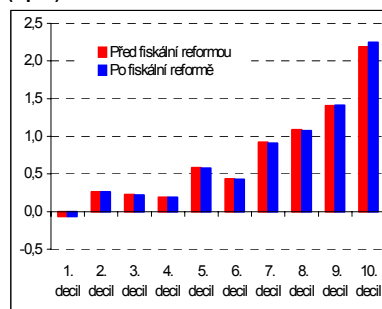
Měsíční úspora čistého peněžního příjmu po fiskální reformě (objemy v Kč)



Míra úspor (podíl čistě uspořené vklady k čistému peněžnímu příjmu, v %)



Příspěvky příjmových skupin k celkové míře úspor (v p.b.)



Z uvedené simulace vyplývá, že na změnách daně z příjmů a systému sociálního a zdravotního pojištění budou profitovat všechny příjmové skupiny domácností. Výrazně nejvíce však vydělají vysokopříjmové domácnosti zahrnuté v 10. decilu. Vzhledem k tomu, že míra úspor těchto domácností se pohybuje nad úrovní celkové míry úspor, lze za daných předpokladů odvodit, že dopady uvedených změn se promítnou do slabého nárůstu celkové míry úspor. U těchto domácností se totiž dále zvýší podíly jejich čistých peněžních příjmů na celkových peněžních příjmech, a tím vzroste jejich příspěvek k celkové míře úspor. Ta se zvýší v roce 2008 o 0,1 p.b. V případě, že při uvedených odhadech vycházíme z hrubého peněžního příjmu na osobu, úspora čistého peněžního příjmu se projeví pouze ve třech nejvyšších příjmových skupinách rovněž s výraznou převahou 10. decilu. Dochází k ještě vyššímu růstu příspěvku k tvorbě úspor u vysokopříjmových osob zahrnutých v nejvyšším decilu, a tím k růstu celkové míry úspor o 0,3 p.b. Tento případ lze považovat spíše jako podpůrný. Ve stejném směru působí fakt, že propočty vycházejí z výběrového šetření, kde je obvykle menší zastoupení vysokopříjmových respondentů než v celé populaci, čímž lze odhad dopadu do míry úspor považovat spíše za dolní hranici. Celkově lze tedy očekávat zvýšení míry úspor v roce 2008 v intervalu 0,1 – 0,3 p.b.

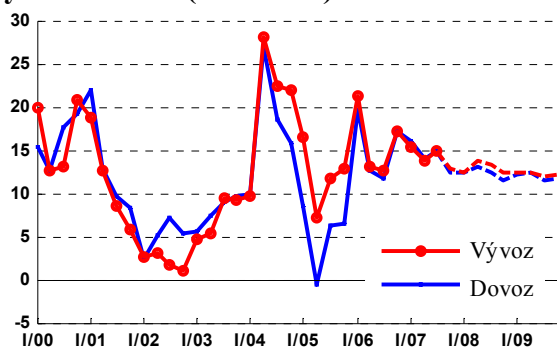
¹² Byly propočteny různé varianty dopadů v závislosti na vyjádření hrubého peněžního příjmu na osobu či domácnost a se zohledněním počtu ekonomicky aktivních členů domácnosti a vyživovaných dětí v jednotlivých příjmových skupinách. Výsledky jednotlivých propočtů se lišily jen málo.

Spotřeba vlády ve stálých cenách se v roce 2007 zvýší o 0,6 %, v roce 2008 se jen nevýznamně sníží a v roce 2009 opět poroste podobným tempem jako letos. V porovnání s červencovou prognózou bude růst spotřeby vlády v roce 2007 mírně nižší (o 0,7 p.b.), v roce 2008 bude naopak nepatrně vyšší. V roce 2007 stojí za přehodnocením růstu spotřeby vlády nižší růst nominální spotřeby (o 0,7 p.b.).

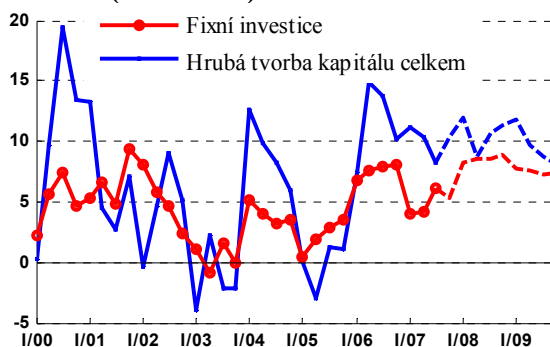
V letech 2008 a 2009 dojde ke zrychlení růstu **hrubé tvorby fixního kapitálu**. V roce 2007 se fixní investice zvýší jen o 4,9 %, v roce 2008 o 7,8 % a v roce 2009 o 8,9 %. Ve srovnání s červencovou prognózou budou investice v roce 2007 o 2,0 p.b. nižší vlivem přechodně nižší tvorby fixního kapitálu v průběhu letošního roku (viz část **Počáteční podmínky**). Tento vývoj částečně ovlivnil i přehodnocení prognózy pro rok 2008. V roce 2009 budou ve směru vyšších investic působit úspory z daňové reformy. Na zálohách na daň z příjmu podniky ve druhém pololetí 2009 ušetří 20 miliard Kč. Investice budou z tohoto titulu v roce 2009 vyšší zhruba o 5 – 10 mld. Kč, což přispěje 0,5 – 0,9 procentního bodu k růstu fixních investic. Investiční aktivita bude zároveň na horizontu prognózy podporována pokračujícím růstem zahraniční poptávky, přílivem reálné alokovaných přímých zahraničních investic (viz **Příloha – Platební bilance**), uvolněným kumulativním působením měnových podmínek a dále rovněž očekávaným růstem příjmů z EU. Poměrně vysoká bude pravděpodobně v období 2007 – 2009 tvorba zásob. Celková hrubá tvorba kapitálu se v roce 2007 zvýší o 9,9 %, v roce 2008 o 8,2 % a v roce 2009 o 9,6 %.

Reálný vývoz zboží a služeb bude ve srovnání s červencovou prognózou v roce 2007 a v první polovině roku 2008 mírně nižší vlivem silnějšího reálného kurzu, od druhé poloviny roku 2008 bude tempo růstu reálného vývozu mírně nižší především z důvodu pomalejšího růstu zahraniční poptávky. Dynamiku vývozu bude naopak zvyšovat realizace přímých zahraničních investic v exportních odvětvích. V roce 2007 se reálný vývoz zvýší o 14,0 %, v letech 2008 a 2009 pak jeho růst mírně zvolní (na 12,6 %, resp. 11,2 %).

Vývoz a dovoz (mzr. v %)



Investice (mzr. v %)



Růst **reálného dovozu** bude v horizontu prognózy jen mírně nižší ve srovnání s růstem vývozu. Nižší dynamika dovozu v roce 2007 o 0,5 p.b. oproti červencové prognóze souvisí s nižší dovozní náročností domácí poptávky oproti předpokladu v 7. SZ, v roce 2008 bude dovoz nižší především vlivem nižší domácí poptávky. V roce 2007 meziroční růst dovozu dosáhne 14,0 %, v roce 2008 pak 12,0 % a v roce 2009 necelých 11 %. V roce 2007 se deficit čistého vývozu meziročně nepatrně prohloubí a dosáhne 13,0 mld. Kč. V roce 2008 však již čistý vývoz dosáhne přebytku (3,4 mld. Kč), který se v roce 2009 dále zvýší (na 12,7 mld. Kč).

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

	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009
Hrubý domácí produkt	6.4	6.0	6.1	6.2	6.2	5.4	5.3	4.8	4.4	5.0	5.0	5.5	5.8	5.9	5.6
Spotřeba domácností	7.2	6.5	6.1	5.0	6.2	3.6	3.9	4.0	3.2	3.6	3.6	3.7	4.6	4.9	4.2
Spotřeba vlády	0.2	-1.6	1.7	1.9	0.6	-0.1	3.3	-1.7	-1.5	-0.1	-0.8	1.7	1.0	0.7	0.7
Hrubá tvorba fixního kapitálu	4.0	4.2	6.1	5.3	4.9	7.7	8.0	7.5	7.9	7.8	8.7	8.7	9.1	9.3	8.9
Vývoz zboží a služeb	15.3	13.8	14.8	12.4	14.0	12.2	13.6	12.5	12.0	12.6	11.4	11.1	11.6	10.5	11.2
Dovoz zboží a služeb	16.1	13.9	14.6	11.9	14.0	12.1	13.1	11.8	11.1	12.0	10.9	10.8	11.5	10.5	10.9
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	11.6	0.5	-7.1	-18.1	-13.0	14.0	4.5	-2.9	-12.2	3.4	19.8	7.5	-1.8	-12.9	12.7
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	1.7	0.1	-0.9	-2.4	-0.4	1.9	0.6	-0.4	-1.5	0.1	2.6	0.9	-0.2	-1.5	0.4

Srovnání prognózy HDP a jeho složek v 7. SZ a 10. SZ

meziroční změny v %	2007			2008			2009
	7.SZ	10.SZ	Rozdíl	7.SZ	10.SZ	Rozdíl	10.SZ
HDP	6.2	6.2	0.0	5.4	5.0	-0.4	5.6
Spotřeba domácností	6.1	6.2	0.1	4.3	3.6	-0.7	4.2
Spotřeba vlády	1.3	0.6	-0.7	-0.4	-0.1	0.3	0.7
Hrubá tvorba kapitálu	9.9	9.9	0.0	9.0	8.2	-0.8	9.6
v tom: HTFK	6.9	4.9	-2.0	9.6	7.8	-1.8	8.9
ZSZ (mld. Kč)	105.5	121.4	15.9	109.9	134.7	24.8	153.6
Vývoz zboží a služeb	14.2	14.0	-0.2	13.0	12.6	-0.4	11.2
Dovoz zboží a služeb	14.5	14.0	-0.5	12.3	12.0	-0.3	10.9
Čistý vývoz (mld. Kč)	-19.6	-13.0	6.6	-3.1	3.4	6.5	12.7
Celková domácí poptávka	6.3	6.2	-0.1	4.9	4.4	-0.5	5.4
Agregátní poptávka	10.1	10.0	-0.1	8.9	8.5	-0.4	8.4

Trh práce

Uzavření mezery výstupu v roce 2005 a její růst do kladných hodnot v letech 2006 a 2007 doprovází vysoká dynamika **zaměstnanosti**. Celková zaměstnanost se letos zvýší o 1,8 % (1,4 % v 7. SZ). Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev vzroste o 1,9 %, tedy o 0,5 p.b. více, než předpokládala prognóza ze 7. SZ. Zvýšení odhadu růstu zaměstnanosti je způsobeno především zpřesněním prognózy na základě nových údajů za 2.Q 2007.

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 bude pokračovat i v nejbližším období. Míra celkové registrované nezaměstnanosti se od 2.Q 2007 nachází pod svou neinflační úrovní a tato záporná mezera se bude ve zbytku roku 2007 dále zvětšovat.¹³ To se bude spolu s rostoucí inflací projevovat v dále rostoucích tlacích na růst nominálních mezd. Tento tlak bude jen částečně omezován přílivem zahraničních pracovníků s nižšími mzdovými nároky.¹⁴ Průměrná míra celkové registrované nezaměstnanosti za rok 2007 se ve srovnání s rokem 2006 sníží o 1,5 p.b. a bude činit 7,1 %. Obecná míra nezaměstnanosti se v důsledku rychle rostoucí zaměstnanosti (VŠPS) sníží o 1,8 p.b. na 5,3 %.

V **roce 2008** dojde ke zpomalení růstu zaměstnanosti na 0,8 % (0,4 % podle 7. SZ) zejména v důsledku zpomalení ekonomického růstu v roce 2008. Prognóza růstu zaměstnanosti se ve

¹³ Vedle polohy ekonomiky v rámci cyklu budou mít na vývoj nezaměstnanosti nadále vliv i přísnější podmínky pro registraci na úřadech práce.

¹⁴ 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.

srovnání se 7. SZ zvyšuje díky rychlejšímu než očekávanému růstu v roce 2007, což je jen částečně kompenzováno nižší trajektorií mezery výstupu. Pokles celkové registrované nezaměstnanosti se zpomalí, průměrná míra nezaměstnanosti dosáhne 6,4 % (6,6 % podle 7. SZ) a bude se pohybovat 0,2 – 0,3 p.b. pod svou neinflační úrovní (NAIRU). To bude spolu se zrychlující inflací vytvářet tlaky na růst mezd. Obecná míra nezaměstnanosti se vlivem vyššího růstu zaměstnanosti sníží ve srovnání se 7. SZ výrazněji, a to na 4,6 % (5,2 % podle 7. SZ).

V roce 2009 se ve vývoji zaměstnanosti již plně projeví zpožděný vliv uzavírání kladné mezery výstupu z předchozího roku a růst zaměstnanosti zpomalí až do mírně záporných hodnot. Celková zaměstnanost se sníží o 0,2 %, počet pracovníků včetně členů produkčních družstev o 0,3 %. To povede k zastavení snižování míry nezaměstnanosti. Míra registrované nezaměstnanosti celkem a obecné nezaměstnanosti vzroste o 0,1 p.b. na 6,5 %, resp. 4,7 %. Pokračující rychlý ekonomický růst v podmínkách stále nízké míry nezaměstnanosti a předchozího zaostávání růstu mezd za svým rovnovážným tempem v situaci zrychlující inflace bude doprovázen pokračujícím tlakem na vysoký mzdový růst.

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

UKAZATEL	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009
Zaměstnanost celkem	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,2	1,0	0,7	0,2	0,8	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
z toho : zaměstnanci ^{a)}	1,3	1,8	2,2	2,4	1,9	1,5	1,2	1,0	0,2	1,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
ostatní zaměstnaní	3,5	1,8	0,3	-1,3	1,0	-0,2	0,0	-0,8	0,2	-0,2	1,1	0,0	0,4	0,0	0,4
Registrovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr za období	8,2	7,0	6,7	6,6	7,1	6,8	6,1	6,3	6,5	6,4	6,8	6,2	6,4	6,5	6,5
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr	6,0	5,3	5,1	4,8	5,3	4,9	4,4	4,6	4,6	4,6	4,8	4,6	4,8	4,8	4,7
NAIRU	7,5	7,3	7,1	6,9	7,2	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) ^{b)}	7,9	7,4	7,4	7,2	7,5	7,8	7,3	7,9	7,5	7,6	7,4	8,1	8,2	7,6	7,8
(reálná)	6,2	4,8	4,8	3,2	4,8	2,6	2,4	2,8	2,4	2,5	3,5	4,6	4,8	4,4	4,3
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	8,3	7,8	8,0	7,7	8,0	8,9	8,3	9,0	8,6	8,7	8,4	9,2	9,3	8,7	8,9
z toho: průmysl (nominální)	8,0	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
nepodnikatelská sféra (nominální)	6,3	5,9	5,5	5,5	5,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Mzdy a platy v NH (nominální) ^{c)}	9,3	9,4	9,8	9,8	9,6	9,4	8,6	8,9	7,7	8,7	7,2	7,7	7,7	7,3	7,5
Mzdy a platy celkem podle NÚ - české domácnosti (nom.)	8,5	8,0	8,5	8,5	8,4	8,1	8,0	8,1	7,5	7,9	7,0	7,3	7,3	7,1	7,2
NJMN (nom. mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	3,0	2,8	2,8	2,6	2,8	3,1	2,7	3,3	3,0	3,0	2,1	1,9	1,7	1,3	1,8
NJMN v průmyslu (nominální mzda na PP z tržeb)	-1,3	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
NJMN v průmyslu (objem mezd na přidanou hodnotu)	2,1	-0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	4,4	4,4	4,2	4,4	4,3	4,2	4,3	4,1	4,2	4,2	5,0	5,8	6,0	6,1	5,7

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

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

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

c) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnaností v NH

Na konci roku 2007 dojde k uzavření dosud záporné **mezery reálných mezd**. V důsledku zrychlující inflace a relativně méně pružných nominálních mezd však bude prognózovaný vývoj reálných mezd ve zbytku roku 2008 znovu postupně mírně zaostávat za jejich rovnovážným růstem. V roce 2009 však zmírnění dynamiky růstu cen povede při setrvačném nominálním mzdovém růstu k opětovnému uzavření mezery reálných mezd a ve druhé polovině roku 2009 mezera reálných mezd překmitne do mírně kladných hodnot.

V roce 2007 růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře zrychlí na 8,0 % (stejně jako v 7. SZ), reálně na 5,2 %. Hodnocení situace na trhu práce se oproti 7. SZ téměř nemění, proto nedochází ke změně tlaků na růst mezd a přehodnocení prognózy.

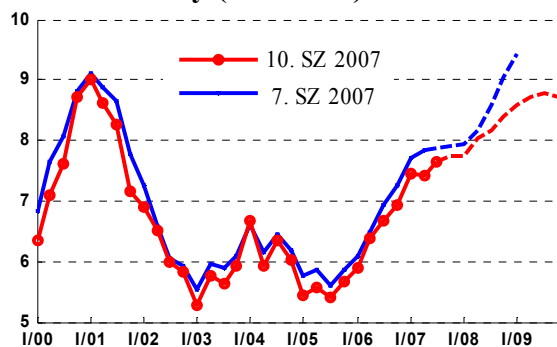
Podle údajů ze státního rozpočtu a dosavadního vývoje mezd lze očekávat, že průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vzroste v roce 2007 o 5,8 %, tj. téměř stejně jako v 7. SZ (rozdíl +0,3 p.b.). Změna prognózy zohlednila pouze mírně vyšší růst mezd v 1. pololetí 2007, než předpokládala červencová prognóza. 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.

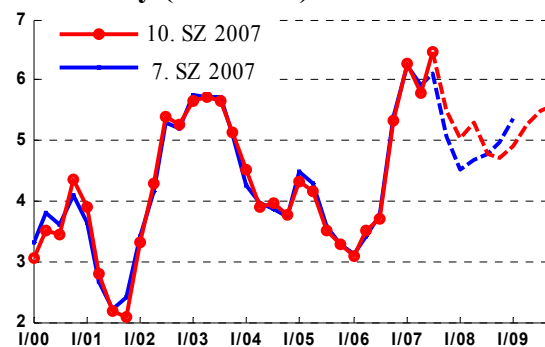
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích se na základě předpokladů o vývoji v podnikatelské a nepodnikatelské sféře v roce 2007 zvýší o 7,5 %, což je 0,1 p.b. více než předpokládala prognóza ze 7. SZ. Nominální jednotkové mzdové náklady zvýší svoji dynamiku z 1,0 % v roce 2006 na 2,8 % v roce 2007, což indikuje růst mzdovénákladových inflačních tlaků, avšak ve srovnání se 7. SZ je zrychlení NJMN o 0,1 p.b. nižší.

V roce 2008 průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře vzroste o 8,7 % (stejně jako v 7. SZ), v reálném vyjádření o 3,5 %. Za zrychlením růstu průměrné mzdy ve srovnání s rokem 2007 budou stát vyšší mzdovėinflační očekávání. V nepodnikatelské sféře se zvýšení mezd bude pohybovat mírně pod 4 % (3,7 % podle 7. SZ). Podle informací z návrhu státního rozpočtu vzroste pro 62 % zaměstnanců nepodnikatelské sféry objem mezd o 1,5 %. Zároveň dojde k poklesu zaměstnanosti o 0,2 % a k rozpouštění prostředků dříve rezervovaných v kapitole všeobecná pokladní správa do rozpočtů jednotlivých kapitol. Ve zbytku nepodnikatelské sféry prognóza počítá s 5% mzdovým růstem.

Nominální mzdy (mzr. v %)



Reálné mzdy (mzr. v %)



Průměrná nominální mzda se v celém národním hospodářství zvýší o 7,8 % (7,7 % v 7.SZ). Tempo růstu NJMN se bude pohybovat na mírně vyšší úrovni než v roce 2007 a dosáhne 3 %. Růst objemu mezd zpomalí, neboť mírné zrychlení růstu průměrné mzdy nepokryje výraznější zpomalení růstu počtu zaměstnanců. Zpomalení však bude nižší než u HDP.

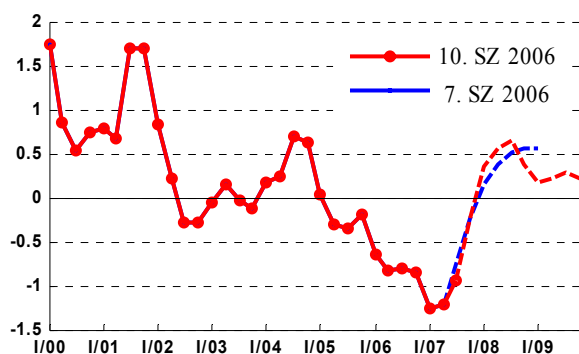
V roce 2009 růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře dále zrychlí na 8,9 %, reálně na 5,4 %. Na růst mezd bude působit zrychlení růstu HDP v podmínkách nízké nezaměstnanosti a vyčerpání možností zvyšování zaměstnanosti. K růstu mezd přispěje i setrvačnost mzdového růstu a vysoká inflace v roce 2008, která ovlivní kolektivní vyjednávání pro rok 2009. V nepodnikatelské sféře se bude růst průměrné mzdy pohybovat okolo 3,6 %. V organizačních složkách státu a příspěvkových organizacích vzroste o 2,7 % (1,5 % nárůst mzdových prostředků +1,2 % snížení počtu funkčních míst) a ve zbytku nepodnikatelské sféry poroste mzda o cca 5 %.

Průměrná nominální mzda se v celém národním hospodářství zvýší o 7,8 %, reálně o 4,3 %. Tempo růstu NJMN se sníží na 1,8 %. Dynamika růstu objemu mezd se sníží vlivem klesající zaměstnanosti a zároveň dojde ke zrychlení růstu HDP.

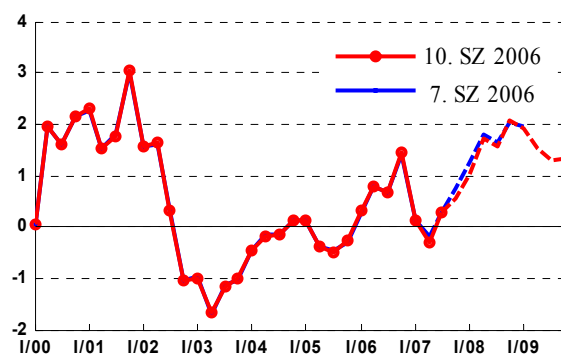
Měnový kurz a dovezená inflace

Základní scénář prognózy předpokládá ve zbytku roku 2007 zhruba stabilitu kurzu poblíže úrovně 27,60 CZK/EUR. V průběhu let 2008 a 2009 pak prognóza předpovídá pozvolné nominální zhodnocování koruny k hladině 26,6 CZK/EUR na konci roku 2009. Směrem k posilování kurzu bude působit trend rovnovážné reálné aprece a poměrně rychlé uzavření úrokového diferenciálu, opačný vliv bude mít zejména v roce 2008 zvyšující se diferenciál v očekáváních domácí a zahraniční inflace. Nominální kurz je na celém období prognózy silnější, než předpokládala 7. SZ.

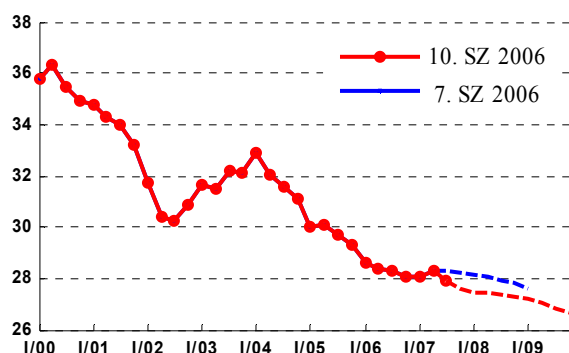
Úrokový diferenciál ročních domácích a zahraničních nominálních sazeb



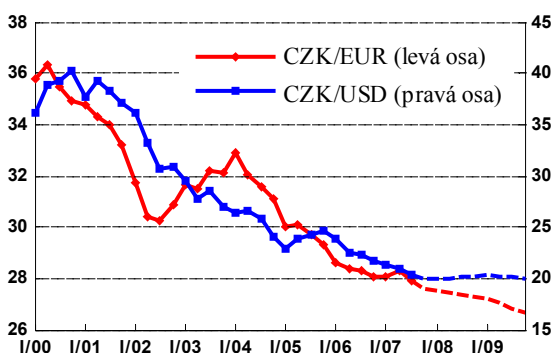
Diferenciál v inflačních očekáváních domácí a zahraniční inflace



Nominální kurz CZK/EUR



Nominální kurz CZK/EUR a CZK/USD



Nová prognóza **dovozních cen** počítá oproti prognóze ze 7. SZ s apreciovanějším nominálním kurzem koruny vůči euru i dolaru. Očekávané dolarové ceny ropy Brent i benzínů ARA leží naopak v nejbližším období oproti předchozí prognóze výše. Změna předpokladů o vývoji spotřebitelských a průmyslových cen v eurozóně je na celém horizontu prognózy vůči 7. SZ téměř zanedbatelná. Skutečný růst dovozních cen za květen – červenec byl v souhrnu mírně vyšší než červencová prognóza, a to především díky vývoji cen energií a potravin.

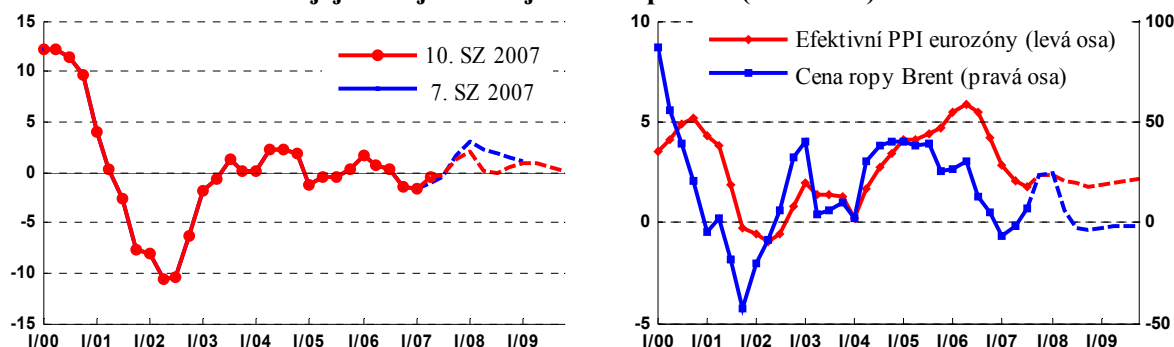
Souhrnné působení těchto faktorů, kde dominuje apreciovanější nominální kurz koruny, vede k nižší prognóze dovozních cen ve srovnání se 7. SZ. Oživení jejich meziročního růstu tak bude v závěru letošního a na počátku příštího roku méně výrazné. V průběhu let 2008 – 2009 budou celkové dovozní ceny vykazovat pouze slabý meziroční růst, který bude tažen zahraniční inflací. Trajektorie meziročního růstu dovážených energetických surovin a energií zůstává podobná jako v předchozích prognózách. Na přelomu let 2007 a 2008 je oproti červencové prognóze více proinflační, v delším období se však meziroční růst cen energií ve srovnání s minulou prognózou rychleji snižuje. Naproti tomu u dovozních cen potravin předpokládáme oproti 7. SZ v celém prognózovaném období vyšší meziroční růsty, což odráží

nově publikovaná data o vývoji tohoto segmentu dovozních cen. V případě cen ostatních dovážených výrobků (tj. bez energií a potravin) předpokládáme pro celé období prognózy nižší růst, a to z titulu rychlejšího zhodnocení devizového kurzu.

Predikce jednotlivých segmentů dovozních cen (mzr. v %)

	I/07	II	III	IV	I/08	II	III	IV	I/09	II	III	IV
Dovozní ceny	-1.7	-0.3	-0.2	1.2	2.0	0.2	-0.1	0.4	0.8	0.8	0.6	0.1
Dovozní ceny bez energií a potravin	-0.8	-0.4	-0.5	0.0	0.0	-1.0	-0.7	0.1	0.6	0.7	0.4	0.0
Dovozní ceny potravin	-0.9	1.6	2.0	3.5	3.2	1.3	0.6	0.7	0.8	0.7	0.5	0.1
Dovozní ceny energií	-9.4	-4.1	0.7	14.3	17.7	8.8	4.0	2.5	2.3	2.2	1.6	0.5
Nominální kurz Kč/EUR	28.0	28.2	27.9	27.6	27.5	27.4	27.3	27.3	27.2	27.0	26.8	26.6
Nominální kurz Kč/EUR meziročně	-1.9	-0.6	-1.4	-1.6	-2.0	-3.0	-2.1	-1.0	-1.0	-1.4	-1.9	-2.4

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



V návaznosti na vývoj dovozních cen formuluje prognóza rovněž predikci vývoje domácích cen průmyslových výrobců. Prognóza cen průmyslových výrobců se oproti 7. SZ snižuje, a to do značné míry vlivem apreciovanějšího kurzu. Naproti tomu ve srovnání s minulou prognózou působí v kratším období více proinflačně ceny ropy, v delším období je jejich vliv naopak protiinflační. Po celé prognózované období bude mít významný vliv růst cen elektřiny (cca 7,5 % mzr. ve zbytku roku 2007, 11 % mzr. v roce 2008) a pevných paliv (cca 7,5 % mzr. v obou letech). V závěru roku 2007 předpokládáme zrychlování celkového meziročního růstu cen průmyslových výrobců až na hodnoty okolo 4,3 %. Počátkem roku 2008 ceny průmyslových výrobců dále zrychlí na cca 4,8 % (zejména vlivem vyššího růstu cen elektřiny), v průběhu roku 2008 se však bude jejich meziroční růst postupně zmírňovat až na hodnoty okolo 2,5 % v jeho závěru. V roce 2009 očekáváme růst cen průmyslových výrobců okolo 3 %, kde i nadále předpokládáme významný růst cen elektřiny a pevných paliv na úrovni roku 2008.

Inflace

Prognóza celkové meziroční inflace ke konci roku 2007 činí nyní 3,9 % (oproti 3,8 % v 7. SZ). Pro rok 2008 se predikce celkové inflace oproti červenci posunula výrazně výše, a to na 5,1 % ke konci roku (vs. 4,2 % v 7. SZ). Ke konci roku 2009 prognózujeme celkovou meziroční inflaci 3,1 %.

V horizontu měnové politiky, tj. ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a prvním čtvrtletí 2009, se celková inflace bude nacházet nad horním okrajem tolerančního pásma pro klesající inflační cíl. Ve 4.Q 2008 nad ním bude ležet až o 1,5 p.b. a v 1.Q 2009, po odeznění jednorázového vlivu změn DPH a ekologických daní, v průměru o 0,4 p.b.

V prognóze inflace pro zbytek roku 2007 bylo snížení predikce korigované inflace bez PH vykompenzováno zvýšením predikce regulovaných cen, cen potravin a cen pohonných hmot. Zvýšení predikce v roce 2008 je především důsledkem zvýšení dopadů změn daní (viz **Box: Administrativní vlivy**), které je částečně kompenzováno snížením predikce korigované inflace bez PH (bez daňových vlivů). Dopady změny predikce ostatních složek do inflace byly řádově menší.

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 2,2 p.b. (v 7. SZ 2,1 p.b.), ke konci roku 2008 ve výši cca 2,8 p.b. (v 7. SZ 1,3 p.b.) a ke konci roku 2009 ve výši cca 0,8 p.b.

Predikce růstu **regulovaných cen** se ve 3.Q 2007 naplnila. Do prognózy nově zahrnujeme zvýšení cen zemního plynu o cca 5 % od října 2007. Tato změna vedla ke zvýšení predikce mizr. růstu regulovaných cen ke konci roku 2007 na 6,4 % (z 5,6 v 7. SZ) s dopadem do inflace 0,14 p.b. V roce 2008 byla predikce růstu regulovaných cen výrazně zvýšena především z důvodu rozhodnutí o zvýšení DPH z 5 na 9 %, rozhodnutí o vyšším zvýšení regulovaných nájmu a zahrnutím předpokladu zvýšení růstu cen zemního plynu od 1. 1. 2008 o 6 % (predikce ERÚ). Dále byla na základě schváleného zákona změněna predikce dopadů zavedení ekologických daní (v souhrnu mírně snížena) a zahrnuty dopady dalších drobnějších změn, např. předpoklad o zvýšení ceny dálniční známky (z 900 na 1000 Kč). Ke konci roku 2008 nyní predikujeme mizr. růst regulovaných cen ve výši 7,9 % (v 7. SZ 5,5 %) s dopadem této změny do inflace cca 0,4 p.b. V roce 2009 bude pokračovat vysoký růst regulovaného nájemného a cen elektřiny a ke konci roku očekáváme mizr. růst regulovaných cen o 4,7 % (mizr. růst zpomalí prakticky jen v důsledku odeznění vlivu daňových změn).

Souhrnná predikce primárních **dopadů změn nepřímých daní v neregulovaných cenách** v roce 2007 zůstává ve výši 1,1 p.b. (v roce 2007 se jedná pouze o růst spotřebních daní u cigaret). Změnilo se jen časové rozložení a do predikce byl dodán předpoklad o bezprostředních sekundárních dopadech do inflace ve výši cca 0,1 p.b. (viz kapitola II.3.). Významná změna predikce nastala pro rok 2008 – bylo schváleno zvýšení DPH z 5 na 9 % a vyšší zvýšení spotřebních daní u cigaret. Nyní předpokládáme celkové primární dopady změn daní v neregulovaných cenách v roce 2008 ve výši 1,4 p.b. (v 7. SZ 0,38 p.b.). Zároveň ale nově předpokládáme okamžité sekundární dopady ve výši -0,2 p.b. do inflace (část změny zvýšení cen z titulu zvýšení DPH absorbují výrobci a prodejci snížením svých marží; tento předpoklad je samozřejmě zatížen velkou mírou nejistoty). V roce 2009 neočekáváme změny daní ovlivňující spotřebitelskou inflaci.

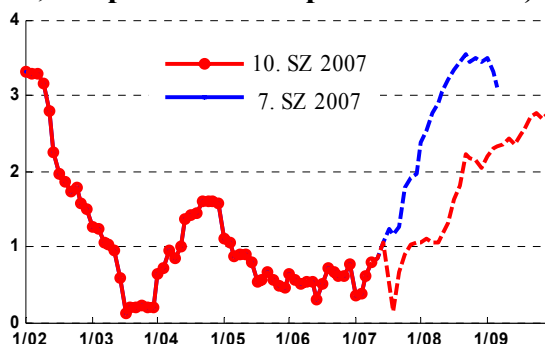
Prognóza meziroční **korigované inflace bez PH** se v celém predikčním horizontu oproti červencové prognóze snižuje. Stejně jako v 7. SZ však předpokládáme její postupné zrychlování a to ze současných 0,7 % (v září) na 1,1 % ke konci roku 2007, 2,0 % ke konci roku 2008 a 2,7 % ke konci roku 2009. Na začátku prognostického horizontu budou k růstu mizr. korigované inflace přispívat dovozní ceny a kladná mezera reálných mezních nákladů. K dalšímu růstu následně přispějí poměrně rychle rostoucí inflační očekávání, která jsou vyvolána zejména nákladovými inflačními tlaky včetně administrativních opatření. Na rozdíl od předchozí prognózy inflační tlaky z reálné ekonomiky rychle klesají zejména v důsledku fiskální restriktce v roce 2008 a přísnějšího vývoje kurzu. Mezera reálných mezních nákladů tak klesne do záporných hodnot. V roce 2009 po odeznění fiskální restriktce bude korigovaná inflace bez PH pod vlivem opětovného překmitu do mírně kladné mezery reálných mezních nákladů a rovněž pod vlivem mírně proinflačního vývoje dovozních cen. To spolu s rostoucím příspěvkem vlivu zpožděné inflace a inflačních očekávání povede k jejímu dalšímu pozvolnému zrychlování v průběhu roku 2009.

Vývoj **cen pohonných hmot** bude nadále dominantně určován vývojem cen ropy a kurzem CZK/USD. Ceny ropy se v RS10 z počátku nachází nad předpoklady 7. SZ, potom se ale vracejí na stejné hodnoty. Referenční scénář kurzu CZK k USD je v celém horizontu mírně apreciovanější. Na počátku predikčního horizontu je tak očekáván meziroční růst cen pohonných hmot tempem 4,8 % (o cca 2 p.b. výše než v 7. SZ), ke konci roku 2008 tempem 6,0 % (v 7. SZ 6,4 %). Ke konci roku 2009 predikujeme meziroční růst cen pohonných hmot ve výši 2,9 %.

Faktory ovlivňující korigovanou inflaci bez PH budou působit i na **ceny potravin**, pro něž je však významný zejména vývoj domácích cen zemědělských výrobců (viz **Box: Prognóza cen zemědělských výrobců**) a vývoj dovozních cen potravin. Srovnání meziročního růstu cen potravin v ČR vývojem v zemích EU je uvedeno v **Boxu: Srovnání inflace v cenách potravin mezi ČR a EU**.¹⁵ V nejbližších měsících očekáváme výrazně rychlejší růst cen zemědělských výrobců, než předpokládala 7. SZ. Prognóza růstu dovozních cen potravin byla v celém predikčním horizontu rovněž posunuta mírně nahoru. Z těchto důvodů byla také prognóza cen potravin posunuta směrem nahoru, výrazně v nejbližších měsících, v závěru roku 2008 mírně. Ke konci roku 2007 by měl meziroční růst cen potravin činit 3,8 % (2,4 % v 7. SZ), v roce 2008 3,6 % (3,2 % v 7. SZ) a v roce 2009 zhruba 2,5 %.

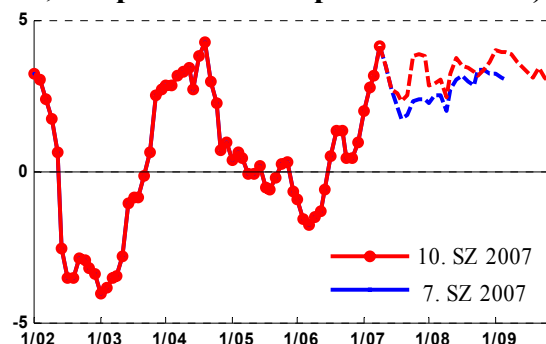
Korigovaná inflace bez PH

(v %, bez primárních dopadů změn daní)



Inflace cen potravin

(v %, bez primárních dopadů změn daní)



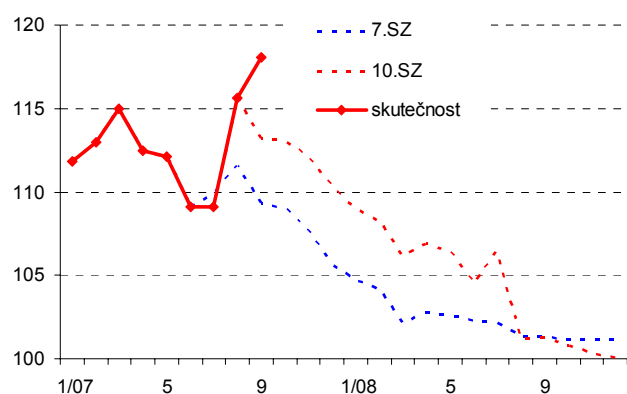
Box: Prognóza cen zemědělských výrobců

Prognóza cen zemědělských výrobců i nadále předpokládá, že po období zrychlování jejich meziročního růstu dojde k jeho opětovnému zvolňování, avšak z výrazně vyšších hodnot oproti červencové prognóze. Vedle vlivu nově publikovaných dat za třetí čtvrtletí se mírně zvyšuje i výhled vývoje cen zemědělských výrobců v závěru letošního roku.

Z hlediska pohledu na jednotlivé hlavní skupiny cen zemědělských výrobců bude jejich vývoj sice i nadále značně diferencovaný, avšak jak vývoj cen rostlinných produktů, tak i produktů živočišného původu půjde v prognózovaném období proinflačním směrem. Výrazně rychlejším tempem budou do poloviny roku meziročně růst ceny produktů rostlinné výroby, naproti tomu ceny živočišných produktů budou postupně zrychlovat dosavadní relativně mírný meziroční růst. V obou případech bude hlavním tahounem domácího růstu cen ve zbytku letošního a na počátku příštího roku především přetrvávající vysoká poptávka i ceny v zahraničí. Poslední data za září, která již nebyla zapracována do prognózy, naznačují v krátkém období ještě vyšší inflační rizika z titulu růstu cen zemědělských výrobců.

¹⁵ V 9. SZ se vývoji na mezinárodním trhu zemědělských komodit, jeho vztahu k produkci biopaliv a vlivu na vývoj cen potravin věnovala **Příloha 2**.

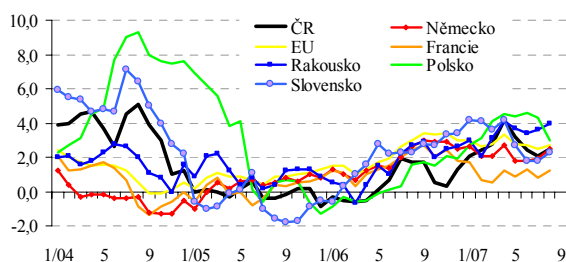
Ceny zemědělských výrobců (s.o.p.r.=100)



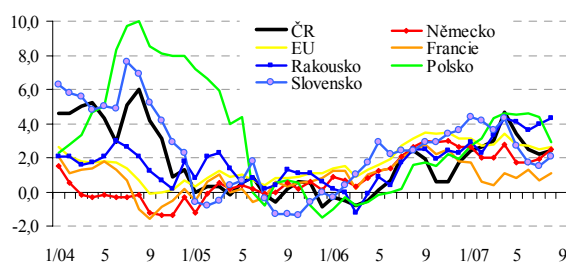
Box: Srovnání inflace v cenách potravin mezi ČR a EU

Následující grafy porovnávají meziroční růst cen potravin v ČR s průměrným vývojem v EU a s vývojem v okolních zemích a ve Francii. Od první poloviny roku 2006 je ve všech srovnávaných časových řadách zjevné oživení inflace u cen potravin. Z grafů je rovněž ve sledovaném období patrná výrazná korelovanost inflace cen potravin v jednotlivých zemích EU. Ta je patrná jak u celkových cen potravin, tak i u cen pekárenských výrobců, které v současnosti rychle rostou v důsledku růstu cen obilovin, a cen mléka a mlékařských výrobků. Částečnou výjimkou jsou pouze tuzemské ceny pekárenských výrobků v roce 2006. V ostatních srovnávaných zemích bylo zrychlení růstu cen v této skupině rozloženo do delšího časového období a nebylo s výjimkou Slovenska tak výrazné. V ČR však došlo ke skokovému zvýšení cen pekárenských výrobků, které bylo ve velké míře reakcí na výraznější zvýšení domácích cen obilovin, které předtím klesly více než ve většině zemí EU.

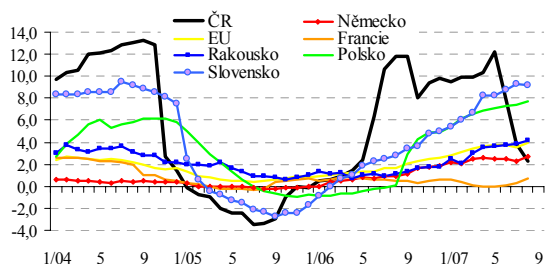
Potraviny a nealkoholické nápoje



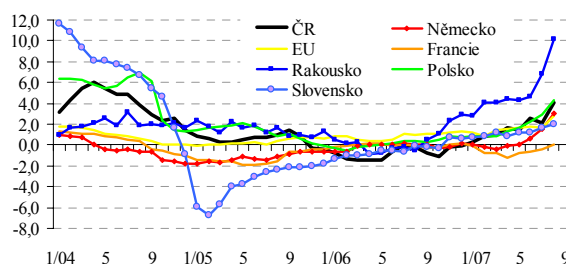
Potraviny



Pekárenské výrobky a cereálie

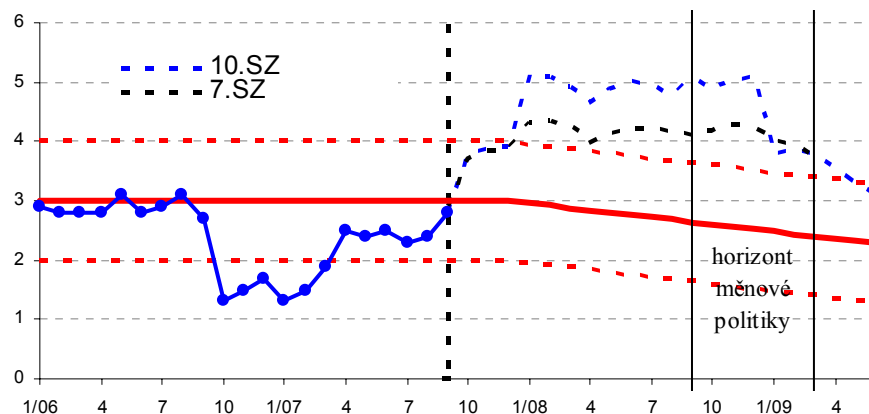


Mléčné výrobky a vejce



Shrneme-li, i v nové predikci je inflace na celém predikčním horizontu ovlivňována vysokým příspěvkem zvyšování regulovaných cen a spotřebních daní, přičemž v roce 2008 výrazně více, než bylo dříve očekáváno. V roce 2009 již žádné dopady změn daní neočekáváme a rovněž meziroční růst regulovaných cen (bez uvažování vlivu daní) se sníží zhruba o jeden procentní bod. Bude pokračovat růst cen potravin a postupně zrychlí korigovaná inflace bez cen pohonných hmot. Meziroční měnověpolitická inflace (inflace bez primárního dopadu změn nepřímých daní) nejdříve z hodnoty 1,7 % v září během 4.Q 2007 zrychlí na cca 2,8 %, pak se ale její úroveň zhruba stabilizuje a bude se pohybovat v celém predikčním horizontu až do konce roku 2009 na úrovni mezi 2,8 až 3,3 %.

Prognóza inflace (mzr. v %)



Reakce úrokových sazeb a jejich přenos do ekonomiky

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb do konce roku 2008, pak jejich stabilita, resp. pozvolný pokles. Implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb leží v porovnání se 7. SZ níže na celém horizontu prognózy. Tato změna trajektorie je převážně důsledkem výrazně nižšího výhledu zahraničních sazeb pro rok 2008 a také nižší prognózované měnověpolitické inflace.

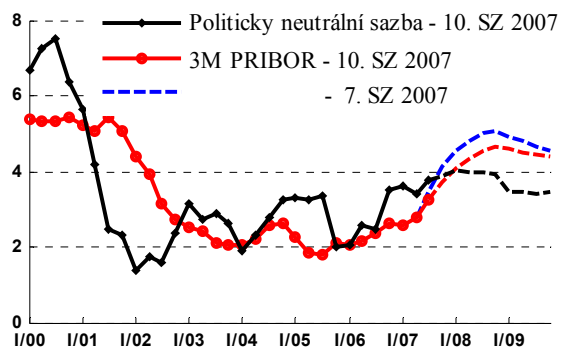
Trajektorie krátkodobých úrokových sazeb konzistentní s makroekonomickou prognózou je určena trajektorií politicky neutrální sazby, která odráží dlouhodobé charakteristiky domácí ekonomiky, odchylkou budoucí inflace od stanoveného cíle a očekávaným průběhem hospodářského cyklu.

Politicky neutrální sazba v základním scénáři dosahuje hodnoty 4 % začátkem roku 2008, pak následně klesá až do konce horizontu prognózy. Do konce roku 2008 leží její trajektorie oproti 7. SZ níže, což je odrazem nižší prognózované měnověpolitické inflace. Implikovaná trajektorie sazeb se na konci roku 2007, stejně jako v minulé SZ, nachází pod politicky neutrální sazbou, avšak od začátku roku 2008 svou neutrální trajektorií výrazně převyšuje.

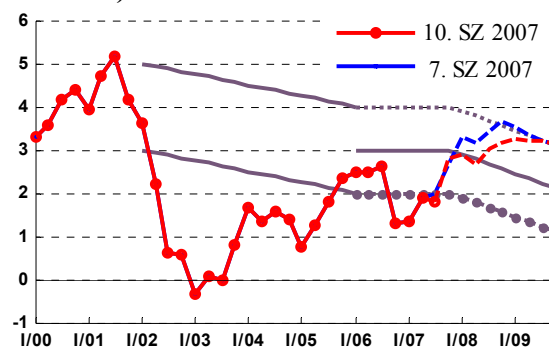
Měnověpolitická inflace se v současnosti nachází pod bodovým inflačním cílem. Již začátkem roku 2008 ho však převýší a ve 4.Q 2008 dosahuje maximální odchylky, která pak pozvolna klesá až do konce horizontu prognózy. Nárůst prognózované měnověpolitické inflace na hodnoty kolem 3 % vede k výše zmíněnému nárůstu měnověpolitických sazeb nad politicky neutrální úroveň.

Vývoj reálné ekonomické aktivity nejdříve přispívá k růstu implikované trajektorie úrokových sazeb, neboť mezera výstupu je v současnosti výrazně otevřená do kladných hodnot. V důsledku prudkého vymizení kladné mezery výstupu v roce 2008 a jejího setrvání v blízkosti rovnovážné úrovně v roce 2009 je však od poloviny roku 2008 tento příspěvek jenom nevýrazný.

Srovnání sazeb (v %)



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



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

Nejistoty a rizika spojená se základním scénářem prognózy identifikovaná při jeho přípravě jsou při daných měnověpolitických předpokladech prognózy vnímána jako zhruba vyvážená. Určitá nejistota však panuje ohledně vývoje měnověpolitické inflace za horizontem měnové politiky, neboť její trajektorie implikovaná integrovanou prognózou klesá k novému inflačnímu cíli výrazně pomaleji než trajektorie prognózovaná modelem g3. Při zpracování prognózy však nebyl identifikován plnohodnotný alternativní scénář. Standardní nejistotou zachycenou formou citlivostní analýzy je budoucí vývoj měnového kurzu.

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 výrazný 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

	07q4	08q1	08q2	08q3	08q4	09q1	09q2	09q3	09q4
Celková meziroční inflace (p.b.)	-0,1	-0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-1,1	-0,9	-0,6	-0,5
3M PRIBOR (p.b.)	0,0	-0,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-0,8
Mezera v reál. mez. nákladech	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Kurz (CZK/EUR)	-0,9	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3

III.2 Prognózy ostatních institucí

V říjnu byla publikována dvě šetření, na základě nichž provádíme srovnání se základním scénářem prognózy ze 10. SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 12.10.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (FECF, uzávěrka 8.10.). Při srovnání prognóz HDP, mezd a úrokových sazeb vycházíme také z Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 17.9.).

Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

HDP (%)	rok 2007			rok 2008		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
7/07	6.2	5.6	5.4	5.4	4.9	4.8
8/07		5.5	5.5		4.7	4.8
9/07		5.8	5.7		4.7	4.9
10/07	6.2	5.8		5.0	4.7	

mzdy (%)	rok 2007			rok 2008		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
7/07	7.4	7.5	7.4	7.7	7.1	6.9
8/07		7.6	7.4		7.2	7.0
9/07		7.5	7.6		7.2	7.3
10/07	7.5	7.5		7.6	7.5	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
7/07	28.3 (3Q07)	28.5	27.8	27.4	27.9
8/07		28.2		27.2	27.9
9/07		28.0		27.1	27.4
10/07	27.6 (4Q07)	27.6	27.3	26.9	27.6

inlace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
7/07	4.2	3.1		2.5	
8/07	4.2	3.6		2.5	
9/07	4.1	4.2	3.6	2.5	3.4
10/07	4.9	4.3		2.5	

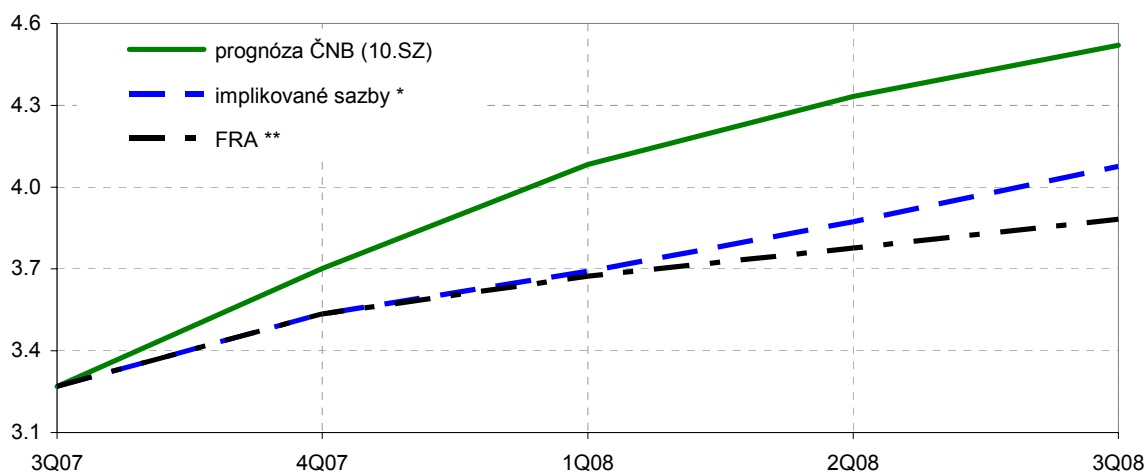
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT
	3M PRIBOR	2T REPO	3M PRIBOR	12M PRIBOR	12M PRIBOR
7/07	5.0 (3Q08)	3.6	3.6	5.2	3.9
8/07		3.7	3.8		4.0
9/07		3.8	4.0		4.1
10/07	4.6 (4Q08)	3.8		4.8	4.1

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

Analytici dotazovaní v rámci šetření IOFT ponechali své prognózy růstu **HDP** beze změny. Očekávaný růst **mezd** v letošním roce se také nezměnil, pro příští rok se mírně zvýšil. Analytici v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** ve srovnání se základním scénářem prognózy o cca 1,4 %, analytici v rámci šetření FECF naopak předpokládají slabší kurz o 1,1 %. **Inflační očekávání** v ročním horizontu dále mírně vzrostla. Proinflačně budou podle analytiků působit regulované ceny, nepřímé daně a vyšší ceny potravin. Protiinflačním faktorem by měla být silnější koruna. Očekávaná inflace v tříletém horizontu zůstává nadále ukotvena na 2,5 %. Prognóza **úrokových sazeb** se nezměnila. Odhady úrovně repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 3,50 – 4,25 %. Tři z deseti dotázaných analytiků předpokládají zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. na říjnovém zasedání BR ČNB, ostatní očekávají stabilitu sazeb.

Z následujícího grafu je patrné, že očekávané tržní 3M sazby se v celém horizontu pohybují pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem říjnové 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 17.10.2007

** kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 17.10.2007

Příloha 1 – Aktuální výsledky hospodaření státního rozpočtu

Hospodaření státního rozpočtu za tři čtvrtletí roku 2007 skončilo přebytkem ve výši 36,3 mld. Kč. Oproti konci srpna 2007, kdy státní rozpočet vykázal přebytek 22,2 mld. Kč, tak došlo ke zlepšení o 14,1 mld. Kč. Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku, kdy hospodaření skončilo přebytkem 1,5 mld. Kč, byl výsledek státního rozpočtu o 34,8 mld. Kč lepší.

Celkové příjmy SR ve sledovaném období meziročně vzrostly o 11,1 %. Přetrvává výrazný meziroční růst inkasa DPPO (+21,0 %, tj. +15,4 mld. Kč), relativně silný růst vykazuje i inkaso DPFO (+10,7 %, tj. +7,1 mld. Kč). U nepřímých daní pokračoval nárůst DPH (meziročně o 10,4 %, tj. o 11,3 mld. Kč). U spotřebních daní došlo ve srovnání s předchozími měsíci (duben až srpen) k obratu ve vývoji a namísto meziročního poklesu zaznamenalo inkaso této daně mírný nárůst (meziročně o 4,5 %, tj. o 1,8 mld. Kč). Tento vývoj SD je v rozhodující míře ovlivněn (stejně jako v případě předchozího poklesu) vývojem výběru daně z tabákových výrobků. Nedaňové a kapitálové příjmy státního rozpočtu se v meziročním srovnání zvýšily o 14,0 %, na čemž měl rozhodující podíl převod prostředků z rezervních fondů do kapitoly všeobecné pokladní správy na základě usnesení vlády č. 629/2007 (od 1. srpna t.r. do SR byly postupně převáděny prostředky ze zůstatku rezervních fondů roku 2006 v celkové výši 13,9 mld. Kč; k zaúčtování došlo v září).

Celkové výdaje státního rozpočtu v lednu až září 2007 meziročně vzrostly o 6,0 %. K největšímu nárůstu došlo u výdajů na státní sociální podporu (o 41,3 %, tj. přibližně o 10,5 mld. Kč), především z důvodu zvýšení rodičovského příspěvku, porodného a příspěvku na bydlení. Z běžných výdajů přispěly k růstu také vyšší výdaje na platy zaměstnanců ve vládním sektoru (meziročně se zvýšily o 6,5 %, tj. o 3,7 mld. Kč), neinvestiční transfery územním rozpočtům (+7,6 %, tj. +6,2 mld. Kč) a výdaje na dluhovou službu (+7,7 %, tj. +1,8 mld. Kč). Naproti tomu růst celkových výdajů brzdily meziročně nižší neinvestiční transfery příspěvkovým organizacím a státním fondům. Kapitálové výdaje se meziročně zvýšily o 12,5 % (tj. o 6,1 mld. Kč), především z důvodu vyšších investičních nákupů. V samotném měsíci září nebyl realizován žádný mimořádný jednorázový výdaj.

Vlastní běžné hospodaření SR za leden až září 2007 upravené o operace ve státních finančních aktivech a o čistý vliv převodů do rezervních fondů skončilo podle předběžných údajů schodkem ve výši 13,4 mld. Kč. V meziročním srovnání tak došlo ke zmenšení schodku SR o 21,0 mld. Kč (viz tabulka).

	SR 2007 zákon	Skutečnost		Rozdíl	
		1 - 9 / 2006	1 - 9 / 2007	3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-91,3	1,5	36,3	34,8	127,6
v tom: operace státních aktiv	0,5	0,7	1,5	0,8	1,0
vliv rezervních fondů *)	0,0	35,2	48,2	13,0	48,2
vlastní běžné hospodaření SR	-91,8	-34,4	-13,4	21,0	78,4

Pramen: účty vedené u ČNB

*) včetně převodu z RF do kapitol SR ve výši 13,9 mld. Kč (UV ČR 629/2007)

Příloha 2 – Nabídková strana ekonomiky

Data za první dva měsíce 3.Q 2007 o průmyslové a stavební produkci signalizují pro uvedené čtvrtletí příspěvek obou odvětví k meziročnímu růstu HDP na úrovni 2. čtvrtletí nebo mírně nižší. Uvedený vývoj naznačuje udržení růstu HDP ve 3. čtvrtletí 2007 na úrovni kolem 6 % (v závislosti na udržení dynamiky v odvětvích služeb na úrovni 2. čtvrtletí). Rovněž další indikátory na nabídkové straně potvrzují pokračující rychlý ekonomický růst v průběhu 3.Q 2007. V jeho prvních dvou měsících pokračoval vysoký meziroční růst celkových úvěrů, zaznamenaný již v předchozích dvou čtvrtletích (kolem 25 %), rostly i úvěry nefinančním podnikům (zhruba o 20 %) a domácnostem (zhruba o 30,0 %). Rychlý růst zaznamenaly rovněž za první dva měsíce 3.Q 2007 tržby v maloobchodě (meziročně o 8,1 %).

Objem průmyslové produkce v červenci a srpnu 2007 meziročně vzrostl o 8,5 % (v srpnu samotném o 5,5 %). Zaměstnanost (růst o cca 2,1 %) se na tomto růstu podílela zhruba čtvrtinou, zbývající tři čtvrtiny připadaly na růst produktivity. V souhrnu za leden – srpen 2007 dosáhl meziroční růst průmyslové produkce ve stálých cenách 9,9 %. Růst zůstal odvětvově diferencovaný. Nejrychlejší meziroční růst vykázala produkce v odvětví výroby pryžových a plastových výrobků (23,5%), v odvětví výroby a oprav strojů a zařízení (20,4 %), v odvětví výroby ostatních nekovových minerálních výrobků (19,6 %) a výroby elektrických a optických přístrojů (18,9 %). Produkce poklesla za leden až srpen meziročně pouze v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody a v těžbě energetických surovin. Celková stavební výroba v červenci až srpnu meziročně vzrostla o 0,8 % (v srpnu samotném o 3,3 %). Za leden – srpen 2007 stavební výroba meziročně vzrostla o 8,9 % (ve sledovaných podnicích o 8,0 %, při vykázaném poklesu počtu pracovníků o 1,2 % výlučně v důsledku růstu produktivity o 9,3 %).

Indikátory vývoje strany nabídky pro zbývající měsíce roku 2007 jsou nejednoznačné. Signály případného výraznějšího zpomalení růstu průmyslu nejsou v současnosti patrné, nelze však pozorovat ani předpoklady pro zrychlení růstu stavební produkce ve zbývajících měsících roku. Dynamika zakázek v průmyslu se udržuje, naopak orientační náklady nově povolených staveb již čtvrtým měsícem meziročně klesají. Obdobně roste stále zaměstnanost v průmyslu, naopak klesá ve stavebnictví. Zatímco růst průmyslu pro 3. a 4. čtvrtletí lze odhadnout v pásmu 5 – 10 %, ve stavebnictví lze hovořit o růstu nejvýše 5 %.

Objem nových zakázek v průmyslových podnicích v srpnu meziročně vzrostl o 12,3 % (v červnu o 10,0 %, v červenci o 8,6 %) a dosáhl 147,9 mld. Kč. V jejich rámci objem zakázek ze zahraničí vzrostl o 12,9 %. V srpnu, obdobně jako v červnu a červenci došlo tedy k oživení meziročního nárůstu objemu nových zakázek proti situaci z dubna a května a meziroční růst zakázek v posledních 12 měsících dosahoval v průměru 11,9 %, tedy poměrně výrazný růst, zajišťující pokračování růstu průmyslové produkce i v dalších měsících. Tato situace se udržuje již druhým rokem. Počet vydaných stavebních povolení v srpnu meziročně poklesl o 17,0 % (zhruba stejně jako v předchozích třech měsících). Meziročně poklesly i orientační náklady nově povolených staveb (o 3,3 %). Orientační náklady za leden – srpen 2007 meziročně slabě poklesly (o 0,6 %, ve 4. čtvrtletí 2006 přitom růst nákladů dosáhl 22,7 %, průměr za rok 2006 činil 10,8 %). Tento vývoj nadále nevytváří předpoklady pro obnovení výraznějšího růstu stavební výroby ve zbylých měsících druhé poloviny roku 2007.

Indikátor konjunkturálních očekávání podniků a spotřebitelů, zjišťovaný ČSÚ (hodnocení celkové poptávky, zásoby hotových výrobků a očekávaného vývoje výrobní činnosti) dosáhl v září 105,2 bodu. Proti předchozím dvěma měsícům (105,3 bodu) se nepatrně snížil a zaznamenal tak 12měsíční minimum. Vysoká očekávání ve většině odvětví podnikatelské

sféry (průmysl, obchod, služby) byla kompenzována slabými hodnotami indikátoru ve stavebnictví (12měsíční minimum) a u spotřebitelů, kde byla nejnižší od listopadu 2006.

Finanční výsledky nefinančních podniků za 1. pololetí 2007¹

Finanční výsledky sledovaných podniků s 250 a více zaměstnanci² za 2. čtvrtletí 2007 i v souhrnu za 1. pololetí lze charakterizovat pokračujícím rychlým meziročním růstem objemových ukazatelů a stabilitou, případně mírným zlepšením hlavních poměrových ukazatelů (Tabulka 1). Podíl sledovaných podniků na růstu a na celkovém výkonu ekonomiky v 1. pololetí 2007 dosáhl 34,8 % (podíl na přírůstku), resp. 30,8 % (podíl na celkové hrubé přidané hodnotě). Celkové výkony podniků meziročně vzrostly o 9,6 %, přidaná hodnota o 11,4 % a osobní náklady o 10,9 %. Na rozdíl od několika předchozích let ve struktuře výkonů rostla rychleji přidaná hodnota než výkonová spotřeba³. V rámci přidané hodnoty rychleji rostl hrubý provozní přebytek (odpisy + zisk) než osobní náklady, tyto přitom rostly zhruba ze tří čtvrtin v důsledku růstu osobních nákladů na zaměstnance a z jedné čtvrtiny v důsledku růstu počtu zaměstnanců. Na růstu se podílely rozhodující měrou podniky pod zahraniční kontrolou, málo výrazně veřejnoprávní podniky. Soukromé národní podniky naopak vykázaly pokles zaměstnanosti, výkonů i hrubého provozního přebytku. Na celkové ekonomické aktivitě (výkonech) sledovaných podniků se podniky pod zahraniční kontrolou podílely 63,8 %.

Celková aktiva a pasiva podniků meziročně vzrostla o 5,6 %, vlastní kapitál o 3,0 %. Mezi finančními aktivy (zhruba 43 % celkových aktiv) dominovaly ostatní pohledávky, významnější roli hrály ještě peníze a účty v bankách, účasti a krátkodobé půjčky. Podíl ostatních instrumentů (nakoupené obligace, aktivní deriváty, dlouhodobé poskytnuté úvěry) byl marginální. Na straně pasiv poklesl proti 1. pololetí 2006 podíl vlastního kapitálu, dosahoval však stále vysokých 53,5 % celkového rozsahu pasiv. Vzrostl podíl závazků z obchodního styku a ostatních závazků, které zároveň tvořily nejvýznamnější část celkových závazků. Úvěrová angažovanost podniků (přijaté půjčky/vlastní kapitál) se ke konci 1. pololetí velmi slabě zvýšila proti stejnému období roku 2006, nicméně zůstávala velmi nízká (20,0 %) a mimo pásmo rizik. Obdobně celkový dluh (přijaté úvěry, emitované dluhopisy) dosáhl 23,9 % vlastního kapitálu. Z dluhových závazků tedy rozhodující část tvořily úvěry, role emitovaných dluhopisů, opčních listů a derivátů zůstávala obdobně jako v minulých letech okrajová.

Ukazatele finanční stability sledovaných podniků (dluh/vlastní kapitál, krátkodobé závazky/dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky/krátkodobé pohledávky a další) se proti konci 1. pololetí 2006 významněji nezměnily a hodnoty těchto ukazatelů zůstávaly mimo pásmo rizik finanční stability podniků. Lze odhadovat, že podniky pokrývaly svým hospodářským výsledkem za 1. pololetí zhruba 12 % svého dluhu⁴. V souhrnu byly finanční závazky plně kryty finančními aktivy. Časová struktura splatnosti závazků se proti 1. pololetí 2006 výrazněji nezměnila, objem krátkodobých dluhových závazků se pohyboval zhruba na

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

² Počínaje 1. čtvrtletím 2007 ČSÚ významně změnil rozsah souboru nefinančních podniků, sledovaného vyčerpávajícím šetřením (do roku 2006 podniky se 100 a více zaměstnanci, nově podniky s 250 a více zaměstnanci). Zároveň však výrazně změnil strukturu sbíraných údajů. Z publikovaných dat vypadly např. osobní náklady, zisk, odpisy, rentabilita vlastního kapitálu a nákladů, počty podniků ve ztrátě apod. Výše uvedené skutečnosti mají rovněž za následek ztrátu časové řady. Pro tokové údaje (běžné hospodaření) začal současně ČSÚ publikovat data v souhrnu za podniky s 50 a více zaměstnanci (data z vyčerpávajícího šetření za podniky s 250 a více zaměstnanci + data z výběrového šetření za podniky s 50 až 249 zaměstnanci.).

³ Nelze ovšem vyloučit, že uvedená změna relací souvisí se změnou velikosti výběrového souboru.

⁴ Dluh je definován jako přijaté bankovní úvěry, vydané dluhopisy a závazky z obchodního styku, tj. přijaté obchodní úvěry.

dvou třetinách výše závazků dlouhodobých. Zajištění splatnosti krátkodobých závazků však bylo výrazně příznivější proti splatnosti celkových závazků: krátkodobá finanční aktiva aktuálně dosahovala téměř čtyřnásobku krátkodobých závazků a ve srovnání se stejným obdobím roku 2006 se krátkodobá likvidita zvýšila. Finanční situaci segmentu sledovaných podniků jako celku lze považovat za stabilní bez výraznějších aktuálních rizik.

Tabulka 1: Finanční výsledky sledovaných nefinančních podniků za 1. pololetí 2007 (s 250 a více zaměstnanci)

Podniky s 250 a více zaměstnanci / absolutní ukazatele	1.pol.07	1. pol. 06	mzr.změna v %
Výkony (mld. Kč)	1661,8	1516,6	9,6
Osobní náklady (mld. Kč)	222,4	200,6	10,9
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1183,5	1087,4	8,8
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	478,3	429,3	11,4
Hrubý provozní přebytek (zisk + odpisy)	255,9	228,7	11,9
Tržby celkem (mld. Kč)	1997,5	1810,7	10,3
Počet zaměstnanců (přepočtený, tis.osob)	1178,5	1148,4	2,6
Aktiva celkem (mld. Kč)	3578,4	3388,4	5,6
Vlastní kapitál (mld. Kč)	1915,1	1858,5	3,0
Krátkodobé závazky (mld. Kč) (půjčky, dluhopisy vč. směnek, bez fin.derivátů)	183,7	173,1	6,1
Dlouhodobé závazky (mld. Kč) (půjčky, dluhopisy vč. směnek, bez fin.derivátů)	274,0	246,9	9,7
Hrubá zadluženost (závazky bez účastí a ostatních záv.)	457,6	420,1	8,9
Přijaté úvěry celkem (mld Kč)	386,2	356,4	8,3
Podniky s 250 a více zaměstnanci / podílové ukazatele			mzr.změna v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	46,5	46,7	-0,2
Podíl přidané hodnoty na výkonech (v %)	28,8	28,3	0,5
Obrát aktiv (Tržby/celková aktiva)	55,8	53,4	2,4
Finanční páka (Celková aktiva / vlastní kapitál)	186,9	182,3	4,6
Hrubá zadluženost /vlastní kapitál	23,9	22,6	1,3
Likvidita sektoru (krátkodobá fin.aktiva/krátkod.závazky)	363,3	337,7	25,6

Finanční tokové ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (Tabulka 2) jsou velmi blízké výsledkům podniků s 250 a více zaměstnanci. Tato skutečnost je do určité míry ovlivněna podílem velkých podniků (s 250 a více zaměstnanci) na celkových výsledcích podniků s 50 a více zaměstnanci (asi 67 % na výkonech a hrubé přidané hodnotě, asi 61 % na počtu zaměstnanců). Na druhé straně je z výsledků patrné, že rychlý ekonomický růst, nárůst podílu na přidané hodnotě na výkonech a nárůst podílu hrubého provozního přebytku na přidané hodnotě nezůstal omezen jen na velké podniky, ale prosazoval se i v kategorii středně velkých podniků, tj. podniků s 50 až 249 zaměstnanci.

Tabulka 2: Finanční výsledky sledovaných nefinančních podniků za 1. pololetí 2007 (s 50 a více zaměstnanci)

Podniky s 50 a více zaměstnanci / absolutní ukazatele	1.pol.07	1. pol. 06	mzr.změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč)	2447,9	2224,9	10,0
Osobní náklady (mld. Kč)	353,6	318,9	10,9
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	1742,2	1596,5	9,1
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	705,6	628,5	12,3
Tržby (mld. Kč)	3145,5	2855,9	10,1
Počet zaměstnanců (přepočtený, tis. osob)	1925,8	1883,1	2,3
Podniky s 50 a více zaměstnanci / podílové ukazatele			mzr.změna v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě (v %)	50,1	50,7	-0,6
Podíl přidané hodnoty na výkonech (v %)	28,8	28,2	0,6

Příloha 3 – Peníze a úvěry

Peníze

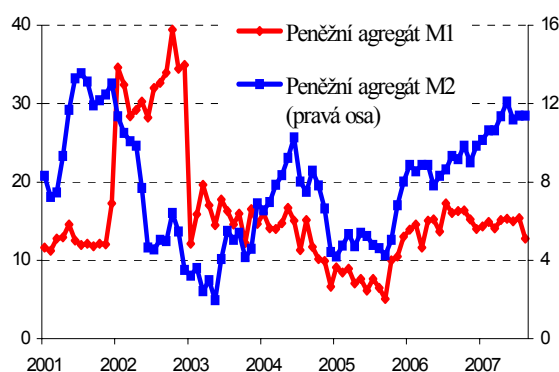
Meziroční růst **peněžního agregátu M2** v srpnu 2007 přetrvával na úrovni 11,4 % (viz Graf 1 a Tabulka 1). Vysoký růst peněžní zásoby v posledních dvou měsících indikoval poměrně významný ekonomický růst ve 3.Q. Vývoj M2 v srpnu souvisel s růstem úvěrů podnikům a domácnostem a čistého úvěru vládě. Čistá zahraniční aktiva oproti předchozím několika měsícům poklesla a působila proti růstu M2. Zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb zatím dynamiku peněžní zásoby významně neovlivnilo, dochází však k pozvolným posunům v její struktuře.

Ve **struktuře peněžního agregátu M2** v srpnu zpomalil oproti předchozímu měsíci meziroční růst M1 o 2,6 p.b. na 12,8 % a naopak zrychlil růst kvazi-peněz o 3,5 p.b. na 9,5 %. V rámci M1 méně rostly především jednodenní vklady. U M1 i jednodenních vkladů byla zaznamenána nejnižší dynamika od počátku letošního roku. Vyšší růst kvazi-peněz ovlivnily zejména krátkodobé, poměrně likvidní vklady s dohodnutou splatností do dvou let. Zvýšená poptávka po krátkodobých termínovaných vkladech oproti poptávce po jednodenních vkladech odráží rostoucí rozdíly v úročení jednotlivých vkladových produktů. Zatímco úrokové sazby krátkodobých termínovaných vkladů zhruba ze 70 % následovaly růst úrokových sazeb peněžního trhu, úrokové sazby ostatních krátkodobých vkladů reagovaly na zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb od konce roku 2005 pomaleji. Růst M2 se nadále koncentruje do poměrně likvidních složek. K poptávce po dlouhodobějších složkách M2, tj. po vkladech s dohodnutou splatností nad dva roky a po vkladech s výpovědní lhůtou nad tři měsíce, nedošlo.

Graf 1

Peněžní agregáty M1 a M2

(měsíční údaje, mizr. změny v %)



Tabulka 1

Struktura peněžních agregátů

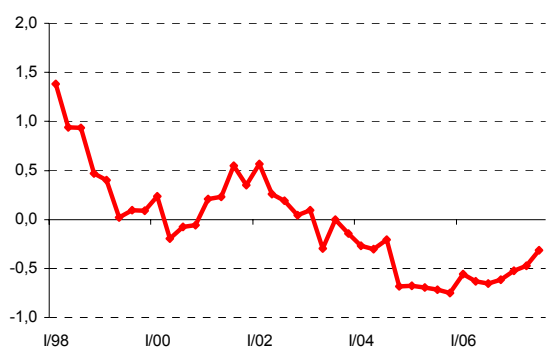
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, mizr. změny v %)

	IV/06	I/07	II/07	7/07	8/07	Podíl na M2 v %
M1	15,2	14,4	15,1	15,4	12,8	57,6
Oběživo	11,4	12,0	12,6	11,6	11,2	13,4
Jednodenní vklady	16,4	15,2	15,9	16,6	13,4	44,2
M2-M1 (kvazi-peníze)	2,8	5,7	7,2	6,0	9,5	42,4
Vklady s dohod. splatností	-2,5	2,3	4,7	3,3	7,8	30,1
Vklady s výpovědní lhůtou	19,5	18,7	18,4	17,3	15,2	11,8
Repo operace	8,0	-40,3	-49,7	-53,0	-11,6	0,5
M2	9,6	10,5	11,6	11,4	11,4	100,0

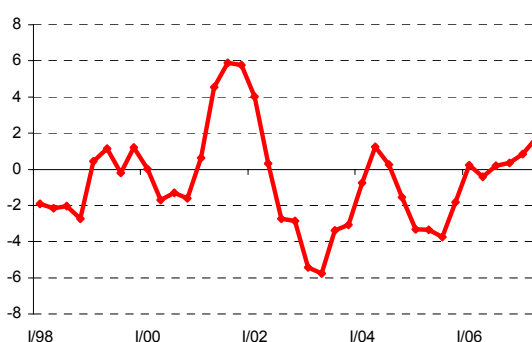
Na růstu peněžní zásoby se z hlediska **sektorového členění vkladů** nadále nejvíce podílely vklady domácností, což naznačuje růst disponibilních příjmů i spotřebních výdajů. Příspěvek vkladů domácností, obdobně jako příspěvek vkladů nefinančních podniků, však v srpnu stagnoval. Od počátku roku příspěvek vkladů nefinančních podniků klesal, což by mohlo indikovat, že podniky mají pravděpodobně vlivem nižšího růstu produktivity práce oproti růstu mezd méně volných zdrojů. V srpnu naopak pokračoval růst příspěvku vkladů finančních neměnových institucí. Tempo růstu těchto vkladů v posledních několika měsících převyšuje z hlediska úrovně a volatility tempo růstu vkladů domácností i nefinančních podniků.

Pro zhodnocení možných inflačních tlaků z titulu růstu peněz byl odhadnut **peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera**. Peněžní převis, indikující inflační rizika v případě výraznější odchylky aktuální výše M2 od poptávky po penězích odpovídající momentální pozici ekonomiky v rámci cyklu, dosahuje záporných hodnot, avšak s pozvolně rostoucí tendencí (viz Graf 2). Nominální peněžní mezera, představující odchylku skutečné M2 od své rovnovážné hodnoty na bázi referenčního tempa růstu M2 zohledňujícího inflační cíl a potenciální produkt, je naopak nadále kladná (viz Graf 3). Záporná hodnota reálné peněžní mezery, založené na P-star modelu, se postupně uzavírá a je již blízko limitní nulové hodnoty (viz Graf 4). Uvedené indikátory se od roku 2006 zvyšují a naznačují tudíž růst likvidity, která by s ohledem na výraznou dynamiku peněžní zásoby a úvěrů mohla představovat proinflační riziko ve střednědobém horizontu, a to zejména v prostředí poměrně vysokého ekonomického růstu. Růst rovnovážné poptávky po penězích (referenční tempo růstu M2) činí pro 3.Q 2007 9,7 % a oproti 7. SZ se nemění.

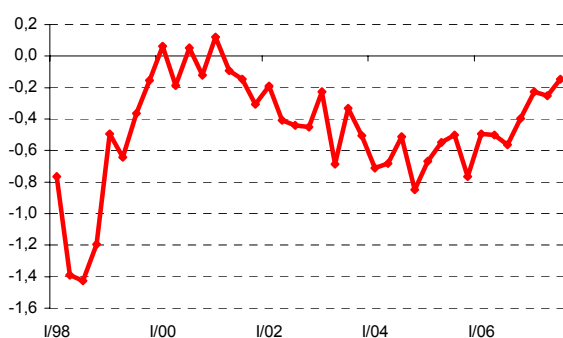
Graf 2
Peněžní převis (v %)



Graf 3
Nominální peněžní mezera (v %)



Graf 4
Reálná peněžní mezera (v %)



Úvěry

Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi (MFI) v srpnu oproti předchozímu měsíci zrychlil o 1,1 p.b. na 23,6 %. Přispěly k tomu úvěry podnikům i domácnostem. Vysoká poptávka po úvěrech přetrvávala i přes růst průměrné úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů.

Meziroční dynamika **úvěrů nefinančním podnikům** po zpomalení v minulých měsících letošního roku následně v srpnu zrychlila o 1,5 p.b. na 20,5 %. Dosáhla zhruba úrovně konce

roku 2006, která byla nejvyšší za posledních pět let. Od počátku letošního roku více rostly krátkodobé úvěry (zvýšení o 5,5 p.b. na 18,6 %), zatímco dynamika střednědobých a dlouhodobých úvěrů stagnovala či klesala. Nadále však dosahovala vysoké úrovně (16 %, resp. 25,4 %). V samotném srpnu se zvýšil růst krátkodobých a dlouhodobých úvěrů. Poptávka podniků po úvěrech souvisela s potřebou financovat fixní investice, zásoby a provozní kapitál. Z hlediska odvětvové struktury více rostly úvěry do zpracovatelského průmyslu, obchodu, do odvětví finančního zprostředkování a do činností v oblasti nemovitostí. V srpnu pokračoval vlivem poptávky po nových bytech a změny sazby DPH na stavební práce nejvyšší růst u úvěrů na financování nemovitostí (46,2 %) a dále i u úvěrů do finančního zprostředkování zahrnujícího společnosti poskytující finanční leasing (25,6 %). Ke zpomalování dynamiky naopak dochází u úvěrů do stavebnictví, což je ovlivněno meziročním poklesem stavební produkce (snížení meziroční dynamiky úvěrů od počátku t.r. o 26 p.b. na 15 %).

Úvěry nefinančním podnikům poskytnuté nebankovními institucemi, tj. faktoringovými a forfaitingovými společnostmi, se ve 2.Q 2007 meziročně zvýšily o 16,3 % a oproti předchozímu čtvrtletí se jejich růst zpomalil. Absolutní objem těchto úvěrů je oproti úvěrům od MFI řádově méně významný (cca 19 mld. Kč oproti 722 mld. Kč).

Vlivem záporného úrokového diferenciálu pokračoval trend vyššího tempa růstu **úvěrů čerpaných podniky z tuzemska než ze zahraničí**. U zahraničních úvěrů se ve 2.Q poměrně výrazně snížil růst obchodních úvěrů, méně rostly i finanční úvěry. Ve struktuře tuzemských úvěrů převládaly korunové úvěry (82 %), růst úvěrů v cizí měně dosahující vlivem očekávání kurzové apreciace vysoké úrovně (26,7 % v srpnu) v letošním roce zpomalil.

V srpnu pokračoval i silný meziroční růst **úvěrů domácnostem** ve výši 32,1 % (u úvěrů na bydlení činil 34,2 % a u spotřebitelských úvěrů 28 %). Poptávka po úvěrech na bydlení, zejména po hypotečních úvěrech, zůstává vlivem vývoje na trhu nemovitostí a růstu disponibilního příjmu silná. V roce 2008 lze očekávat z důvodu růstu úrokových sazeb, zdanění výnosů z hypotečních zástavních listů a zvýšení snížené sazby DPH na stavební práce zpomalení poptávky po nových úvěrech na bydlení u některých domácností. Tempo růstu úvěrů na bydlení by však mělo zůstat vysoké. Nově dochází ke zvýšení poptávky po nových úvěrech s fixací nad pět let, u kterých úrokové sazby spíše stagnují. Uvedený vývoj lze nadále hodnotit pozitivně s ohledem na zajištění se proti budoucímu růstu úrokových sazeb. Pokračující dynamika spotřebitelských úvěrů indikuje přetrvávající vysokou spotřebitelskou poptávku domácností.

Na financování spotřeby se dále podílely **úvěry poskytnuté domácnostem od nebankovních institucí**, jejichž růst však meziročně nepatrně zpomalil na 11,9 %. Absolutní objem těchto úvěrů činil 108 mld. Kč oproti 648 mld. Kč úvěrů od MFI.

Poměr **celkové zadluženosti domácností** (bankovní a nebankovní) k hrubému disponibilnímu důchodu ve 2.Q dále vzrostl na cca 43 %. Dluhové zatížení vyjádřené poměrem splátek jistin a úroků k čistému peněžnímu příjmu se v průměru na osobu rovněž mírně zvýšilo na 4,6 %. Úrokové náklady a výnosy ve vztahu k hrubému disponibilnímu důchodu stagnovaly či klesaly (1,7 %, resp. 2,7 %). Při rostoucích úrokových sazbách se v nich projevoval zejména růst disponibilního důchodu. Celkově domácnosti vykázaly ve 2.Q přebytkovou bilanci, a byly tudíž i přes rostoucí zadluženost hlavními tvůrci úspor v ekonomice.

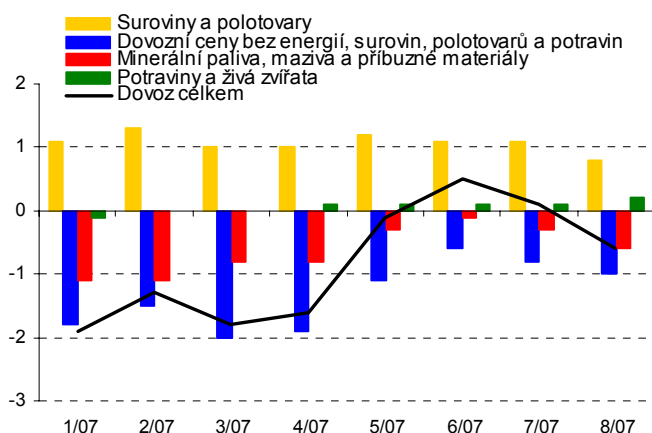
Průměrná úroková sazba z nových úvěrů se v srpnu dále zvýšila o 0,2 p.b. na 6,5 %. Projevoval se v ní růst sazeb finančního trhu v souvislosti s růstem měnověpolitických úrokových sazeb. Zvyšování modelové úrokové sazby z nových úvěrů dle aktuální prognózy zahrnuje též dopad zdanění výnosů z hypotečních zástavních listů ve výši 0,1 p.b. Uvedený nákladový faktor se projeví v růstu fixní prémie z 2,9 p.b. na 3 p.b. Proti uvedenému vlivu bude působit konkurence mezi MFI. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení se v srpnu zvýšila o 0,1 p.b. na 4,9 %. Rostly úrokové sazby z nových úvěrů na bydlení s fixací do pěti let, zatímco sazby s delší fixací zhruba stagnovaly, což odpovídalo vývoji úrokových sazeb finančního trhu. Spready mezi úrokovými sazbami s delší a kratší fixací (tj. do jednoho roku) dosahují záporných hodnot. V posledních několika měsících se nejvíce snížily u fixací sazeb nad pět let. Aktuálně jsou tudíž nejlevnější úvěry s těmito fixacemi sazeb, zatímco v první polovině letošního roku to byly úvěry s fixací od jednoho roku do pěti let. To se projevilo ve zvýšené poptávce po úvěrech s delší fixací sazby na cca 71 % (z toho 33 % s fixací od jednoho roku do pěti let, 7 % od pěti do deseti let a 31 % nad deset let). Podíl nových úvěrů s kratší fixací sazby (tj. do jednoho roku) se snížil na 29 %. Úroková sazba z nových spotřebitelských úvěrů v srpnu vzrostla o 0,4 p.b. na 12,5 %. Zvýšily se sazby u všech fixací, a to s vyšší intenzitou, než by odpovídalo vývoji sazeb finančního trhu. Nejvíce rostly sazby s fixací do jednoho roku, kde se projevovala zpožděná reakce na zvýšení měnověpolitických sazeb z předchozího měsíce. Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v srpnu zvýšila o 0,2 p.b. na 4,9 %. Rostly zejména sazby s fixací do jednoho roku, a to s největší intenzitou u úvěrů do 30 mil. Kč poskytovaných obvykle malým a středním podnikům.

Spread mezi průměrnou úrokovou sazbou z nových úvěrů a úrokovou sazbou 1R PRIBOR indikující celkové **úvěrové podmínky** se v srpnu poprvé od počátku letošního roku zvýšil o 0,1 na 2,8 p.b. Jeho další pozvolný růst lze očekávat v souvislosti s očekávaným růstem úrokových sazeb, s možností zhoršení splácení úvěrů, ale i se skutečností, že v souvislosti s americkou hypoteční krizí mohou být banky opatrnější při poskytování hypotečních úvěrů a mít tendenci spready u klientských úvěrů zvyšovat.

Příloha 4 – Nákladové faktory

Meziroční růst dovozních cen zaznamenal v závěru druhého čtvrtletí oživení, když celkové dovozní ceny meziročně v červnu vzrostly o 0,5 %. V červenci se pak jejich růst snížil na 0,1 % a v srpnu již opět došlo k meziročnímu poklesu cen (o 0,6 %). U dovážených minerálních paliv a maziv byl ve sledovaném období i nadále vykazován meziroční pokles cen, který se však v průběhu druhého a na počátku třetího čtvrtletí oproti počátku letošního roku zmírnil. Meziroční pokles cen v této skupině dovozu byl výsledkem souběhu stále poměrně výrazného meziročního posílení kurzu CZK/USD a mírného meziročního poklesu souhrnného komoditního indexu cen ropy a zemního plynu. Naopak ceny ostatních dovážených surovin pokračovaly v průběhu třetího čtvrtletí v dalším zrychlování meziročního růstu, který podle údajů za srpen dále zrychlil na 12,8 %. Na výrazném růstu cen v této skupině se i nadále podílely zejména ceny kovů, které podle komoditního indexu ČSÚ v srpnu vykazovaly meziroční růst o 19,1 %. Výrazně stále rostly i ceny většiny dalších neenergetických surovin. U dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování, které se v souhrnu obvykle vyznačují menší kolísavostí než dovozní ceny surovin, se ve třetím čtvrtletí jejich meziroční pokles oproti počátku letošního roku zmírnil. Ve struktuře byl jejich vývoj i nadále poměrně různorodý, což byl důsledek velmi rozdílné zahraniční inflace u jednotlivých skupin dovážených komodit. Ve váhově nejvýznamnějších skupinách dopravních prostředků a průmyslového spotřebního zboží sice i nadále přetrvával meziroční pokles dovozních cen (o 2,6 %, resp. 1,6 % v srpnu), oproti minulosti se však snížil. Zároveň dále postupně zrychloval růst cen dovážených potravin, nápojů a tabáku v souvislosti s růstem cen těchto komodit na světových trzích.

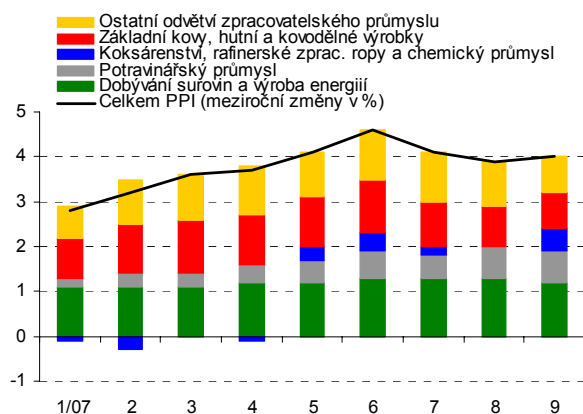
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



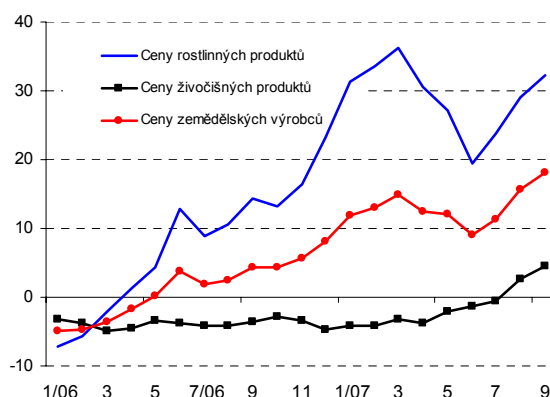
Postupné zrychlování růstu **cen průmyslových výrobců** pozorované od října loňského roku se koncem druhého čtvrtletí letošního roku zastavilo a ve třetím čtvrtletí se oproti závěru předchozího období meziroční růst snížil (z 4,6 % v červnu na 4,0 % v září). K obratu ve vývoji přispěly téměř všechny hlavní skupiny průmyslové výroby vyjma potravinářského průmyslu a rafinérského zpracování ropy. Celkový meziroční růst cen výrobců v průmyslu byl stále významně ovlivňován rychle rostoucími cenami výrobců v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody (7,5 % v září). Výrazný růst cen pokračoval také v odvětví těžby nerostných surovin, přičemž se jejich růst v průběhu 3.Q mírně snížil na 7,4 % v září. U odvětví výroby kovů a kovárenských výrobků došlo rovněž k mírnému poklesu cenového růstu (z 8,7 % m.zr. v červnu na 5,7 % v září). V pozadí tohoto vývoje nebyl pokles vysoké světové poptávky po produktech tohoto odvětví, ale vliv vysoké srovnávací základny loňského roku. V ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, která se podílela na

dosaženém růstu cen v průmyslu necelou jednou čtvrtinou, pokračoval u převažující většiny odvětví růst cen. Tyto růsty se ale většinou stabilizovaly nebo začaly zvolňovat. Celkově se tak příspěvek ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu k meziročnímu růstu cen v průmyslu ve třetím čtvrtletí snížil. Naproti tomu ve sledovaném období byl vykázán stabilní růst cen v odvětví potravinářského průmyslu (3,3 % v září) a zrychlení cen bylo zaznamenáno u rafinérského zpracování ropy (z 3,7 % v červnu na 6,8 % v září).

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



Mizr. růst cen zemědělských výrobců (v %)



U **cen zemědělských výrobců** pokračoval poměrně výrazný růst, který v průběhu třetího čtvrtletí dále zrychloval (z 9,1 % meziročně v červnu na 18,1 % v září). Zrychlení růstu cen zemědělských výrobců bylo způsobeno souběhem zrychlení růstu cen rostlinných produktů, kde byl již dosavadní cenový růst v průběhu letošního i loňského roku poměrně výrazný, a současného oživení růstu cen produktů živočišné výroby. Na zrychlení růstu cen produktů rostlinné výroby (z 19,4 % meziročně v červnu na 32,2 % v září) se podílely zejména ceny obilovin v souvislosti s letošní sklizní a vysokou poptávkou ve světě. Jejich růst se oproti závěru druhého čtvrtletí zvýšil o 25,9 p.b. na 62 %. Z ostatních významných skupin vzrostly výrazně rovněž ceny olejnin a ovoce. U cen živočišných produktů došlo v průběhu třetího čtvrtletí k obratu trendu. Tyto ceny byly (poprvé od července 2005) v srpnu meziročně vyšší (o 2,6 %), v září činil jejich meziroční růst již 4,5 %. Oživení meziročního růstu cen produktů živočišného původu bylo způsobeno souběhem výrazného zmírnění meziročního posilování koruny vůči euru s oživením růstu cen některých produktů živočišné výroby v ostatních zemích EU.

Příloha 5 – Prognóza platební bilance

Očekáváme pokračování hlavních trendů patrných v posledních letech a dokonce jejich mírné prohloubení. Růst výkonu české ekonomiky, spojený především s aktivitami zahraničních investorů, by měl pokračovat a v roce 2009 by saldo výkonové bilance mělo přesáhnout 200 mld. Kč. Cenou za výrazné zlepšování exportního výkonu české ekonomiky však bude nadále rychlý růst zisků nerezidentů z přímých investic, patrný již od roku 2000, doprovázený v posledních letech růstem náhrad zahraničním zaměstnancům vlivem nedostatku domácích pracovníků. V důsledku těchto faktorů očekáváme další zhoršování bilance výnosů a další prohlubování rozdílu mezi hrubým domácím a hrubým národním produktem. Novým faktorem ovlivňujícím prognózu platební bilance v následujících letech je očekávané postupné zvýšení schopnosti čerpání zdrojů z fondů EU od roku 2008 (dopady na bilanci eliminovány konverzí v ČNB) a snížení přílivu kapitálu ze zahraničí v rámci přímých zahraničních investic očekávané od roku 2009 (u reinvestovaných zisků nadále počítáme s růstem). Ke zvýšení přebytků platební bilance v roce 2008 by mohlo dále přispět (v případě naplnění záměru) zvýšení proporce zahraničního financování fiskálního deficitu.

Informace získané od červencové prognózy signalizují vyšší přebytek **výkonové bilance v roce 2007**. V oblasti obchodní bilance se jedná o mírně rychlejší než očekávaný růst vývozu (tradičně automobilového průmyslu a elektrotechniky), který vede ke zvýšení prognózy kladného salda obchodní bilance o 5 mld. Kč na 110 mld. Kč. U služeb je příčinou zvýšení prognózaného kladného salda (o 10 mld. Kč) zejména dosavadní nižší tuzemská poptávka po ostatních službách ze zahraničí.

K významnější změně prognózy dochází též u **reinvestovaného zisku nerezidentů v ČR**. Ten v současnosti očekáváme na letošní rok o 20 mld. Kč vyšší než v předchozích prognózách. To se promítá do zvýšení deficitu bilance výnosů, ale zároveň do zvýšení kladného salda přímých investic ve stejném rozsahu¹. Z krátkodobého resp. střednědobého pohledu je zvýšení reinvestovaných zisků nerezidentů, opět na více než polovinu jejich celkových zisků, pozitivní informací. Zvýšení objemu reinvestic se projeví v ještě výraznějším zlepšování výkonové bilance v následujících letech. Z dlouhodobého pohledu je však patrná narůstající váha investic nerezidentů na exportním výkonu ČR a rostoucí závislost vnější rovnováhy ČR a tím i stability měny na rozhodování nerezidentů o alokaci investic.

V oblasti **přímých investic** dochází vlivem již zmíněného zvýšení reinvestovaného zisku nerezidentů ke zvýšení kladného salda na 150 mld. Kč (z toho ovšem kladné saldo reinvestovaných zisků činí 120 mld. Kč). Zároveň však upozorňujeme na jednání ČEZU o nákupu 10 % akcií maďarských rafinerií MOL, jehož případná realizace by vedla, k výraznému zhoršení bilance přímých investic o cca 30 mld. Kč.²

Odlisný vývoj oproti dosavadní prognóze je zatím patrný v oblasti odlivu kapitálu v rámci **portfoliových investic** (vyšší než prognózaný odliv). V této položce ovšem došlo v červencové SZ k výraznému snížení prognózaného odlivu vlivem přechodu na prognózanou trajektorii úrokového diferenciálu, místo do té doby uplatňované trajektorie stability existujícího úrokového diferenciálu po celé prognózané období.³ *Pozn. Postupné*

¹ V rámci revize údajů platební bilance na počátku roku 2008 očekáváme zvýšení dosavadního odhadu hodnoty reinvestovaných zisků (rezidentů i nerezidentů) za rok 2006 při celkovém růstu záporného salda.

² Předpokládáme, že nákup by byl financován emisí euroobligací tj. s nulovými dopady na platební bilanci. V případě financování této operace z domácích zdrojů by bylo nutno, vzhledem k jejímu rozsahu, počítat s kurzovými vlivy.

³ Statistické informace však máme k dispozici pouze do července, nejsou tedy zatím prakticky ovlivněny dvojím snížením diferenciálu.

snížení záporného úrokového diferenciálu koruny vůči euru o 0,5 p.b. v průběhu 3. čtvrtletí by se mělo projevit ve snížení odlivu. Vyšší odliv kapitálu je však zatím kompenzován zájmem nerezidentů o tuzemské vládní dluhopisy s nímž prognóza nepočítala. Celkové saldo portfoliových investic bude jednorázově významně ovlivněno říjnovou emisí obligací ČEZu na zahraničním trhu (0,5 mld. EUR). Vlivem nových informací mírně zvyšujeme prognózovaný deficit o 5 mld. Kč.

Celkový přebytek platební bilance bez operací bankovního sektoru na rok 2007 se oproti minulé SZ mírně snižuje (o 5 mld. Kč) na 23 mld. Kč.⁴ Při absenci carry trade obchodů by měl působit ve směru mírného posilování koruny.

Pro **rok 2008** nepředpokládáme významnou změnu výchozích podmínek oproti červencové SZ (kromě trajektorie úrokových sazeb) a proto počítáme se zachováním většiny stávajících trendů. Zvyšujeme přebytek **výkonové bilance** v obdobném rozsahu a struktuře jako na rok 2007, tj. o 15 mld. Kč na 180 mld. Kč,⁵ ale zároveň prohlubujeme deficit bilance výnosů o 40 mld. Kč. Prudké prohloubení deficitu **bilance výnosů** je dáno tím, že nadále očekáváme rychlý růst výdajů (zisku nerezidentů a výdajů na mzdy nerezidentů), ale zároveň již nepočítáme s tak rychlým růstem příjmů z portfoliových investic vlivem očekávané stagnace (eurozóna) resp. poklesu (dolar, libra) zahraničních úrokových sazeb. Přes dosavadní nepříliš úspěšné čerpání fondů EU zvyšujeme dosavadní prognózu příjmů kapitálového účtu o 10 mld. Kč vlivem očekávaného vyššího čerpání zdrojů z fondů EU. Velká část očekávaného čerpání zdrojů (dle návrhu státního rozpočtu) je soustředěna v oblasti zemědělství a výstavby dopravní infrastruktury (cca 70 %), kde by s čerpáním neměly být významnější problémy.

V oblasti **přímých investic** je meziročně vyšší příliv přímých zahraničních investic ovlivněn především očekávaným dokončováním automobilky Hyundai v Nošovicích a investic jejich subdodavatelů. Oproti červencové prognóze provádíme úpravu jen v oblasti reinvestovaných zisků a zvyšujeme přebytek o 10 mld. Kč na 160 mld. Kč (z toho saldo reinvestovaných zisků představuje 125 mld. Kč). Nové informace signalizují možná rizika prognózy ve dvou směrech. První představuje vyšší než prognózovaný odliv přímých investic spojený s aktivitami ČEZu v zahraničí.⁶ Riziko výrazného zvýšení přílivu PZI naopak představuje připravovaný prodej pěti významných firem dosud vlastněných státem, který by mohl být v některých případech dokončen již v roce 2008 (většinou až v roce 2009).⁷

Prognóza **portfoliových investic a ostatních investic** se nemění. Meziroční zmírnění odlivu kapitálu v rámci portfoliových investic odráží prognózovanou změnu úrokového diferenciálu. Riziko prognózy představuje záměr vlády (obsažený v návrhu rozpočtu na rok 2008) financovat deficit státního rozpočtu cca ze tří čtvrtin na zahraničním trhu (téměř 60 mld. Kč)⁸.

⁴ Historicky nejvyšší přebytek platební bilance bez operací bankovního sektoru byl dosažen v roce 2001 a činil 72,3 mld. Kč. Výrazně tehdy přispěl k posílení koruny vůči euru v rozsahu cca 8 %.

⁵ K růstu vývozu by měly přispět především investice Foxconnu a Volkswagenu a zejména v první polovině roku 2008, též investice Hitachi a IPS Alpha v zóně Triangel u Žatce spuštěné ve druhé polovině roku 2007.

⁶ Nová významnější akvizice by však mohla být spojena s emisí obligací v zahraničí.

⁷ Jedná se o následující firmy (v závorce uvedena odhadovaná cena při prodeji 100 % firmy formou soutěže bez významných omezujících podmínek): ČD – nákladní přeprava (30 – 40 mld. Kč), Letiště Praha (80 – 100 mld. Kč), ČSA (do 10 mld. Kč), Budvar (vlastní cena pivovaru do 10 mld. Kč, ale hodnotné známky blokující přístup firmy Anhauser Busch na řadu trhů zvyšují cenu o 10 až 20 mld. Kč) a Česká pošta (20 až 30 mld. Kč).

⁸ Naše prognóza s vládní emisí obligací v zahraničí nepočítá. V případě, že by k emisi v uvažovaném rozsahu došlo a nebyla kurzově zajištěna, konverze těchto prostředků do korun by vedla k jejímu posílení.

Prognózovaný přebytek platební bilance bez operací bankovního sektoru ve výši 43 mld. Kč by měl nadále působit ve směru apreciacie koruny.

V rámci prognózy platební bilance na rok 2008 představují největší nejistoty prognózy rozdělení zisku nerezidentů z přímých investic (mezi dividendy a reinvestovaný zisk) a chování vlády. Prognóza je založena na předpokladu rozdělení zisku mírně ve prospěch reinvestovaných zisků 56 : 44 (tj. zhruba jako v roce 2007). Od nástupu nové vlády v polovině roku 2006 výrazně kleslo čerpání zdrojů ze zahraničí veřejným sektorem (vydávání obligací v zahraničí, čerpání úvěrů a prodej majetku). Pouze čisté čerpání zdrojů EU lze hodnotit jako „stabilně nízké“. Čisté čerpání zdrojů ze zahraničí vládou za rok 2007 nepřesáhne pravděpodobně 25 mld. Kč. Návrh státního rozpočtu na rok 2008 však předpokládá čisté čerpání zdrojů ze zahraničí v rozsahu cca 120 mld. Kč (bez případných výnosů z privatizace). Naše prognóza předpokládá čisté čerpání zdrojů ze zahraničí vládou jen v rozsahu 40 mld. Kč.

Saldo obchodní bilance v **roce 2009** by mělo být ovlivněno postupným náběhem výroby třetí automobilky v ČR Hyundai a jejích subdodavatelů. V ČR se tak vyrobí více než milion osobních automobilů ročně. Očekáváme, že kladné saldo **výkonové bilance** přesáhne 200 mld. Kč (obchodní 150 mld. Kč). Nadále očekáváme prohlubování deficitu **bilance výnosů** v důsledku růstu příjmů nerezidentů (reinvestice, dividendy, mzdy) a zvyšování jejich podílu na celkovém výkonu české ekonomiky. Naopak růst příjmů v rámci bilance výnosů bude pomalejší, ovlivněný především růstem objemu portfoliových investic rezidentů v zahraničí a v menší míře též reinvestovaných zisků z přímých investic. V oblasti běžných převodů a kapitálového účtu nečekáme výraznější změnu oproti roku 2008, mírný nárůst čistého odlivu běžných převodů by měl být více než kompenzován čerpáním zdrojů EU (na kapitálovém účtu).

V oblasti přílivu **přímých investic** ze zahraničí očekáváme zmírnění přílivu, neboť zřejmě dojde k výraznému poklesu přílivu kapitálu ze zahraničí do zpracovatelského průmyslu. Z nově ohlášených významných investic do zpracovatelského průmyslu stojí za zmínku jen rozsáhlé investice firmy Volkswagen do závodů v Kvasinách a Vrchlabí (odhadované celkově na cca 2 mld. eur – rozložené na 5 let, financované ovšem z vlastních zdrojů Škodovky). Příliv kapitálu ze zahraničí bude tvořen zejména investicemi do nemovitostí, obchodu a služeb. Ke zvýšení přílivu kapitálu ze zahraničí by mohlo přispět naplnění záměru firmy E-ON postavit v Čechách vlastní elektrárnu (vlivem složité administrativy však spíše později). Prognóza zatím nezahrnuje prodej majetku státu, který bude zřejmě v důsledku volebního cyklu a časového omezení použití příjmů z privatizace na financování investic v tomto roce vrcholit.

Prognóza předpokládá poměrně významné meziroční zmírnění přebytku platební bilance bez operací bankovního sektoru (na 18 mld. Kč) a tím i ztlumení apreciačních tlaků.

Rizika prognózy představují opět především rozdělení zisku nerezidentů z přímých investic (na dividendy a reinvestice) a chování vlády (čerpání fondů EU, případná emise dluhopisů, prodej majetku). Nejistotu představuje též vývoj zahraniční poptávky. V případě, že v USA dojde v roce 2008 k recesi, její nepřímé dopady by v roce 2009 mohla prostřednictvím slabší zahraniční poptávky pocítit i ČR.

Prognóza platební bilance

mld. Kč	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	p.2007	p.2008	p.2009
A. Běžný účet	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-48,5	-100,3	-105,0	-115,0	-110,0
Obchodní bilance	-65,8	-120,8	-116,7	-71,3	-69,8	-13,3	59,4	68,2	110,0	130,0	155,0
Vývoz	908,8	1 121,1	1 269,6	1254,4	1370,9	1722,7	1868,6	2144,0	2492,0	2842,0	3235,0
Dovoz	974,6	1 241,9	1 386,3	1325,7	1440,7	1736,0	1809,2	2075,8	2382,0	2712,0	3080,0
Bilance služeb	41,5	54,6	58,0	21,9	13,2	16,6	36,5	34,6	45,0	50,0	55,0
Příjmy	243,9	264,8	269,7	231,1	219,2	247,1	282,0	300,4	321,0	341,0	363,0
Doprava	53,5	53,7	57,5	56,6	60,6	69,9	76,7	84,3	99,0	108,0	116,0
Cestovní ruch	109,1	115,1	118,1	96,3	100,3	107,2	111,8	113,1	123,0	130,0	137,0
Ostatní služby	81,2	96,0	94,1	78,3	58,3	70,0	93,5	103,0	99,0	103,0	110,0
Výdaje	202,3	210,2	211,7	209,3	205,9	230,5	245,5	265,8	276,0	291,0	308,0
Doprava	27,1	27,5	30,6	29,3	33,7	47,6	56,3	62,0	71,0	78,0	84,0
Cestovní ruch	51,8	49,4	52,8	51,5	54,4	58,4	57,8	60,0	67,0	72,0	77,0
Ostatní služby	123,5	133,3	128,3	128,4	117,8	124,5	131,4	143,8	138,0	141,0	147,0
Bilance výnosů	-46,7	-53,0	-83,5	-115,6	-119,9	-156,6	-155,7	-183,4	-230,0	-260,0	-280,0
Příjmy	64,3	75,4	84,9	66,8	75,5	87,2	105,7	121,4	150,0	160,0	170,0
Náklady	111,0	128,4	168,4	182,4	195,4	243,8	261,4	304,8	380,0	420,0	450,0
<i>z toho saldo eviden. reinv. zisků</i>	-24,4	-37,6	-55,4	-66,9	-57,4	-67,1	-81,9	-74,9	-120,0	-125,0	-125,0
Běžné převody	20,4	14,4	17,8	28,7	15,8	6,0	11,3	-19,7	-30,0	-35,0	-40,0
Příjmy	45,4	36,6	36,4	46,7	47,0	53,0	78,5	65,9	75,0	85,0	95,0
Výdaje	25,0	22,2	18,6	18	31,2	47,0	67,2	85,6	105,0	120,0	135,0
B. Kapitálový účet	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-14,2	4,7	8,5	13,0	31,0	48,0
Příjmy	0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	5,6	5,5	14,3	15,0	35,0	50,0
Výdaje	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	19,8	0,8	5,8	2,0	4,0	2,0
C. Finanční účet	106,6	148	172,8	231,5	80,3	227,2	246,5	86,7	135,0	150,0	120,0
Přímé investice	215,7	190,8	208,3	270,9	53,5	101,8	279,6	104,3	145,0	160,0	140,0
V zahraničí	-3,1	-1,7	-6,3	-6,8	-5,8	-26,0	0,4	-30,4	-30,0	-30,0	-35,0
V České republice	218,8	192,4	214,6	277,7	59,3	127,8	279,2	134,7	175,0	190,0	175,0
<i>z toho saldo eviden. reinv. zisků</i>	24,4	37,6	55,4	66,9	57,4	67,1	81,9	74,9	120,0	125,0	125,0
Portfoliové investice	-48,3	-68,2	34,9	-46,7	-35,7	53,0	-81,2	-26,9	-45,0	-45,0	-55,0
Aktiva	-65,6	-86,6	4,4	-75,6	-83,9	-70,3	-82,1	-68,4	-70,0	-55,0	-55,0
Majetkové cenné papíry	-49	-44,2	9,4	-7,8	5,6	-36,5	-35,3	-43,6	-60,0	-35,0	-20,0
Dluhové cenné papíry	-16,6	-42,5	-5,0	-67,8	-89,5	-33,8	-46,8	-24,8	-10,0	-20,0	-35,0
Pasiva	17,3	18,5	30,5	28,9	48,2	123,3	0,9	41,5	25,0	10,0	0,0
Majetkové cenné papíry	4,4	23,8	23,2	-9,0	38,1	19,6	-36,4	5,8	10,0	0,0	0,0
Dluhové cenné papíry	12,9	-5,4	7,2	37,9	10,0	103,7	37,3	35,7	15,0	10,0	0,0
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	35,0
vláda	-5,5	1,1	1,8	21,6	18,2	33,2	34,9	14,6	15,0	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	20,0
bankovní sektor	-62,2	1,0	-92,5								
Celkově 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	43,0	66,0	58,0
Využití privatizačního účtu/změna rezerv				-216,9	-12,9	-6,8	-92,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Další operace bez vlivu na nabídku a poptávku po devizách						19,0*	-19,4**	18,2***	-20,0****	-23,0*****	-40,0*****
Zajištění vládních dluhopisů						-45,0	-30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Přebytek (+), resp. nedostatek deviz na trhu (-)				-121,0	-93,3	32,7	32,0	13,1	23,0	43,0	18,0

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

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

**** financování vývozu ČEB (obdobu vládního úvěru) -17 mld. Kč, financování PI v zahraničí ČEB +7 mld. Kč, saldo operací vůči EU -10 mld. Kč

***** odpis pohledávek vůči RZ 2,0 mld. Kč, saldo oprací vůči EU -25 mld. Kč (eliminace přebytku konverzí v ČNB)

***** saldo operací vůči EU -40 mld. Kč

Příloha 6 – Aktuální vývoj na trhu nemovitostí

Ve 3. Q 2007 ceny rezidenčních nemovitostí dále dynamicky rostly, zatímco tržní nájemné stagnovalo. Ceny bytů v Praze představovaly ekvivalent 24letého nájemného (začátkem roku 2007 22letého nájemného). Ceny stavebních pozemků trvale rostou. Po výraznějším cenovém růstu v období do konce roku 2007 lze očekávat v roce 2008 zřejmě zklidnění trhu rezidenčních nemovitostí a mírnější cenový růst.

Vývoj ve třetím čtvrtletí 2007

Podle nejnovějších údajů ČSÚ byla v celé ČR v 1. pololetí 2007 zahájena výstavba cca 19 tis. bytů (tj. o necelých 5 % méně ve srovnání se stejným obdobím roku 2006) a dokončeno více než 15 tis. bytů (tj. vzestup o téměř 25 %). K 30. 6. bylo rozestavěno téměř 173 tis. bytů, což je meziročně zhruba o 6 % více¹.

Na trhu rezidenčních nemovitostí i ve 3. Q 2007 pokračoval zrychlený cenový růst patrný nejen v Praze, ale i v některých větších i menších městech většiny regionů s výjimkou kraje Vysočina a některých měst Ústeckého kraje. Důvody je možno spatřovat především v pokračující zvýšené poptávce stimulované příznivým makroekonomickým vývojem vč. růstu příjmů obyvatelstva, dále v očekáváních budoucího cenového růstu jako důsledku zvýšení snížené sazby DPH z 5 na 9 % s účinností od ledna 2008 a v pokračující deregulaci nájemného. Tyto faktory vedly k urychlení rozhodnutí řady potenciálních zájemců realizovat nákup nemovitosti ještě za příznivějších finančních podmínek². Výrazně se letos rovněž zvýšila poptávka po luxusním bydlení v Praze, kde je v současné době rozestavěno zhruba 20 projektů. Luxusní byty jsou vzhledem k průměrnému ročnímu cenovému růstu ve výši kolem 10 % považovány za výhodnou investici. Ceny stavebních pozemků i nadále rostly, zejména v Praze a dalších větších městech.

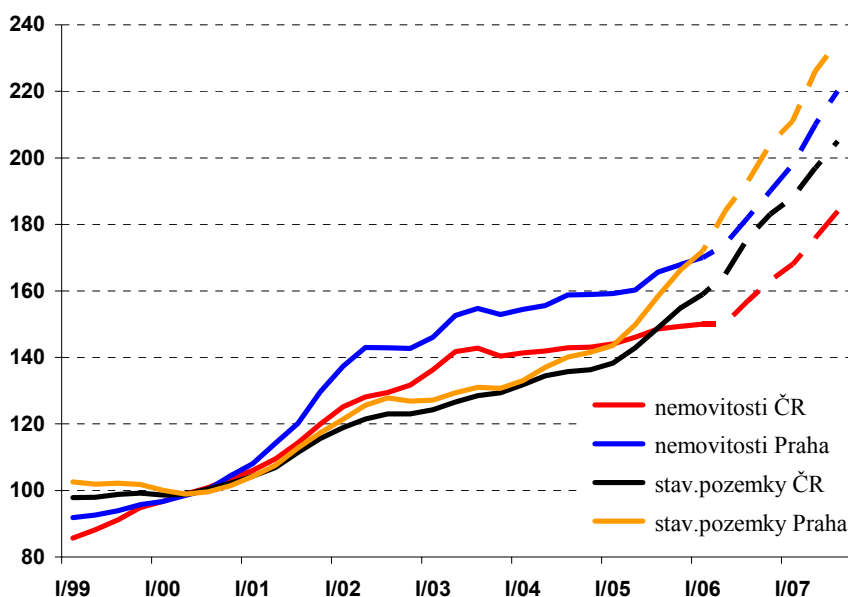
Podle dostupných informací poskytly banky v 1. pololetí hypotéky ve výši 74,5 mld. Kč (ve srovnání s více než 100 mld. Kč za celý rok 2006), což představuje meziroční zvýšení o téměř 2/3 s největším nárůstem v Praze a Brně. Zvýšená poptávka pokračovala i přes rostoucí, ale stále pro klienty přijatelné hypoteční sazby (hodnota hypoindexu se v návaznosti na vývoj úrokových sazeb obdobných splatností na finančních trzích zvýšila ze 4,46 % v červnu na 4,93 % v srpnu).

Nejrychleji rostoucím segmentem trhu komerčních nemovitostí jsou i nadále skladové a logistické prostory s průměrnou mírou neobsazenosti ve výši 8 %. Vlivem zvýšené poptávky bylo v 1. pololetí pronajato rekordních 245 tis. m² moderních skladovacích prostor, což představuje 26% meziroční nárůst, zároveň je v současné době ve výstavbě dalších 600 tis. m². Kromě Prahy považované jednoznačně za nejvýznamnější trh se staví i v dalších městech napojených na dopravu (Plzeň, Hradec Králové, Ostrava, Brno).

¹ Výstavba bytů byla ve 3. Q 2007 ovlivněna zhoršením plynulosti dodávek některých stavebních a izolačních materiálů, nedostatkem kvalifikovaných pracovníků a obtížemi při přípravě projektů.

² Podle informací uvedených v Development News č.8-9/2007 byla v roce 2007 struktura bytového fondu následující: byty ve vlastnictví: 17 % (2001: 6 %), nájemní bydlení: 20 % (2001: 30 %), rodinné domy: 40 %, družstevní byty: 17 %, ostatní: 6 %.

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 (čárkovaně) jsou odhady ČNB

Prognóza

Jedním z hlavních cenových faktorů na trhu rezidenčních nemovitostí budou do konce roku 2007 očekávání růstu cen rezidenčních nemovitostí spojená se zvýšením snížené sazby DPH na bytovou výstavbu ze současných 5 % na 9 % pro byty, bytové domy a rodinné domy pro sociální bydlení s účinností od ledna 2008 (zákon o stabilizaci veřejných rozpočtů definuje jako „sociální“ byt o celkové podlahové ploše nepřesahující 120 m² a rodinný dům o podlahové ploše nepřesahující 350 m²)³, pro ostatní byty a domy bude uplatňována sazba DPH ve výši 19 %.⁴

Rozdílné jsou názory realitních odborníků na cenový vývoj v příštím roce. Kromě makroekonomických faktorů cenového růstu jako je očekávaný ekonomický růst vč. růstu příjmů obyvatelstva, pokračující deregulace a demografický vývoj vč. stěhování za prací do větších měst bude cenový vývoj ovlivňovat i rozsáhlá nabídka rezidenčních nemovitostí na

³ Celkovou podlahovou plochou bytu pro sociální bydlení se rozumí součet podlahových ploch všech místností bytu, včetně místností, které tvoří příslušenství bytu. Do celkové podlahové plochy bytu pro sociální bydlení se nezapočítává podíl na společných částech domu. Celkovou podlahovou plochou rodinného domu pro sociální bydlení se rozumí součet podlahových ploch všech místností rodinného domu. Bytovým domem se rozumí bytový dům, v němž nejsou jiné byty než byty pro sociální bydlení. Podle odhadu odborníků bude tato velikostní kritéria sociálního bydlení splňovat asi 97 % všech nově stavěných bytů.

⁴ O prodloužení výjimky uplatňovat sníženou sazbu DPH na veškerou bytovou výstavbu do konce roku 2010 prozatím nebylo na jednání ministrů financí EU rozhodnuto.

trhu. Je možno se přiklonit k názoru některých odborníků, kteří očekávají v roce 2008 po možném cenovém skoku na začátku roku (vlivem zvýšení DPH na bytovou výstavbu) celkové zklidnění trhu a pomalejší růst cen ve srovnání s letošním rokem jako důsledek snížené poptávky související s „předzásobením“ obyvatelstva rezidenčními nemovitostmi v průběhu roku 2007 ještě před zvýšením sazby DPH a s předpokládaným zvýšením hypotečních sazeb doprovázeném poklesem tempa růstu objemu hypoték z letošních.⁵ Očekává se, že i nadále bude poptávka po stavebních pozemcích vysoká a že povede k neustálému mírnému (v atraktivních lokalitách vyššímu) 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. 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 zákonem⁶ (konkrétní hodnoty nárůstu pro roky 2007 a 2008 lze vypočítat na stránkách MMR). V průměru by letos mělo regulované nájemné stoupnout o 19,2 % 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). 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.

V oblasti komerčních nemovitostí zřejmě zesílí trend výstavby v regionech mimo Prahu, zejména v segmentu kancelářských prostor a skladových a logistických prostor. Pro rok 2008 se předpokládá výstavba nových kancelářských budov na okraji Prahy s dobrou dopravní dostupností na metru. V souvislosti se stěhováním mnoha firem ze starých do nových prostor vybavených klimatizací dojde k přestavbě řady kancelářských ploch ze začátku 90. let v centru Prahy zpět na rezidenční nemovitosti.

⁵ Např. společnost Property Index zveřejnila svoji prognózu, podle níž mají ceny nemovitostí v ČR v roce 2008 stoupnout o 5 %.

⁶ 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).

Příloha 7 – ČR a rozpočet EU

Finanční toky¹ mezi ČR a Evropskou unií v roce 2007 (1. – 3. čtvrtletí)

	2004 - 2006		2007Q1-3	
	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	568,5	15 950,8
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	205,9	5 779,7
program pro r. 2004-2006	408,3	11 987,7	107,3	3 016,7
program pro r. 2007-2013				2 763,0
veterinární opatření	8,1	227,0	35,8	1 003,5
Strukturální operace	913,8	26 689,1	286,1	8 043,8
strukturální fondy	548,6	16 203,9	224,9	6 315,9
Fond soudržnosti	365,2	10 485,2	61,2	1 727,9
Vnitřní politiky	66,0	1 947,3	6,8	192,1
přechodná opatření	14,5	420,4	3,4	96,3
vnitřní politiky - komunitární programy	51,5	1 526,9	3,4	95,8
Kompenzace	833,1	25 119,6		
Celkové příjmy z rozpočtu EU	3 091,6	91 318,8	866,0	24 313,4
Finanční nástroj EHP/Norsko	3,3	91,6	0,5	14,2
Bilaterální pomoc Švýcarska				
Celkové příjmy	3 094,9	91 410,4	866,6	24 327,6
ODVODY				
Tradiční vlastní zdroje (cla, ...)	357,7	10 516,9	134,5	3 767,0
Zdroj DPH	404,3	11 953,4	133,3	3 736,6
Zdroj HNP	1 695,3	50 287,0	473,9	13 309,2
Kompenzace Velké Británii	212,3	6 312,2	54,4	1 528,6
Celkové odvody vlastních zdrojů EU	2 669,7	79 069,5	796,1	22 341,4
Čistá pozice vůči rozpočtu EU	421,9	12 249,2	69,9	1 972,0
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	831,7	23 339,8
Čistá pozice vůči institucím EU	330,3	9 484,8	34,8	987,8

Pramen: MF, propočtení ČNB

¹ Finanční toky mezi institucemi Evropské unie a Českou republikou uvedené v tabulce vychází z údajů v platební bilanci v prvních třech čtvrtletích roku 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, přepočtené 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 po úplném dokončení projektů nebo vratky nevyužitých 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 do konce září 2007 celkem 15,9 mld. Kč. V rámci tržních opatření bylo přijato 0,2 mld. Kč. Zálohy na přímé platby činily celkem 9 mld. Kč. Na program Horizontální plán rozvoje venkova z období 2004–2006 bylo přijato celkem 3 mld. Kč. **V srpnu tohoto roku byla přijata první zálohová platba na program Rozvoje venkova z rozpočtového období 2007–2013 ve výši 2,8 mld. Kč.** Dotační prostředky na zemědělskou politiku jsou v daném roce příjmem speciálního účtu Ministerstva zemědělství, jehož zůstatek činil ke konci září 15,9 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 ke konci září 2007 celkem 8 mld. Kč, z toho ze strukturálních fondů EU celkem 6,3 mld. Kč a z Fondu soudržnosti 1,7 mld. Kč. Všechny došlé platby se týkají předchozího rozpočtového období. Zůstatky na hlavních účtech Národního fondu činily ke konci třetího čtvrtletí 2007 v korunovém vyjádření cca 4,8 mld. Kč.

Na **vnitřní politiky** byly do konce září 2007 přijaty prostředky v celkové výši 192,1 mil. Kč, z toho 96,3 mil. Kč bylo v rámci programu přechodných opatření. Z mimorozpočtových zdrojů, konkrétně z **finančního nástroje Evropského hospodářského prostoru**, získala Česká republika do konce třetího čtvrtletí 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 za 9 měsíců roku 2007 dosáhla 22,3 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 ke konci září 2007 aktivní ve výši pouze 1 mld. Kč. Z toho na příjmové straně získala ČR jedinou zálohovou platbu na zemědělskou politiku z rozpočtového období 2007–2013 ve výši 2,8 mld. Kč. V platební bilanci se finanční toky projeví na běžném účtu pasivem v položce běžných převodů ve výši cca 4,8 mld. Kč a aktivním saldem převodů na kapitálovém účtu v celkové výši 6,5 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 (šetření ČNB)

Ve **zpracovatelském průmyslu** zůstává výhled na 4.Q 2007 relativně příznivý. Podle názoru většiny podnikových manažerů by dosavadní pozitivní trendy měly pokračovat, jak z hlediska celkových ekonomických vyhlídek, tak i z hlediska předpokládaných výsledků v hlavních segmentech jejich podnikatelských aktivit. Index všeobecné obchodní situace jako hlavní barometr konjunkturního klimatu i dílčí konjunkturní indexy (s výjimkou indexu zaměstnanosti) se pro nejbližší měsíce pohybují v pásmu pozitivních očekávání (Tabulka 1).

Tabulka 1: Výhled ve zpracovatelském průmyslu (indexy v bodech, výhled na dané čtvrtletí, negativní očekávání 0–99 bodů, pozitivní očekávání 101–200 bodů)

	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07
Všeobecná obchodní situace	106	105	120	102	107	117	101
Dodávky pro export	142	131	140	124	134	128	133
Dodávky pro tuzemsko	120	126	123	103	117	104	118
Tržby	143	134	122	101	123	122	118
Výrobní ceny	113	103	102	110	110	101	108
Zaměstnanost	90	90	95	91	95	104	97
Finanční situace	102	104	107	103	108	117	105

Stav zakázek vzrostl ke konci července meziročně o 36,4 %, z toho k realizaci v tuzemsku o 14,4 %. Míra využití výrobních kapacit dosáhla ve 3.Q podle odhadu 83,3 %, což bylo o 0,4 p.b. více než před rokem.

Ve **stavebnictví** hodnocení podnikových manažerů setrvává v pásmu příznivého hodnocení, došlo však k poklesu některých ukazatelů (Tabulka 2). Stav zakázek se ke konci července zvýšil proti stejnému období minulého roku o 50 %, z toho k provedení v tuzemsku o 54,7 %. Téměř o třetinu však poklesl objem zakázek na bytovou výstavbu, navíc některé firmy signalizují zhoršující se přístup k zakázkám, zejména kvůli administrativní náročnosti výběrových řízení.

Tabulka 2: Výhled ve stavebnictví (indexy v bodech, výhled na dané čtvrtletí, negativní očekávání 0–99 bodů, pozitivní očekávání 101–200 bodů)

	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07
Produkce	133	157	156	115	157	134	120
Ceny stavebních prací	142	121	139	128	144	136	140
Zaměstnanost	123	122	109	90	119	112	105
Finanční situace	109	110	118	109	90	113	102

Příloha 9 – Alternativní prognóza strukturálním modelem „g3“

Tato příloha představuje alternativní prognózu vytvořenou prostřednictvím nového strukturálního modelu.¹ Jejím cílem je prezentovat hodnocení fáze hospodářského cyklu a jeho projekci s využitím analytického potenciálu strukturálního modelu.

Na základě minulých zkušeností došlo k několika úpravám modelové struktury a k rozšíření palety prognostických technik. Modelové změny byly motivovány snahou o co nejvěrohodnější zpracování projekce regulovaných cen do alternativní prognózy. Model „g3“ tak nově obsahuje redukovanou podobu sektoru produkujícího statky s regulovanými cenami. V souvislosti se změnami modelu došlo i k rozšíření variety simulačních technik. Ty nově umožňují pracovat v prognóze nejen s očekávaným, ale i neočekávaným vývojem veličin jako jsou regulované ceny, vládní výdaje apod. Tomuto způsobu simulace jsme rovněž uzpůsobili existující a nově vzniklé analytické nástroje, umožňující rozklad prognózy na faktory a vzájemné porovnávání prognóz.

Prezentovaný scénář je srovnáván s předchozí alternativní prognózou tak, aby byly zřejmé dopady provedených úprav modelu.

Vyznění prognózy

Předpoklady

Alternativní prognóza je založena na stejných předpokladech o vývoji zahraničních veličin z CF a na stejném výhledu vývoje regulovaných cen a vládní spotřeby jako základní scénář prognózy. Podobně je tomu i v případě daňových změn, 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. 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 4.Q letošního roku a 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 mezispotřebu². Tato produkční struktura spolu s možností převisu produktivity v exportním a investičním sektoru nad agregátní produktivitou je nutná pro replikaci pozorovaných dat.

S využitím modelu hodnotíme aktuální fázi jako vrchol hospodářského cyklu. *Červencovou prognózou předpokládané zpomalení tempa růstu produktivit se potvrzuje.* Reálné veličiny jako spotřeba domácností, hrubá tvorba kapitálu a vývozy sice stále rostou relativně rychlými

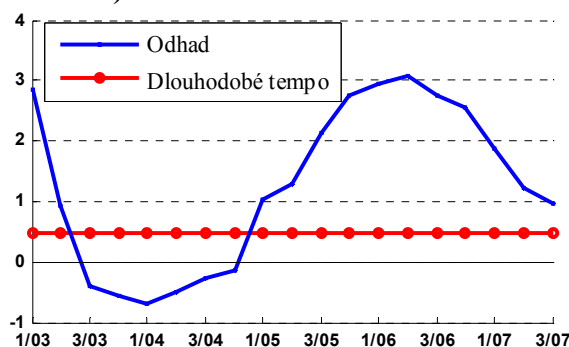
¹ Detaily modelu jsou k dispozici na tibor.hledik@cnb.cz.

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.

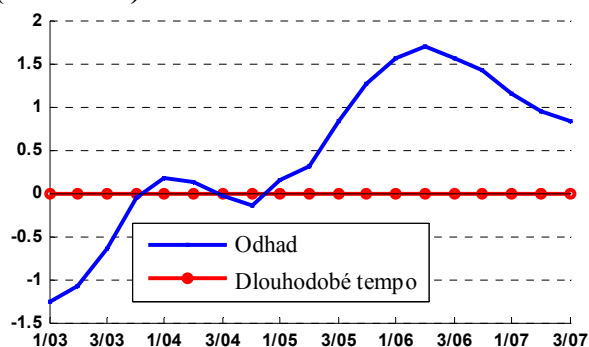
tempy, avšak stále více je zřejmý pozvolný návrat temp růstu produktivit v jednotlivých sektorech ke svým dlouhodobým úrovním.³

Odhad vývoje produktivit ve výrobních sektorech je v souladu s pozorovaným snižováním tempa růstu reálné ekonomické aktivity od konce loňského roku. Zejména převis produktivity při tvorbě fixního kapitálu nad implikovaným agregátním tempem se vrátil zpět k nulovým hodnotám. Podobně převis růstu produktivity v exportním sektoru postupně klesá ke svému dlouhodobému trendu. 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 %)

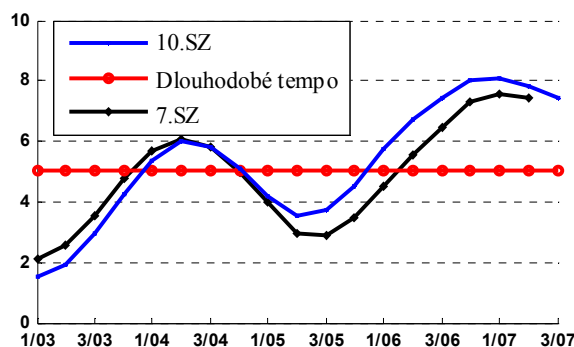


Převis růstu produktivity v investičním sektoru nad agregátním tempem (mzr. v %)

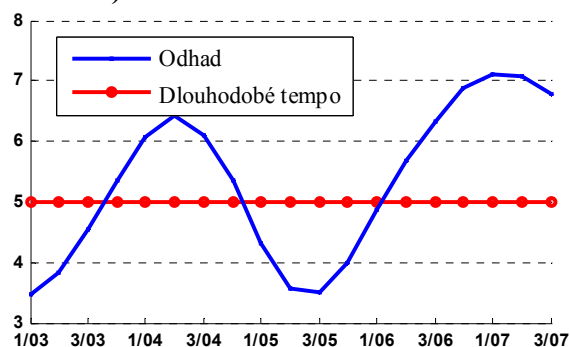


Agregátní tempo růstu, implikované vývojem produktivit v jednotlivých sektorech, tak zpomaluje svou dynamiku a výrazné zrychlování jeho tempa pozorované v minulých letech se zastavilo. Na horizontu prognózy předpokládáme pokračování poklesu tempa růstu produktivit v jednotlivých sektorech k odhadnutým dlouhodobým tempům, a tím i pozvolné snižování agregátního tempa růstu. Zpomalování tempa růstu 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 %)



³ Vývoj produktivit (technologií) v horizontu projekce je zdrojem nejistoty. O tomto vývoji lze tvořit předpoklady odlišné od specifikovaného stochastického procesu pro technologie, které byly kalibrovány s ohledem na in-sample predikční schopnosti modelu a jeho stochastické vlastnosti.

Odhad produktivit umožňuje stanovit cyklickou pozici ekonomiky. Narozdíl 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 rovnováhám⁴.

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 odrážel růst produktivity v tomto sektoru, ale i zhodnocení nominálního kurzu. Připomeňme, že investiční statky v modelu jsou dovážené.

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.

Box: Rozklad změny počáteční podmínky agregátní technologie

Počáteční podmínky určujeme konzistentní modelovou filtrací (resp. vyhlazením) při znalosti současných pozorovaných dat. Vzhledem k tomu, že efekt strukturálních šoků lze identifikovat korektně nejdříve v období dopadu (oznámení) a následujících obdobích, rozšířením informační (datové) množiny může docházet ke zpřesnění identifikace počátečních podmínek i za minulá období.

Abychom lépe porozuměli, jak změna dat ovlivňuje náš názor na počáteční podmínky a hodnotu nepozorovaných proměnných, provádíme odpočet od minulých počátečních podmínek. Tento rozkládáme ve třech krocích: 1) *změna dat do předcházejícího čtvrtletí* (tj. minulé prognózy), 2) *efekt přidání informace nového čtvrtletí* a 3) *změna modelu*.

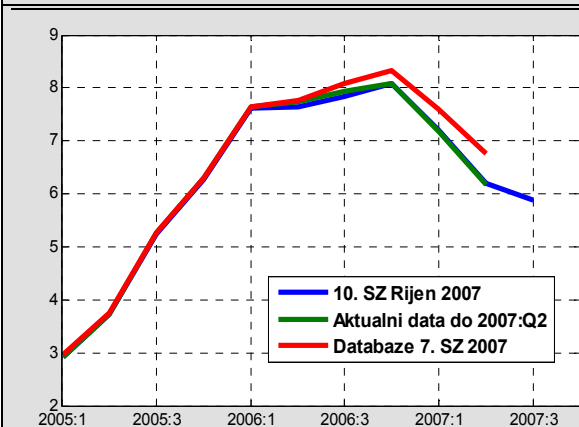
Níže provedené výpočty uvažují dvě rozdílné databáze (informační množiny – data 7.SZ a 10.SZ) při použití verze modelu 10. SZ 2007. Skutečnost, že identifikované aktualizované mezičtvrtletní tempo růstu agregátní technologie při použití databáze 7. SZ je vyšší než tempo růstu na základě nových dat,

⁴ 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 vpředhledicí. Významné rozdíly tak nastávají např. ve vztahu k trvalým a dočasným změnám nabídkové strany (technologie) či měnové politiky (změna inflačního cíle).

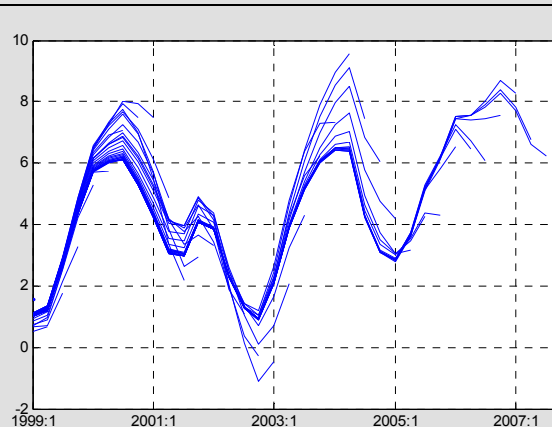
potvrzuje hypotézu o pokračujícím návratu technologií ke svým rovnováhám. Model tak neinterpretuje nová data jako pokračování či akceleraci růstu produktivit.

Agregátní technologie významně spoluurčuje cenové tlaky v reálném sektoru a výhled spotřebitelů ohledně spotřeby a mzdových vyjednávání. Pokles této technologie je konzistentní s pozvolným poklesem růstu všech složek reálné aktivity ke svému rovnovážnému růstu. Rovnovážný růst agregátní technologie je předpokládán na úrovni 5 % a identifikovaná hodnota posledního období je na úrovni přibližně 6 % mezičtvrtletně (anualizovaně).

Růst agregátní technologie (mzk. %)



Rekurzivní identifikace agregátní technologie



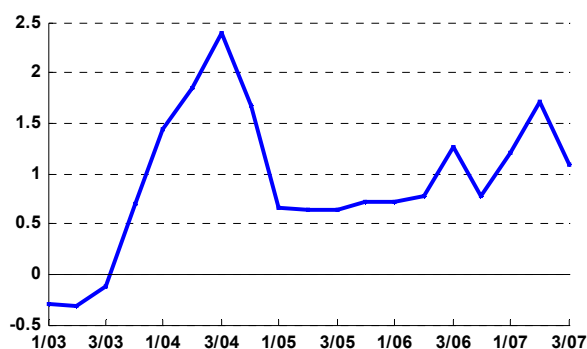
Největší dopad na revizi tempa růstu agregátní technologie má použití nových dat a nahrazení odhadu NTF aktuálními čísly ČSÚ za 2007 Q2. Jedná se především o vývoj reálných vládních výdajů a hrubé tvorby kapitálu. Největší informaci v 2007 Q3 nesou opět tyto proměnné, spolu s tempem růstu reálných exportů.

V grafu rovněž prezentujeme rekurzivní identifikaci anualizovaného mezičtvrtletního tempa růstu agregátní technologie při postupném rozšiřování informační (datové) množiny. Vzhledem ke skutečnosti, že strukturální šoky lze identifikovat pouze s dostatečnou mírou informace díky silným křížovým restrikcím nebo dlouhému předstihu časových řad, považujeme výsledky za více než uspokojivé.

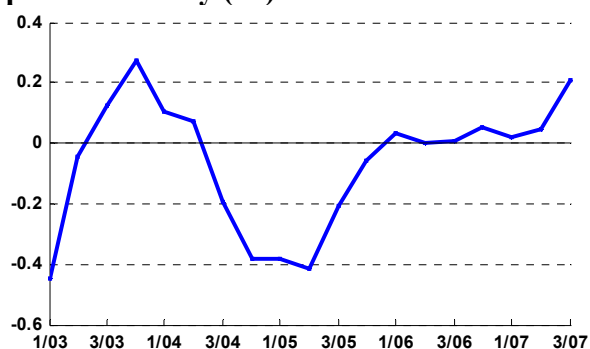
Pro vyznění prognózy je kromě odhadů temp růstu produktivit klíčový i odhad mezery reálných mezních nákladů v jednotlivých sektorech⁵. Protože reálné mezní náklady určují současný a budoucí vývoj inflace, jsou jejich počáteční podmínky identifikovány na základě historicky pozorovaného vývoje inflace a složek mezních nákladů (mzdy, dovozní ceny, atd.).

⁵ Reálné mezní náklady jsou převrácenou 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 %)



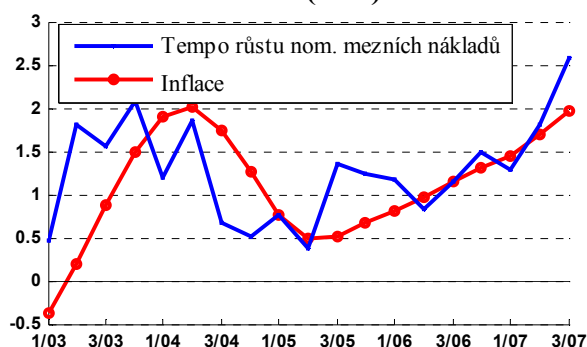
Mezera reálných mezních nákladů, spotřební statky (%)



Pozorovaný vývoj čisté inflace hraje důležitou roli při odhadu mezních nákladů v sektoru spotřebních statků. S vývojem čisté inflace v letošním roce je konzistentní vyprchávání neutrálního působení mezery reálných mezních nákladů a následný překmit do kladných proinflačních hodnot ve třetím čtvrtletí.

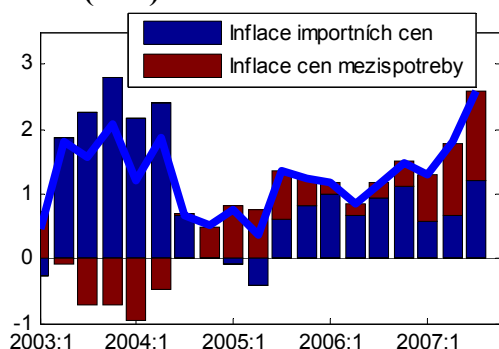
Proinflační působení reálných mezních nákladů odráží vývoj nominálních mezních nákladů ve srovnání s cenou produkce. V případě neexistence nominálních rigidit by cena produktu rostla stejným tempem jako nominální mezní náklady. Výsledkem by bylo zachování konstantní marže firem. Vzhledem k nominálním rigiditám se však ceny přizpůsobují pouze částečně a postupně tak následují vývoj nominálních nákladů. Proinflační mezera reálných mezních nákladů ve 3.Q tak reflektuje nárůst nominálních mezních nákladů, který nebyl plně promítnut do růstu cen.

Tempo růstu nominálních mezních nákladů a čistá inflace (v %)

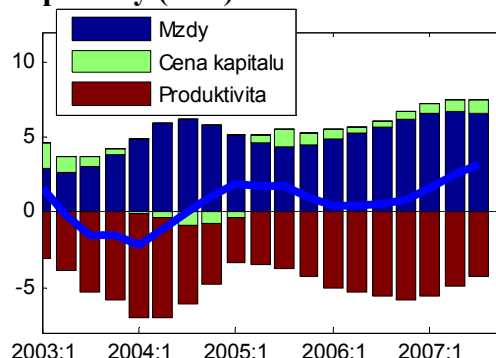


Růst nominálních mezních nákladů reflektuje vývoj jednotlivých složek. Ty jsou určeny nákladovou strukturou modelu a tvoří je ceny produkce mezispotřebních statků spolu s dovozními cenami. Ceny mezispotřebních statků rostly v důsledku vyprchávání protiinflačního působení růstu produktivit v minulém roce.

Rozklad tempa růstu nominálních mezních nákladů (v %)



Rozklad tempa růstu cen statků mezispotřeby (v %)

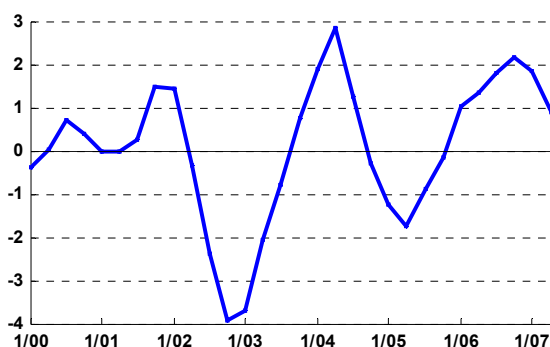


Podobně vliv dovozních cen je v současnosti i přes pozorované zhodnocení nominálního kurzu mírně proinflační. Důvodem je persistence dovozních cen v domácí měně, která brání okamžitému průsaku kurzových změn do inflace cen importů.

Růst nominálních mezd (mzr. v %)



Mezera reálných mzdových nákladů (v %)



V modelové logice jsou ceny mezipotřeby určeny náklady výrobního faktoru práce a kapitálu. Pozorovaný meziroční růst nominálních mezd postupně zrychloval až na úroveň blízkou 8 %. Toto tempo je sice nad dlouhodobým rovnovážným růstem agregátní technologické produktivity, 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 nákladech⁶.

Prognóza

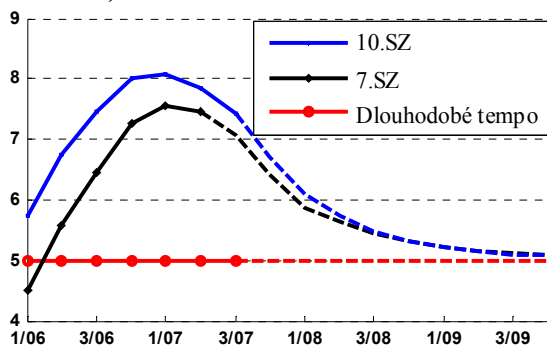
Prognóza vytvořená pomocí modelu g3 zohledňuje odhad počátečních podmínek a nastavení dlouhodobých trendů produktivit spolu se scénářem vývoje exogenních veličin z CF a NTF prognózou regulovaných cen a vládní spotřeby.

⁶ 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 protiinflačního působení mezd v důsledku zrychlení jejich nominálního růstu. Mezeru reálných mzdových nákladů lze zjednodušeně chápat jako hodnotu mezery v reálné mzdě používané ve stávajícím QPM s opačným znaménkem.

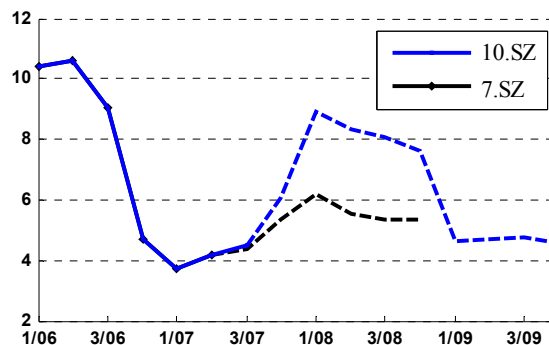
Prognóza předpokládá pozvolný návrat temp růstu produktivit v jednotlivých sektorech ke svým dlouhodobým tempům. Převís implikovaného tempa růstu nad dlouhodobou úrovní tak postupně klesá a vytváří (*ceteris paribus*) nákladové tlaky. Předpoklady o budoucím vývoji produktivit se oproti minulému alternativnímu scénáři významně nemění.

Podobně je tomu i v případě scénáře zahraničního vývoje, který zůstává přibližně stejný jako v minulé prognóze. Pouze trajektorie implikovaných zahraničních úrokových sazeb se posouvá mírně dolů.

Implikované agregátní tempo růstu (mzr. v %)



Inflace regulovaných cen (mzr. v %)

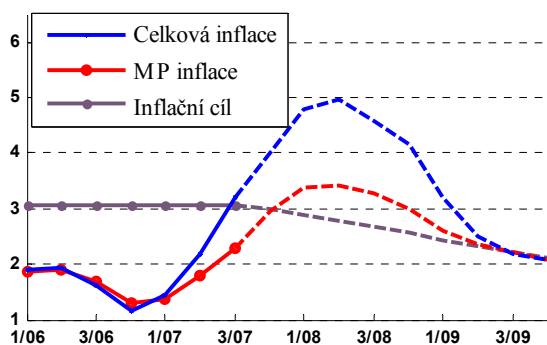
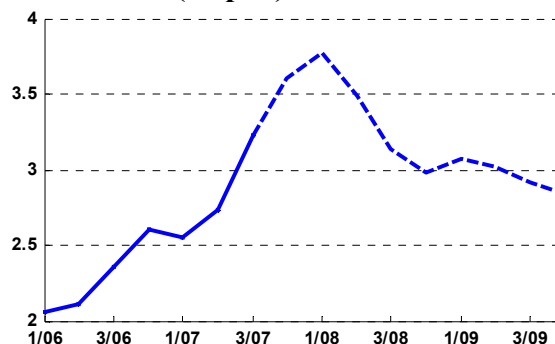


Výraznou změnou oproti minulé prognóze je však přehodnocení krátkodobé prognózy regulovaných cen, která se na celém horizontu prognózy posouvá výrazně nahoru a implikuje tak růst celkové inflace.

Nárůst regulovaných cen povede (*ceteris paribus*) k poklesu spotřeby domácností. Mají-li domácnosti snahu udržet přibližně neměnné nominální výdaje, potom musí při vyšších cenách omezit svou reálnou spotřebu. V delším období předpokládáme jednotkovou elasticitu regulovaných a neregulovaných statků a vyšší relativní cena regulovaných statků tak vytěsňuje úroveň reálné soukromé spotřeby. Růst regulovaných cen tak přispívá ke snížení reálné spotřeby, měrou odpovídající podílu těchto statků ve spotřebním koši domácností.⁷ Spotřeba tak zpomalí, sníží poptávkové tlaky na inflaci a tím i růst čisté inflace. Prognóza inflace regulovaných cen je do základního scénáře alternativní prognózy zapracována jako domácnostmi neočekávaný šok. Implikace tohoto přístupu a alternativy jsou diskutovány v sekci prezentující citlivostní scénáře vývoje regulovaných cen a v boxu o regulovaných cenách v modelu.

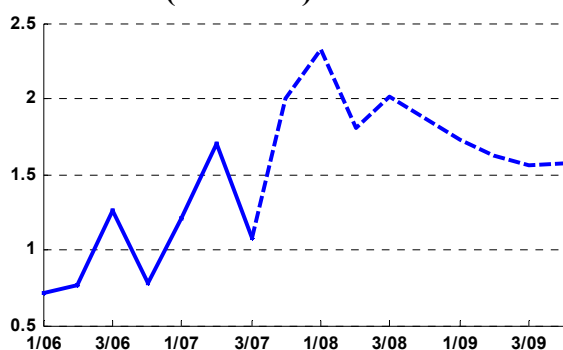
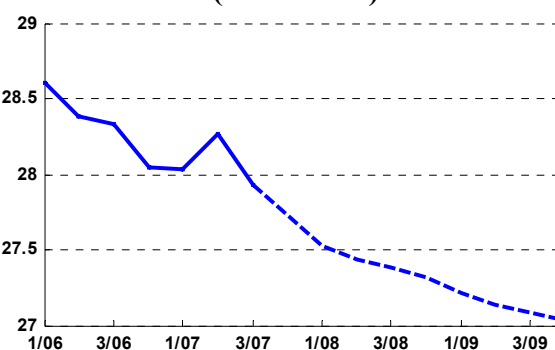
Autonomní snížení poptávkových inflačních tlaků v reakci na vývoj regulovaných cen bude pouze částečně eliminovat nárůst celkové inflace. Měnová politika bude proto reagovat v souladu s režimem inflačního cílení. S prognózou je tak konzistentní rostoucí trajektorie úrokových sazeb pro nejbližší období, která umožní návrat inflace k cíli.

⁷ Tento předpoklad implikuje mj. konstantní podíl nominální spotřeby domácností na přidané hodnotě v rovnovážném stálém stavu, resp. na trajektorii rovnovážného růstu. Toto považujeme za stylizovaný fakt.

Inflace celková a MP (mzr. v %)**3M PRIBOR (% p.a.)**

Měnová politika reaguje na odchylky celkové inflace od inflačního cíle, avšak je schopna ovlivnit pouze její část – čistou inflaci. Vývoj regulovaných cen je z pohledu měnové politiky zcela exogenní. Odchylka inflace od cíle vyvolaná růstem regulovaných cen tak může být kompenzována pouze odpovídajícím poklesem čisté inflace.

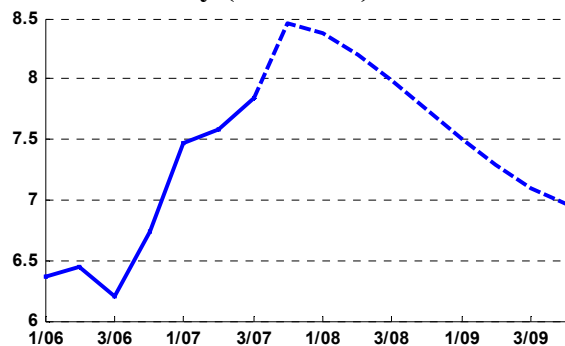
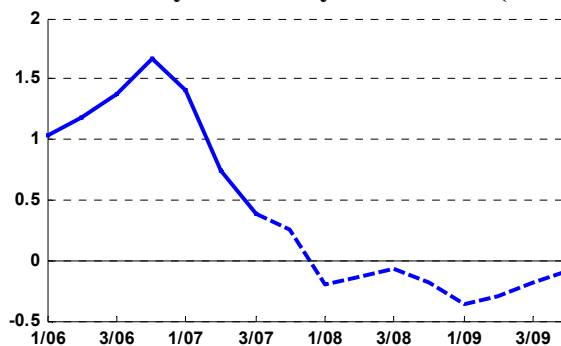
S inflačním cílem je proto konzistentní nárůst úrokových sazeb, který zpřísní domácí měnové podmínky, zpomalí růst spotřeby domácností a sníží i čistou inflaci. Růst úrokových sazeb navíc snižuje záporný úrokový diferenciál a umožňuje na prognóze zhodnocení nominálního kurzu⁸. Zhodnocování nominálního kurzu spolu se stabilní mírou zahraniční inflace bude přes relativní ceny dovozů snižovat počáteční kladnou mezeru reálných mezních nákladů a vytvářet tlaky na zpomalení čisté inflace.

Čistá inflace (mzr. v %)**Nominální kurz (CZK/EUR)**

Zpřísnění měnové politiky nebude schopno plně kompenzovat dopady růstu regulovaných cen a MP inflace se tak vrátí k bodovému cíli až na konci příštího roku. V očekávání návratu měnověpolitické inflace na cíl se implikovaná trajektorie sazeb začne pozvolna vracet na politicky neutrální úroveň.

S vývojem produktivit a s předpoklady o vývoji regulovaných cen 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.

⁸ Prognóza kurzu je kromě úrokového diferenciálu ovlivněna také endogenní prognózou rizikové premie a strukturou rovnovážných trendů v modelu. Podobně jako v QPM je UIP rovnice pouze částečně vpředhledicí.

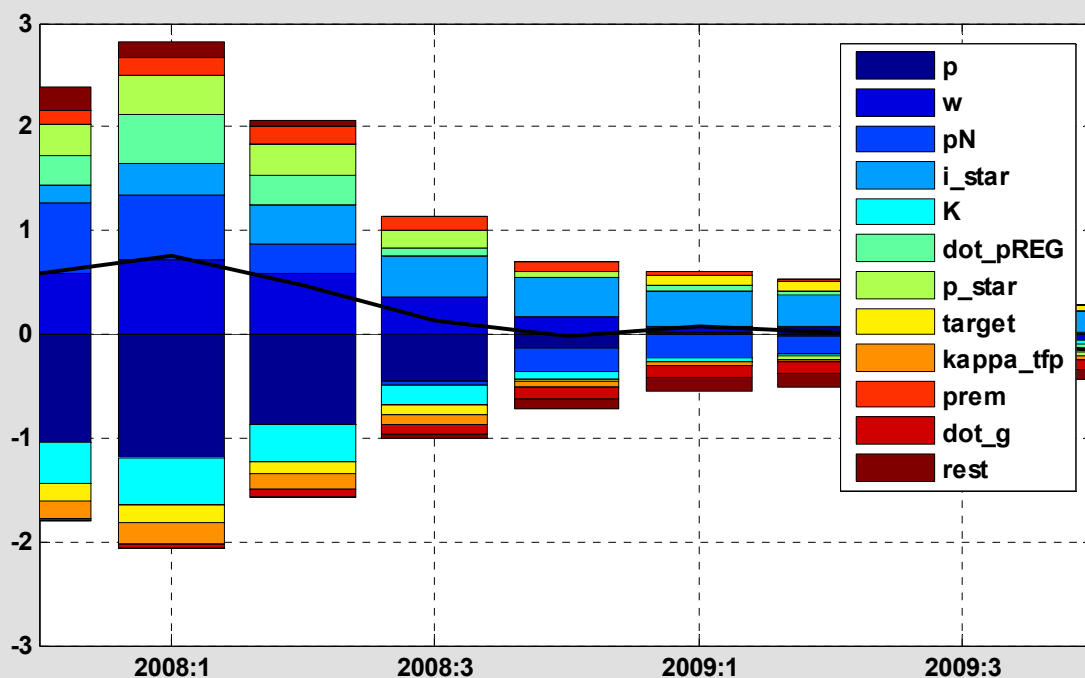
Nominální mzdy (mzr. v %)**Mezera reálných mzdových nákladů (v %)**

Navíc prognózou očekávaný nárůst inflace regulovaných cen sníží reálnou mzdu domácností⁹ a bude vytvářet další tlak na růst nominálních mezd. Prognóza tak počítá s růstem nominálních mezd přesahujícím 8 % meziročně koncem tohoto a začátkem příštího roku. Růst mezd povede k záporné mezeře reálných mezd a bude generovat pouze mírné proinflační tlaky.

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)



⁹ Nominální mzda deflovaná spotřebitelskými cenami.

Hlavními faktory působícími na růst úrokových sazeb jsou počáteční nastavení a vývoj reálných mezd (w), prognóza dovozních cen (pN), předpokládaný vývoj regulovaných cen ($\dot{p}_{REG}$) a trajektorie zahraničních úrokových sazeb (i_{star}).

Naopak faktory působícími odchylku úrokových sazeb od stálého stavu směrem dolů jsou především kapitálová zásoba (K), relativní cena neregulovaných spotřebních statků vůči ceně domácí produkce (p), počáteční hodnota dočasné technologie v sektoru mezispotřeby (κ_{tfp}) a předpokládaný vývoj reálné vládní spotřeby ($\dot{g}$).

Reálné náklady práce (w) (nominální mzdy po započtení sociálních příspěvků zaměstnavatelů relativně vůči cenám domácích mezispotřebních statků) působí na projekci mírně proinflačně. Odráží tak relativně rychlejší pokles technologií ve výrobním sektoru, ve srovnání se snižováním tempa růstu reálných mezd. Díky poklesu poptávky po domácí mezispotřebě z titulu nižších reálných vývozů, spotřeby a především výraznému propadu poptávky ze strany vlády je i růst cen domácí mezispotřeby mírný a zaměstnavatelé vytvářejí tlak na snížení tempa růstu nominálních mezd.

Počáteční podmínky dovozních cen (pN) a cen zahraničních partnerů v korunovém vyjádření (p_{star}) spolu úzce souvisí, neboť jejich odchylka je způsobena krátkodobou nominální strnulostí dovozních cen. Dovožci nepromítají pohyb zahraničních cen a měnového kurzu do svých prodejních cen plně, ale postupně. Díky této nominální rigiditě budou efekty znehodnocení měny z první poloviny tohoto roku postupně doznívat. V průběhu příštího roku budou importní ceny působit protiinflačně v důsledku zhodnocení nominálního kurzu.

Vývoj regulovaných cen ($\dot{p}_{REG}$) vytváří tlak na růst spotřebitelských cen a tedy i na růst úrokových sazeb. Prognózou očekávaný růst regulovaných cen sice částečně tlumí reálnou ekonomickou aktivitu, nicméně nedostatečně. Měnová politika musí zpřísnit reálné úrokové sazby a zhodnotit měnový kurz, aby eliminovala proinflační tlaky. Efekt regulovaných cen se postupně vytrácí a na konci simulace již působí na mírný pokles úrokových sazeb, které podporují návrat čisté inflace ke své rovnovážné úrovni.

Trajektorie zahraničních úrokových sazeb (i_{star}) z CF je v krátkém i delším horizontu významnou a perzistentní složkou působící na růst domácích úrokových sazeb. Měnová autorita volí úrokový diferenciál konzistentní s inflačním cílováním v malé otevřené ekonomice, pro kterou jsou zahraniční úrokové sazby ryze exogenním faktorem.

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, zvláště v případě omezení ekonomické aktivity v důsledku vyšší než rovnovážné apreciacie měnového kurzu a poklesu výroby, snižující cenu služeb kapitálu (rentál).

Počáteční úroveň neregulovaných spotřebních cen (p) působí na snižování sazeb. Ceteris paribus, měnová autorita musí snížit úrokové sazby, pokud se počáteční podmínka inflace nachází pod inflačním cílem. Pakliže se může zdát, že je toto v rozporu s příběhem, kdy čistá inflace je tlačena k poklesu díky nárůstu regulovaných cen, je nutno si uvědomit, že efekt počáteční podmínky relativní ceny „čistých“ spotřebních statků je zcela izolovaný od efektu regulovaných cen. Jinými slovy, příspěvek zachycuje tlak počáteční podmínky za jinak nezměněných předpokladů, tj. všech ostatních faktorů na své rovnovážné úrovni.

Velmi mírný tlak na pokles úrokové sazby je i z titulu samotného inflačního cíle (target), neboť tento je vyšší než skutečná míra růstu spotřebitelských cen. Za jinak nezměněných okolností a absenci ostatních proinflačních tlaků, musí měnová autorita mírně snížit reálné úrokové sazby a povzbudit ekonomickou aktivitu a návrat čisté inflace k cíli.

Ve směru mírného růstu úrokových sazeb působí doznívání počáteční podmínky dluhově-elastické kurzové rizikové prémie (prem). Dluhově-elastická riziková prémie je důležitou součástí modelu,

neboť stanoví, že s růstem zahraničního zadlužení ekonomiky je ekonomika vystavena vyšší rizikové prémii.

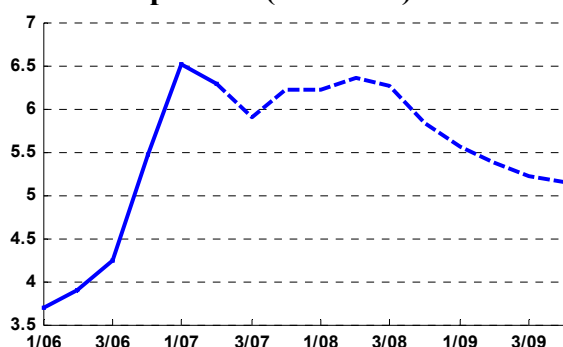
Tempo růstu vládních výdajů působí k velmi mírnému poklesu úrokových sazeb. Je tomu tak především ke konci horizontu prognózy, kdy spotřebitelé již vědí, že nízká tempa vládní spotřeby opět porostou ke své rovnovážné úrovni. Efekt vládních výdajů na úrokové sazby je kombinací poptávkového efektu vládních výdajů po domácím meziprojektu a efektu vytěsnění soukromé spotřeby domácností v důsledku vyššího skutečného či anticipovaného zdanění.

Vývoj dočasných technologických šoků v mezispotřebním (výrobním) sektoru ($\kappa_{t\bar{p}}$) přispívá zpočátku k poklesu úrokových sazeb, neboť jeho hodnota leží nad rovnovážnou úrovní. Příznivý vývoj technologií podporuje nízké ceny produkce mezispotřebních statků, které tak –ceteris paribus—sníží čistou inflaci.

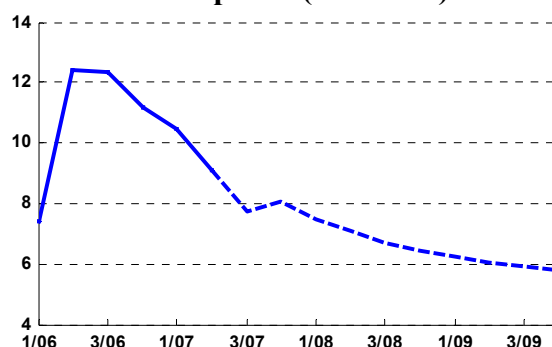
Veškeré ostatní vlivy jsou zahrnuty v kategorii „rest“. Vzhledem ke skutečnosti, že zobrazeno je 11 faktorů s nejvyšším příspěvkem, je vyloučeno, aby v kategorii „ostatní“ byly další významné, vzájemně se kompenzující faktory.

Přestože prognóza předpokládá relativně rychlý růst nominálních mezd bude spotřeba domácností postupně zpomalovat v reakci na růst regulovaných cen a zpřísnění reálných úrokových sazeb.

Soukromá spotřeba (mzr. v %)

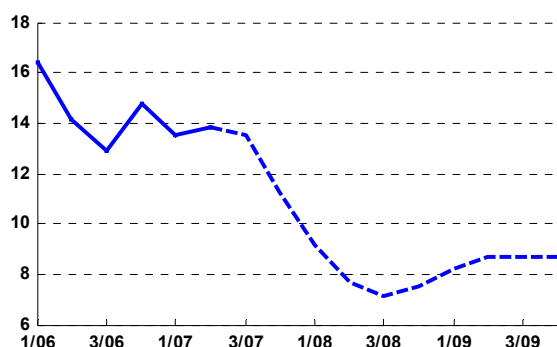


Hrubá tvorba kapitálu (mzr. v %)

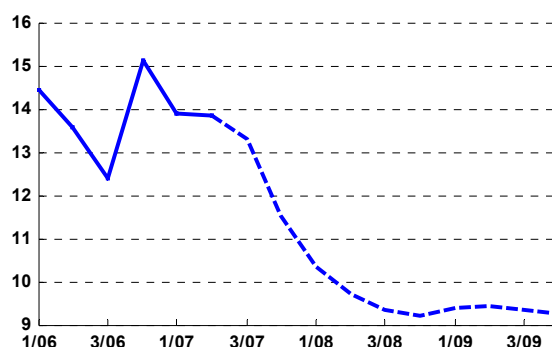


Prognóza vývozu a dovozu reflektuje předpoklady o vývoji v zahraničí a prognózu vývoje produktivit v jednotlivých sektorech. Předpoklad pokračujícího postupného poklesu tempa růstu produktivit v exportním sektoru povede ke snížení růstu exportů i přes relativně příznivý vývoj zahraniční poptávky. Navíc se do cen vývozů promítne zhodnocování nominálního kurzu, které zvyšuje ceny exportů v zahraniční měně, vede ke ztrátě cenové konkurenceschopnosti a snižuje tak tempo růstu objemu vývozů. V důsledku dovozní náročnosti exportů se bude snižovat i tempo růstu dovozů.

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.

V prognóze inflace jsou dále zohledněny předpokládané změny nepřímých daní. Na primární dopady úprav nepřímých daní jsou uplatněny výjimky z reakce měnové politiky, avšak prognóza nepočítá se sekundárními dopady. Alternativní scénář dále pracuje s krátkodobou prognózou vládní spotřeby.

Základní veličiny prognózy

	07q 4	08q 1	08q 2	08q 3	08q 4	09q 1	09q 2	09q 3	09q 4
Inflace, mzr. v %	4,1	4,8	5,0	4,6	4,2	3,2	2,5	2,2	2,1
Měnověpolitická inflace, mzr. v %	3,0	3,4	3,4	3,3	3,0	2,6	2,4	2,2	2,1
3M PRIBOR, v %	3,6	3,8	3,5	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,8
Kurz [CZK/EUR]	27,7	27,5	27,4	27,4	27,3	27,2	27,1	27,1	27,0
Spotřeba domácností, mzr. v %	6,2	6,2	6,3	6,3	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2
HTK, mzr. v %	8,1	7,5	7,1	6,7	6,5	6,3	6,1	5,9	5,8
Dovoz zboží a služeb, mzr. v %	11,5	10,3	9,7	9,3	9,2	9,4	9,4	9,3	9,2
Vývoz zboží a služeb, mzr. v %	11,3	9,2	7,6	7,1	7,5	8,3	8,7	8,7	8,7
Reálný HDP, mzr. v %	5,1	4,2	3,7	3,3	3,4	3,8	4,2	4,5	4,7

Citlivostní analýza regulovaných cen

Od 7. SZ došlo v modelu „g3“ k výraznější změně ve způsobu modelování regulovaných cen. Vzhledem k relativně významnému vlivu regulovaných cen na strukturu a dynamiku modelu jsme se rozhodli představit působení těchto cen v modelu blíže.

Model „g3“ je vyvíjen na základě specifikace způsobu chování spotřebitelů a firem v ekonomice a jejich omezeních (produkčních, rozpočtových). Existenci regulovaných cen je

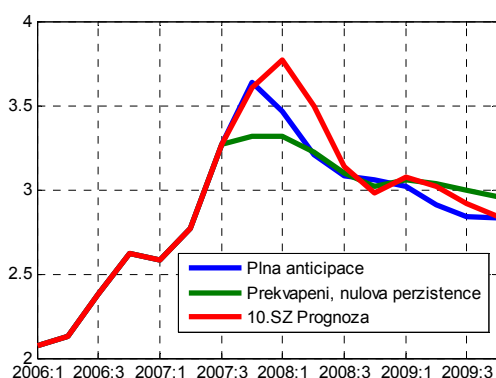
tedy rovněž nutno zasadit ve „strukturální“ formě.¹⁰ Způsob zasazení těchto cen do modelu se ukazuje jako velice podstatný. V současné době působí (*ceteris paribus*) regulované ceny v modelu desinflačně na čistou inflaci. Ukazuje se, že předpoklad o vývoji regulovaných cen je jedním z významných faktorů ovlivňujících projekci. Rozhodli jsme se proto prezentovat citlivostní scénář, který přiblíží roli regulovaných cen v současné verzi modelu.¹¹

Základním scénářem je základní scénář projekce. Zde předpokládáme, že exogenní proměnné s výjimkou vládních výdajů a regulovaných cen jsou dokonale předvídané. Skutečný vývoj regulovaných cen tedy překvapuje jak spotřebitele a firmy, tak měnovou autoritu. Regulované ceny jsou modelovány jako autoregresní proces s perzistencí 0,6. To je relativně velká míra perzistence, která je vnášena do očekávání všech hráčů v modelu a odeznívá postupně. Překvapení regulovanými cenami tak může být na obě strany.

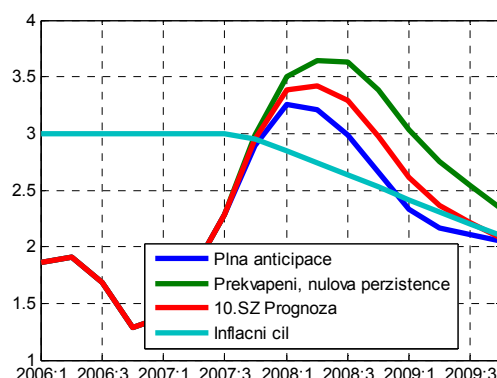
Prvním alternativním scénářem je simulace, kdy regulované ceny jsou dokonale předvídané. V prvním období projekce jsou všichni, spotřebitelé, firmy a měnová autorita, obeznámeni s vývojem regulovaných cen do 4. čtvrtletí 2009. Tomuto vývoji zcela věří a tento se také naplní. Od 1. čtvrtletí 2010 již tento výhled nemají a předpokládají postupný návrat regulovaných cen na rovnovážnou úroveň, což je správný předpoklad.

Druhým alternativním scénářem je model s neanticipovanými regulovanými cenami, nicméně s očekávanou nulovou mírou perzistence regulovaných cen v očích všech zúčastněných. Předpokládá se tak jednorázový úroňový posun regulovaných cen, který nadále nebude zvyšován, ani kompenzován. Ve skutečnosti však toto nenastává a očekávání opakovaně nejsou naplněna.

3M Pribor (v %)



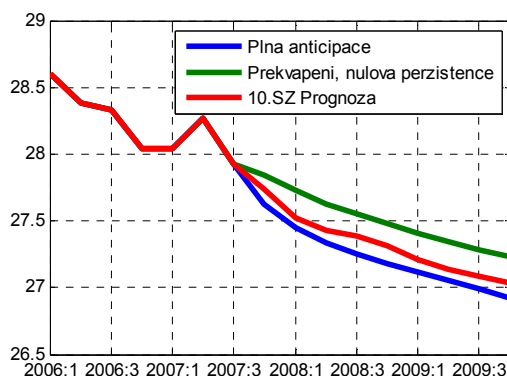
Spotřebitelské ceny (mzr. v %)



¹⁰ Problematika regulovaných cen v modelu QPM je definičně odlišná. Model QPM explicitně nepracuje s úroňovými veličinami a trendy. Jeho jádro je v tzv. gapové podobě, tedy v odchylkách od rovnováh. Tyto jsou však zcela oddělitelné od dynamické části modelu. Model QPM tak pracuje s regulovanými cenami pouze jako součástí tempa růstu celkové inflace. Při návratu růstu regulovaných cen ke své rovnovážné úrovni pak není nutno řešit, na jaké úrovni se tyto ceny stabilizovaly. To je základní odlišnost od modelu g3.

¹¹ Zapracování regulovaných cen do tohoto typu modelu není zcela triviální. Dle našeho nejlepšího vědomí v literatuře tento problém řešen není, zahraniční kolegové však vyjadřují zájem o způsob, jakým jej řešíme v „g3“. Důvodem mimo jiné je, že explicitně v modelu pracujeme s vícero stochastickými trendy, které nám umožňují opustit předpoklad konstantní rovnovážné ceny regulovaných a neregulovaných statků. Výrazným omezením je skutečnost, že náš modelový přístup se snaží využívat principu konstantních výdajových podílů v jednotlivých sektorech. Alternativou je připustit, že změna regulovaných cen – jako trvalý šok – trvale ovlivní výdajový podíl, model by tak vždy konvergoval k novému úroňovému stálému stavu, který by bylo obtížné kalibrovat a analyzovat.

Měnový kurz (CZK/EUR)



Výše uvedené grafy ilustrují efekt zahrnutí očekávání a vývoje regulovaných cen na nominální úrokové sazby, meziroční tempo růstu spotřebitelských cen a úroveň nominálního měnového kurzu CZK/EUR.

Je vidět, že nejnižší trajektorie úrokových sazeb, nejvíce depreciováný kurz a nejpomalejší dosažení inflačního cíle je v modelu dosaženo při opakovaných neočekávaných změnách regulovaných cen, u nichž agenti v modelu nepředpokládají perzistenci. Při absenci výrazných inflačních tlaků v počátečních podmínkách modelu jsou inflační očekávání mírná a měnová autorita nepovažuje za nutné zvýšením úrokových sazeb působit na reálnou ekonomickou aktivitu. Postupné překvapování ji však nutí k postupným, leč mírným reakcím. Inflační cíl je dosahován pomaleji díky neustálé mýlce všech agentů o stabilitě regulovaných cen.

Zvýšením očekávané perzistence regulovaných cen na 0,6 jsou inflační očekávání výrazně vyšší než v předchozím případě. Významnějším zvýšením úrokových sazeb se měnová autorita snaží působit na reálnou ekonomiku, aby nižším růstem čisté inflace postupně navrátila celkovou spotřebitelskou inflaci k cíli. Vzhledem ke skutečnému profilu regulovaných cen dochází v některých obdobích, zejména v roce 2009, k nižší hodnotě tempa růstu regulovaných cen, než spotřebitelé očekávají, neboť extrapolují relativně vysoká tempa minulého vývoje regulovaných cen.

Jiný příběh nastává v případě, že všichni hráči v modelu dokonale předvídají trajektorii regulovaných cen. Tato pak jasně určuje trajektorii čisté inflace, která je konzistentní s dosažením inflačního cíle celkové spotřebitelské inflace v horizontu měnové politiky. Významnou roli v přizpůsobení (podobně jako v předchozích případech) zde sehrává měnový kurz, který je nejvíce apreciovaný ze všech třech uvažovaných scénářů.

Existuje zde jasný trade-off mezi výší nominálních sazeb a apreciací měnového kurzu, který je dostatečný pro dovoz nižší zahraniční inflace. Vzhledem k malé váze rentálu na cenách mezispotřebních statků a k výrazné nominální rigiditě ani pokles poptávky po domácí mezispotřebě není dostatečný na snížení profilu čisté inflace konzistentní s inflačním cílením.

Apreciovaný kurz rovněž omezuje reálnou ekonomickou aktivitu poklesem reálných exportů, který není doprovázen poklesem tempa růstu reálných importů. Ve všech scénářích dochází k útlumu reálné ekonomické aktivity (spotřeby, investic) a i přes pokles pracovních příjmů k mírnému navyšování čistých zahraničních aktiv. Nákup zahraničních aktiv je konzistentní s vyšší apreciací měnového kurzu než je její rovnovážné tempo, a tedy očekávaným následným nižším zhodnocováním, než je rovnováha.

Box: Regulované ceny v modelu „g3“

Regulované ceny v 7. SZ

V předchozích simulacích modelu byly regulované ceny uvažovány jako v čase proměnlivá přírážka k cenám spotřebních statků (tj. k cenám v čisté inflaci). Výhodou byla jednoduchost zachycení, problematická však byla skutečnost, že tento způsob práce implikuje rovnovážnou relativní cenu regulovaných statků a statků neregulovaných. Pokud tak tempo růstu regulovaných cen v čase převyšovalo tempo růstu čisté inflace, vznikající disparita úrovní cen v „regulovaném“ a „neregulovaném“ sektoru musí být na projekci odstraněna. V delším horizontu tak musí tempo růstu regulovaných cen jít opačným směrem, aby bylo dosaženo rovnovážné relativní ceny.

V realitě je tento předpoklad problematický a ukazovalo se, že i v delším horizontu projekce je předpoklad o vývoji regulovaných cen jedním z klíčových. Rozhodli jsme se proto pro úpravu modelu.

Regulované ceny v 10. SZ

Důležitým požadavkem bylo, aby regulované ceny mohly divergovat na úrovních od cen neregulovaných („čistých“), které jsou produkovány v sektoru spotřebních statků. To však znamená přidání dalšího nestacionárního prvku do modelu.

Odvodili jsme a redukovanou formou implementovali příběh dvou spotřebních sektorů – sektor regulovaných statků a „čistých“ statků. Spotřebitelský koš je složen z obou druhů statků. Oba typy statků jsou vyráběny identickou produkční funkcí z mezispotřebních statků a dovážených statků, tj. mají identickou nákladovou strukturu. V případě zásahu „regulátora“ mají regulované statky cenu danou regulátorem (resp. cenový růst). Ve stylizované formě dochází k regulaci přes technologickou změnu v tomto sektoru, který umožní regulovaným podnikatelům udržet ve stálém stavu svoje požadované marže.

Pakliže se úroveň regulace v čase nemění a zůstává konstantní, potom cenová rozhodnutí podnikatelů v regulovaném odvětví nejsou nijak narušována a jsou identická s neregulovaným odvětvím. Při absenci regulačních zásahů tak regulované statky de facto mizí a cenový růst je plně určen nákladovými a poptávkovými faktory. Bez regulačních zásahů je proto relativní cena neregulovaných a regulovaných statků konstantní, ovšem na nedeterminované úrovni.

Pro praktickou implementaci jsme zatím museli přijmout několik zjednodušujících předpokladů. Za prvé, spotřebitelé drží konstantní výdajové podíly regulovaných a neregulovaných statků. Tento předpoklad nám umožňuje pracovat s konstantním nominálním podílem spotřeby na HDP v rovnovážném stálém stavu. Předpoklad jednotkové substituce mezi oběma druhy statků v krátkém období však může být, podle našeho názoru, problematický. Proto pracujeme na jejím snížení v krátkém období pomocí vybudování návyku těchto statků (tzv. „deep habits“). S touto úpravou však již není možné rozepsat do modelu redukovanou formu dvou sektorů jako doposud, ale explicitně zavést dva spotřební sektory. Nízká hodnota elasticity substituce navíc může působit ve směru většího vlivu regulovaných cen na dynamiku modelu, nejvíce na dynamiku celkové soukromé spotřeby.

Výhodou této specifikace zůstává podpora trendu v relativní ceně regulovaných statků. V případě absence regulace a odeznění „návyku“ na předchozí úrovně regulovaných (resp. čistých) statků rozlišení mezi oběma sektory zmizí a nadále nebude ovlivňovat dynamiku modelu. Při současném výhledu regulovaných cen je však pravděpodobné, že sektor regulovaných spotřebních statků a jeho strukturální specifikace může hrát významnou roli v určování dynamiky.

Je pravděpodobné, že způsob zachycení regulovaných cen v modelu „g3“ dozná změn, neboť současné zachycení je redukovanou formou dvousektorového přístupu. Pokud se na základě simulací a empirické analýzy přikloníme k omezení elasticity substituce regulovaných a „čistých“ spotřebních statků v krátkém období, upustíme od redukované formy.

„Desinflační efekt“ regulovaných cen v „g3“

Pokud dojde k růstu regulovaných cen, měnová autorita reaguje na celkový index spotřebitelských (t+4 YoY) cen nastavením úrokových sazeb. Vzhledem k dopředu určeným regulovaným cenám lze však tento index vést k inflačnímu cíli pouze kanálem „čisté inflace“, tedy desinflačním pohybem v sektoru neregulovaných spotřebních statků. V závislosti na míře agresivity měnové politiky a vlivu regulovaných cen v modelu dochází k desinflaci čisté inflace při růstu úrokové sazby. Po odeznění regulačních opatření, kdy se „regulované“ ceny stávají tržními, musí opět úrokové sazby podporovat růst čisté inflace a tím její návrat na inflační cíl.

Podmíněný rozklad odchylky prognózy 10. SZ a 7. SZ na faktory

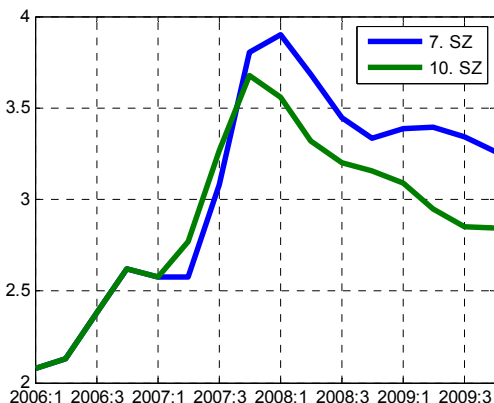
Rozklad odchylek prognózy je jedním z nástrojů, který nám umožňuje konzistentním způsobem vyhodnotit změny v předpokladech o minulém vývoji ekonomiky a v předpokladech o vývoji exogenních veličin.

Podmíněným nazýváme rozklad proto, že tento rozklad podmiňujeme užitím jediného modelu na datové předpoklady. Změnu prognózy tak nerozkládáme na změnu modelu. Tato však je a i v budoucnu může být významnou složkou odchylek, neboť model „g3“ stále zdokonalujeme a současně vyvíjíme nové nástroje k analýze modelu.

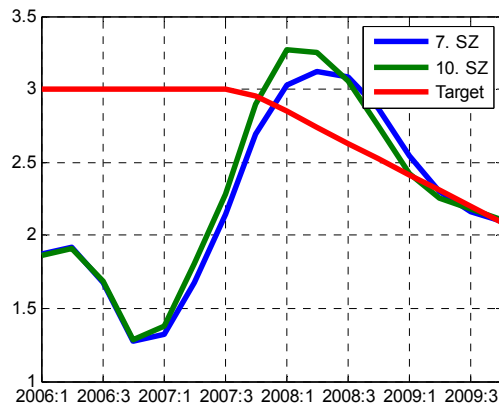
Změnou modelu rozumíme rovněž způsob kombinace dokonale očekávaných a neočekávaných šoků v exogenních proměnných. V níže uvedeném rozkladu tak aplikujeme verzi modelu použitou pro simulaci základního scénáře v 10. SZ 2007. Tímto modelem provádíme identifikaci počátečního stavu ekonomiky na informační množině 7. SZ a 10. SZ a následně vytváříme prognózu s použitím původních předpokladů 7. SZ a 10. SZ.

Profil úrokových sazeb se oproti simulaci základního scénáře 7. SZ posouvá níže, meziroční spotřebitelská inflace mírně výše v prvních čtvrtletích. Tempo růstu soukromé spotřeby se mírně snižuje, růst hrubé tvorby kapitálu je téměř nezměněn, významný propad oproti minulé prognóze je na straně vládních výdajů. Tento propad je však určen téměř plně předpoklady, neboť v 7. SZ model nepředpokládal exogenizovaný vývoj vládních výdajů.

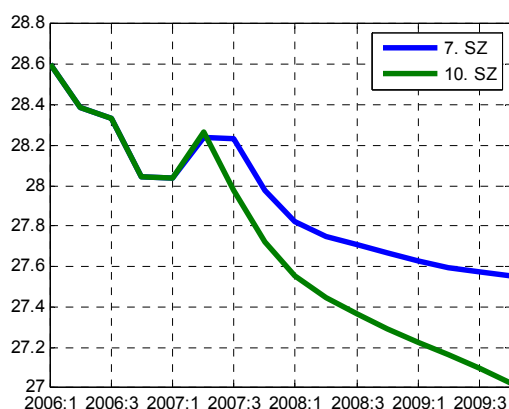
3M Pribor (v %)



Spotřebitelské ceny (mzr. v %)

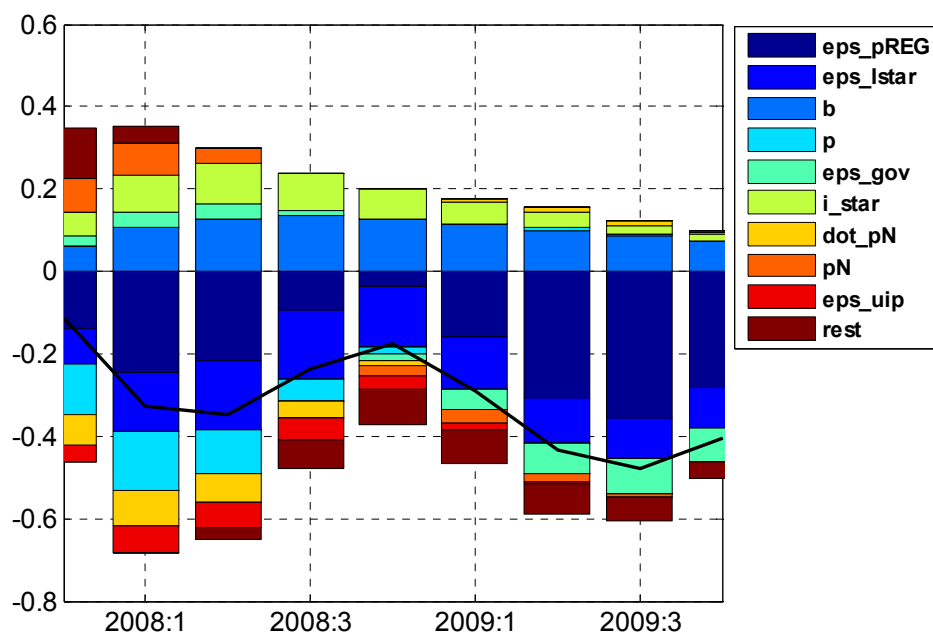


Měnový kurz (CZK/EUR)

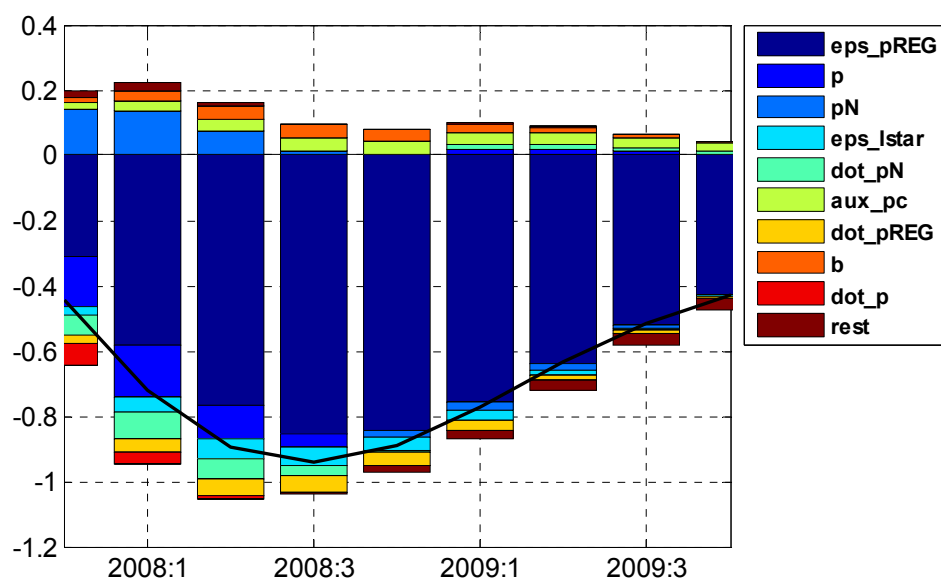


Jaké jsou hlavní faktory pro odchylku úrokových sazeb? Je to především změna předpokladu o trajektorii zahraničních úrokových sazeb (eps_Istar) a vývoj regulovaných cen (eps_pREG). Ke konci roku 2008 se ještě přidávají exogenně snížené vládní výdaje. Vývoj měnového kurzu je významně určován v celém období trajektorií regulovaných cen. Vývoj regulovaných cen je rovněž významným faktorem rozkladu trajektorie čisté inflace.

3M Pribor odchylka (10. SZ – 7. SZ), (v p.b.)



Mezičtvrtletní růst čisté inflace (anualizováno), odchylka 10. SZ – 7. SZ (v p.b.)



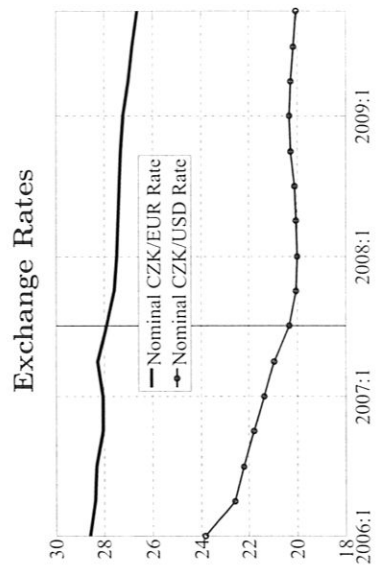
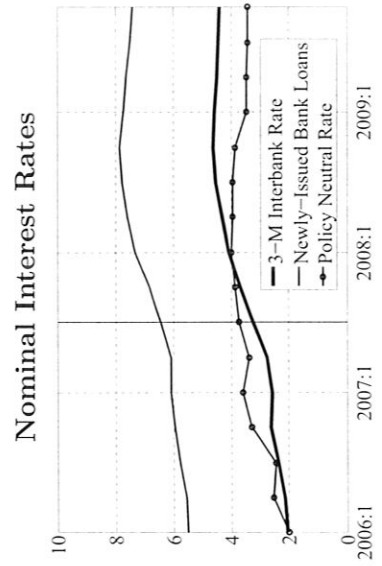
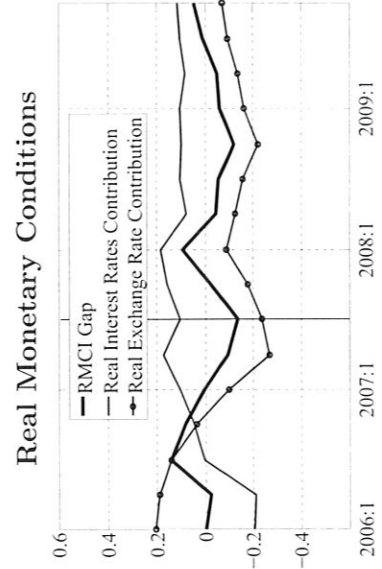
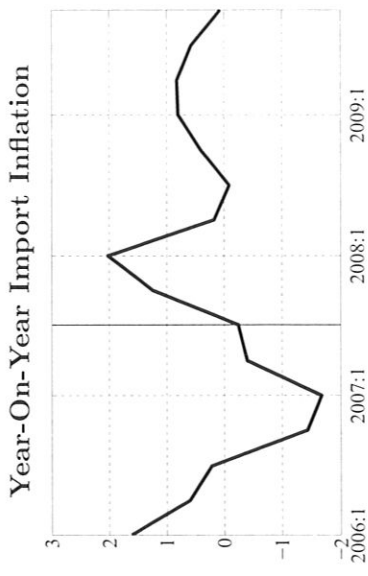
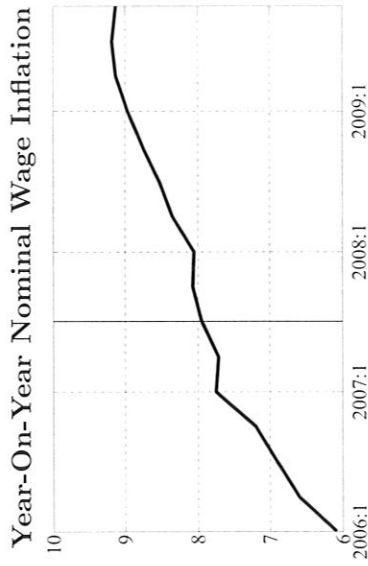
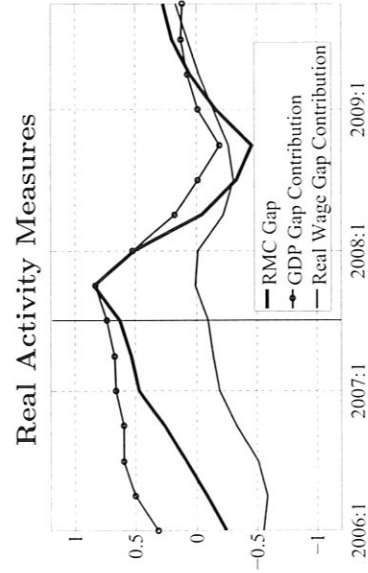
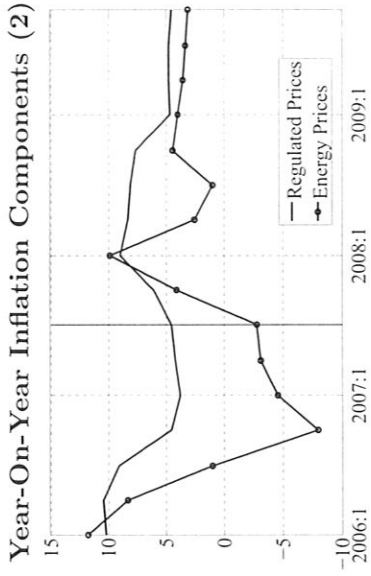
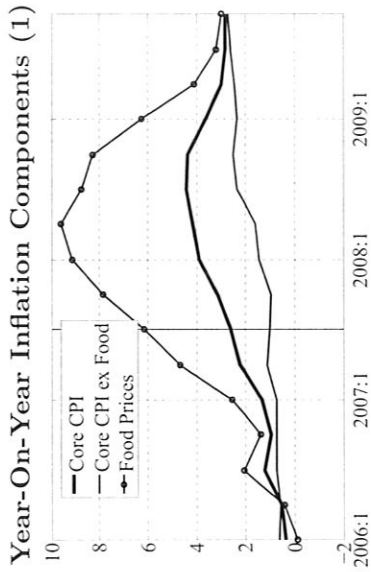
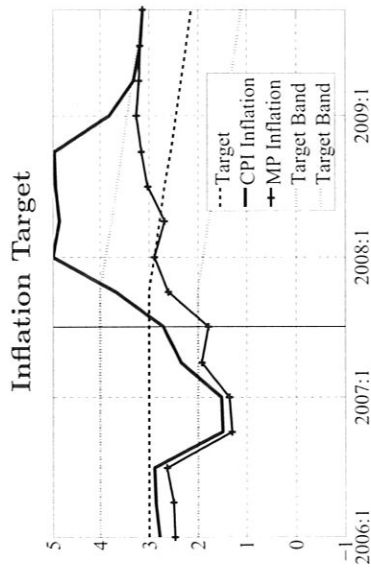
Nejvýraznější rozdíl v odchylce úrokových sazeb je patrný v roce 2009, kdy nižší úroveň úrokových sazeb v 10. SZ 2007 podporuje čistou inflaci k návratu na rovnovážnou hodnotu¹².

¹² Vysvětlivky legendy grafů: eps_pREG – regulované ceny, eps_Istar – zahraniční úrokové sazby, b – čistá zahraniční aktiva, p – počáteční podmínka relativní ceny neregulovaných statků, eps_gov – vládní výdaje, i_star – počáteční podmínka zahraničních úrokových sazeb, dot_pN – poslední pozorované tempo růstu dovozních cen, pN – počáteční podmínka relativní ceny dovozů vůči cenám mezispotřeby, eps_uip – inovace do měnového kurzu, aux_pc – metodická diskrepance deflátoru spotřeby a CPI, dot_pREG – poslední pozorování tempa růstu regulovaných cen, dot_p – poslední pozorované tempo růstu čisté inflace, „rest“ --- souhrnný vliv všech ostatních faktorů.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

October 2007 Forecast Round

Baseline



October 2007 Forecast Round

Baseline

	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	2009:2	2009:3	2009:4
CPI																
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.7	3.7	5.0	4.8	4.9	5.0	3.8	3.3	3.2	3.1
% pa q-o-q	3.1	2.1	2.7	-2.1	4.0	5.4	2.9	2.5	9.3	4.8	3.3	2.6	4.7	2.8	2.7	2.3
level	101.3	101.8	102.5	102.0	102.6	104.0	104.7	105.4	107.9	109.2	110.1	110.8	112.1	112.8	113.6	114.3
Nominal Wage																
% pa y-o-y	6.1	6.6	6.9	7.2	7.7	7.7	7.9	8.1	8.1	8.4	8.5	8.7	9.0	9.1	9.2	9.1
% pa q-o-q	6.0	7.3	7.2	7.5	8.1	7.2	8.0	8.0	8.1	8.3	8.6	8.8	8.9	8.9	8.8	8.6
level	59.4	60.5	61.6	62.8	64.0	65.2	66.5	67.8	69.2	70.6	72.1	73.7	75.4	77.1	78.8	80.5
Real GDP																
% pa y-o-y	6.6	6.5	6.4	6.1	6.2	6.0	6.1	6.2	5.6	5.2	4.8	4.4	5.0	5.5	5.8	5.9
% pa q-o-q	5.7	6.3	5.8	6.0	6.2	5.5	6.1	6.2	4.1	3.9	4.7	4.8	6.4	5.8	5.6	5.2
level	685.7	696.5	706.6	717.1	728.2	738.3	749.6	761.3	769.2	776.7	785.8	795.1	807.9	819.6	831.0	841.7
Potential Non-Inflation Product																
% pa y-o-y	4.8	5.0	5.2	5.4	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8	5.9	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6	5.5
Real Wage																
% pa y-o-y	3.1	3.5	3.7	5.3	6.3	5.8	6.5	5.5	5.0	5.3	4.8	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6
% pa q-o-q	3.0	5.1	3.9	9.4	6.8	3.1	6.6	5.4	4.9	4.2	4.7	5.1	5.6	5.6	5.5	5.5
Equilibrium Real Wage																
% pa y-o-y	3.9	4.1	4.0	5.3	5.9	5.3	6.1	5.1	4.8	5.4	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1
Unemployment Rate																
%	9.1	8.8	8.5	8.1	7.7	7.2	6.9	6.6	6.4	6.3	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
Nominal Interest Rates																
3-Month Interbank Rate																
% pa	2.1	2.1	2.4	2.6	2.6	2.8	3.3	3.7	4.1	4.3	4.5	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4
Policy Neutral Rate																
% pa	2.0	2.6	2.5	3.3	3.6	3.4	3.7	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	3.5	3.5	3.4	3.4
Policy Misalignment																
pp	0.4	0.2	0.5	0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1-Year Interbank Rate																
% pa	2.3	2.5	2.8	3.0	2.8	3.2	3.7	4.0	4.3	4.6	4.7	4.8	4.7	4.7	4.6	4.5
Newly-Issued Bank Loans																
% pa	5.5	5.6	5.8	6.0	6.1	6.1	6.4	6.8	7.3	7.6	7.8	7.9	7.7	7.6	7.5	7.4
Euro 1-Year Interbank Rate																
% pa	3.0	3.3	3.6	3.9	4.1	4.4	4.6	4.2	4.0	4.0	4.1	4.4	4.6	4.5	4.3	4.3
Nominal Exchange Rates																
CZK/EUR																
% pa y-o-y	-4.7	-5.8	-4.5	-4.3	-2.0	-0.4	-1.4	-1.6	-2.0	-3.0	-2.1	-1.0	-1.0	-1.4	-1.9	-2.4
% pa q-o-q	-9.5	-3.0	-0.8	-4.0	-0.1	3.3	-4.9	-4.6	-1.8	-0.9	-1.0	-0.5	-1.5	-2.7	-3.0	-2.7
level	28.6	28.4	28.3	28.0	28.0	28.3	27.9	27.6	27.5	27.4	27.3	27.3	27.2	27.0	26.8	26.6
CZK/EUR Risk Premium																
% of Exchng Rate	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
CZK/USD																
% pa y-o-y	3.9	-5.6	-8.5	-11.7	-10.1	-7.2	-8.5	-8.0	-6.6	-4.5	-1.2	1.0	1.6	1.2	0.3	-1.0
% pa q-o-q	-14.1	-20.2	-6.3	-8.3	-6.9	-7.9	-12.2	-6.1	-0.8	0.8	1.5	2.7	1.3	-0.8	-2.0	-2.5
level	23.8	22.6	22.2	21.8	21.4	21.0	20.3	20.0	20.0	20.0	20.1	20.2	20.3	20.3	20.2	20.0

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

Aggregate Demand and Indicators of Real Monetary Conditions

Baseline

	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	2009:2	2009:3	2009:4
Weighted Contributions to Real Marginal Costs																
RMC Gap	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8	0.5	-0.1	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.2	0.3
Real GDP Gap	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.2	-0.0	-0.2	-0.0	0.1	0.1	0.1
Real Wage Gap	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1	-0.0	0.1	0.2
Weighted Contributions to Output Gap - log terms																
Real GDP Gap	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	0.7	0.2	-0.0	-0.2	-0.0	0.1	0.2	0.1
Real GDP Gap Lag																
RMC Index Lag	0.1	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.6	0.2	-0.0	-0.2	-0.0	0.1	0.1
Foreign Demand Gap	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.0
Expert Judgement	-0.2	-0.1	-0.2	-0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Indicators of Real Monetary Conditions																
RMCI	-41.5	-41.4	-41.1	-41.0	-40.9	-40.9	-40.8	-40.6	-40.3	-40.3	-40.2	-40.2	-40.0	-39.9	-39.7	-39.6
Equilibrium RMCI	-41.5	-41.4	-41.2	-41.1	-40.9	-40.8	-40.7	-40.5	-40.4	-40.3	-40.2	-40.1	-40.0	-39.8	-39.7	-39.6
RMCI Gap	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.0
Real Interest Rates Gap Contribution	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Real Exchange Rate Gap Contribution	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Real 1-Year Interbank Rate	-0.2	-0.3	0.7	0.8	1.0	1.5	1.2	1.6	1.8	1.2	1.4	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5
Equilibrium Rate	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Rate Gap	-1.1	-1.2	-0.2	-0.1	0.1	0.6	0.2	0.6	0.8	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
Real Rate on Newly-Issued Bank Loans	3.0	2.8	3.6	3.8	4.3	4.4	3.9	4.4	4.8	4.3	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4
Equilibrium Rate	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0
Rate Gap	-0.8	-1.0	-0.1	-0.0	0.5	0.6	0.1	0.6	1.0	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4
Euro Real 1-Year Interbank Rate	1.0	1.3	2.0	2.4	2.5	2.7	2.9	2.4	2.2	2.3	2.5	2.8	2.9	2.7	2.5	2.5
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	2.0	2.0	2.0
Rate Gap	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	0.6	0.3	0.3	0.5	0.8	0.9	0.7	0.5	0.5
Real CZK/EUR Exchange Rate	level															
Equilibrium Real Exchange Rate	31.6	31.3	31.1	31.1	31.1	31.2	30.9	30.5	30.1	29.9	29.7	29.6	29.3	29.1	28.8	28.6
Exchange Rate Gap	-5.5	-6.6	-5.8	-4.4	-1.5	-0.4	-0.9	-1.9	-3.3	-4.1	-3.6	-2.8	-2.5	-2.8	-3.2	-3.7
	32.0	31.7	31.4	31.2	30.9	30.6	30.4	30.1	29.9	29.7	29.4	29.2	29.0	28.8	28.6	28.4
	-3.8	-3.8	-3.7	-3.6	-3.5	-3.4	-3.3	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-2.7
	1.3	1.2	0.9	0.2	-0.6	-1.8	-1.6	-1.2	-0.6	-0.8	-1.1	-1.5	-1.1	-0.9	-0.6	-0.5

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

	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	2009:2	2009:3	2009:4
MP Inflation																
% pa y-o-y	2.5	2.5	2.6	1.3	1.4	1.9	1.8	2.6	2.9	2.7	3.0	3.1	3.3	3.2	3.2	3.1
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	2.3	2.2	2.1
Inflation Deviation from Target																
pp	-1.6	-1.1	-1.2	-0.4	0.0	-0.1	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
Inflation Expectations																
% pa y-o-y	2.5	2.8	2.1	2.2	1.8	1.7	2.5	2.4	2.5	3.3	3.3	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0
Inflation Expectations																
% pa q-o-q	2.3	2.8	2.3	2.9	1.8	1.4	2.0	2.4	2.8	3.4	3.2	3.7	3.6	3.3	3.1	3.2

Year-on-Year CPI Inflation Components

CPI																
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.7	3.7	5.0	4.8	4.9	5.0	3.8	3.3	3.2	3.1
Core CPI																
% pa y-o-y	0.4	0.5	1.2	1.0	1.3	2.2	2.6	3.1	3.9	4.2	4.4	4.3	3.6	3.0	2.8	2.8
Core CPI ex Food*																
% pa y-o-y	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	1.1	1.0	1.0	1.4	1.6	2.3	2.5	2.3	2.4	2.6	2.7
Food Prices																
% pa y-o-y	-0.1	0.4	2.1	1.4	2.6	4.7	6.1	7.8	9.1	9.6	8.8	8.3	6.2	4.1	3.2	2.9
Energy Prices																
% pa y-o-y	11.7	8.3	1.1	-7.9	-4.5	-3.1	-2.7	4.1	9.9	2.5	1.0	4.5	4.0	3.5	3.3	3.1
Regulated CPI																
% pa y-o-y	10.2	10.4	9.1	4.5	3.8	4.2	4.5	6.1	8.9	8.3	8.1	7.6	4.6	4.7	4.8	4.5
Import Prices																
% pa y-o-y	1.6	0.6	0.2	-1.4	-1.7	-0.4	-0.2	1.2	2.0	0.2	-0.1	0.4	0.8	0.8	0.6	0.1
Import Prices ex Energy and Food																
% pa y-o-y	-1.5	-1.5	-0.3	-0.8	-0.7	-0.0	-0.5	-0.5	0.0	-1.0	-0.7	0.1	0.6	0.7	0.4	0.0
Import Food Prices																
% pa y-o-y	-1.6	-1.6	-0.5	-1.8	-0.9	1.5	2.0	3.5	3.2	1.3	0.6	0.7	0.8	0.7	0.5	0.1
Import Energy Prices																
% pa y-o-y	32.8	19.4	5.1	-6.7	-9.9	-4.1	0.7	14.3	17.7	8.8	4.0	2.5	2.3	2.2	1.6	0.5
Foreign CPI																
% pa y-o-y	2.0	2.0	1.7	1.4	1.7	1.8	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
Price of petrol																
% pa y-o-y	29.7	35.3	13.9	4.7	-6.3	-1.5	6.7	26.0	27.7	6.7	-2.8	-3.6	-2.9	-2.2	-2.0	-1.8

Weighted Contributions to CPI Inflation

CPI																
% pa y-o-y	2.8	2.9	2.9	1.5	1.5	2.3	2.7	3.7	5.0	4.8	4.9	5.0	3.8	3.3	3.2	3.1
Core CPI																
pp	0.3	0.4	0.9	0.7	1.0	1.8	2.1	2.5	3.1	3.3	3.5	3.4	2.8	2.3	2.2	2.2
Core CPI ex Food*																
pp	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.8	0.9	1.2	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
Food Prices																
pp	-0.0	0.1	0.5	0.4	0.6	1.1	1.5	1.9	2.3	2.4	2.2	2.1	1.6	1.1	0.9	0.8
Energy Prices																
pp	0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.4	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Regulated CPI																
pp	2.1	2.1	1.9	1.0	0.6	0.7	0.8	1.0	1.5	1.4	1.4	1.3	0.8	0.8	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

	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	2009:2	2009:3	2009:4
Weighted Contributions in Core P. C. Ex Food* – log terms																
Core CPI ex Food*	% pa q-o-q	1.0	0.4	0.8	0.8	1.5	1.6	-0.8	1.6	3.2	2.3	2.1	2.3	2.6	2.8	2.7
Core CPI Lag	pp	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3	0.5	0.6	-0.3	0.6	1.2	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
Inflation Expectations	pp	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.8	0.7	0.8	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
Import Prices ex Energy and Food	pp	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
Real Eq. Appreciation	pp	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
RMC Gap	pp	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	-0.0	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.2
Expert Judgement	pp	0.0	-0.9	-0.3	-0.6	0.1	-0.2	-3.0	0.2	1.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Weighted Contributions to Food Prices – log terms																
Food Prices	% pa q-o-q	0.0	2.1	5.9	-2.4	6.3	9.8	9.6	5.6	11.4	11.8	6.3	3.6	3.2	3.1	2.6
Food Prices Lag	pp	0.1	0.0	0.9	2.7	-1.1	2.9	4.5	4.4	2.6	5.2	5.4	2.9	1.7	1.5	1.3
Inflation Expectations	pp	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Import Food Prices	pp	-0.6	-0.5	-0.2	-0.6	-0.3	0.5	0.7	1.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0
Real Eq. Appreciation	pp	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
RMC Gap	pp	-0.1	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.1
Expert Judgement	pp	-0.7	1.4	4.0	-5.8	6.5	5.2	3.1	-1.4	6.4	4.8	-0.6	-0.8	0.0	0.0	0.0
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Weighted Contributions to Wage – log terms																
Nominal Wage Inflation	% pa q-o-q	6.0	7.3	7.2	7.5	8.1	7.2	8.0	8.0	8.1	8.3	8.6	8.8	8.9	8.8	8.6
Nominal Wage Inflation Lag	pp	3.2	3.0	3.7	3.6	3.8	4.1	3.6	4.0	4.0	4.0	4.2	4.3	4.4	4.5	4.4
Wage Inflation Expectations	pp	3.4	3.3	3.7	3.8	3.6	4.0	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4	4.3
Real Wage Gap	pp	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1
Expert Judgement	pp	-0.9	0.7	-0.5	-0.0	0.6	-0.9	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tune Weight		0	0	0	0	0	0	0	0	0	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

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

* Korigovaná inflace bez PH

Referenční scénáře exogenních faktorů pro 10. situační zprávu na základě 9. Consensus Forecasts z 10. září 2007

Zahraníční cenový vývoj	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	5,5	5,9	5,5	4,2	2,9	2,1	1,8	2,3	2,4	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1
efektivní ukazatel cen spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	2,0	2,0	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9	1,8	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	62,0	69,8	70,2	59,6	58,1	68,7	74,9	75,1	74,2	73,3	72,8	72,4	72,0	71,7	71,4	71,1
mzr. změna ceny ropy Brent (v %) ⁴⁾	29,7	35,3	13,9	4,7	-6,3	-1,5	6,7	26,0	27,7	6,7	-2,8	-3,6	-2,9	-2,2	-2,0	-1,8
cena benzínu (USD/t) ⁵⁾	568,4	710,7	680,3	528,4	555,3	742,1	711,1	659,3	663,0	697,0	683,0	659,1	671,4	728,9	691,4	648,3
mzr. změna ceny benzínu (v %) ⁶⁾	30,9	38,8	5,1	-2,7	-2,3	4,4	4,5	24,8	19,4	-6,1	-4,0	0,0	1,3	4,6	1,2	-1,6
Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ³⁾	2,7	2,6	2,7	3,5	3,1	2,6	2,6	2,2	2,0	2,4	2,4	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,202	1,257	1,274	1,288	1,310	1,348	1,373	1,378	1,375	1,369	1,361	1,350	1,340	1,334	1,331	1,330
nominální kurz CZK za 1 USD	23,8	22,6	22,2	21,8	21,4	21,0	20,3	20,0	20,0	20,0	20,1	20,2	20,3	20,3	20,2	20,0
nominální kurz CZK za 1 EUR	28,6	28,4	28,3	28,0	28,0	28,3	27,9	27,6	27,5	27,4	27,3	27,3	27,2	27,0	26,8	26,6
1R Euribor ⁷⁾	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	4,6	4,2	4,0	4,0	4,1	4,4	4,6	4,5	4,3	4,3

Poznámky:

- vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně neočísťovaných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroček
- vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očísťovaných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroček
- výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- predpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očísťovaných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroček
- zdrojem predpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- predpověď je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y, obvykle ke dni zjišťování Consensus Forecasts. Tentokrát je však použit průměr za 14 dní předcházejících dnu zjišťování CF. Pro maturity 3M a 10Y se forwardy sta

Porovnání referenčního scénáře pro 10. situační zprávu s referenčním scénářem 7. situační zprávy

Zahraníční cenový vývoj	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)							0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)							0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
cena ropy Brent (USD/barel)							5,2	4,1	2,2	1,0	0,3	0,0
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)							7,4	6,9	3,9	1,4	-6,8	-5,7
cena benzínu (USD/t)							17,1	24,3	20,0	13,0	-23,3	-5,5
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)							2,5	4,6	3,6	1,8	-5,7	-4,7
Zahraníční poptávka												
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Devizové kurzy a úrokové sazby												
nominální kurz USD za 1 EUR							0,024	0,028	0,028	0,028	0,026	0,021
nominální kurz CZK za 1 USD							-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
nominální kurz CZK za 1 EUR							-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5
1R Euribor (v p.b.)							0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,6	-0,2

Zpracoval: J. Hošek, I. 2724

Popis modelových reziduí v Základním scénáři 10. 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 10. SZ souvisí s úpravami nepřímých daní (domácích i zahraničních), očekávaným vývojem fiskálního impulsu a vyhlazením skokových výkyvů v regulovaných cenách.

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

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

Inflace importních cen bez energií a potravin

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

Inflace cen PH

2007Q4 fixace na integrovanou predikci

Inflace cen potravin

2007Q4 fixace na integrovanou predikci

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

Korigovaná inflace bez PH

2007Q4 fixace na integrovanou prognózu

2007Q4:2008Q2 změny nepřímých daní ve skupině korigované inflace v roce 2008, snížení běžné modelové propagace na 20%

Inflace regulovaných cen

2007Q4:2009Q4 scénář vývoje regulovaných cen

Politicky neutrální úroková míra a inflace v měnovém pravidle

2007Q4:2008Q2 úprava reakce měnové politiky o primární efekty zvýšení nepřímých daní

Domácí inflační očekávání

2007Q4:2008Q3 snížení o primární vliv změny nepřímých daní

Zahraniční inflační očekávání

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

Nově poskytnuté bankovní úvěry

2007Q4 úprava související se změnou zdanění hypotečních zástavních listů

Měnový kurz

2007Q4 expertně stanovená krátkodobá prognóza kurzu

Mezera výstupu

2007Q4:2009Q4 fiskální impuls do roku 2009

Potenciální produkt

2007Q4:2008Q4 fixace na integrovanou predikci růstu HDP

Rovnovážný růst nezaměstnanosti

2007Q4:2008Q2 fixace na integrovanou prognózu nezaměstnanosti

Mezera reálných mezd

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

Rovnovážný růst reálných mezd

2007Q4:2008Q4 navázání na plynulou equilibriální trajektorii

Reálný kurz

2007Q4:2009Q4 očištění o vliv domácích i zahraničních nepřímých daní

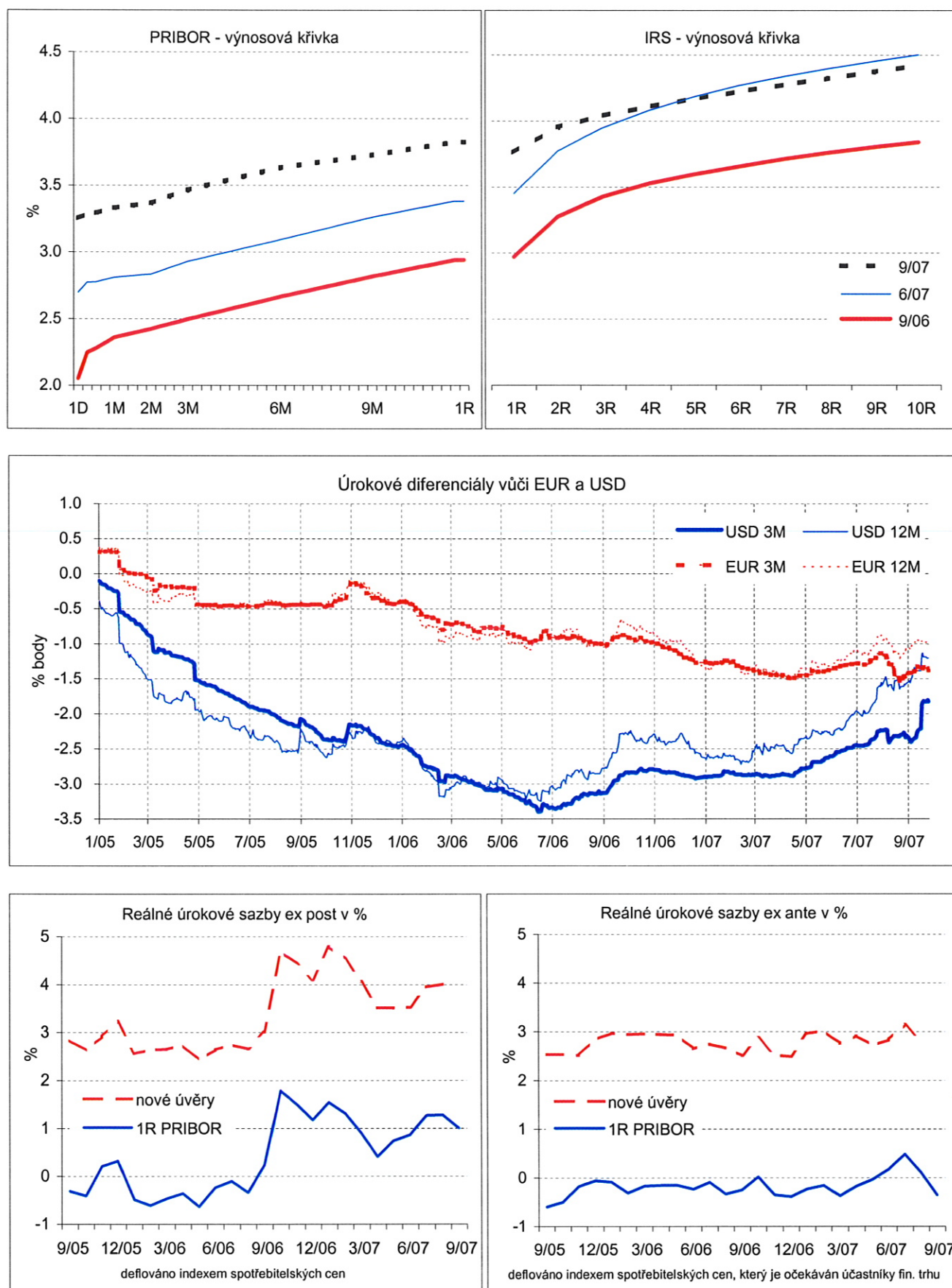
Měnový přehled

(stavby ke konci měsíce v mil. Kč)

	2006/08	2006/09	2006/10	2006/11	2006/12	2007/01	2007/02	2007/03	2007/04	2007/05	2007/06	2007/07	2007/08
AKTIVA													
Císta zahraniční aktiva (ČZA)	1.011.951,8	1.019.050,4	1.013.643,4	977.706,2	972.635,1	1.008.544,2	1.011.648,5	1.006.216,7	1.030.755,3	1.035.866,5	1.037.174,9	1.040.841,7	973.695,4
ČZA ČNB	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	667.991,8	653.378,6	653.540,5
ČZA OMFI	330.198,1	328.205,3	326.749,2	306.712,0	313.513,5	323.869,9	331.636,0	336.469,4	364.716,7	370.275,2	369.183,1	387.463,1	320.154,9
Císta domácí aktiva (ČDA)	1.087.756,5	1.075.839,9	1.110.719,0	1.164.709,8	1.216.022,1	1.182.482,8	1.203.107,2	1.215.862,0	1.251.812,0	1.275.275,6	1.268.158,4	1.267.787,1	1.385.438,5
Domácí úvěry	1.307.092,7	1.315.791,9	1.346.597,0	1.399.513,3	1.422.441,8	1.421.933,3	1.448.420,9	1.450.810,2	1.494.032,6	1.538.090,3	1.541.382,2	1.536.369,5	1.597.711,8
Císty úvěr vláde (včetně cenných papírů)	94.664,7	79.802,9	93.151,6	118.064,9	136.324,0	122.557,5	136.129,8	111.958,4	128.302,7	143.227,7	104.083,6	66.886,3	99.334,6
ČUV centrální vláde (ČUV) (včetně CP)	182.908,5	159.726,9	182.334,0	199.889,2	206.883,8	212.076,5	228.956,1	196.662,1	227.195,7	239.541,8	203.603,8	184.680,8	214.723,8
ČUV ostatní vláde (včetně CP)	-88.243,8	-79.924,0	-89.182,4	-81.824,3	-70.559,8	-89.519,0	-92.826,3	-84.703,7	-98.890,4	-96.314,0	-99.520,2	-117.794,6	-115.389,2
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	1.212.428,0	1.235.989,0	1.253.445,4	1.281.448,4	1.286.117,8	1.299.375,8	1.312.291,1	1.338.851,8	1.365.727,4	1.394.862,5	1.437.298,6	1.469.483,2	1.498.377,2
Úvěry podnikům (bez CP)	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	795.070,8	820.905,2	837.712,5	850.341,2
Úvěry domácnostem (bez CP)	490.628,8	502.727,2	512.898,0	524.787,8	540.638,3	548.271,9	557.108,8	571.414,8	584.347,5	599.791,7	616.393,4	631.770,7	648.036,0
Ostatní čisté položky (vč. CP a kapitálu)	-219.336,2	-239.952,0	-235.877,9	-234.803,5	-206.419,7	-239.450,5	-245.313,7	-234.948,2	-242.220,6	-262.814,7	-273.223,8	-268.582,4	-232.273,3
Kapitál a rezervy	-189.221,3	-199.306,8	-197.062,3	-186.714,0	-182.683,0	-205.307,6	-207.713,6	-204.682,7	-199.570,7	-207.452,4	-219.329,3	-204.607,4	-203.112,7
CP v držení	12.286,1	11.917,0	12.655,6	12.123,8	14.018,8	13.877,6	14.040,4	14.809,2	14.789,3	14.678,0	15.245,1	15.295,3	18.024,7
CP emitované	-119.448,2	-121.441,1	-125.011,7	-124.831,1	-121.773,5	-125.755,4	-126.824,0	-129.670,2	-130.151,8	-134.687,0	-139.083,2	-140.886,1	-145.234,9
Ostatní	77.047,1	68.878,9	73.540,4	64.617,8	84.018,0	77.734,8	75.183,4	84.595,6	72.712,6	64.646,8	69.943,6	61.615,8	98.049,6
PASIVA													
M2	2.099.708,2	2.094.890,3	2.124.362,5	2.142.416,0	2.188.657,2	2.191.027,0	2.214.755,8	2.222.078,7	2.282.587,3	2.311.142,1	2.305.333,3	2.308.628,8	2.339.133,9
M1	1.192.958,8	1.180.820,9	1.220.339,6	1.241.926,1	1.239.805,3	1.256.778,3	1.266.920,5	1.239.093,2	1.278.180,4	1.338.476,4	1.312.589,4	1.359.366,2	1.346.254,0
Ověřivo	282.408,2	287.499,6	287.150,9	292.017,0	295.263,2	291.688,7	296.197,9	300.290,7	306.279,7	309.835,9	313.986,8	311.389,3	314.031,7
Jednodenní vklady	910.550,6	893.321,3	933.188,7	949.909,1	944.542,1	965.089,6	970.722,6	938.802,5	971.902,3	1.028.640,5	998.602,6	1.047.976,8	1.032.222,3
Jednodenní vklady - domácnosti	520.252,4	527.156,2	528.519,6	533.144,1	529.276,4	542.452,2	555.646,0	556.482,3	576.323,3	586.613,5	592.579,0	600.694,0	604.886,8
Jednodenní vklady - podniky	390.298,2	366.165,1	404.669,1	416.765,0	415.265,8	422.637,4	415.076,6	382.320,2	395.579,0	442.026,9	406.023,6	447.282,8	427.335,5
M2-M1 (kvazi - peníze)	906.749,4	914.069,4	904.022,9	900.489,9	948.851,8	934.248,6	947.835,3	982.985,5	1.004.386,9	972.665,7	992.743,9	949.262,6	992.879,9
Vklady s dohodnutou splatností	654.517,7	664.081,5	649.171,2	641.485,5	674.903,0	659.676,4	670.644,5	709.391,9	726.537,1	692.654,3	714.393,7	669.824,6	705.847,1
Vklady se splatností - domácnosti	432.262,4	432.958,5	432.684,1	429.773,9	433.608,1	436.610,8	438.821,4	439.646,1	447.084,3	445.782,1	448.248,8	446.568,3	444.068,7
Vklady se splatností - podniky	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	266.144,9	223.256,3	261.778,4
Vklady s výpovědní lhůtou	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	270.966,4	272.036,1	272.885,2	275.530,8
Vklady s výpovědní lhůtou - domácnosti	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	267.063,4	268.054,4	269.071,7	271.603,6
Vklady s výpovědní lhůtou - podniky	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	3.981,7	3.813,5	3.927,2
Repo operace	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	6.314,2	6.552,8	11.502,1
Meziroční změny (%)													
M1	16,0	16,3	16,4	15,2	14,0	14,3	14,8	14,1	15,1	15,3	15,0	15,4	12,8
M2	9,3	9,2	9,9	9,0	9,9	10,1	10,6	10,6	11,4	12,1	11,2	11,4	11,4
Úvěry podnikům a domácnostem	20,3	20,4	20,1	21,3	20,5	20,7	20,3	20,8	21,0	21,0	22,0	22,5	23,6
M2-M1 (vklady)	1,6	1,1	2,1	1,5	4,9	5,0	5,5	6,5	7,0	8,0	6,6	6,0	9,5
Roční míry růstu (%)													
M1	16,6	16,8	16,9	15,7	14,7	14,5	15,1	14,5	15,3	15,4	15,1	15,8	13,2
M2	9,9	9,7	10,4	9,6	10,6	10,4	10,9	11,1	11,7	12,2	11,3	11,7	11,7
Úvěry podnikům a domácnostem	21,2	21,2	21,0	22,1	21,6	21,2	20,7	21,4	21,5	21,3	22,3	23,1	24,2
M2-M1 (vklady)	2,2	1,6	2,7	2,1	5,7	5,3	5,8	7,0	7,4	8,1	6,7	6,4	9,8

Zpracovala: R. Pašaličová, 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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Údaje dle ČNB							
- schodek v mld. Kč	-170,0	-81,4	-104,2	-86,5	-119,9	-95,4	-125,7
- podíl schodku na HDP v %	-6,6	-2,9	-3,5	-2,7	-3,4	-2,5	-3,1
Notifikace k 1. 10. 2007 - ČSÚ							
- schodek v mld. Kč	-170,6	-81,4	-104,3	-86,9	-127,4	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-6,6	-2,9	-3,5	-2,7	-3,6	.	.
Notifikace k 1. 4. 2007 - ČSÚ							
- schodek v mld. Kč	-170,0	-80,0	-104,8	-94,5	-138,4	.	.
- podíl schodku na HDP v %	-6,6	-2,8	-3,5	-2,9	-4,0	.	.
KOPR březen 2007 - MF ČR							
- schodek v mld. Kč	-170,0	-80,0	-107,5	-112,1	-137,9	-130,0	-128,0
- podíl schodku na HDP v %	-6,6	-2,8	-3,6	-3,5	-4,0	-3,5	-3,2

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

Fiskální pozice a fiskální impulz - metodika ESA 95

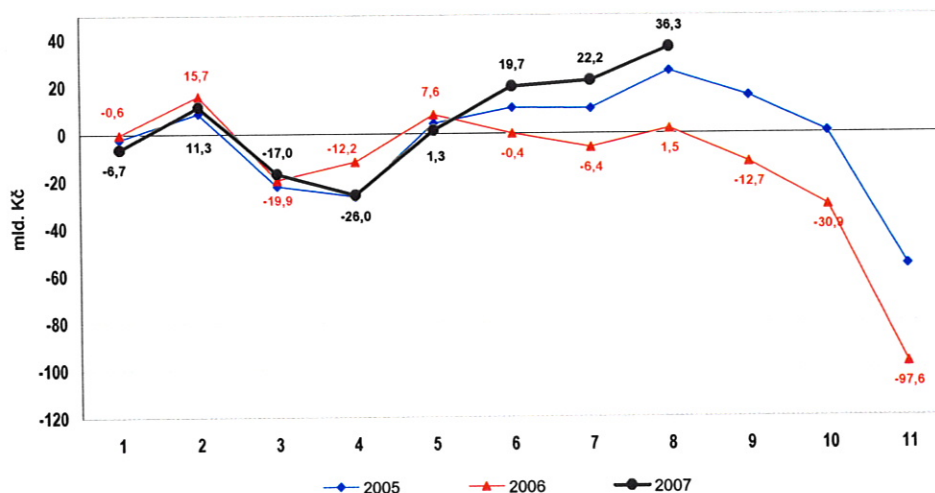
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fiskální pozice v p.b. - metoda ESCB	-0,2	-4,3	1,2	-0,4	1,5	-1,0	0,3
Poptávkové saldo v mld. Kč	-111,7	-63,3	-63,3	-76,4	-106,7	-82,3	-111,3
Poptávková změna v mld. Kč	-15,6	48,4	0,0	-13,1	-30,3	24,4	-29,0
Aproximace fiskálního impulzu v p.b.	0,27	-1,27	-0,08	0,15	0,41	-0,53	0,33

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	1-9/2006	1-9/2007
- DPH	154,9	164,8	184,2	208,4	217,8	153,6	169,4
- spotřební daň	79,8	84,3	96,0	110,5	119,6	90,8	95,0
- daně z příjmů PO	100,8	110,4	112,0	142,3	135,4	103,8	125,6
- daně příjmů FO	115,2	124,0	133,2	143,7	136,9	98,6	108,6
- silniční daň a dálniční poplatek	7,3	7,4	8,0	7,7	8,5	6,0	9,8
- daň z nemovitostí a majetkové daně	12,5	13,6	15,3	13,1	13,5	9,8	10,9
- ostatní daně, cla a poplatky	14,8	15,1	9,1	5,6	6,3	4,8	5,8
Celkem	485,3	519,6	557,9	631,3	638,0	467,3	525,0
Meziroční změny v %:							
- DPH	1,9	6,4	11,8	13,2	4,5	6,7	10,3
- spotřební daň	4,7	5,6	13,9	15,1	8,2	4,2	4,5
- daně z příjmů PO	16,3	9,5	1,5	27,0	-4,8	-5,7	21,0
- daně příjmů FO	10,1	7,6	7,5	7,8	-4,7	-6,5	10,1
- silniční daň, dálniční poplatek a mýtné	4,3	1,4	7,8	-3,0	9,8	9,5	62,3
- daň z nemovitostí a majetkové daně	14,7	8,8	12,7	-14,5	3,1	0,1	11,8
- ostatní daně, cla a poplatky	-2,0	2,0	-39,6	-38,9	13,1	17,1	21,3
Celkem	7,2	7,1	7,4	13,2	1,1	0,3	12,3

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.	III. 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	9,3	8,0
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	10,1	-
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	0,3	-
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	3,7	2,5
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	7,4	7,5
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	50,5	49,4	-
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	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	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	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	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*	53,5*	-
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*	47,6*	-
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	X	-
Konjunkturální indikátory ekonomického růstu (odhad růstu HDP v %)															
Nabídková strana	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	5,5
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	45,3	24,8	-
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	34,5	39,1	-
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	9,7	1,8	-
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	10,1	5,8	-
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	9,1	-
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	2,3	0,4	-
Indikátory finančního zdraví domácností (v %)															
Finanční pasiva ¹⁾ / disponibilní důchod	49,9	56,3	62,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finanční bohatství ²⁾ / disponibilní důchod	91,4	91,4	86,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finanční pasiva / finanční aktiva ¹⁾	35,3	38,1	41,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Půjčky ³⁾ / disponibilní důchod	21,2	25,3	35,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	1,7	1,7	-
Placené úroky / likvidní aktiva ³⁾	1,4	1,5	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	1,8	-
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	-2,6	-
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	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	2,3	-
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	1,9	-
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	5,3	-
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	274,6	-
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	77,4	-
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	46,8	-
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	150,4	-
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	54,8	-
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	99,4	-
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	6,7
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	7,9	7,4	-
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	8,2	-
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	6,9	-
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	8,4	-
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	10,6	-
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	6,3	-
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	7,9	-
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	6,3	-

Pramen: ČSU, MPSV, ČNB, vlastní výpočty

*změna metodicky, nesrovnatelné s údajem za stejné čtvrtletí m.r., do r. 2006 data za podniky se 100 a více zaměstnanci, nové s 250 a více zaměstnanci

1) stavová veličina ke konci období

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

3) likvidní aktiva tvoří obězbo 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	11,0	11,2	11,5	12,4	10,5	9,7	9,8	9,8	4,9	4,8	4,9
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	2,27	2,28	2,30	2,37	2,55	2,19	2,02	2,06	2,05	1,08	1,07	1,08
Vliv nepř. daní v nereg. 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
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	0,21	0,34	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,21	0,21	0,21	0,21	0,16
			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	-1,6	-1,8	-1,5	-1,3	-0,6	0,5	1,3	1,4	0,4	0,4	0,9
			-0,25	-0,41	-0,47	-0,39	-0,34	-0,15	0,13	0,34	0,35	0,12	0,12	0,25
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	52,07	49,02	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
			0,32	0,28	0,26	0,27	0,26	0,14	0,25	0,35	0,33	0,31	0,32	0,39
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	3,05	2,82	12,5	13,9	10,9	7,3	10,4	8,3	5,7	6,0	-7,5	-10,8	-8,4	-3,4
			0,32	0,36	0,29	0,21	0,30	0,24	0,17	0,18	-0,25	-0,36	-0,27	-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. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b. Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *) Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	1,0	0,3	0,3	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	-0,3	0,4	0,0	0,2
	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	0,4 0,07	0,1 0,02	0,2 0,03	0,6 0,11	0,1 0,02	0,1 0,01
	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
	x	x	0,10	0,14	0,15	0,12	0,12	0,10	0,10	0,25	0,02	0,01	0,00	0,00
	100,00	100,00	0,9	0,1	0,2	0,6	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,2
	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	-0,3 -0,07	-0,1 -0,03	0,1 0,03	0,7 0,19	0,2 0,04	0,5 0,13
	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	0,4 0,22	0,1 0,07	-0,6 -0,34	0,2 0,09	0,1 0,03	0,1 0,06
	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	-0,3 -0,01	-0,9 -0,03	-0,2 -0,01	-2,4 -0,10	-0,4 -0,02

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	2,3	2,4	2,8	3,8	3,9	3,9
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	17,30	3,9	4,3	4,1	4,7	4,0	4,0	4,4	4,4	4,6	6,2	6,4	5,4
Vliv nepr. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,66	0,72	0,70	0,80	0,69	0,68	0,75	0,74	0,79	1,06	1,08	1,08
Vliv nepr. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	0,10	0,11	0,21	0,33	0,45	0,55	0,64	1,07	1,09	1,09	1,09	1,09
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepr. daní	100,00	100,00	1,2	1,4	1,7	2,2	1,9	1,9	1,7	1,3	1,7	2,7	2,8	2,8
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	24,62	2,0	2,7	3,2	4,1	3,5	2,7	2,6	2,3	2,5	3,8	3,8	3,8
Korigovaná inflace bez PH - čistá	55,12	54,33	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	1,0	0,5	0,1	0,7	0,9	1,0	1,1
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	0,19	0,20	0,34	0,43	0,46	0,57	0,27	0,08	0,37	0,49	0,57	0,58
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,75	-3,5	-6,6	-3,1	-3,6	-2,9	-1,7	-2,5	-3,5	-1,8	3,7	4,0	4,8
(podíl na růstu sp.cen)	x	x	-0,14	-0,26	-0,12	-0,15	-0,12	-0,07	-0,11	-0,15	-0,07	0,15	0,16	0,19
Roční klouz.průměr (mira inflace)	x	x	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,2	2,4	2,5

*) Od 1.1.2007 postupné proměny dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret platné od 1.3.2007

**) Mzr. indexy do 11/2007 a jejich podíl na inflaci jsou z důvodu neexistence srovnatelné základny v roce 2006 na novém spotřebním koši pouze orientační. Předkce jsou spotčeny přímým navázáním staré a nové metodiky. Skutečné údaje jsou odhady ČSÚ

průměry mzd. v Q:

2007	1,59	2,45	2,50	3,87
2007	0,44	0,89	0,44	0,99
2007	2,64	3,40	2,46	3,81
2007	-4,37	-2,73	-2,59	4,16
2007	4,10	4,24	4,47	6,35

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	2,2	0,2	0,1	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	18,04	6,3 1,09	0,2 0,04	0,0 0,00	0,1 0,02	0,4 0,07	0,0 0,00	0,1 0,02	0,2 0,04	0,3 0,05	0,1 0,02	0,0 0,00	0,1 0,02
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,39	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	0,83	0,00	0,10	0,22	0,21	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	1,0	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	25,67	0,3 0,08	0,2 0,05	0,2 0,05	0,4 0,10	0,8 0,21	0,6 0,16	-0,5 -0,13	-0,2 -0,04	-0,1 -0,02	0,6 0,17	0,3 0,09	0,8 0,20
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	55,12	52,22	0,2 0,13	0,3 0,14	0,0 -0,02	0,1 0,05	0,2 0,09	0,3 0,15	0,8 0,39	0,3 0,16	-0,2 -0,12	0,1 0,06	0,1 0,03	0,0 0,00
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,88	1,8 0,07	0,0 0,00	0,5 0,02	0,7 0,03	0,8 0,03	0,5 0,02	0,0 0,00	0,4 0,02	0,5 0,02	0,0 0,00	0,3 0,01	0,4 0,01

2008	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená 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	5,1	5,1	4,9	4,6	4,9	5,0	4,9	4,8	5,0	4,9	5,0	5,1
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	18,04	9,6 1,66	9,2 1,80	9,2 1,59	8,6 1,49	8,7 1,51	8,7 1,50	8,3 1,44	8,4 1,45	8,5 1,48	8,0 1,38	7,9 1,37	7,9 1,37
Vliv nepř. daní v regul. cenách, v p.b.	x	x	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Vliv nepř. daní v nereg. cenách, v p.b. *)	x	x	1,82	1,68	1,63	1,73	1,82	1,80	1,70	1,45	1,43	1,43	1,43	1,43
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	2,9	3,0	2,9	2,5	2,7	2,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,2	3,3
Ceny potravin, nápoje, tabak - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	25,67	2,9 0,75	2,9 0,76	3,0 0,79	2,4 0,65	3,2 0,86	3,7 1,00	3,5 0,92	3,4 0,90	3,3 0,86	3,2 0,84	3,3 0,89	3,6 0,97
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	55,12	52,22	1,0 0,56	1,1 0,60	1,0 0,57	1,0 0,56	1,1 0,61	1,3 0,70	1,5 0,88	1,8 0,97	2,2 1,19	2,2 1,15	2,1 1,14	2,0 1,08
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,88	8,9 0,33	11,9 0,43	8,8 0,33	5,1 0,20	1,6 0,06	0,8 0,03	0,1 0,00	0,8 0,03	2,1 0,09	2,3 0,09	5,2 0,20	6,0 0,23
Roční klouz.průměr (míra inflace)	x	x	2,9	3,2	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0

*) Od 1.1. zavedení ekologických (energetických) daní u elektriny, tepla a pevných paliv a zvýšení sazbý DPH z 5 na 9 %, Od 1.3.2008 postupné promítání dopadu zvýšení spotřebních daní u cigaret platné od 1.1.2008.

2008	průměry mžr. v Q:	2008	průměry mžr. v Q:
2008	inlace	5,05	4,85
2008	inlace	1,07	1,16
2008	inlace	2,92	3,11
2008	inlace	9,87	2,49
2008	inlace	9,34	8,67
2008	inlace	5,01	4,93
2008	inlace	2,11	1,89
2008	inlace	3,37	3,39
2008	inlace	4,52	0,99
2008	inlace	7,91	8,44

Vývoj inflace v roce 2009 - varianta střed

2009	Stálá váha ve spotř. koši v %	Prepočtená 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	0,9	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	18,17	3,0 0,53	0,4 0,07	0,1 0,02	0,1 0,02	0,3 0,06	0,0 0,00	0,2 0,04	0,3 0,06	0,0 0,00	0,0 0,00	0,0 0,00	0,1 0,03
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	0,00	0,00	0,00	0,00	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	0,9	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	26,32	0,7 0,16	0,1 0,04	0,2 0,04	0,3 0,09	0,5 0,14	0,4 0,11	-0,7 -0,19	-0,3 -0,07	0,2 0,06	0,3 0,09	0,2 0,04	0,5 0,14
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	55,12	51,42	0,4 0,21	0,4 0,19	0,0 -0,01	0,1 -0,07	0,2 0,12	0,2 0,11	0,9 0,45	0,4 0,20	-0,1 -0,04	0,2 0,08	0,0 -0,01	0,0 -0,02
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,89	-0,1 0,00	0,0 0,00	0,2 0,01	0,6 0,02	0,5 0,02	0,5 0,02	0,3 0,01	0,1 0,00	0,1 0,00	0,3 0,01	0,2 0,01	0,1 0,00

2009	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	3,8	3,9	3,8	3,5	3,3	3,1	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	16,40	18,17	4,6 0,82	4,8 0,86	4,9 0,88	4,9 0,88	4,8 0,86	4,9 0,87	5,1 0,90	4,7 0,85	4,6 0,83	4,6 0,83	4,7 0,83	4,7 0,83
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	0,60	0,60	0,50	0,28	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Spotřebitelské ceny bez vlivů nepř. daní	100,00	100,00	3,2	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté (podíl na růstu sp.cen)	24,44	26,32	4,0 1,05	4,0 1,03	3,9 1,03	3,9 1,01	3,6 0,95	3,4 0,89	3,2 0,83	3,1 0,80	3,4 0,86	3,1 0,81	2,9 0,76	2,6 0,70
Korigovaná inflace bez PH - čistá (podíl na růstu sp.cen)	55,12	51,42	2,2 1,15	2,3 1,20	2,3 1,21	2,4 1,23	2,4 1,26	2,4 1,22	2,5 1,29	2,6 1,33	2,7 1,41	2,8 1,44	2,7 1,40	2,7 1,41
Ceny pohonných hmot - čisté (podíl na růstu sp.cen)	4,04	3,89	4,1 0,16	4,1 0,16	3,9 0,15	3,7 0,15	3,4 0,14	3,4 0,14	3,7 0,15	3,4 0,14	3,0 0,12	3,3 0,13	3,2 0,13	2,9 0,12
Roční klouz.průměr (mira inflace)	x	x	4,8	4,7	4,6	4,6	4,4	4,3	4,1	4,0	3,8	3,7	3,5	3,4

průměry mizr. v Q:			
2009	inlace	3,81	3,19
2009	inlace	2,28	2,58
2009	inlace	3,62	2,86
2009	inlace	3,50	3,10
2009	inlace	4,75	4,65

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí

ukazatel	měrná jednotka	2003	2004	2005	2006	2006 červenec	2006 srpen	2006 září	2006 říjen	2006 listopad	2006 prosince	2007 leden	2007 únor	2007 březen	2007 duben	2007 květen	2007 červen	2007 červenec	2007 srpen	2007 září
Eurozóna																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	0,7	1,8	1,3	2,7	2,7	2,7	2,7	3,3	3,3			3,2			2,5				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	1,1	1,3	1,3	2,0	2,0	1,7	1,7	2,1	2,1			1,4			1,5				
podíl běžného účtu na HDP	%	0,1	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,3			0,0			-0,3				
podíl obchodní bilance na HDP	%	1,0	1,0	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1			0,0			0,5				
míra nezaměstnanosti	%	8,7	8,9	8,6	7,8	7,7	7,7	7,7	7,6	7,5	7,5	7,3	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9	6,9	6,9	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	2,0	2,4	2,1	1,9	1,9	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	0,9	3,5	4,2	4,1	4,1	5,7	4,6	4,0	4,3	4,1	3,1	2,9	2,8	2,4	2,2	2,2	1,8	1,7	
jednorodí úroková sazba	%	2,3	2,3	2,3	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
SRN																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	-0,2	1,6	0,9	2,9	2,9	2,6	2,6	3,5	3,5			2,9			2,2				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	0,3	-0,4	-0,1	0,9	0,9	0,7	0,7	1,8	1,8			-0,5							
podíl běžného účtu na HDP	%	2,2	3,5	3,9	4,8	4,8	3,8	3,8	3,5	3,5			6,2			5,9				
podíl obchodní bilance na HDP	%	6,0	7,1	7,0	7,1	7,1	4,7	4,7	4,4	4,4			7,3			5,9				
míra nezaměstnanosti	%	10,5	10,6	11,6	10,8	10,8	10,6	10,5	10,3	10,1	9,8	9,6	9,4	9,3	9,2	9,2	9,1	9,0	8,9	8,8
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,1	2,2	2,1	1,4	1,4	1,9	1,7	1,1	1,5	1,4	1,6	1,6	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	2,5
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	1,8	2,9	5,2	4,4	4,4	6,0	5,9	4,6	4,7	4,4	3,2	2,8	2,5	1,6	1,9	1,7	1,1	1,1	1
Velká Británie																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,5	3,1	1,8	2,7	2,7	2,9	2,9	3,0	3,0			3,1			3,1				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	2,3	3,3	1,7	2,0	2,0	2,2	2,2	2,6	2,6			2,9			2,6				
podíl běžného účtu na HDP	%	-1,7	-2,2	-2,6	-3,7	-3,7	-3,6	-3,6	-4,3	-4,3			0,0			-9,1				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-2,9	-3,3	-3,9	-4,2	-4,2	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5			-3,6			-3,3				
míra nezaměstnanosti	%	3,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,3	1,6	2,0	3,0	3,0	2,4	2,5	2,4	2,7	3,0	2,7	2,8	3,1	2,8	2,5	2,4	1,9	1,8	
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	1,8	2,9	2,4	2,2	2,2	2,9	2,7	1,9	1,6	2,2	2,2	2,3	2,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,7
nominální kurz EUR/GBP	%	10,1	-2,0	0,8	-0,3	-0,3	0,0	-1,3	-1,3	-0,8	-1,0	-3,3	-2,2	-1,4	-2,1	-0,3	-1,7	-2,0	0,1	2,1
jednorodí úroková sazba	%	3,9	5,0	4,8	5,0	5,0	5,0	5,2	5,4	5,4	5,5	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4	6,4
USA																				
hrubý domácí produkt (s.c.)	mzr. změna, %	2,7	4,2	3,5	3,3	3,3	3,0	3,0	3,1	3,1			1,5			1,9				
spotřeba domácností (s.c.)	mzr. změna, %	3,8	3,8	3,0	3,6	3,6	2,8	2,8	4,2	4,2			3,7			1,4				
podíl běžného účtu na HDP	%	-4,8	-5,7	-6,4	-6,5	-6,5	-6,9	-6,9	-5,8	-5,8			-5,8			-5,5				
podíl obchodní bilance na HDP	%	-4,5	-5,3	-5,8	-5,8	-5,8	-6,0	-6,0	-5,3	-5,3			-5,2			-5,2				
míra nezaměstnanosti	%	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	4,8	4,7	4,4	4,5	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7
spotřebitelské ceny	mzr. změna, %	1,9	3,3	3,4	2,5	2,5	4,1	3,8	2,1	2,0	2,5	2,1	2,4	2,8	2,6	2,7	2,7	2,4	2,0	
ceny průmyslových výrobků	mzr. změna, %	4,0	4,2	5,4	1,1	1,1	4,0	3,7	0,9	0,9	1,1	0,1	2,4	3,1	3,2	3,9	3,3	4,0	2,2	4,4
nominální kurz EUR/USD	%	19,7	9,9	0,1	0,9	0,9	5,4	4,1	4,0	4,9	11,3	7,3	9,6	10,1	10,0	5,8	6,0	8,1	6,3	9,3
jednorodí úroková sazba	%	1,4	2,1	4,0	5,3	5,3	5,6	5,4	5,3	5,3	5,2	5,3	5,3	5,2	5,2	5,3	5,4	5,3	5,2	5,0

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

Základní ukazatele makroekonomického vývoje v zahraničí (pokračování)

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

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

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
	saldo		saldo		saldo		saldo		saldo		saldo		saldo		saldo	
I. Bežný účet	-2,4		6,2		10,9		14,7		15,9		14,2		12,9		-43,0	
A. Obchodní bilance	187,2	176,7	10,5	193,9	177,1	16,8	599,0	555,3	43,7	188,6	7,5	205,6	195,8	9,8	612,8	584,7
B. Bilance služeb	22,8	20,1	2,6	23,5	22,9	3,2	70,8	61,1	9,8	27,5	5,2	26,7	22,9	3,8	81,9	68,5
C. Bilance výnosů	10,5	21,8	-11,3	10,8	22,9	-12,1	35,4	69,9	-34,5	11,3	37,0	12,2	37,4	-25,1	37,7	115,6
1. Náhrady zaměstnancům	2,0	5,6	-3,6	2,0	5,6	-3,6	5,9	16,8	-10,9	2,0	6,1	2,0	6,1	-4,2	6,0	18,4
2. Investiční výnosy	8,5	16,2	-7,6	8,9	17,3	-8,5	29,5	53,2	-23,7	9,3	30,9	10,2	31,2	-21,0	31,7	97,2
2.1 přímé investice	0,8	11,9	-11,1	0,8	13,3	-12,5	4,2	37,9	-33,7	0,8	25,3	0,9	26,2	-25,3	2,6	79,2
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	2,9	0,9	2,0	10,0	5,1
2.3 ostatní investice	5,8	3,9	1,8	5,8	4,0	1,8	18,3	12,8	5,5	6,1	4,1	6,5	4,2	2,3	19,1	12,9
D. Bežné převody	4,7	8,9	-4,3	11,8	13,4	-1,6	25,0	29,2	-4,2	4,7	7,6	5,4	8,0	-2,6	15,1	21,7
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	0,2	0,0	0,4	0,2
III. Finanční účet bez změn deviz. rezerv	0,9		0,9		-6,9		-0,7		-0,7		10,6		-2,8		16,1	
1. Přímé investice	-0,8	21,4	20,6	-1,4	6,1	4,6	-4,6	33,3	28,7	-0,9	15,4	-0,8	13,1	12,3	-5,6	34,8
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	0,0	2,4	2,4	-0,4	8,6
1.1.2 reinvestovaný zisk	-0,8	11,2	10,4	-0,8	11,2	10,4	-2,4	33,7	31,3	-0,8	11,2	-0,8	11,2	10,4	-2,4	33,7
1.1.3 ostatní kapitál	0,0	1,3	1,3	-0,1	-7,2	-7,3	-1,3	-8,4	-9,7	0,0	0,5	0,0	-0,5	-0,5	-2,8	-7,4
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	-9,2	11,6	2,4	-28,8	22,9
2.1 majetkové cenné papíry a účasti	-3,3	-3,4	-6,6	-5,5	7,6	2,0	-16,7	-1,4	-18,1	-1,3	5,4	-4,3	3,0	-1,3	-10,7	4,5
2.2 dluhové cenné papíry	0,0	-7,1	-7,1	-1,9	0,9	-1,0	-0,6	-0,9	-1,5	-6,3	3,2	-4,9	8,7	3,8	-6,5	-6,2
2.2.1 dluhopisy a směnky	-2,4	-7,2	-9,6	-1,8	1,1	-0,8	-3,0	-1,0	-3,9	-5,7	2,3	-6,4	9,9	3,5	-6,7	18,4
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	1,5	-1,3	0,3	-0,2	0,3
3. Finanční deriváty	5,7		0,0		-1,7		4,0		2,0			1,5		2,7	0,7	0,0
4. Ostatní investice	6,2	-13,3	-7,1	-29,5	24,8	-4,7	-30,2	16,5	-13,7	-43,0	33,7	1,4	-8,1	-6,8	-67,0	48,8
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	0,0	-0,9	-0,9	0,0	0,1
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	0,0	0,4	0,4	0,1	2,3
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	-3,4	-1,8	1,6	-69,5	47,6
dlouhodobá aktiva a pasiva	-5,6	0,2	-5,4	-2,1	2,9	0,8	-5,6	9,6	4,0	-4,3	2,2	-3,1	-0,5	-3,7	-11,0	1,3
krátkodobá aktiva a pasiva	13,4	-13,6	-0,2	-26,9	20,2	-6,7	-16,4	-1,8	-23,4	-51,7	25,3	6,5	-1,2	5,3	-51,4	46,3
4.4 ostatní sektory	-1,5	0,9	-0,6	-0,5	2,2	1,7	-2,3	10,6	8,3	13,0	2,9	-2,0	-5,8	-7,8	2,4	-1,1
5. Změna devizových rezerv (-nárůst)			1,0		-1,3		-0,8		0,7					4,8	3,0	
IV. Saldo chyb a opomenutí, kurz. rozdíly	-3,5		-9,3		-3,1		-15,8		6,7					-1,2	12,7	
																18,1

Zpracovali: L. Prokop I. 4386, V. Žďárský I. 4332

Key macroeconomic indicators

Key macroeconomic indicators																												
		Years										quarters of 2007				quarters of 2008				quarters of 2009								
		1993	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
DEMAND AND SUPPLY																												
GDP	bn. CZK, constant p.	2033.7	2116.6	2100.1	2084.2	2112.1	2108.2	2262.9	2285.5	2307.8	2470.1	2638.8	2805.2	2979.3	3127.6	3301.5	697.6	789.0	784.8	767.8	735.6	799.0	791.3	802.0	772.6	843.1	836.8	848.9
	% y-o-y, real terms	-	-	-0.7	-0.8	1.3	3.6	2.5	1.9	3.6	4.6	6.5	4.4	6.2	3.6	4.2	7.2	6.5	6.1	5.0	3.6	3.9	4.0	3.2	3.6	3.7	4.6	4.9
	% y-o-y, nominal terms	-	-	0.4	2.2	-0.8	2.8	1.3	2.2	6.0	2.9	2.4	4.4	6.2	3.6	4.2	7.2	6.5	6.1	5.0	3.6	3.9	4.0	3.2	3.6	3.7	4.6	4.9
	% y-o-y, real terms	-	-	-0.9	-0.4	-0.6	3.7	0.7	3.6	6.7	7.1	-3.1	2.3	4.1	0.6	-0.1	0.7	0.2	-1.6	1.7	1.9	-4.3	1.7	-1.5	-0.7	0.1	0.7	0.1
	% y-o-y, nominal terms	-	-	9.9	-5.7	-0.9	-3.3	5.1	6.6	5.1	0.4	3.9	2.3	7.6	4.9	5.2	10.5	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
	% y-o-y, real terms	-	-	5.6	-8.4	-10.4	5.4	16.5	11.2	5.0	8.6	17.9	5.0	15.2	14.0	12.0	10.9	16.1	13.9	14.6	11.1	13.1	11.8	11.1	10.9	10.8	11.6	10.5
	% y-o-y, nominal terms	-	-	12.7	-6.2	-7.6	-5.5	11.7	12.7	11.2	16.5	25.4	11.7	20.4	18.2	16.2	15.1	21.2	18.9	19.6	16.2	17.4	16.2	15.1	14.9	14.8	15.6	14.5
	% y-o-y, real terms	-	-	-23.5	-40.2	-36.5	-41.7	-46.1	-46.4	-47.0	-47.5	-48.7	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4	-49.4
	% y-o-y, nominal terms	-	-	48.8	50.9	52.3	52.3	53.0	51.6	51.9	53.1	52.3	50.3	49.4	48.7	48.1	46.7	48.3	49.7	50.6	47.9	47.6	49.3	50.0	47.2	46.8	48.7	49.6
	% y-o-y, real terms	-	-	21.6	20.6	21.4	21.2	21.7	21.1	21.3	22.3	21.1	21.4	20.5	19.5	19.5	18.5	18.5	17.6	17.9	19.9	17.9	17.2	16.8	16.6	16.0	17.0	17.9
PRICES																												
Inflation rate	% y-o-y, real terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, real terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, real terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, real terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, real terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
LABOUR MARKET																												
Average monthly wages in monitored organizations	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
EXTERNAL RELATIONS																												
Exports of goods	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, real terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
% y-o-y, nominal terms	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
MONEY AND INTEREST RATES																												
2 W repo rate	% y-o-y, average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	% y-o-y, average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	% y-o-y, average	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-														