ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA **OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let**
Sekce měnová a statistiky

V Praze dne 21. března 2008
Čj. 2008 / 243 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

2. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:
Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na I. pololetí 2008. Materiál se předkládá bez rozporu.

Část I
Předkládací zpráva

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:
Sekce bankovních obchodů
Sekce řízení rizik a podpory obchodů

Část II
Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Příloha: Agresivita centrálních bank

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:
Tomáš Holub, Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik, Jiří Podpiera, Karel Bauer, Jan Schmidt, Kateřina Šmídková

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

Část I

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na I. pololetí 2008. Má novou podobu, reagující na úkol vzešlý z výjezdního zasedání bankovní rady dne 5. 3. 2007 „zvážit resp. připravit novou podobu malých situačních zpráv pro režim s nižší frekvencí měnověpolitických zasedání od roku 2008.“ Reaguje mimo jiné na námět ze strany členů bankovní rady „více prostoru naopak věnovat zajímavým ad hoc tématům.“ V souladu s tím obsahuje tato situační zpráva přílohu „Agresivita centrálních bank“. Nově pojata je rovněž tabulková a grafická příloha.

Část II

O B S A H

I. SHRNUTÍ ……..……..…… 1

1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy ……... 1
2 Prognózy ostatních institucí ……..... 3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů ……..... 5

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA Z 1. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY…..... 6

III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY …..... 7

1 Vnější prostředí ……..…….....……..... 7
2 Vývoj veřejných rozpočtů ……..……..…..... 10

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN …...…...…….....…..... 11

1 Trh práce …...……..……..... 11
2 Ekonomický růst a jeho složky …….…...….. 14
3 Vývoj platební bilance …….…….. 18
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy …….…..…..... 20
5 Peníze a úvěry …….……...… 24

V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH 28

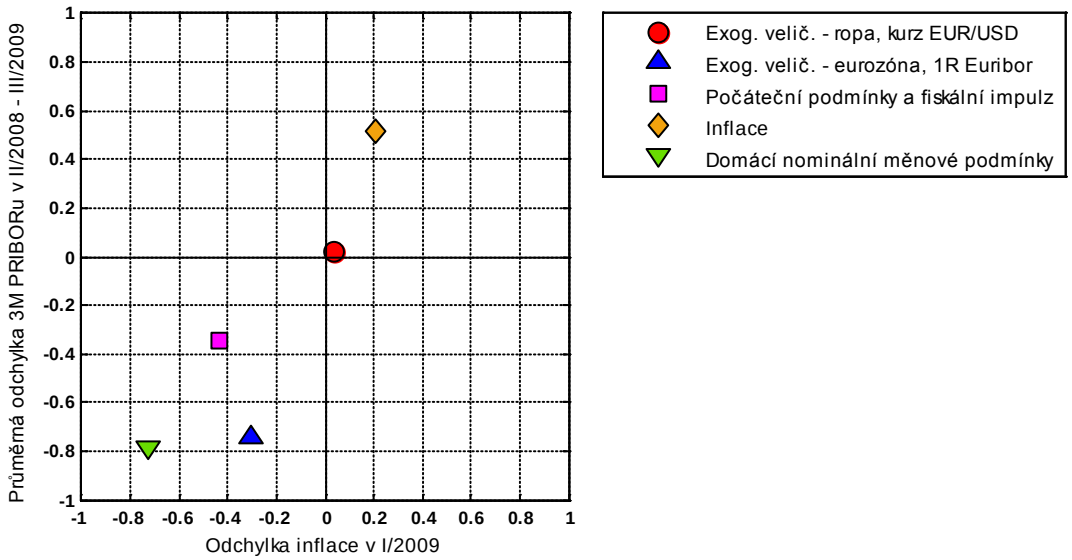
1 Domácí úrokové sazby ….....…….…..... 28
2 Devizový kurz ……..…..... 28
3 Měnové podmínky …….……..…….. 29

Příloha: Agresivita centrálních bank

Tabulkové přílohy

I. SHRNUTÍ

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu ukazují na protiinflační bilanci rizik prognózy celkové inflace z 1. SZ 2008. Protiinflačním směrem působí na bilanci rizik celkové inflace podstatně silnější nominální měnový kurz, vývoj úrokových sazeb a ekonomické aktivity v eurozóně a dále výrazně pomalejší než prognózovaný vývoj mezd v podnikatelské sféře v závěru roku 2007. Naproti tomu proinflačním směrem působí nově publikované údaje o inflaci spolu s mírně vyšším výhledem regulovaných cen a rychlejším růstem HDP v loňském roce.

Nad rámec simulace GRIPu však existují i další rizika. Aktuální vývoj kurzu oproti průměru použitému pro simulaci GRIPu představuje dodatečné protiinflační riziko[1]. Naproti tomu v případě nižšího růstu mezd v podnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí 2007 lze předpokládat, že může být částečně vykompenzován v průběhu prvního čtvrtletí 2008. Oproti simulaci v GRIPu by tak souhrnný vliv počátečních podmínek v nové prognóze oproti základnímu scénáři 1. SZ působil méně protiinflačně. Vyloučit zatím nelze ani rizika alternativního scénáře z 1. SZ, který předpokládá větší bezprostřední ovlivnění cenové tvorby v jednotlivých cenových okruzích celkovým vývojem inflace, a představuje tak proti základnímu scénáři prognózy dodatečné proinflační riziko.

Celkově hodnotíme rizika prognózy celkové i měnověpolitické inflace na horizontu měnové politiky jako protiinflační.

Nově aktualizovaná tržní data *ropy a benzínů ARA* znamenají proti 1. SZ výrazně vyšší očekávané ceny ropy Brent od druhého čtvrtletí, a to v průměru okolo 11 % na celém horizontu prognózy. U cen benzínu ARA jde odchylka stejným směrem a téměř ve stejném rozsahu jako u cen ropy, pouze v nejbližších dvou čtvrtletích je odchylka od referenčního

[1] V době zpracování 2. SZ měnový kurz oslabil v důsledku informací ČNB a MF o chystané dohodě z hodnot okolo 25 Kč/EUR na hodnoty okolo 25,40 Kč/EUR. Simulace v GRIPu pracuje pro 1. čtvrtletí 2008 s hodnotou 25,60 Kč/EUR (dosavadní průměr za 1. čtvrtletí).

scénáře z 1. SZ mírně nižší (o 8 – 9 %). Trajektorie kurzu USD/EUR se podle březnové předpovědi *Consensus Forecasts* posunula *oproti RS01* ve směru slabšího dolaru, a to o více jak 2 % v průběhu 2008 a na počátku roku 2009, dále se pak rozdíl postupně mírně snižuje na 1,5 % v závěru roku 2009. Protisměrnému působení obou faktorů a jejich váze na domácí inflaci odpovídá poloha příslušného bodu takřka v průsečíku os.

V rámci ukazatelů zahraničního ekonomického vývoje (bod „Exogenní veličiny – eurozóna, 1R Euribor“) CF03 zaznamenal posun směrem dolů u výhledu vývoje zahraniční ekonomické aktivity měřené efektivním růstem HDP v eurozóně, a to o cca 0,1 procentního bodu v letošním i příštím roce. Výhled efektivní inflace v eurozóně se v letech 2007 – 2008 proti RS01 zvýšil, a to zejména ve druhé polovině letošního a na počátku příštího roku, kdy rozdíl oproti RS01 činí až 0,3 p.b. Aktuální tržní výhled sazeb Euribor 1R se oproti RS01 počínaje druhým čtvrtletím posunul směrem dolů, a to v průměru o 0,3 p.b. pro letošní i příští rok. Největší rozdíl mezi RS01 a aktuálním tržním je na počátku roku 2009, kdy dosahuje 0,7 p.b. Z toho celkově plyne poloha příslušného bodu v GRIPu, ukazující na riziko výrazně nižších domácích úrokových sazeb i nižší inflace.

Aktuální informace o vývoji veřejných financí prozatím nevedou k revizi předpokladů z 1. SZ. První předběžné odhady deficitu vládního sektoru za rok 2007 poskytne ČSÚ 1. dubna v rámci jarních notifikací veřejného dluhu a deficitu. Rizikem stávající prognózy i simulace GRIPu je navrhovaná novela zákona o důchodovém pojištění, která předpokládá mimořádnou valorizaci důchodů od srpna, což by v případě schválení mělo dopad do schodku veřejných financí ve výši 0,2 p.b. HDP. Nově publikované údaje o meziročním růstu HDP za čtvrté čtvrtletí 2007 (6,6 %) jsou vyšší oproti prognóze z 1. SZ (5,7 %). Současně byla provedena i mírná revize údajů o růstu HDP za 1. – 3. čtvrtletí směrem nahoru. Data o vývoji HDP ve 4.Q i revize dat za předchozí čtvrtletí však – i přes vyšší než očekávaný růst – v zásadě nezpochybňují očekávané zpomalení HDP v letošním roce, jehož hlavním faktorem bude zpomalení reálné spotřeby domácností. Ve 4. čtvrtletí se naplnily předpoklady o vývoji spotřeby domácností, mírně rychleji rostla ale celková tvorba kapitálu a vyšší byl i příspěvek čistého vývozu. Spotřeba vlády sice rostla rychleji oproti předpokladům prognózy, avšak zde došlo k vyššímu růstu mj. i z titulu jednorázových vlivů, což bude pravděpodobně částečně snižovat růst HDP na počátku roku 2008. V návaznosti na rychlý ekonomický růst pokračuje podle očekávání výrazný růst poptávky po práci. Vývoj celkových mezd v podnikatelské sféře však v závěru roku 2007 zaostal za předpoklady prognózy o jeden procentní bod. Z tohoto důvodu se bod „počáteční podmínky, fiskální impulz“ nachází v levém dolní kvadrantu GRIPu, a implikuje tak nižší inflaci i úrokové sazby. První data o vývoji mezd v průmyslu a stavebnictví za leden letošního roku však naznačují, že část nižšího růstu mezd v závěru roku 2007 může být vykompenzována krátkodobě rychlejším růstem mezd na počátku roku 2008 z důvodu daňové optimalizace. Informace z kolektivních vyjednávání pak prozatím nezpochybňují stávající prognózu růstu mezd pro letošní rok, což by spolu s očekávaným přehodnocením fiskálního impulzu zmírňovalo stávající protiinflační rizika počátečních podmínek prognózy v simulaci GRIPu.

Vývoj celkové meziroční inflace za leden a únor 2008 (7,5 % mzr.) byl nad stávající prognózou (6,9 % mzr.). Odchylka byla způsobena především vyšší korigovanou inflací bez PH a vyšším růstem regulovaných cen. Růst cen potravin byl proti prognóze z 1.SZ jen mírně vyšší. Rizika stávající prognózy inflace na nejbližší období jsou spíše proinflační. Tímto směrem působí nový výhled vývoje regulovaných cen, cen potravin (v návaznosti na rychle rostoucí ceny zemědělských výrobců) i cen pohonných hmot, což je – i vzhledem k poměrně výrazné odchylce vývoje inflace od platné prognózy – pouze částečně kompenzováno apreciovanějším kurzem koruny. Nové informace zároveň posouvají skutečné dopady změny

spotřebních daní do cen cigaret až na druhou polovinu roku 2008 s tím, že souhrnné zvýšení cen bude zřejmě v letošním roce o 1/3 nižší. Souhrnné působení nových dat inflace za leden a únor, změněného výhledu regulovaných cen a sekundárních dopadů změn daně z cigaret představuje v simulaci GRIPu proinflační riziko, a proto se bod „inflace“ nachází v pravém horním kvadrantu.

Nominální měnový kurz koruny vůči euru je v průměru za 1.Q 2008 podstatně silnější než prognóza. Tuzemské úrokové sazby se pohybují na mírně nižší úrovni v porovnání s předpoklady prognózy. Celkově tak příslušný bod „Domácí nominální měnové podmínky“ v GRIPu implikuje nižší úroveň nominálních úrokových sazeb a inflace. Aktuální hodnota kurzu, která je ještě o něco silnější než dosavadní průměr za 1.Q 2008 použitý pro simulaci GRIPu , dále prohlubuje riziko nižších úrokových sazeb a inflace.

2 Prognózy ostatních institucí

V březnu byla publikována dvě šetření, na základě nichž provádíme srovnání se základním scénářem prognózy z 1. SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 12.3.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (FECF, uzávěrka 10.3.). Při srovnání prognóz HDP, mezd a úrokových sazeb vycházíme také z Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 18.2.).

Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

HDP (%)	rok 2008			rok 2009		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/07		4,7	4,7			
1/08	4,1	4,7	4,8	4,6	4,8	5,1
2/08		4,5	4,7		4,9	4,9
3/08		4,6			4,7	

mzdy (%)	rok 2008			rok 2009		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
12/07		7,9	7,6			
1/08	7,9	8,1	7,8	7,7	7,6	7,3
2/08		8,0	8,0		7,4	7,2
3/08		8,3			7,8	

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
12/07		26,8		26,2	26,4
1/08	26,3 (1Q08)	26,2	25,8	25,8	26,2
2/08		26,0		26,0	25,9
3/08		25,5		25,5	25,6

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
12/07	5,1	4,5	4,9	2,7	3,8
1/08	3,6	3,7		2,8	
2/08	3,4	3,4		2,6	
3/08	3,1	3,2		2,6	

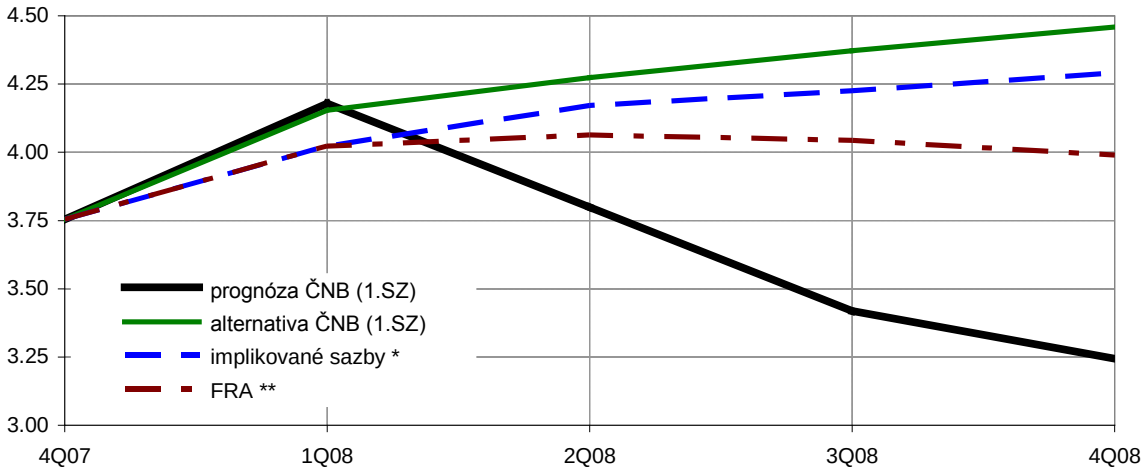
	horizont 1R				
úrokové sazby (%)	ČNB 3M PRIBOR	IOFT 2T REPO	EECF 3M PRIBOR	ČNB 12M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
12/07		3,8	4,1		4,1
1/08	2,9 (1Q09)	3,9	4,1	3,1	4,1
2/08		3,8	4,0		3,9
3/08		3,8			4,0

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 mírně zvýšili odhad růstu **HDP** pro letošní rok, pro příští rok jej naopak snížili. Očekávaný růst **mezd** se zvýšil v obou letech, v roce 2009 se však předpokládá zpomalení růstu. Převážně domácí analytici v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** vůči průměru za 1.Q 2008 (do 19.3.) o 0,4 %, převážně zahraniční analytici v rámci šetření FECF naopak očekávají slabší kurz o 0,2 %. Ve srovnání se základním scénářem prognózy se předpokládá silnější kurz; analytici v rámci šetření IOFT o 1,2 %, analytici v rámci šetření FECF o 0,7 %. **Inflační očekávání** v horizontu 1R dále klesla díky očekávanému postupnému odeznění inflačních šoků. Svůj vliv by mělo mít i očekávané zpomalení růstu v eurozóně a silná koruna. V horizontu 3R inflační očekávání stagnovala na 2,6 %. Prognózy **úrokových sazeb** zůstaly téměř beze změny. Tři analytici z jedenácti dotázaných předpokládají zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. na březnovém zasedání BR ČNB. V delším horizontu se jejich odhady rozcházejí, pohybují se v rozmezí 3,50 – 4,25 % v závislosti na tom, zda očekávají pokles repo sazby, její stabilitu nebo zvýšení.

Z následujícího grafu je patrné, že očekávané tržní 3M sazby se v 1.Q 2008 pohybují pod trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy i alternativy. Od 2.Q 2008 se tržní sazby pohybují blíže k alternativě než k základnímu scénáři.

Srovnání FRA a implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentní 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 19.3.2008

** kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 19.3.2008

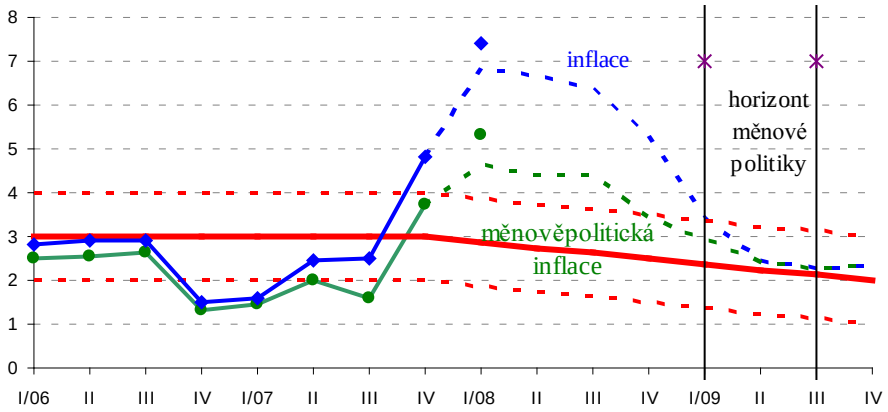
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 1. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt	**IV/07**	5.7	6.6
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	**IV/07**	4.1	4.0
Výdaje vlády na konečnou spotřebu	**IV/07**	0.9	3.1
Tvorba hrubého fixního kapitálu	**IV/07**	6.5	8.0
Změna stavu zásob a cenností (mld. Kč, s.c.)	**IV/07**	14.9	3.8
Vývoz zboží a služeb	**IV/07**	11.6	12.5
Dovoz zboží a služeb	**IV/07**	11.0	10.2
Vývoz zboží	**1/08**	.	11.0
Dovoz zboží	**1/08**	.	10.3
Obchodní bilance (mld. Kč)	**1/08**	10.0	12.2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	**1/08**	.	4.8
Finanční účet plat. bil. (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	**1/08**	.	5.4
Index spotřebitelských cen	**2/08**	6.9	7.5
Ceny zemědělských výrobců	**2/08**	20.2 (Q)	27.1
Ceny průmyslových výrobců	**2/08**	4.7 (Q)	5.6
Vývozní ceny	**1/08**	- 2.6 (Q)	-2.6
Dovozní ceny	**1/08**	-0.4 (Q)	-1.6
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	**2/08**	6.3 (Q)	6.4
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	**2/08**	.	5.9
Obecná míra nezaměstnanosti - metodika ILO (ČSÚ)	**IV/07**	4.6	4.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	**IV/07**	2.3	2.2
z toho: zaměstnanci vč. členů produkčních družstev	**IV/07**	2.4	2.3
ostatní	**IV/07**	1.5	1.3
Průměrná mzda ve sledovanáných organizacích	**IV/07**	7.5	6.8
Průměrná mzda v podnikatelské sféře	**IV/07**	7.7	6.7
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře	**IV/07**	7.0	7.1
Průměrná nominální mzda v průmyslu	**1/08**	.	12.2
NJMN v průmyslu	**1/08**	.	7.4
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	**1/08**	.	12.3
NJMN ve stavebnictví	**1/08**	.	-0.4
Peněžní zásoba (M2)	**1/08**	9.8 (Q)	11.0
Stavební výroba	**1/08**	.	1.0
Index průmyslové produkce	**1/08**	.	9.3
Tržby v maloobchodu včetně motoristického segmentu	**1/08**	.	4.1

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

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA Z 1. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku února 2008 byla aktualizována střednědobá inflační prognóza na léta 2008 až 2009. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V únoru 2008 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 7,5 %, což bylo o 0,6 p.b. více, než očekávala prognóza z 1. SZ.



Aktuální prognóza a její změny oproti 10. SZ 2007 (sezonně očištěno)

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

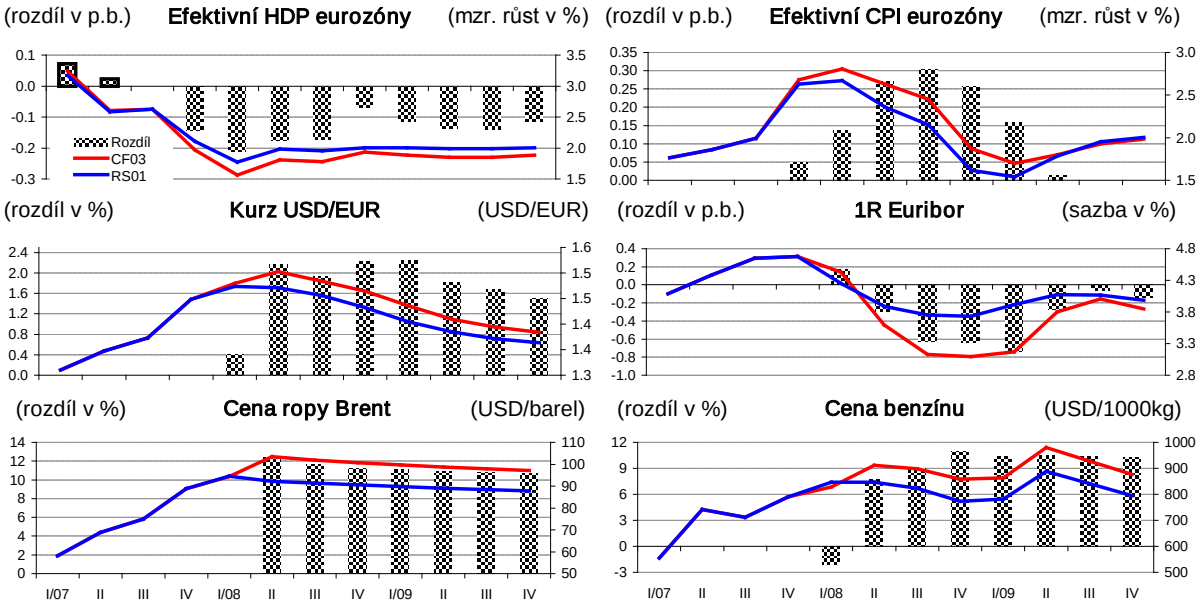
*) Registrovaná míra nezaměstnanosti (průměr za období)

III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Referenční scénář exogenních faktorů pro 2. SZ byl vytvořen na základě březnového Consensus Forecasts (CF03) a aktuálních tržních výhledů. Odhad růstu HDP v eurozóně byl přehodnocen směrem dolů jak pro rok 2008, tak pro rok 2009. Odhad **růstu efektivního HDP** byl pro letošní rok upraven oproti RS01 směrem dolů o 0,1 p.b. na hodnotu 1,8 %. Predikce na rok 2009 byla upravena oproti RS01 také o 0,1 p.b. dolů a předpokládá hodnotu 1,9 %.



V kontrastu s tím byl zvýšen odhad letošní inflace pro většinu zemí eurozóny. Odhad **efektivní inflace CPI** pro rok 2008 ze strany CF03 byl zvýšen o 0,2 p.b. na hodnotu 2,4 %. Odhad inflace CPI na rok 2009 se také zvýšil o 0,1 p.b. na hodnotu 1,9 %.

Trajektorie očekávaného **kurzu USD/EUR** se oproti RS01 posunula směrem ke slabšímu dolaru. Predikovaná hodnota kurzu USD/EUR na rok 2008 je 1,48, a kurz je tak oproti RS01 o 0,02 dolaru slabší. Pro rok 2009 je predikován též o 0,02 slabší dolar (1,40 USD/EUR) oproti prognóze.

Křivka očekávaných sazeb **Euribor 1R** na rok 2008 se počínaje druhým čtvrtletím posunula v průměru o 0,3 p.b. dolů oproti RS01. Největší rozdíl mezi RS01 a tržním výhledem je zaznamenán v prvním čtvrtletí 2009, kdy trajektorie Euribor 1R je o 0,7 p.b. pod trajektorií z RS01. V dalších čtvrtletích roku 2009 se rozdíly snižují, odhad pro rok 2009 je celkově nižší o 0,3 p.b.

Výhled **ceny ropy** pro rok 2008 vzrostl o 8 USD/b. na 100,1 USD/b. Cena pro první čtvrtletí zůstala konzistentní s RS01, od druhého čtvrtletí 2008 dále je ale oproti RS01 v průměru vyšší o 10 USD/b. Pro rok 2009 se odhad zvýšil o 10 USD/b. na 98,4 USD/b. Ceny benzínu pro první čtvrtletí 2008 jsou nižší o 18 USD/t, než s jakými počítal RS01. Odhady na druhé čtvrtletí a dále jsou však vyšší v průměru o 81 USD/t.

Křivka očekávaných sazeb **Euribor 1R** na rok 2008 se oproti RS01 posunula o 0,3 p.b. dolů.

1.2 Eurozóna

Podle prvních odhadů Eurostatu zpomalil mezičtvrtletní růst v eurozóně ve 4. čtvrtletí na 0,4 % a meziroční růst na 2,2 % (sezonně očištěná data) z 0,7 % a 2,6 % zaznamenaných ve 3. čtvrtletí. Hlavním zdrojem růstu byly investice a vývoz. Zpomalení růstu se však týkalo všech hlavních složek HDP. Tyto údaje jsou v souladu s indexem podnikatelské a spotřebitelské důvěry šetřeným Evropskou komisí, který klesá nepřetržitě od července 2007. Na druhou stranu na zlepšení ekonomických podmínek v eurozóně ukazuje růst indexu průmyslové produkce a pokles nezaměstnanosti. V lednu nezaměstnanost klesla ze 7,2 % na 7,1 % (sezonně očištěná data), což je nejnižší hodnota za posledních 25 let. CF03 očekává zpomalení růstu v roce 2008 na 1,5 %, a následně zvýšení na 1,8 % v roce 2009. Březnová prognóza CF na rok 2008 – 2009 byla revidována směrem dolů oproti lednové a únorové prognóze. Dvouletý výhled ECB růstu HDP je v souladu s predikcí CF, a také byl snížen oproti prosincové prognóze.

Podle předběžných šetření Eurostatu zůstala únorová inflace v zemích eurozóny na stejné hodnotě jako v lednu (3,2 %), hlavně kvůli růstu cen energií a potravin. Nejrychleji meziročně rostly ceny pohonných hmot (15 %), topných olejů (30,7 %), mléka, sýrů a vajec (12,9 %), které přispěly zhruba jedním procentním bodem k meziroční inflaci. CF03 předpokládá snížení inflace v roce 2008 na 2,7 %. Podle ECB bude inflace ležet mezi 2,6 % a 3,2 %. Další pokles inflace se očekává v roce 2009. CF03 odhaduje návrat k 2% cíli, ECB naznačuje rozpětí mezi 1,5 % a 2,7 %.

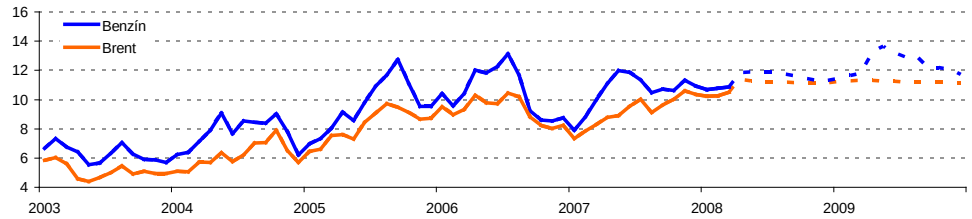
Ve 4. čtvrtletí ekonomika **Německa** výrazně zpomalila a vykázala nejnižší růst ze všech zemí eurozóny. Meziroční růst HDP ve 4. čtvrtletí dosáhl 1,8 % oproti 2,5 % v 3. čtvrtletí (sezonně očištěná data). Nejvíc k růstu HDP přispěla hrubá tvorba kapitálu (9 %); domácí konečná spotřeba naopak klesala (-1,6 %). Podle předběžných údajů klesla inflace z 3,1 % v prosinci na 2,9 % v lednu. CF03 očekává růst HDP v roce 2008 mírně nad průměrem eurozóny (1,7 %) a v roce 2009 na úrovni průměru eurozóny. Očekává se, že inflace i dál zůstane pod průměrem eurozóny: 2,3 % v roce 2008 a 1,7 % v roce 2009. Index ekonomických očekávání (na 6 měsíců) institutu ZEW se mírně zlepšil z -39,5 (v únoru) na -32,0 (v březnu). Zlepšení bylo překvapením, vzhledem k tomu, že se očekával další pokles indexu k -40. Analytici očekávají zlepšení ekonomického růstu od září 2008 a spoléhají na to, že vrchol finanční krize byl už překonán. Výhled současné ekonomické situace se v březnu mírně zhoršil, když klesl z 33,7 na 32,1 bodu, ale i to bylo spíše pozitivním překvapením, protože se očekával pokles k 30 bodům. Podle indexu IFO německé firmy pozorují vylepšení situace v únoru (110,3 oproti 107,9 v lednu), ale mají více pesimistický pohled do budoucna. Očekávání klesla z 99,0 v lednu na 98,2 v únoru. Index podnikatelského klimatu pro průmysl a obchod ukazuje na mírné zlepšení situace (v únoru 7,3 oproti 5,9 v lednu).

1.3 Cena ropy

Ve druhé polovině ledna a začátkem února se cena lehké americké ropy West Texas Intermediate (WTI) pohybovala převážně kolem 90 USD/b, pak její cena prudce vzrostla. Začátek narůstajícího trendu ve vývoji ceny ropy připadá na období, kdy obavy z recese v USA způsobily propad akcií po celém světě. Během následujících dvou týdnů cena ropy WTI dosáhla hodnot pozorovaných začátkem roku, a 19. února poprvé letos překonala 100 dolarovou hranici. Krátkodobý pokles ceny před zasedáním OPECu 6. března byl způsoben spekulacemi o postoji kartelu k množství těžené ropy. Další růst ceny ropy následoval okamžitě po rozhodnutí OPECu o ponechání kvót pro těžbu ropy beze změny (29,5 milionů barelu denně). Poslední průměrné denní historické maximum 109,92 USD/b bylo dosaženo 12. března. Stejný vývoj ale s mírnějšími maximálními hodnotami zaznamenala i ropa Brent.

Jedním z hlavních důvodů prudkého růstu ceny ropy byl slábnoucí dolar a očekávání jeho dalšího oslabení. Dalšími faktory byly geopolitická situace na Blízkém Východě a v Africe (obavy přerušení dodávek z Iránu, Iráku a Nigérie) a riziko rostoucí inflace ve Spojených státech a v Evropě. Již tradičně slábnoucí dolar, očekávání rostoucí inflace a nejistota na finančních trzích směřuje investory ke komoditním trhům.

Vývoj cen ropy Brent a benzínu na burzách ARA *(měsíční průměr, CZK/litr)*

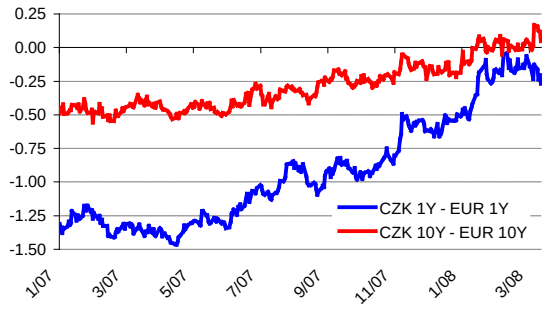


1.4 Úrokové sazby Euribor a kurz USD/EUR

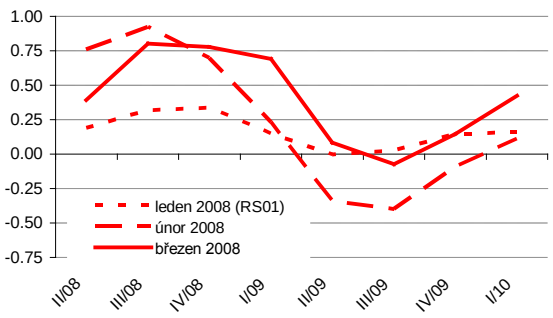
Na jednání 6. března ponechala ECB základní úrokovou sazbu na 4 %. Proti snížení sazeb působí i rekordně vysoká inflace. Podle prezidenta Tricheta bylo rozhodnutí odůvodněno záměrem banky ukotvit střednědobé a dlouhodobé inflační očekávání. Navíc riziko zpomalení ekonomického růstu v eurozóně není natolik výrazné, aby ECB sazby měnila. Prezident Trichet dále zmínil, že makroekonomické fundamenty eurozóny jsou zdravé a ekonomika netrpí nerovnováhami. Na druhou stranu nejistota ohledně vývoje ekonomiky USA a situace na světových finančních trzích zůstává vysoká. Jednoletý a tříměsíční Euribor se pohyboval během února v úzkém pásmu 4,33 – 4,39 %, poté však začal růst a k 11. březnu dosáhl 4,56 (1Y), resp. 4,60 (3M) %. Na základě předpovědi CF03 by se tříměsíční sazby měly snížit nejprve na 4,1 % (konec června 2008) a následně až na 3,8 % (konec března 2009).

Tříměsíční PRIBOR se od půlky ledna pohybuje mezi 3,8 – 3,9 %. Roční sazba PRIBOR se v tomto období nacházela v rozpětí 3,9 – 4,2 %. V březnu se tržní výhled implikovaného rozpětí jednoletých korunových sazeb vůči sazbám eurovým oproti lednové předpovědi mírně zvýšil pro první polovinu roku 2009 a následně pro druhou polovinu roku 2009 snížil. Pro letošní rok tak březnové implikované rozpětí zůstává výrazně (0,5 p.b.) nad rozpětím uvažovaným v 1. SZ. Pro rok 2009 se tržní výhled přiblížil 1. SZ.

Rozdíl korunových a eurových swapových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 1R - EUR 1R



Od 7. února se dolar nachází na depreciačním trendu a během měsíce postupně oslabil z 1,45 (7. února) na 1,57 (18. března). Zpomalení ekonomického růstu ve Spojených státech a obava z možné přicházející recese, důsledky hypoteční krize včetně zhoršení spotřebitelského sentimentu, stabilní úroková sazba ECB a spekulace o opuštění pevné sazby některých měn zemí Blízkého Východu na dolar přispívají k oslabení americké měny. Důležitou roli také hraje

současné a očekávané snižování úrokových sazeb v USA. Narozdíl od ECB, Fed letos snižoval svou základní úrokovou sazbu už třikrát. 22. ledna klesla sazba z 4,25 % na 3,5 %, koncem ledna o 0,5 p.b.na 3 % a 18. března o 0,75 p.b. na 2,25 %. Po zveřejnění výrazných problémů páté největší investiční banky Bear Stearns s likviditou a následném neklidu na finančních trzích Fed vyhlásil nový úvěrový program. Tento program umožňuje i jiným finančním institucím než komerčním bankám (primárním dealerům obchodujícím na finančních trzích a investičním bankám) půjčovat si za diskontní sazbu u centrální banky. Fed zároveň prodloužil maximální dobu splatnosti krátkodobých úvěrů ze 30 na 90 dní.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Předpoklady o vývoji veřejných financí v letech 2008 – 2009 se ve srovnání s prognózou z 1. SZ nemění. V roce 2008 očekáváme snížení deficitu vládního sektoru na 1,5 % HDP v souvislosti s realizací stabilizačních opatření reformy veřejných financí. V roce 2009 však dojde k prohloubení deficitu na 2,2 % HDP s tím, jak dopady některých reformních opatření vyprchají. Nezměněné tak zůstávají i odhady fiskálního impulzu v letech 2008 – 2009, které signalizují pro rok 2008 fiskální restrikci, v roce 2009 pak fiskální expanzi (viz tabulka).

Nadále přetrvává nejistota ohledně výsledků hospodaření veřejných financí za rok 2007. První předběžné odhady deficitu vládního sektoru poskytne ČSÚ 1. dubna tohoto roku v rámci jarních notifikací veřejného dluhu a deficitu.

	2006	2007			2008			2009		
	2.SZ	12.SZ	1.SZ	2.SZ	12.SZ	1.SZ	2.SZ	12.SZ	1.SZ	2.SZ
Deficit vládního sektoru (ESA 95, ČNB) v % HDP	2,9	3,4	2,3	2,3	2,5	1,5	1,5	3,1	2,2	2,2
Upravený deficit * (ESA 95, ČNB) v % HDP	2,8	3,4	2,1	2,1	2,5	1,5	1,5	3,1	2,2	2,2
Strukturální deficit ** v % HDP (ESA 95, ČNB)	2,6	4,1	2,9	2,9	3,1	2,1	2,1	3,4	2,6	2,6
Fiskální pozice v p.b.	0,7	1,4	0,3	0,3	-1,0	-0,9	-0,9	0,3	0,5	0,5
Fiskální impulz v p.b.	0,3	0,4	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,3	0,4	0,4

*upraveno o mimořádné jednorázové operace
**cyklicky očištěný deficit upravený o mimořádné jednorázové operace

Aktuálně lze kvantifikovat jedno významnější riziko pro prognózu fiskálního vývoje v roce 2008. Dne 10. 3. 2008 vláda schválila novelu zákona o důchodovém pojištění, která umožňuje mimořádně valorizovat důchody tehdy, pokud růst cen překročí 5 % (dosud bylo rozhodnou hranicí 10 %).[2] V případě schválení novely parlamentem vláda rozhodne o mimořádném zvýšení průměrného důchodu o 465 Kč měsíčně, a to počínaje srpnem tohoto roku. Finanční dopad zvýšení důchodů a navazujících sociálních dávek (zejména výsluhové příspěvky) od srpna 2008 je odhadován na 6,65 mld. Kč (cca 0,2 p.b. HDP). Novela je nyní projednávána v rámci prvního čtení v parlamentu a v případě jejího schválení (které je pravděpodobné) bude uvedený dopad zapracován do prognózy ve 3. SZ.

K novým informacím patří schválení stanoviska k aktualizaci Konvergenčního programu ČR z listopadu 2007 Radou ECOFIN dne 4. března. Hodnocení Konvergenčního programu bylo oproti minulému relativně příznivé a konstatovalo, že program respektuje povinnost ČR odstranit nadměrný deficit do roku 2008. Pro dosažení střednědobého rozpočtového cíle (strukturální deficit ve výši 1 % HDP) byl ČR ponechán v platnosti termín do roku 2012.

[2] Rozumí se kumulovaný růst cenové hladiny od okamžiku, ke kterému byl cenový pohyb zohledněn při pravidelné valorizaci důchodů od ledna 2008 (v tomto případě od srpna 2007).

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Srovnání predikcí se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	2/08	6.3 (Q)	6.4
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	2/08	.	5.9
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ)	IV/07	4.6	4.8
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	IV/07	2.3	2.2
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	IV/07	2.4	2.3
ostatní zaměstnaní	IV/07	1.5	1.3
Nominální měsíční mzda ve sled. org. - ČSÚ (mzr. změna v %)	IV/07	7.5	6.8
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/07	7.7	6.7
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	IV/07	7.0	7.1
Nominální hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna průměru v %)	IV/07	.	6.0
Nominální hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna mediánu v %)	IV/07	.	7.3
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/08	.	12.2
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	1/08	.	12.3
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/07	3.0	1.5
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/07	.	-1.8
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	IV/07	.	6.2

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

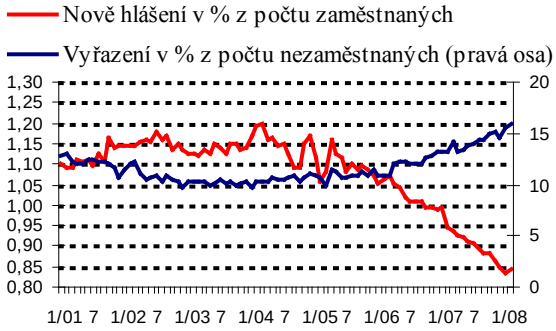
Pramen: MPSV, ČSÚ

Počet zaměstnaných osob se ve 4. čtvrtletí 2007 meziročně zvýšil o 2,2 %, tj. téměř v souladu s prognózou ČNB (prognóza 2,3 %), což představuje 105,6 tis. osob. Na absolutním růstu počtu zaměstnaných osob měl rozhodující podíl růst počtu zaměstnanců (cca 90 %). V meziročním vyjádření se počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev zvýšil o 2,3 % (prognóza 2,4 %). Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl nejvyšší růst počtu zaměstnanců zaznamenán ve zpracovatelském průmyslu (61,5 tis. osob), což úzce souvisí s realizací přímých zahraničních investic a navazujících výrob, a ve službách (49,1 tis. osob). Vývoj zaměstnanosti ve službách byl však značně diferencovaný. Růst počtu zaměstnanců byl tradičně zaznamenán zejména v odvětví pronájmu a podnikatelských činností. Ve stavebnictví došlo k růstu zaměstnanosti jen u podnikatelů. Na vysoké úrovni zůstal příliv zahraničních pracovníků. Průměrný meziroční růst jejich počtu se ve 4.Q 2007 dokonce mírně zrychlil na 28,8 %. Odhadnutý podíl zahraničních pracovníků na pracovní síle se dále zvyšoval a ve 4.Q činil 4,6 %[3].

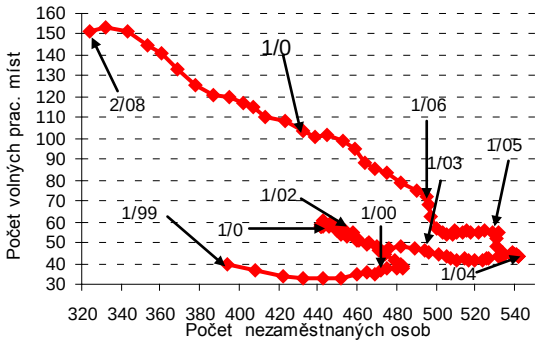
Míra obecné nezaměstnanosti dosáhla ve 4.Q 2007 4,8 % (predikce 4,6 %) a počet nezaměstnaných byl nejnižší od poloviny roku 1997. Chyba v prognóze byla způsobena především rychlejším než očekávaným obnoveným růstem pracovní síly (0,4 %, prognóza 0,2 %). Míra registrované nezaměstnanosti celkem (tj. bez očištění o nedosažitelné uchazeče o práci) dosáhla ke konci února 6,4 %. Sezonně očištěná nezaměstnanost se dále snižuje. V lednu a únoru přispěl ke snížení celkové registrované nezaměstnanosti zejména růst počtu vyřazených uchazečů. Z vývoje Beveridgeovy křivky je patrné, že se nadále snižuje cyklická složka registrované nezaměstnanosti. Zároveň začíná být patrný náznak snižování sezonně očištěného počtu volných pracovních míst. Dosud publikované údaje naznačují, že prognóza registrované nezaměstnanosti celkem na 1.Q 2008 bude naplněna (1. SZ 6,3 %).

[3] V 1.Q dosahoval 3,6 %, ve 2.Q 3,9 %, ve 3.Q 4,2 %. Tento podíl není zcela přesný, protože je zkonstruován z rozdílných statistik. Údaje o počtu zahraničních pracovníků poskytuje MPSV a pracovní síla je získána z údajů VŠPS ČSÚ.

Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Beveridgeova křivka



Meziroční tempo růstu průměrné měsíční nominální mzdy v národním hospodářství ve 4.Q 2007 v porovnání s předchozím čtvrtletím zpomalilo. Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vzrostla o 6,8 % (predikce z 1. SZ 7,5 %). Reálná mzda se zvýšila o 1,9 % (predikce z 1. SZ 2,6 %). V podnikatelské sféře se průměrná měsíční mzda ve 4.Q meziročně zvýšila o 6,7 % (7,7 % podle 1. SZ). Chyba v predikci růstu průměrné mzdy v podnikatelské sféře (ČSÚ) je pravděpodobně ve velké míře způsobena přesunem vyplácení prémií a odměn do ledna 2008 pravděpodobně v souvislosti s novým systémem zdanění[4]. Lze proto předpokládat, že po očištění od těchto jednorázových vlivů mzdový růst nadále odráží aktuální cyklickou pozici ekonomiky a rychle klesající míru nezaměstnanosti. Údaje MPSV (ISPV[5]) o růstu průměrného hodinového výdělku v podnikatelské sféře rovněž naznačují zpomalení růstu hodinových mezd na 6,0 % ve 4.Q 2007. Rozdíl mezi růstem průměrné mzdy (ČSÚ) a hodinového výdělku (MPSV) naznačuje růst počtu odpracovaných hodin. Podle údajů ČSÚ se počet odpracovaných hodin v národním hospodářství ve 4.Q 2007 meziročně zvýšil o 1,6 %.

V nepodnikatelské sféře vzrostla průměrná mzda o 7,1 % (1. SZ 7,0 %). Významné bylo zejména zrychlení mzdového růstu v OKEČ L – Veřejná správa a obrana; povinné sociální zabezpečení, kde se průměrná mzda meziročně zvýšila o 8,9 % (1.Q – 3.Q. 2007 7,2 %). Výrazný mzdový růst je se značnou pravděpodobností způsoben očekáváním nízkého mzdového růstu ve státní správě v následujících letech. Jedná se tedy o jakési „předzásobení“ úředníků ústředních orgánů státní správy před obdobím očekávané nízké dynamiky mzdového růstu. Podle údajů MPSV (ISPV) vzrostla průměrná hodinová mzda v nepodnikatelské sféře o 6,5 %.

Box: Kolektivní vyjednávání a růst průměrné mzdy

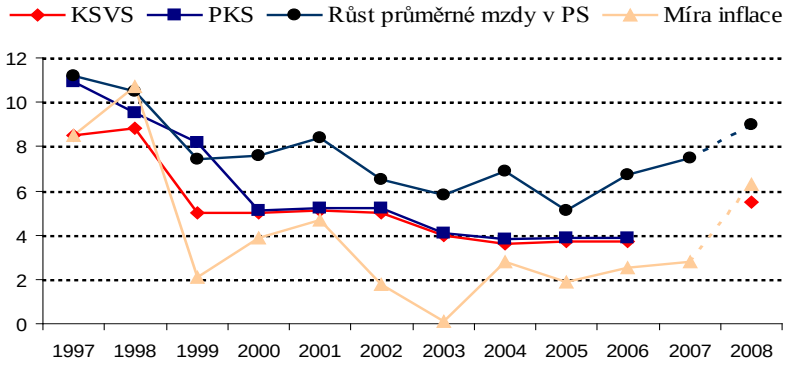
Právní úprava kolektivního vyjednávání je obsažena v zákoně o kolektivním vyjednávání a v zákoníku práce. Kolektivní vyjednávání je podle této právní úpravy dvojstupňové a zákon rozlišuje dva typy kolektivních smluv – podnikové a kolektivní smlouvy vyššího stupně (KSVS). KSVS jsou sjednané pro větší počet zaměstnavatelů mezi příslušným vyšším odborovým orgánem a organizací nebo organizacemi zaměstnavatelů. Obecným důvodem sjednávání KSVS je konstituování minimálních standardů v oblasti pracovních podmínek. Minimální standardy stanovené v KSVS pak mohou rozšířit podnikové kolektivní smlouvy (PKS) uzavřené mezi příslušným odborovým orgánem a zaměstnavatelem.

Doba, na kterou jsou KSVS uzavírány, se postupně prodlužuje, mzdová část je však nadále uzavírána zpravidla pouze na jeden rok. Výše vyjednaných mezd se v minulosti odvíjela primárně od očekávané

[4] Mnohé firmy poskytly zaměstnancům možnost volby termínu výplaty prémií a odměn za rok 2007. Nový daňový systém je totiž pro zaměstnance s vyššími příjmy výhodnější a přesun výplaty odměn z roku 2007 do ledna 2008 pro zaměstnance mohl představovat značnou finanční úsporu.

[5] Informační systém o průměrném výdělku.

inflace a pouze sekundárně od hospodářských výsledků podniků. Současný stav je opačný. Odbory stanovují své mzdové požadavky na základě hospodářských výsledků podniků a pouze jako druhotný ukazatel je využívána očekávaná míra inflace. Podle informací ČMKOS bylo na rok 2008 doposud uzavřeno 13 KSVS (1 KSVS neupravuje růst mezd) s růstem nominálních mezd mezi 4 % – 6 % (nevážený průměr 5,5 %)[6]. Lze předpokládat, že v podnikových kolektivních smlouvách bude sjednaný růst mezd vyšší. V souvislosti s rychle rostoucí inflací odbory naznačují možnost znovuotevření mzdových částí kolektivních smluv. Probíhající kolektivní vyjednávání by sice na základě dlouhodobého vztahu mezi dojednaným a skutečně vykázaným růstem mezd v podnikatelské sféře naznačovalo rizika mírně nižšího růstu nominálních mezd proti prognóze. Na druhou stranu však na počátku letošního roku bude růst mezd v podnikatelské sféře ovlivněn přesunem části odměn z minulého do letošního roku z důvodu daňové optimalizace. Rostoucí ohled odborů na hospodářské výsledky firem může – vzhledem k mimořádně příznivým hospodářským výsledkům v loňském roce a vysoké poptávce po práci – zároveň znamenat riziko vyššího růstu mezd, než by odpovídalo KSVS, které zohledňují i ekonomicky méně výkonné podniky. Rizika prognózy vývoje mezd v letošním roce tedy vidíme zatím jako zhruba vyrovnaná.



Pramen: MPSV, ČSÚ, ČMKOS

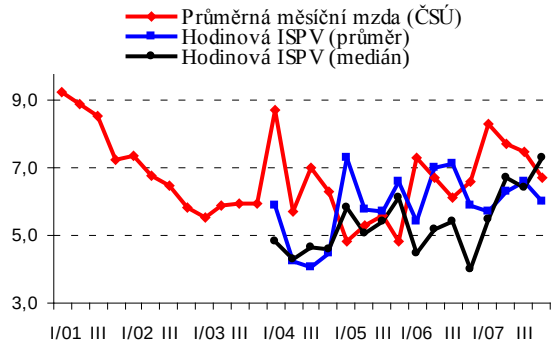
Ve 4.Q se nominální jednotkové mzdové náklady v národním hospodářství zvýšily meziročně o 1,5 % (3,0 % podle 1. SZ). Odchylka v predikci byla způsobena nižším než očekávaným růstem objemu mezd a platů (o 0,6 p.b.) podle statistiky národních účtů a vyšším růstem HDP (o 0,9 p.b.). Růst celkových NJMN, který se již rok udržoval na vyšší úrovni, ve 4.Q zpomalil. To naznačuje zmírnění inflačních tlaků z titulu mzdové náročnosti produktu. Podle výpočtu z národních účtů se růst NJMN ve zpracovatelském průmyslu ve 4.Q nadále udržoval v záporných hodnotách (-1,4 %), avšak ve srovnání s předcházejícími čtvrtletími roku 2007 byl jejich pokles mírnější. Pokles NJMN v průmyslu celkem (-1,8 %) se oproti předcházejícímu čtvrtletí prohloubil. Přispěl k tomu i výrazný růst přidané hodnoty a tedy i NJMN v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody[7]. V lednu 2008 se vlivem rychlého růstu nominálních mezd zvýšily NJMN v průmyslu o 7,4 %.[8]

[6] V případě, že sociální partneři v KSVS nesjednávají přímo nárůst průměrné nominální mzdy, ale dohodnou nárůst tarifních mezd, příplatků, resp. i dalších složek mzdy, jsou uvedené údaje odhadem OS a ČMKKOS na základě struktury mezd v jednotlivých odvětvích.

[7] Od 4.Q 2006 do 3.Q 2007 docházelo v odvětví Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody k vysokému poklesu přidané hodnoty (cca o 30 %) a tedy růstu NJMN (cca 50 %). Ve 4.Q 2007 došlo k obratu, když růst přidané hodnoty dosáhl 20,7 % a NJMN meziročně poklesly o 13,1 %.

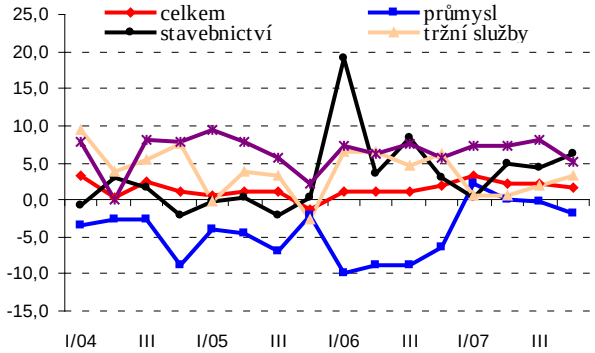
[8] V rámci údajů za vybraná odvětví v říjnu jsou NJMN v průmyslu dopočteny z měsíčních údajů ČSÚ o růstu průměrné mzdy a produktivity práce.

Nominální mzda v podnikatelské sféře (mzr. změny v %)



Pramen: ČSÚ, MPSV

NJMN v metodice ESA 95 (mzr. změny v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

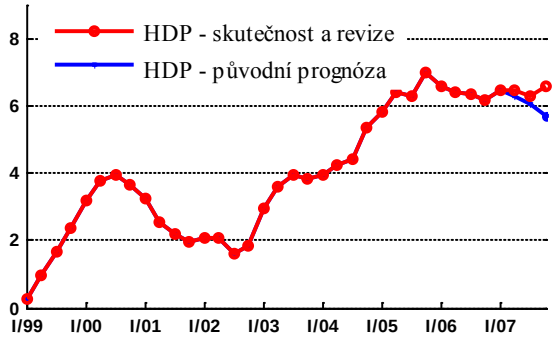
2 Ekonomický růst a jeho složky

Ukazatel (stálé ceny 2000, meziroční změny v %)	Období	Predikce	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	4Q 2007	5,7	6,6
Spotřeba domácností	4Q 2007	4,1	4
Spotřeba vládních institucí	4Q 2007	0,9	3,1
Hrubá tvorba kapitálu	4Q 2007	6,2	7,1
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	4Q 2007	6,5	8
Zásoby vč. cenností (mld. Kč)	4Q 2007	5	3,8
Vývoz zboží a služeb	4Q 2007	12,3	12,5
Dovoz zboží a služeb	4Q 2007	11	10,2
Čistý vývoz zboží a služeb (mld. Kč)	4Q 2007	-11,5	-3,9
Průmyslová výroba	I.08	.	9,3
Stavební výroba	I.08	.	1
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	I.08	.	4,1

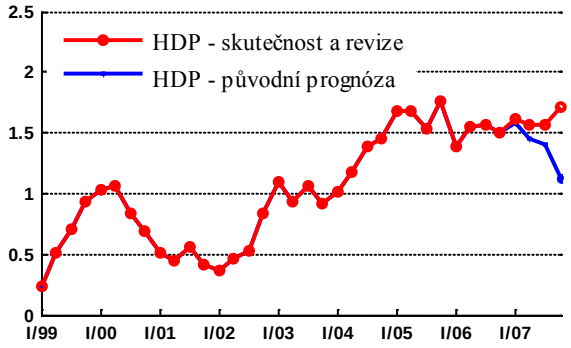
Růst reálného HDP včetně jeho struktury i před vyšší vykázaný ekonomický růst ve 4. čtvrtletí 2007 oproti prognóze z 1. SZ nezpochybňuje očekávání o zpomalení ekonomického růstu v letošním roce, které bude taženo výrazným zpomalením reálné spotřeby z důvodu reformy veřejných financí. To podporuje i vývoj reálné spotřeby domácností v závěru loňského roku, který byl zhruba v souladu s růstem nominálních mezd i spotřebitelské inflace. Rovněž tak i vývoj ostatních složek HDP se – po zohlednění jednorázových vlivů – zásadně neodchýlil od předpokladů prognózy z 1. SZ. Aktuální informace o očekávaném pomalejším vývoji zahraniční ekonomické aktivity a více apreciovanějšího nominálního kurz koruny jdou ve směru výraznějšího zpomalení ekonomického růstu v letošním roce.

Reálný HDP se podle odhadu ČSÚ ve 4.Q meziročně zvýšil o 6,6 % (o 0,9 procentního bodu více ve srovnání s lednovou prognózou). Podle ČSÚ výrazný ekonomický růst v posledním čtvrtletí souvisí i se dvěma jednorázovými vlivy. Jedná se o zvýšené výkony zdravotnictví s jejich následným promítnutím do výdajů zdravotních pojišťoven a o nadprůměrné opravy silniční sítě s dopadem do výdajů vládního sektoru. Po odečtení těchto vlivů by podle orientačního odhadu ČSÚ vzrostl HDP meziročně zhruba o 6,0 %. Zároveň s novými údaji za poslední čtvrtletí byl zpřesněn růst HDP v 1. až 3. čtvrtletí roku 2007 nepatrně směrem nahoru. V souhrnu za rok 2007 rostla česká ekonomika rekordním meziročním tempem 6,5 % (prognóza 6,1 %). Mezičtvrtletní přírůstek sezonně očištěného HDP byl ve 4. čtvrtletí 1,7 %, zatímco prognóza očekávala růst o 1,2 %.

Vývoj HDP (mzr. v %)



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



Spotřeba domácností rostla oproti prognóze z 1. SZ nepatrně pomalejším tempem (4,0 %). Výrazně rychleji oproti prognóze však rostla spotřeba vlády (o 2,2 procentního bodu), což podle informací ČSÚ bylo způsobeno zejména výše uvedenými jednorázovými vlivy. Rovněž rychleji rostly i fixní investice (8,0 %, prognóza 6,5 %), zatímco změna stavu zásob byla mírně nižší, než očekávala lednová prognóza. Vlivem neočekávaně vysokých fixních investic ale byla celková hrubá tvorba kapitálu vyšší oproti prognóze. Vývoz zboží a služeb rostl o něco rychleji, než se předpokládalo v lednu. Meziroční růst dovozu byl naopak mírně nižší. To znamená, že čistý vývoz byl příznivější, než se očekávalo v 1. SZ 2008. Celková domácí i agregátní poptávka se od prognózy lišily jen mírně.[9]

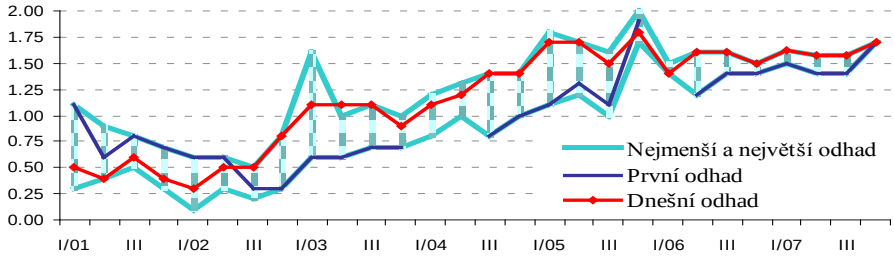
Box: Analýza revizí údajů o růstu HDP

Odhady růstu HDP publikované statistickými úřady procházejí postupem času změnami způsobenými jak zpřesňováním údajů, tak prováděním metodických změn. Tato analýza nám má napovědět, jak spolehlivý je první publikovaný odhad růstu HDP v ČR. Jejím podkladem je studie vypracovaná v ECB: An analysis of preliminary data releases and implications for the WGF (W. Haine, H. Olsson a V. Labhard, září 2007), která se zaměřila na posouzení revizí odhadů sezonně očištěného mezičtvrtletního růstu HDP v 11 zemích eurozóny.

Porovnávané údaje v eurozóně zahrnuly *první odhad* HDP, publikovaný přibližně 45 dní po konci čtvrtletí, dále *druhý odhad*, publikovaný po dalších 3 měsících, *roční aktualizaci* publikovanou ve 3. čtvrtletí následujícího roku a *dnešní odhad*, tj. nejnovější publikovaný údaj. Sledované období mělo délku 8 let, pro některé země bylo kratší. Za ČR jsou k dispozici data od 1. čtvrtletí 2001, tj. 7 let. V některých čtvrtletích ale nebyly odhady sezonně očištěného mezičtvrtletního růstu zveřejněny. *První odhad* HDP v této době ČSÚ publikoval přibližně 10 týdnů po ukončení čtvrtletí. Jako *druhý odhad* je při analýze použit odhad publikovaný po dalších 3 měsících zároveň s prvním odhadem dalšího čtvrtletí, jako *roční aktualizace* je použit odhad publikovaný společně s odhadem za 3. čtvrtletí následujícího roku (tj. ve 4. čtvrtletí následujícího roku) a *dnešní odhad* tvoří nejnovější publikovaná řada růstu českého HDP. Tyto odhady tedy byly zveřejňovány později než ve sledovaných zemích eurozóny, tudíž mohly být propracovanější a mohou tak vycházet ze vzájemného srovnání lépe. Velikost, směr a volatilita revizí je hodnocena analogicky s uvedeným materiálem ECB.

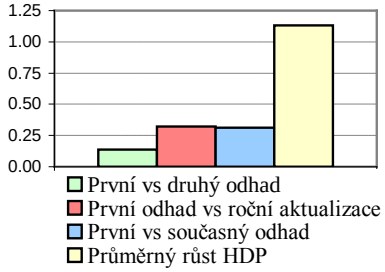
[9] Podobně jako v předchozím čtvrtletí k růstu HDP přispívá zejména spotřeba domácností a celková hrubá tvorba kapitálu, příspěvek čistého vývozu zůstává nízký.

Graf 1: Odhady mezičtvrtletního sezonně očištěného růstu HDP (%)



Velikost revizí je hodnocena prostřednictvím **průměrné absolutní revize**. V poměru k průměrnému mezičtvrtletnímu růstu HDP ve sledovaném období jsou všechny revize menší než ve většině sledovaných zemí eurozóny, což je možná právě důsledek větší propracovanosti českých odhadů. Eurozóna jako celek také vykazuje poměrně malé revize, což je způsobeno vzájemnou kompenzací revizí národních dat. (Dobré výsledky má eurozóna jako celek i v dalších sledovaných ukazatelích).

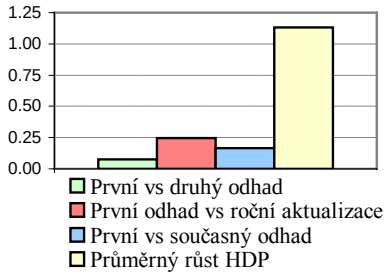
Graf 2: Průměrná absolutní revize



		První vs druhý odhad	První odhad vs roční aktualizace	První vs současný odhad
ČR	Průměrná absolutní revize	0.14	0.32	0.31
	Průměrná absolutní revize ku průměrnému růstu HDP	0.12	0.28	0.28
	Průměrný růst HDP	1.13		
eurozóna	Průměrná absolutní revize ku průměrnému růstu HDP	0.12	0.19	0.27
	Průměrný růst HDP	0.53		

Směr revizí je hodnocen prostřednictvím **průměrné revize**. V poměru k průměrnému mezičtvrtletnímu růstu HDP ve sledovaném období jsou tyto průměrné revize srovnatelné s revizemi ve sledovaných zemích eurozóny. Za povšimnutí stojí spíše fakt, že docházelo převážně k revizím směrem nahoru, stejně jako to bylo pozorováno u většiny zemí eurozóny. Studie ECB vysvětluje, že revize směrem nahoru byly typické při přechodu na metodiku ESA. To ale není náš případ. ESA je u nás používána od roku 2004. Při jejím zavedení proběhla revize směrem nahoru u dat z roku 2003, pro roky 2001 – 2002 došlo spíše k revizím směrem dolů. Analýza ECB se dále odvolává na studie naznačující možnost existence korelace mezi znaménkem revize a stavem hospodářského cyklu (revize směrem nahoru převažují při vzestupné fázi hospodářského cyklu). Vzhledem ke krátkosti časových řad to nyní nelze spolehlivě posoudit ani ve sledovaných zemích eurozóny ani u nás, výše uvedený graf 1 nicméně naznačuje, že sledované revize jsou v souladu s touto hypotézou.

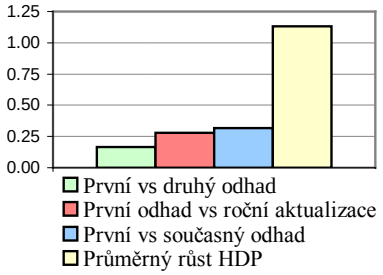
Graf 3: Průměrná revize



		První vs druhý odhad	První odhad vs roční aktualizace	První vs současný odhad
ČR	Průměrná revize	0.08	0.25	0.17
	Průměrná revize ku průměrnému růstu HDP	0.07	0.22	0.15
	Průměrný růst HDP	1.13		
eurozóna	Průměrná revize ku průměrnému růstu HDP	0.02	0.04	0.18
	Průměrný růst HDP	0.53		

Volatilita revizí je hodnocena prostřednictvím **standardní odchylky revizí**. Vzhledem k mezičtvrtletnímu růstu HDP je volatilita revizí růstu českého HDP malá, téměř nejmenší ze všech sledovaných zemí eurozóny.

Graf 4: Standardní odchylka revizí



		První vs druhý odhad	První odhad vs roční aktualizace	První vs současný odhad
ČR	Standardní odchylka revizí	0.17	0.28	0.32
	Standardní odchylka revizí ku průměrnému růstu HDP	0.15	0.25	0.28
	Průměrný růst HDP	1.13		
eurozóna	Standardní odchylka revizí ku průměrnému růstu HDP	0.17	0.23	0.32
	Průměrný růst HDP	0.53		

Závěrem lze shrnout, že údaje o mezičtvrtletním růstu HDP v České republice v letech 2001 – 2007 vykazovaly při revizích zhruba podobné změny, jako v zemích eurozóny. Jednalo se především o změny směrem nahoru. Vzhledem ke krátkosti časové řady ale nyní nelze spolehlivě posoudit možný vliv stavu hospodářského cyklu na směr revizí. Při delších časových řadách bude rovněž zajímavé analogicky se studií ECB posoudit, zda a jak se liší revize v jednotlivých čtvrtletích roku.

Spotřeba domácností se ve stálých cenách ve 4.Q zvýšila meziročně o 4,0 % (prognóza 4,1 %). Sezonně očištěná spotřeba domácností se ve 4.Q oproti předchozímu čtvrtletí zvýšila o 0,6 % (ve 3.Q o 0,4 %). Na růstu reálné spotřeby domácností se ve 4.Q podílel růst nominálních spotřebitelských výdajů o 8,7 % (prognóza 8,5 %) při zvýšení cenové hladiny měřené deflátorem spotřeby domácností o 4,6 % (prognóza 4,3 %). Údaje o národních účtech domácností nebyly doposud publikovány. Z informací o růstu mezd lze usuzovat, že hrubý disponibilní důchod se ve 4.Q mohl zvýšit o něco méně, než předpokládala prognóza (1. SZ 8,8 %). Za celý rok 2007 se reálná spotřeba domácností zvýšila o 5,7 % a meziroční dynamiky růstu se v průběhu celého roku postupně snižovala.

Spotřeba vlády se ve stálých cenách ve 4.Q meziročně zvýšila o 3,1 %, zatímco prognóza z 1. SZ očekávala významně pomalejší růst o 0,9 %. V běžných cenách se spotřeba vlády zvýšila o 6,4 %, tj. vyšším tempem než v prognóze (4,9 %). Jak již bylo výše zmíněno, neočekávaně vysoký růst spotřeby vlády zčásti souvisel s jednorázovými vlivy, jako zvýšené výdaje zdravotních pojišťoven a nadprůměrné opravy silniční sítě. Údaje vládní spotřeby za 1. až 3.Q byly naopak zpřesněny spíše k nižším hodnotám. Avšak souhrnné tempo růstu spotřeby vlády za celý rok 2007 bylo vyšší, než se v lednu očekávalo.

Hrubá tvorba kapitálu se ve 4.Q ve stálých cenách zvýšila o 7,1 % (prognóza 6,2 %). **Fixní investice** se ve 4.Q meziročně zvýšily o 8,0 % (prognóza 6,5 %), zatímco **zásoby** se zvýšily o 3,8 mld. Kč (prognóza 5,0 mld. Kč). V 1. – 3.Q byl růst fixních investic revidován spíše směrem dolů (v průměru o 0,1 p.b.), kdežto zásoby byly mírně zvýšeny (v průměru o 1,5 mld. Kč). Vysoký růst zásob v 1. až 3.Q může i přes nízký růst fixních investic signalizovat vyšší růst budoucích investic. Na přetrvávající vysoký růst investic ukazuje pokračující vysoká dynamika růstu dovozů pro investiční účely.

Reálný vývoz zboží a služeb se ve 4.Q meziročně zvýšil o 12,5 % (prognóza o 0,2 p.b. nižší), zatímco **dovoz** se ve stejném období zvýšil o 10,2 % (prognóza 11,0 %). Čistý vývoz byl ve srovnání s prognózou příznivější, ve 4.Q dosáhl -3,9 mld. Kč (prognóza -11,5 mld. Kč). Kladný čistý vývoz za 1. až 3.Q byl zpřesněn jen mírně, v průměru směrem k nižším hodnotám. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku se čistý vývoz ve 4.Q výrazně zlepšil (o 14,9 mld. Kč).

Finanční výsledky nefinančních podniků a korporací (s 50 a více zaměstnanci) za 4. čtvrtletí 2007 ukázaly mírné zpomalení meziročního růstu přidané hodnoty v běžných cenách (na 9,5 %).

Meziroční růst výkonů dosáhl 9 % a růst osobních nákladů zhruba kolem 10 %, což implikuje meziroční nárůst zisku včetně odpisů o 8,9 %. V bilanci aktiv a závazků (podniků s 250 a více zaměstnanci) ke konci roku 2007 se při nárůstu celkových aktiv a pasiv podniků o 6,9 % a vlastního kapitálu o 4,3 % poměrně výrazně (o 12,9 %) zvýšila hrubá zadluženost. Její úroveň však i nadále zůstává poměrně nízká. Uspokojivá zůstává rovněž krátkodobá likvidita podniků, přestože zde také došlo ke zhoršení. Naopak se zlepšily ukazatele obratu aktiv a finanční páky a lze odhadovat i meziroční růst rentability vlastního kapitálu. Porovnání celkových finančních aktiv a závazků ukazuje meziroční nárůst finanční stability uvedeného segmentu podniků.

Průmyslová produkce v lednu meziročně vzrostla o 9,3 %. Tržby z průmyslové činnosti ve stálých cenách se meziročně zvýšily o 8,5 %, tržby z přímého vývozu průmyslových podniků vzrostly reálně o 10,3 %. Hodnota nových zakázek meziročně vzrostla o 1,1 % (objem zakázek ze zahraničí poklesl o 4,1 %) a už druhý měsíc se drží na nízké úrovni (zakázky ze zahraničí zaznamenávají už druhý měsíc meziroční pokles), což indikuje snížení dynamiky růstu průmyslové produkce v následujících měsících. Nízkou dynamiku očekáváme i u **stavební produkce**, která v lednu meziročně vzrostla pouze o 1 % (především vlivem nezvykle vysoké srovnávací základny z ledna 2007). Počet nově vydaných stavebních povolení v lednu meziročně poklesl o 6,2 %. Orientační hodnota povolených staveb meziročně vzrostla v běžných cenách o 43,9 %, jednalo se však především o vliv nízké srovnávací základny. **Souhrnný indikátor důvěry** dosáhl v lednu a únoru hodnot 104 a 104,9 bodu, což je mírné zlepšení oproti konci roku 2007, způsobené zejména vlivem růstu důvěry spotřebitelů, zatímco důvěra podnikatelů spíše stagnuje. **Tržby v maloobchodě** (vč. motoristického segmentu) v lednu vzrostly reálně o 4,1 %, což znamená oproti předchozím měsícům další mírné zpomalení tempa jejich růstu a vykázané hodnoty jsou tak nejnižší za poslední cca 2 roky.

3 Vývoj platební bilance

Od minulé SZ byly zveřejněny definitivní údaje o platební bilanci za rok 2006, o platební bilanci za rok 2007 a o předběžné platební bilanci za leden 2008. Oproti dosavadním předběžným údajům za roky 2006 a 2007 došlo v některých dílčích bilancích k určitým změnám, které pozměnily pohled na celkovou bilanci za rok 2007.

V roce 2006 došlo ke i) zvýšení přebytku bilance služeb vlivem růstu přebytku bilance cestovního ruchu (nové údaje o platbách platebními kartami); ii) snížení deficitu běžných převodů vlivem zpřesněných informací o vratkách DPH; iii) zvýšení deficitu bilance výnosů především vlivem vyššího zisku nerezidentů z PZI a náhrad zahraničním zaměstnancům. Celkově se však tyto změny vzájemně téměř eliminovaly, celkový deficit běžného účtu vzrostl o necelých 0,5 mld. Kč. Na finančním účtu došlo k velmi mírnému snížení přebytku bilance přímých investic a zhoršení bilance úvěrů podnikatelského sektoru. Z pohledu platební bilance očištěné o operace bankovního sektoru se celkový pohled na rok 2006 v zásadě nemění.

Také **v roce 2007** došlo k poměrně významným úpravám platební bilance oproti předběžným údajům, ty se však vzájemně nekompenzovaly, neboť prakticky všechny vedly ke zvýšení celkového přebytku bilance bez operací bankovního sektoru. Poměrně výrazně (o 17,6 mld. Kč) se oproti předběžným údajům snížil deficit běžného účtu. Opět se ze stejných důvodů jako v roce 2006 zvýšil přebytek bilance služeb a snížil deficit běžných převodů. Navíc se velmi mírně snížil deficit bilance výnosů. Na finančním účtu vzrostl přebytek o 10,8 mld. Kč vlivem zvýšení kladného salda přímých investic a mírně též objemu úvěrů čerpaných podnikovým sektorem. Pohled na rok 2007 je tak vlivem nových informací poměrně výrazně modifikován oproti

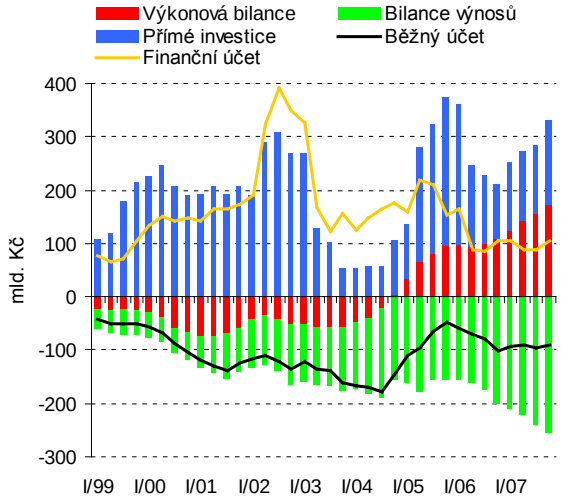
předběžným údajům, neboť všechny významnější změny (kromě úvěrových operací bankovního sektoru) přebytek bilance zvýšily, a to na více než dvojnásobek (cca 49 mld. Kč).

Deficit běžného účtu platební bilance za rok 2007 se vlivem těchto úprav snížil oproti roku 2006 téměř o 12 mld. Kč na 89 mld. Kč, což při rychlém růstu HDP znamená výrazný pokles podílu běžného účtu na HDP na cca 2,5 % (deficit běžného a kapitálového účtu klesl na 1,9 %). Po očištění o reinvestované zisky dosahuje přebytek běžného účtu 31 mld. Kč (přebytek BÚ + KÚ dokonce 50 mld. Kč). Příčinou meziročního zlepšení je růst přebytku výkonové bilance (zejména růst vývozu strojírenské produkce, pokles dovozu energetických surovin a růst příjmů z dopravy), který byl vyšší než růst deficitu bilance výnosů (zejména růst zisků nerezidentů z přímých investic a náhrad zahraničním zaměstnancům). Bilance běžných převodů se prakticky nezměnila. Na kapitálovém účtu vzrostl přebytek meziročně o 11,2 mld. Kč především vlivem zvýšení schopnosti českých subjektů čerpat prostředky z fondů EU a částečně též vlivem odpisu pohledávek, který formálně zatížil výdaje v roce 2006.

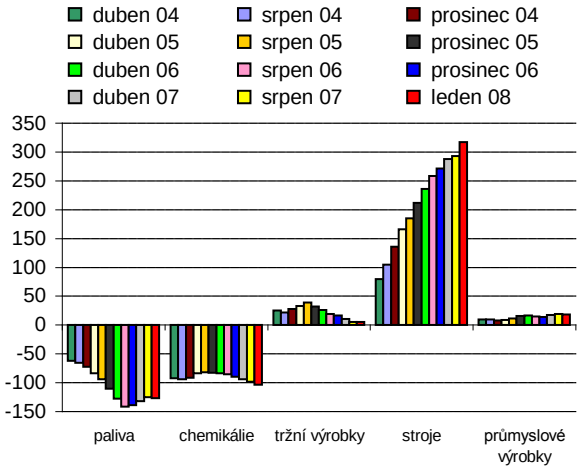
Na finančním účtu je patrný výrazný meziroční růst kladného salda přímých investic o 55,4 mld. Kč. I po očištění o korunové operace (kromě reinvestovaných zisků též korunové úvěry tuzemských firem zahraničním matkám) vzrostl čistý příliv PZI meziročně o 31,8 mld. Kč. Z oblasti přílivu kapitálu mimo oblast přímých investic stojí za zmínku ještě meziroční růst zájmu nerezidentů o tuzemské dluhopisy a obnovený zájem tuzemských firem o zahraniční úvěry. Na straně odlivu byly patrné rekordní nákupy zahraničních cenných papírů, zejména akcií, rezidenty (téměř 100 mld. Kč).

Nově zveřejněné údaje bilance běžných převodů snižují záporné saldo v letech 2006 a 2007 na třetinu oproti předběžným údajům. Výrazně lepší výsledky jsou v obou letech vykazovány též v oblasti cestovního ruchu, kde je celkové kladné saldo v obou letech přibližně o cca 9 mld. Kč vyšší.

Roční klouzavé úhrny komponent platební bilance (v mld. Kč)



Roční kouzavé úhrny salda obch. bilance podle SITC (vybrané skupiny, v mld. Kč)



Také další nově získané informace naznačují spíše růst přebytku platební bilance bez operací bankovního sektoru. Jedná se o letošní mírnou zimu, která pravděpodobně podobně jako v roce 2007 povede k úsporám spotřeby zemního plynu (dopad na obchodní bilanci v roce 2008 až +10 mld. Kč). Informace o nových investicích (vytvoření zajišťovny VIG, propojení plynovodů RWE, výstavba papírny Wanemi, výstavba továrny na výrobu léčiv Teva Pharmaceuticals Industries) v souhrnné hodnotě přes 10 mld. Kč povedou ke zvýšení přebytku bilance přímých

investic pravděpodobně v roce 2009. Ve směru poklesu přebytku platební bilance bez operací bankovního sektoru budou působit jen některé informace z oblasti bilance výnosů (náhrady nerezidentům, pokles dolarových úrokových sazeb).

Zveřejněné předběžné údaje o vývoji platební bilance za leden 2008 signalizují pokračování dosavadních trendů. Pokračuje meziroční zlepšování výkonové bilance zejména vlivem zvyšování vývozu strojírenské produkce. Deficit bilance minerálních paliv dále vrostl, avšak vzhledem k mírné zimě očekáváme, podobně jako v loňském roce, následný reexport části dovezeného plynu resp. pozdější snížení jeho dovozů. Přebytek bilance byl zmírňován zejména deficitem bilance výnosů, který však byl tvořen téměř z 80 % odhadovaným záporným saldem reinvestovaných zisků. Na kapitálovém účtu byl vykázán poměrně vysoký přebytek (cca ¼ loňské roční hodnoty), který však nutně nemusí znamenat vyšší než prognózovaný příliv zdrojů. Mimořádně vysoký byl i čistý příliv přímých investic 18,2 mld. Kč. Kromě již zmíněných reinvestovaných zisků se na tom podílelo zejména jednorázové zvýšení základního jmění jedné významné firmy. Čistý odliv portfoliových investic ve výši 5,9 mld. Kč byl nadále tvořen především zájmem rezidentů o zahraniční majetkové cenné papíry; u nerezidentů došlo k poklesu držby tuzemských akcií, který však byl prakticky plně nahrazen růstem držby tuzemských dluhopisů. Čistý odliv ostatních investic -6,9 mld. Kč byl způsoben téměř výhradně zvýšením krátkodobé úvěrové angažovanosti podnikatelského sektoru v zahraničí. Devizové rezervy ČNB vzrostly o 8,5 mld. Kč.

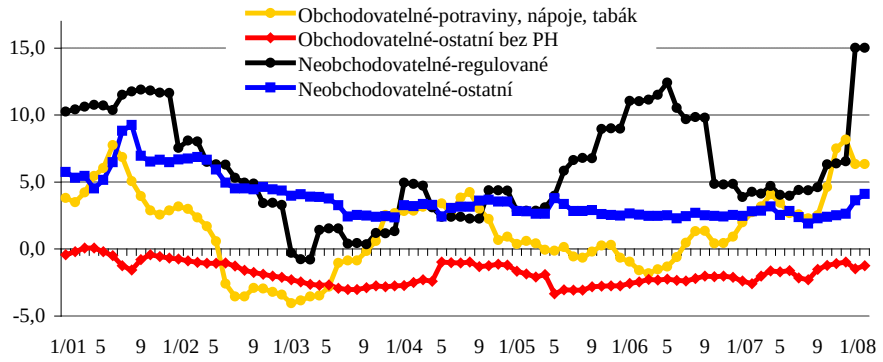
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

4.1 Spotřebitelské ceny

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %		*dopad odchylky u mzr.*
		predikce 1.SZ	skutečnost	predikce 1.SZ	skutečnost	*v p.b. do inflace*
Index spotřebitelských cen		**0,4**	**0,3**	**6,9**	**7,5**	***0,74***
Regulované ceny	**únor 2008**	0,6	0,5	13,1	14,9	*0,32*
Primární dopady změn daní v REGUL. cenách v p.b.		*0,00*	*0,00*	*0,39*	*0,39*	*0,00*
Primární dopady změn daní v NEREGUL. cenách v p.b.		*0,10*	*0,00*	*1,78*	*1,68*	*-0,10*
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		0,3	-0,3	5,4	5,9	*0,20*
Korigovaná inflace bez PH		**0,3**	**0,6**	**1,3**	**2,0**	***0,41***
Ceny pohonných hmot - čisté		0,3	-1,4	18,3	15,9	*-0,09*
Měnověpolitická inflace		**0,3**	**0,3**	**4,7**	**5,4**	***0,71***

Celková meziroční inflace byla v únoru oproti prognóze z 1. SZ o 0,6 p.b. vyšší. Odchylka byla způsobena především vyšší korigovanou inflací bez PH a vyšším růstem regulovaných cen. Rizika stávající prognózy inflace na nejbližší období jsou v souhrnu spíše proinflační. Ve srovnání s 1. SZ bude v roce 2008 pravděpodobně o něco vyšší růst regulovaných cen, růst cen pohonných hmot a korigovaná inflace bez PH.

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



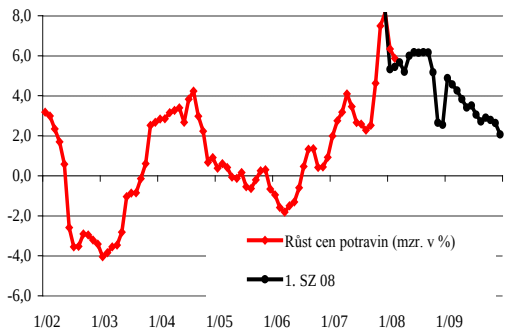
Rizika (změny) krátkodobé predikce oproti 1. SZ 2008 u jednotlivých částí inflace

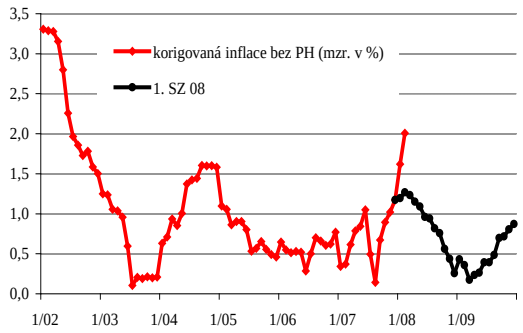
V lednu a únoru 2008 rostly **regulované ceny** o něco rychleji oproti předpokladům z 1. SZ, a to v důsledku vyššího dopadu zavedení poplatků ve zdravotnictví a vyššího růstu regulovaného nájemného. V případě regulovaného nájemného se ale zřejmě jedná pouze o jiné časové rozložení v průběhu roku 2008, a předpokládáme, že tato odchylka bude v průběhu letošního roku z velké části vykompenzována. Nyní očekáváme mzr. růst regulovaných cen ke konci roku 2008 ve výši 13,9 % (původně 13,0 %) a ke konci roku 2009 ve výši 5,1 % (původně v 1. SZ 4,7 %).

Predikci výše primárních **dopadů změn nepřímých daní** neměníme, avšak přehodnocujeme odhad okamžitých sekundárních dopadů souvisejících se zvýšením spotřebních daní u cigaret. Vše totiž nasvědčuje tomu, že výrobci cigaret prozatím nezdraží a to na úkor svých marží, tzn. že dojde k snížení cen cigaret bez daní. Proto nyní očekáváme v průběhu prvního pololetí záporné okamžité sekundární dopady (ceny cigaret se nezmění, ale jejich ceny očištěné o daně poklesnou). Zvýšení cen cigaret je očekáváno až ve druhém pololetí 2008, a proto do tohoto období nyní uvažujeme kladné sekundární dopady do inflace – ve výši +0,4 p.b., tj. o něco méně než by měl být teoretický dopad (+0,6 p.b.). V souhrnu by měla nová predikce dopadů změn daní posunout predikci inflace protiinflačním směrem.

Růst **cen pohonných hmot** byl v lednu a únoru nižší, než předpokládala 1. SZ. Na druhou stranu ale rostou rychleji ceny ropy i po zohlednění většího posilování kurzu koruny vůči dolaru. Z tohoto důvodu jsou rizika stávající krátkodobé predikce pohonných hmot mírně proinflační.

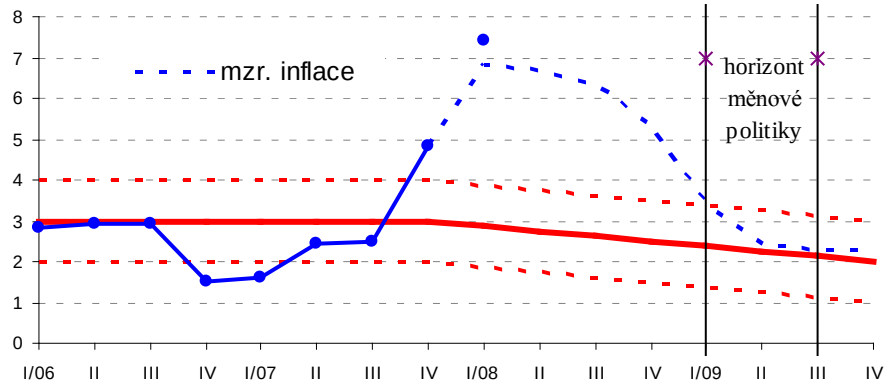
Růst cen potravin (bez vlivu daní) se po výrazných růstech cen v období říjen 2007 – leden 2008 celkově zklidnil a byl jen o něco vyšší než aktuální prognóza. Proinflační rizika plynoucí z rychlejšího aktuálního růstu cen zemědělských výrobců z důvodu aktuálního výrazného růstu cen termínovaných kontraktů (viz Box) by měla být částečně kompenzována protiinflačním posunem způsobeným poklesem „čistých“ cen cigaret (viz odstavec o dopadech změn daní).





Korigovaná inflace bez PH byla v lednu a únoru t.r. významně vyšší oproti prognóze z 1. SZ. V cenách se pravděpodobně v souvislosti s obvyklým lednovým přeceňováním odrazil již delší dobu kumulovaný růst nákladů (především růst cen energií, pronájmů a mezd) v podmínkách ekonomiky operující delší dobu nad svým potenciálem. Současně měl na růst cen v této skupině vliv vývoj specifických skupin jako je růst imputovaného nájemného (odvozuje se od fondu oprav v družstevních bytech) a cen v oblasti veřejného stravování (vliv růstu cen potravin). Ve srovnání s předpoklady 1. SZ se sice indikátory budoucí inflace vyvíjejí v souhrnu mírně protiinflačně (výrazně apreciovanější kurz, nižší růst dovozních cen), avšak to v nejbližším období nebude dostatečné na vykompenzování dosavadní odchylky skutečnosti od predikce.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)

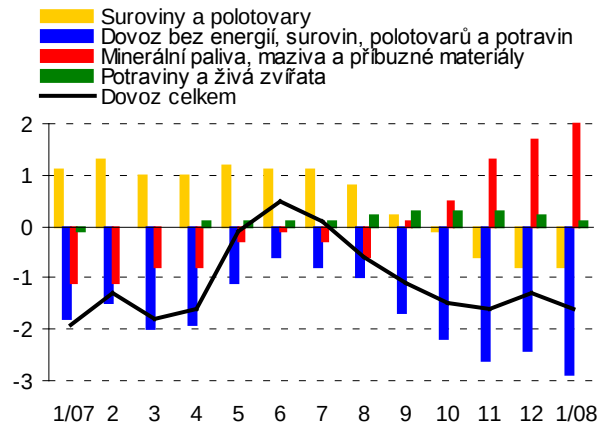


4.2 Ostatní cenové okruhy

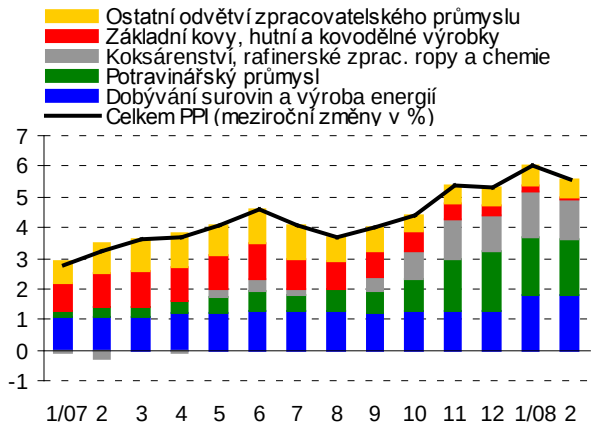
V meziročním srovnání se dovozní ceny v lednu snížily o 1,6 %. Predikce pro 1. čtvrtletí z 1. situační zprávy pokles dovozních cen očekávala, avšak mírnější (-0,4 %). Na této odchylce se podílely všechny hlavní skupiny dovozních cen vyjma energií. Z jednotlivých skupin zaznamenaly nejvýraznější pokles dlouhodobě klesající ceny strojů a dopravních prostředků (-5,7 %) a ceny průmyslového spotřebního zboží (-5,4 %). Výraznější zrychlení bylo možné naopak pozorovat pouze u cen energetických surovin (20,7 %) a to především ropy a ropných výrobků. Nadále rostly ceny dovážených neenergetických surovin a potravin, kde však oproti původním předpokladům růst dovozních cen zpomalil.

Ceny průmyslových výrobců se v únoru meziročně zvýšily o 5,6 % (v lednu o 6,0 %). Nejvýznamnější vliv měly zejména vyšší ceny potravin (10,9 %) a rafinérských ropných výrobků (28,4 %). Z významnějších skupin dále rostly ceny energií a nerostných surovin. Pokračující meziroční pokles cen bylo možné naopak pozorovat v odvětvích dopravních prostředků (-4,2 %) a pryžových a plastových výrobků (-2,2 %). Meziroční růst cen průmyslových výrobců byl v lednu i v únoru mírně nad prognózou. Ta předpokládala pro únor 2008 meziroční růst cen průmyslových výrobců okolo 4,7 % (skutečnost 5,6 %). Odchylka je způsobena zejména rychlejším růstem cen v odvětví rafinérského zpracování ropy.

Dovozní ceny (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Ceny zemědělských výrobců byly meziročně vyšší o 27,1 % (v lednu o 26,9 %). Ceny rostlinných výrobků vzrostly o 35,9 % zejména v důsledku vyšších cen obilovin (60 %), olejnin (50,3 %) a ovoce. Ceny živočišných výrobků byly vyšší o 16,6 %, a to vlivem přetrvávajícího

výrazného růstu cen vajec, mléka a drůbeže. Meziroční růst cen zemědělských výrobců v lednu a únoru 2008 byl vyšší oproti prognóze na 1. čtvrtletí (na celé první čtvrtletí v průměru 20,2 %), a to zejména kvůli dalšímu mírnému růstu hladiny cen produktů rostlinné výroby (prognóza očekávala zhruba jejich stagnaci) a stále přetrvávajícímu vysokému meziročnímu růstu cen živočišných produktů.

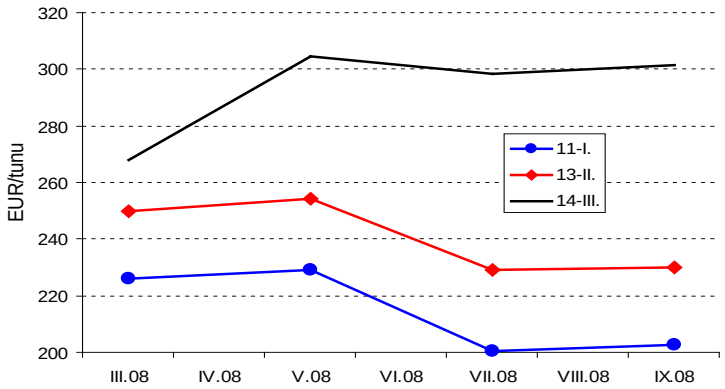
Box: Aktuální výhled vývoje zemědělských komodit rostlinné výroby

Ceny klíčových komodit rostlinné výroby (obiloviny, olejniny) v ČR i v ostatních zemích EU od počátku letošního roku navzdory původním předpokladům ze závěru roku 2007 o stagnaci cen neustále stoupají a každý měsíc dosahují nových historických maxim. Podle posledních údajů z Plodinové burzy Brno dosahují ceny potravinářské pšenice již hodnot přes 6080 Kč/t (počátkem roku 2007 to bylo pouze 3780 Kč/t), v případě řepky to bylo již téměř 10 700 Kč/t (počátkem roku 2007 to bylo cca 7050 Kč/t, vše promptní obchody). Tyto ceny jsou sice mírně pod cenovou hladinou v ostatních zemích v EU (například aktuální ceny promptních obchodů potravinářské přesnice se pohybují na jednotlivých národních burzách v rozmezí 250 až 278 EUR/t (cca 6250 – 6950 Kč/t měřeno aktuálním kurzem), avšak trendy vývoje pokračujícího cenového růstu i na počátku roku 2008 jsou téměř shodné. Rozdíly v cenách mezi ČR a většinou zemí EU27 lze připsat loňské sklizni, která byla v ČR na rozdíl od většiny ostatních evropských zemí relativně příznivá a nevyvolala tak potřebu importů (dopravní náklady na střední vzdálenosti, např. ČR – Hamburg, se pohybují okolo 500 Kč/t).

Výhled produkce cen obilovin (které jsou klíčovou komoditou jak pro výrobu potravin, tak významnou nákladovou položkou živočišné výroby) v EU na letošní i příští rok je oproti roku 2007 příznivější, v návaznosti na přijatá opatření EU (vyjmutí tzv. *set asside land* z klidového stavu) se v letech 2008 předpokládá pro EU 27 nárůst osevní plochy o 5 %, hektarových výnosů o 9 % a nárůst celkové produkce obilovin o 14 % (podle odhadů EU). Poněkud odlišný obrázek dává aktuální březnový výhled WASDE[10]. Ten sice předkládá pro letošní rok cca 14% růst produkce obilovin v USA, 30% růst produkce v Austrálii (avšak z nízké srovnávací základny, když loni došlo k cca 60% výpadku produkce), v EU 27 je však na rozdíl od výše uvedených odhadů předpokládán další cca 6% pokles produkce. Celkový růst světové produkce obilovin se předpokládá ve výši 4,6 %. Avšak s ohledem na setrvalý růst světové poptávky se očekává další pokles světových zásob (o 6,6 %). Pokles zásob obilovin se má týkat zejména USA, kde se v důsledku omezení exportních restrikcí a růstu světové poptávky předpokládá pokles zásob cca o 8 % (!).

Výhled cen obilovin je od počátku letošního roku ve znamení neustálého nárůstu očekávaných cen, což bylo markantní v první polovině března, kdy došlo k výraznému posunu cen termínovaných kontraktů směrem nahoru a de facto ke změně očekávání z poklesu cen po sklizni v letošním roce na další růst a posléze stagnaci cen na výrazně vyšší úrovni oproti aktuálnímu stavu. Kromě očekávaného výrazného poklesu zásob ve světě (přes celosvětově vcelku příznivé výhledy sklizně v letošním roce) se na tom podílí i zvýšený zájem investorů o agrární komodity.

Potravinářská pšenice, termínové obchody, Chicago Board of Trade



Zdroj: www.agris.cz

[10] World Agricultural Supply and Demand Estimates. U.S. Department of Agriculture

5 Peníze a úvěry

Peníze

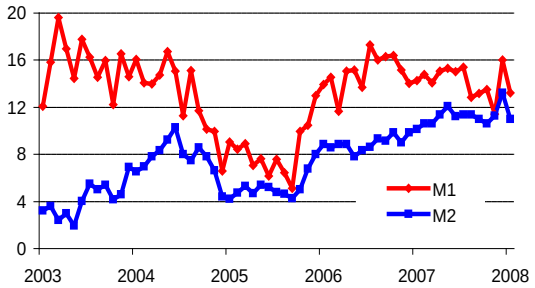
Meziroční růst **peněžního agregátu M2** po prosincovém zvýšení následně v lednu 2008 zpomalil o 2,2 p.b. na 11 %. V uvedeném vývoji se projevilo zejména snížení dynamiky úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem a pokles čistého úvěru vládě. Ve struktuře peněžní zásoby se v lednu oproti předchozímu měsíci snížila dynamika peněžního agregátu M1 i kvazi-peněz. Růst M1 byl ovlivňován dvěma faktory. Na jedné straně ho tlumily rostoucí náklady příležitosti v souvislosti s postupným zvyšováním měnověpolitických úrokových sazeb od října 2005. Na druhé straně růst M1 podporovala vyšší poptávka v důsledku transakcí při stále silném ekonomickém růstu v posledních čtvrtletích. Růst kvazi-peněz v lednu zpomalil, v delším období se však zvyšoval zejména v důsledku rostoucích nákladů příležitosti držby likvidních peněz.[11] Z hlediska sektorů držby peněz se na růstu M2 nadále podílejí zejména vklady domácností, i když jejich příspěvek se od závěru loňského roku snížil na 5,7 p.b.[12] Na lednovém nižším růstu M2 se především podílely vklady nefinančních podniků a finančních neměnových institucí.

Aktuální růst peněžní zásoby zatím naznačuje jeho menší zpomalení oproti prognóze, která předpokládá v průměru v 1.Q 2008 pokles růstu M2 na 9,8 %. Peněžní zásoba rostla v dosavadním průběhu 1.Q nadále rychleji než odhadovaná rovnovážná poptávka po penězích. Referenční tempo růstu M2 činí podle prognózy z 1. SZ pro 1.Q 8,6 % a oproti předchozímu období se vlivem postupného snižování inflačního cíle mírně zpomalilo. **Indikátory přiměřenosti růstu peněz** (peněžní převis, nominální a reálná peněžní mezera) nadále indikují možné inflační tlaky ve střednědobém horizontu. Ve 4.Q 2007 se podle aktuálních údajů dále proinflačně vyvíjel peněžní převis a nominální peněžní mezera, zatímco reálná peněžní mezera se posunula protiinflačním směrem.

Struktura peněžních agregátů (průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, mzr. změny v %)

	II/07	III/07	IV/07	12/07	1/08	Podíly na M2 v % 1/08
M1	15,1	13,8	13,6	16,0	13,2	58,5
Oběživo	12,6	11,3	10,3	9,8	10,0	13,2
Jednodenní vklady	15,9	14,6	14,7	18,0	14,2	45,3
M2-M1 (kvazi-peníze)	7,2	7,9	9,1	9,6	8,0	41,5
Vklady s dohod. splatností	4,7	5,2	5,1	5,2	2,5	27,8
Vklady s výpovědní lhůtou	18,4	16,2	18,7	18,8	19,7	13,1
Repo operace	-49,7	-11,2	27,8	71,8	64,9	0,6
M2	11,6	11,2	11,7	13,2	11,0	100,0

Peněžní agregáty M1 a M2 (měsíční údaje, mzr. změny v %)



Úvěry

Meziroční růst úvěrů poskytnutých měnovými finančními institucemi v lednu 2008 oproti předchozímu měsíci zpomalil o 0,6 p.b. na 26 %. Ve vývoji úvěrů se projevovalo zvyšování úrokových sazeb a posilování kurzu CZK/EUR. V celém roce 2007 vzrostl poměr úvěrů k HDP o 6 p.b. na cca 46 %, a docházelo tak k přibližování úrovně zadluženosti v ČR vyspělým zemím. Poměr úvěrů k HDP je však v ČR stále výrazně nižší než v eurozóně, kde dosahuje zhruba 120 %.

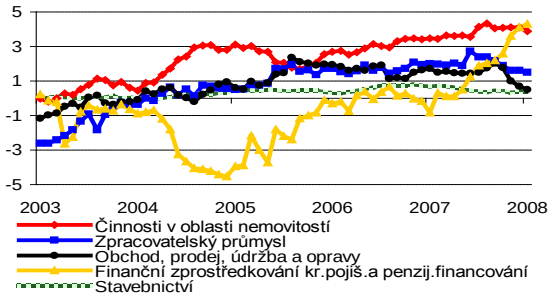
[11] Spread mezi úrokovou sazbou z nových vkladů s dohodnutou splatností do 1 roku a sazbou z jednodenních vkladů dosahoval v posledních měsících nejvyšší hodnoty za poslední čtyři roky (cca 2 p.b.).

[12] To by mohlo indikovat nižší míru úspor z titulu vyhlazování spotřeby při zpomalení dynamiky reálného hrubého disponibilního důchodu.

Struktura úvěrů (průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, mzr. změny v %)

	II/07	III/07	IV/07	12/07	1/08	Podíly na celkových úvěrech v % 1/08
Nefinanční podniky	19,0	20,4	18,1	17,3	16,9	45,9
Úvěry do 1 roku	11,0	17,7	22,7	26,0	26,4	18,3
Úvěry od 1 roku do 5 let	20,9	17,8	8,2	5,4	2,8	9,8
Úvěry nad 5 let	26,6	25,0	19,8	16,3	16,7	17,7
Domácnosti	31,4	31,8	33,3	34,3	34,1	44,9
Spotřebitelské úvěry	26,3	27,7	27,0	26,0	27,2	8,6
Úvěry na bydlení	33,6	34,0	35,6	37,5	37,4	31,8
Ostatní	27,3	25,8	30,5	29,4	25,7	4,5
Finanční neměn. instituce	-5,0	5,2	16,3	43,2	39,0	9,2
Úvěry celkem	21,3	23,5	25,3	26,6	26,0	100,0

Vybraná odvětví podílející se na růstu celkových úvěrů (příspěvky, v p.b.)



V lednu zpomalil meziroční růst **úvěrů nefinančním podnikům** o 0,4 p.b. na 16,9 %.[13] Méně rostly střednědobé úvěry, zatímco růst krátkodobých a dlouhodobých úvěrů se zvýšil.[14] Z hlediska odvětvové struktury se na zpomalení podílely zejména úvěry zpracovatelskému průmyslu, obchodu, stavebnictví a úvěry na financování nemovitostí (developerským firmám). Příspěvek úvěrů poskytnutých do finančního zprostředkování v lednu i vlivem nízké výchozí základny naopak dále rostl. Výrazně méně oproti domácím úvěrům nadále meziročně rostly úvěry čerpané podniky v zahraničí (ve 3.Q 2007 o 0,9 % finanční půjčky a o 3 % finanční půjčky vč. obchodních a ostatních úvěrů). Ve struktuře domácích úvěrů nefinančním podnikům převládaly korunové úvěry oproti úvěrům v cizí měně. I přes apreciaci kurzu koruny se poptávka podniků po úvěrech v cizí měně po mírném zvýšení v průběhu roku 2007 v posledních čtyřech letech pohybuje blízko 20% hranice (podíl úvěrů v cizí měně na celkových úvěrech).[15]

Meziroční růst **úvěrů domácnostem** v lednu 2008 rovněž zpomalil o 0,2 p.b. na 34,1 %. Na uvedeném vývoji se podílely úvěry na bydlení a ostatní úvěry spojené zejména s úvěry živnostníkům. Méně rostly hypoteční úvěry, naopak dynamika úvěrů ze stavebního spoření dále zrychlila. Předpokládá se, že v následujícím období by poptávka domácností po úvěrech na bydlení mohla oslabovat, což dokládá i zpomalení růstu nově zahájených a rozestavěných bytů ve 4.Q 2007. Úvěrovým zatížením jednotlivých příjmových skupin domácností se zabývá box Zatížení domácností úvěry a problémy s jejich splácením.

Průměrná úroková sazba z nových úvěrů po prosincovém zvýšení následně v lednu 2008 poklesla o 0,1 p.b. na 6,8 %. Ve srovnání s lednovou prognózou byla v dosavadním průběhu 1.Q 2008 na nižší úrovni, neboť prognóza předpokládá v průměru v 1.Q naopak její nárůst o 0,3 p.b. na 7 %. Průměrná úroková sazba z nových úvěrů se v celém roce 2007 zvýšila o 1 p.b. Spread mezi průměrnou úrokovou sazbou z nových úvěrů a 1R PRIBORem po snížení v loňském roce následně v lednu stagnoval a nadále nenaznačoval, že by banky v důsledku americké hypoteční krize začaly nabídku úvěrů výrazně omezovat. Tento spread dosáhl v lednu 2008 2,7 p.b a podle prognózy z 1. SZ by měl na obdobné úrovni přetrvávat i v celém 1.Q 2008. Spready u samotných sazeb z úvěrů na bydlení se v lednu zvýšily. Úroková sazba z nových úvěrů domácnostem v lednu 2008 vzrostla o dalších 1,1 p.b. na 12,9 %. Přispívaly k tomu

[13] Z hlediska vlastnické struktury se na růstu úvěrů významně podílely úvěry domácím podnikům, i když se jejich příspěvek ve 4.Q 2007 a v lednu 2008 snížil. Příspěvek úvěrů podnikům pod zahraniční kontrolou stagnuje již druhý rok. Meziroční dynamika úvěrů činila v lednu u obou typů podniků cca 17 %.

[14] Pokles růstu střednědobých úvěrů a zvýšení dynamiky krátkodobých úvěrů od listopadu 2007 souviselo se spojením Živnostenské banky a HVB Bank, kdy část střednědobých úvěrů byla nově vykázána jako úvěry krátkodobé.

[15] Ve struktuře celkového financování větších podniků s 250 a více zaměstnanci se v roce 2007 zvýšil podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu z 82 % na 87 % (u domácích podniků vzrostl na 79 % a u podniků pod zahraniční kontrolou se naopak snížil na 95 % a naznačoval, že i když tyto podniky obecně využívají více cizí zdroje, v roce 2007 preferovaly zejména vlastní kapitál).

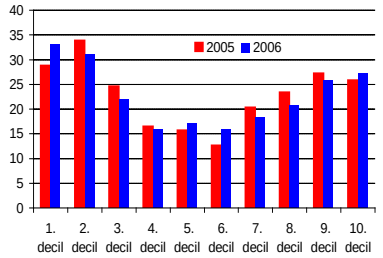
nejvíce kontokorentní úvěry (sazba z těchto úvěrů činila 17 %) a v menší míře spotřebitelské úvěry (jejich sazba se zvýšila o 0,4 p.b. na 13,3 %) při růstu podílu obou kategorií na celkových nových úvěrech. Opět se potvrdilo, že vývoj sazeb ze spotřebitelských úvěrů je volatilní a ne vždy plně v souladu s vývojem sazeb finančního trhu. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení v lednu vzrostla o 0,1 p.b. na 5,4 %. V únoru lze však očekávat její možné snížení (již avizované na počátku února Českou spořitelnou). Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům po prosincovém zvýšení v lednu 2008 poklesla o 0,1 p.b. na 5,2 %. Vývoj sazby byl zhruba v souladu s vývojem úrokové sazby 1R PRIBOR.[16]

Box: Zatížení domácností úvěry a problémy s jejich splácením

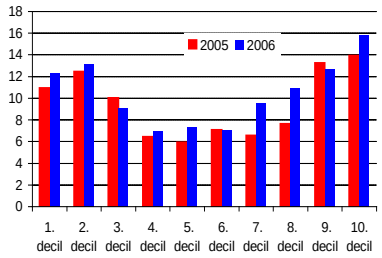
Zadluženost domácností se v posledních letech dále zvyšovala a aktuálně dosahuje hodnot přes 40 % hrubého disponibilního důchodu. Na agregované úrovni zatím nebyly i přes zvýšení úrokových sazeb zaznamenány výraznější signály finančních problémů domácností. Údaje za domácnosti celkem však mohou zakrývat případné finanční problémy některých příjmových skupin. Proto byla provedena analýza zatížení domácností úvěry a problémů s jejich splácením s využitím výběrového šetření ČSÚ „Příjmy a životní podmínky domácností za rok 2006“.

Z výběrového šetření vyplývá, že procento domácností, které využívaly spotřebitelské úvěry, přetrvávalo na 23 %, a podíl domácností s úvěry na bydlení se zvýšil na 11 %. Úvěry čerpalo obdobné procento domácností v nízkopříjmových i vysokopříjmových skupinách, zatímco ve středněpříjmových skupinách to bylo podstatně méně (viz Grafy 1 a 2). Domácnosti s nižšími příjmy (zejména v prvních dvou nejnižších příjmových skupinách) nadále mírně upřednostňovaly úvěry na spotřebu oproti domácnostem s vyššími příjmy, které naopak poptávaly především úvěry na bydlení. Vyšší příjmové skupiny ale čerpaly i spotřebitelské úvěry, což patrně z části souvisí s vybavováním nových nemovitostí. Nižší využívání úvěrů u středněpříjmových domácností lze vysvětlit především skutečností, že jejich spotřební výdaje jsou více pokrývány z běžných příjmů (nečerpají z toho důvodu příliš spotřebitelské úvěry) a na využívání úvěrů na bydlení působí do určité míry jejich důchodové omezení. Jelikož úvěry na bydlení představují z hlediska objemu dvě třetiny celkových úvěrů a vzhledem k čerpání vyšších objemů v obou kategoriích úvěrů ze strany vysokopříjmových domácností, jsou tyto domácnosti zatíženy větším objemem úvěrů než nízkopříjmové a středněpříjmové domácnosti.

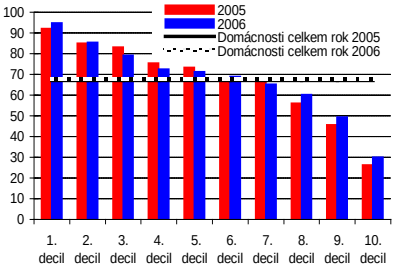
Graf 1
Podíly domácností se spotřebitelskými úvěry (v %)



Graf 2
Podíly domácností s úvěry na bydlení (v %)



Graf 3
Domácnosti vycházely s příjmy - s obtížemi (podíly domácností na celku v %)



Z výběrového šetření dále vyplývá, že 68 % domácností vycházelo dle vlastního hodnocení s příjmy s obtížemi, což bylo ve srovnání s předchozím obdobím nepatrně více (viz Graf 3). Ve třech nejnižších příjmových skupinách to bylo 80 až 90 %, zatímco v nejvyšší příjmové skupině pouze 30 %. To potvrzuje hypotézu, že nízkopříjmové domácnosti využívaly spotřebitelské úvěry k financování spotřeby z důvodu důchodového omezení, které je v jejich případě větší než u vysokopříjmových domácností. Dluhové zatížení vyjádřené poměrem splátek jistin a úrokových nákladů k čistému peněžnímu příjmu dosahovalo v roce 2006 cca 4 %. Vzhledem k výše uvedenému je však jeho úroveň zatím přibližně stejná u všech příjmových skupin domácností.

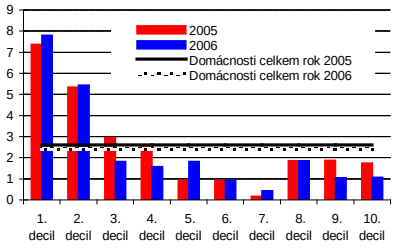
[16] Zvyšování sazby z úvěrů podnikům se zatím významně neprojevilo do účetní přidané hodnoty. Ta u podniků s 50 a více zaměstnanci meziročně v celém roce 2007 vzrostla o 11,3 %, i když rozdílně u jednotlivých typů podniků (o 3,8 % u domácích podniků a o 19,7 % u podniků pod zahraniční kontrolou).

Problémy se splácením úvěrů uvedla necelá 3 % domácností. Tyto problémy souvisely zejména se spotřebitelskými úvěry, které byly pro 6 % domácností velkou a pro 15 % určitou zátěží (viz Grafy 4 a 5). Oproti předchozímu období vzrostl zejména počet domácností, pro které byly splátky spotřebitelských úvěrů určitou zátěží. Velkou zátěží byly pro domácnosti s nižšími příjmy (uvedlo to 15,8 % a 11,8 % ve dvou nejnižších příjmových skupinách, i když určitou zátěží byly nadále pro všechny příjmové skupiny, viz Graf 6). Z hlediska věkové struktury domácností měly největší problémy s úhradou splátek spotřebitelských úvěrů a úvěrů na bydlení domácnosti s osobou v čele ve věku od 30 do 39 let (viz Grafy 7 a 8). Změny v rozdělení spotřebních výdajů a čistých peněžních příjmů mezi jednotlivými příjmovými skupinami domácností naznačuje Lorenzova křivka (viz Graf 9). Její tvar zůstal ve sledovaném období téměř shodný jako v roce 2005. Mírně nižší diferenciace přetrvávala u spotřeby ve srovnání s čistými peněžními příjmy.

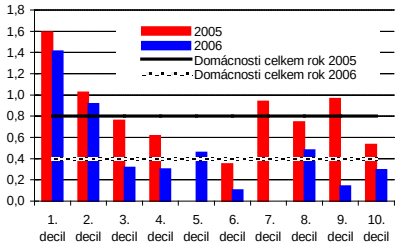
Čisté peněžní příjmy jsou naproti tomu více zatíženy náklady na bydlení (16,5 %). U nejnižší příjmové skupiny tyto náklady dosahují cca 30 %, zatímco u nejvyšší příjmové skupiny je to pouze 10 %. Do finančních potíží se dostalo za posledních dvanáct měsíců 5 % domácností při úhradě tepla, elektřiny, plynu a vody a 3,6 % při úhradě nájemného. Největší potíže s úhradou nákladů za bydlení obdobně jako se splácením úvěrů měly nízkopříjmové domácnosti (20 % u tepla, elektřiny, plynu a vody, resp. 17 % u nájemného u nejnižší příjmové skupiny). Z výběrového šetření dále vyplývá, že zaplatit neočekávaný výdaj ve výši 6 tis. Kč by si nemohlo dovolit 41,3 % domácností, což je sice oproti předchozímu období méně o 2,8 p.b., ale ve dvou nejnižších příjmových skupinách se jedná až o 60 – 78 % domácností. Tyto domácnosti jsou navíc závislé na dávkách sociální podpory. Ty činily u nejnižších dvou příjmových skupin 18 %, resp. 7 % čistých peněžních příjmů, a v hodnoceném období meziročně poklesly.

Z výběrového šetření celkově vyplývá, že podíl domácností, které čerpaly úvěry, se v roce 2006 zvýšil. Problémy se splácením úvěrů uvedlo relativně malé procento domácností, ve dvou nejnižších příjmových skupinách to však bylo nad průměrem za domácnosti celkem. Jejich podíl na celkových příjmech a celkové spotřebě byl nadále nízký, případné snížení spotřeby u těchto domácností by tak mělo spíše okrajový dopad do celkové spotřeby. Přestože analýza nepřinesla zásadní změny ve vývoji jednotlivých indikátorů, rostoucí zadluženost domácností vyžaduje jejich systematické sledování a vyhodnocování.

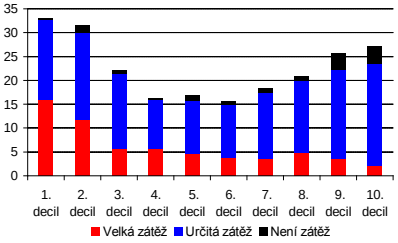
Graf 4
Problémy se splátkou spotřebitelských úvěrů (za poslední rok, podíly na celku v %)



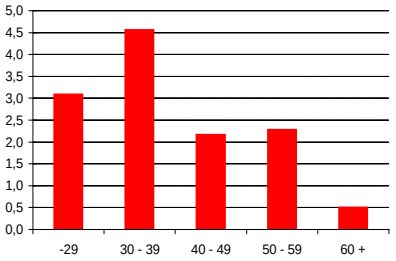
Graf 5
Problémy se splátkou úvěrů na bydlení (za poslední rok, podíly na celku v %)



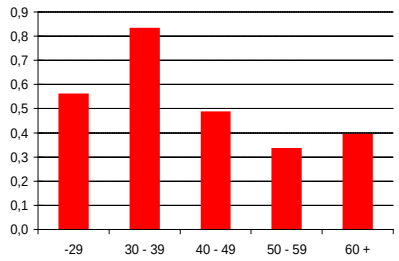
Graf 6
Zatížení spotřebitelskými úvěry (domácnosti, které úvěry čerpaly, podíly na celku v %)



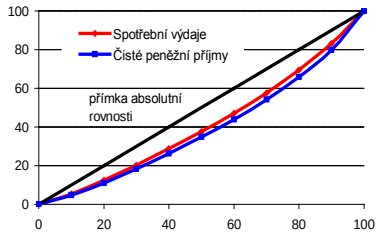
Graf 7
Problémy se splátkou spotřebitelských úvěrů podle věku osoby v čele domácnosti (za poslední rok, podíly na celku v %)



Graf 8
Problémy se splátkou úvěrů na bydlení podle věku osoby v čele domácnosti (za poslední rok, podíly na celku v %)



Graf 9
Lorenzova křivka (osa x je procentní kumulace domácností a osa y je procentní kumulace příjmů a spotřeby)



Pramen: Výběrové šetření "Příjmy, vydání a spotřeba domácností statistiky rodinných účtů za rok 2006", ČSÚ.

V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

1 Domácí úrokové sazby

Úrokové sazby na počátku roku mírně klesaly v souvislosti s rychle posilující korunou a částečným zklidněním na zahraničních trzích. Po zvýšení základních sazeb ČNB o 0,25 p.b. (s platností od 8. 2. 2007) se tento pohyb zastavil. Zveřejněná trajektorie úrokových sazeb po zasedání BR sice způsobila okamžitý pokles sazeb PRIBOR s delší splatností, ten však byl následně vymazán údaji o nečekaně vysoké lednové inflaci. Nová data totiž podle účastníků trhu snížila pravděpodobnost poklesu základních sazeb ČNB ještě v letošním roce. Od začátku března pozvolna rostou delší sazby PRIBOR a sazby FRA (zatím v celkovém rozsahu 0,1 p.b.). Na trhu se totiž začaly objevovat spekulace, že ČNB ještě jednou zvýší své základní sazby. Sazby se splatností nad 1R jsou v posledních týdnech poměrně volatilní. Na zahraniční finanční trhy totiž dorazila další vlna nárůstu averze k riziku, likvidních problémů a obav z dopadů finanční krize do reálné ekonomiky.

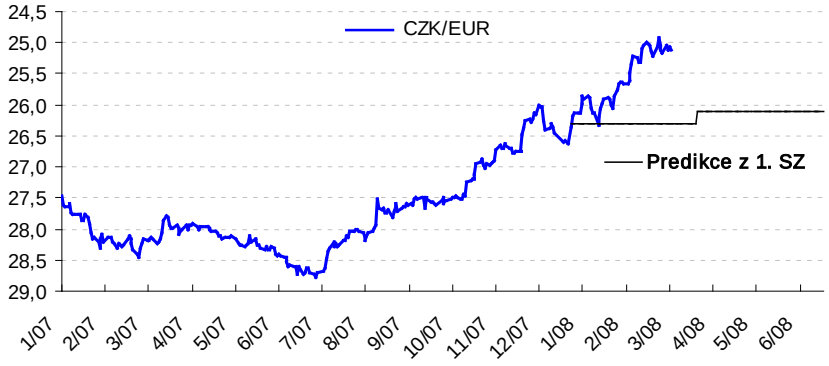
Výnosová křivka peněžního trhu má pozitivní sklon. Průměrný spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR za dosavadní průběh 1.Q 2008 (do 19.3.) činil +0,2 p.b., což zhruba odpovídá aktuální prognóze. Obě sazby se v dosavadním průběhu 1.Q 2008 pohybovaly mírně pod úrovní předpokládanou základním scénářem prognózy.

Klientské úrokové sazby v posledních několika měsících jen velmi pozvolna rostly. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů v lednu činila 6,8 %, sazba z termínovaných vkladů 2,6 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují -0,6 %, z pohledu ex ante 3,0 %.

2 Devizový kurz

V průběhu února kurz CZK/EUR výrazně posiloval, přičemž posílení v průběhu měsíce dosáhlo 4 %. Při průměrné hodnotě kurzu 25,38 CZK/EUR koruna meziročně posílila o 10,1 %. Koruna je v současnosti nejrychleji posilující volně směnitelnou měnou na světě. Rozsah meziročního posílení v únoru přesáhl vůči některým měnám 20 % (např. americký dolar, britská libra, korejský won). V dosavadním průběhu 1. čtvrtletí 2008 činila průměrná hodnota kurzu 25,6 CZK/EUR (prognóza 26,3 CZK/EUR), což představuje posílení oproti prognóze z 1. SZ o cca 3 %. V první polovině března se kurz koruny vůči euru pohyboval kolem úrovně 25,0 CZK/EUR. Po oznámení přípravy opatření ČNB a MF vedoucích k eliminaci dopadů zahraničního financování fiskálních potřeb na kurzový vývoj (prodej majetku státu nerezidentům, emise zahraničních obligací, využití fondů EU) koruna oslabila o cca 40 hal.

Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/EUR



Příčinou mimořádně prudkého posilování kurzu koruny v posledních měsících je především zájem zahraničního krátkodobého kapitálu o nákup korunových aktiv. Důvody pro tento zájem jsou zahraniční i domácí. Mezi zahraniční patří především nepříznivý ekonomický vývoj v některých rozvinutých zemích – zejména v USA – doprovázený prudkým oslabováním dolaru, prakticky celosvětový pokles cen akcií odrážející problémy vybraných sektorů (bankovnictví, pojišťovnictví a nemovitostí) a očekávané zpomalení světového hospodářského růstu. To vede k velkým pohybům finančního kapitálu do potenciálně výnosných aktiv (energetických surovin, obilnin, drahých kovů, akcií vybraných oborů a některých regionálních měn). Mezi domácí faktory, které přispívají k posilování koruny, patří především postupné snižování záporného úrokového diferenciálu vůči euru z 1 p.b. na 0,25 p.b (u dolaru přechod ze záporného do kladného). Ke změně diferenciálu přitom dochází za situace, kdy česká ekonomika má nadále v mezinárodním měřítku vysoký hospodářský růst doprovázený vnější rovnováhou, nízkým zahraničním zadlužením, vysokými devizovými rezervami a rostoucí vnější konkurenceschopností ekonomiky (růst přebytku výkonové bilance). To, že skutečně velkou roli hraje i zúžení úrokového diferenciálu, dokládá i prudké posílení koruny vůči jenu (únor meziročně o 10,3 %) a švýcarskému franku (9,4 %), jejichž vývoj byl ještě v první polovině loňského roku obdobný jako u české koruny. Tyto země však nebyly, vlivem domácího cenového vývoje, nuceny sazby upravit jako ČR. Oslabení kurzu koruny 17. března v průběhu několika hodin o cca 1,5 % jen potvrzuje přítomnost velkého množství krátkodobého kapitálu v ČR příp. i možnost existujících spekulací na kurzové zajišťování příjmů z evropských fondů.

3 Měnové podmínky

Hodnocení dosavadního vývoje

Následující tabulka obsahuje srovnání základního scénáře prognózy v oblasti veličin určujících nominální měnové podmínky s jejich skutečným vývojem v dosavadním průběhu 1.Q 2008. Kurz koruny je v průměru oproti prognóze výrazně silnější. Tuzemské sazby PRIBOR se pohybují mírně pod prognózou, zahraniční úroková sazba 1R Euribor se naopak pohybuje na mírně vyšší úrovni.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	1.Q 2008 – základní scénář	1.Q 2008 – skutečnost	19.3. – skutečnost
3M PRIBOR**	4.2	4.0*	4.1
1R PRIBOR	4.3	4.2*	4.3
Nově poskytnuté úvěry	7.0	6.8***	
1R Euribor	4.3	4.4*	4.7
Kurz – CZK/EUR	26.30	25.58*	25.46

* průměr za čtvrtletí do 19.3.2008
** 3M PRIBOR není součástí měnových podmínek, v tabulce je uveden pouze pro srovnání
*** údaj za leden

V tabulce jsou uvedeny nominální veličiny. Pro výpočet reálných veličin jsou vzaty v úvahu nově publikované informace o domácím a zahraničním cenovém vývoji i s jejich následnými dopady do výpočtu inflačních očekávání. Vývoj rovnovážných veličin je předpokládán na úrovni prognózy z 1. SZ.

Za těchto předpokladů je úroková složka reálných měnových podmínek mírně uvolněná, kurzová složka působí výrazně přísně. Celkové reálné měnové podmínky jsou v dosavadním průběhu 1.Q 2008 přísné. Vůči prognóze z 1. SZ jde celková odchylka skutečných reálných měnových podmínek v dosavadním průběhu 1.Q 2008 ve směru přísnějšího působení v rozsahu 0,5 p.b.

Implikace pro měnovou politiku

V této části je komentována pozice bodu „Domácí nominální měnové podmínky“, který v Grafu rizik inflační prognózy ohodnocuje celkový dopad domácích nominálních měnových podmínek pro budoucí měnovou politiku. Tuzemské úrokové sazby se pohybují na mírně nižší úrovni v porovnání s předpoklady prognózy, nominální měnový kurz koruny vůči euru je v průměru za 1.Q 2008 podstatně silnější než prognóza. Celkově příslušný bod v GRIPu implikuje nižší úroveň nominálních úrokových sazeb a inflace. Aktuální hodnota kurzu, která je ještě o něco silnější než dosavadní průměr za 1.Q 2008, dále prohlubuje riziko nižších úrokových sazeb a inflace.

Příloha – Agresivita centrálních bank

Luboš Komárek, Filip Rozsypal*

1. Úvod

Tématem přílohy je vymezení a vyhodnocení agresivity centrálních bank (CB). Text přináší stručný přehled nejdůležitější literatury k předmětnému tématu. Vymezuje teoretické důvody, proč je třeba pro stabilizaci inflace zaručit jistou minimální míru agresivity, a současně sumarizuje důvody, proč naopak přespříliš agresivní politika nemusí být pro CB optimální. Na praktickém příkladu je srovnáno chování FEDu a ECB, které demonstruje problematičnost srovnávání agresivity mezi jednotlivými centrálními bankami. Diskutovány jsou rovněž zkušenosti ČNB.

Text je strukturován následovně. Druhá kapitola se zaměřuje na vymezení samotného pojmu agresivity a způsobů jejího zjišťování. Třetí kapitola diskutuje optimální míru agresivity CB. Čtvrtá kapitola přináší srovnání ECB a FEDu, pátá kapitola se věnuje vývoji reakční funkce a zkušenostem ČNB. Závěrečná pasáž shrnuje získané poznatky a formuluje doporučení.

2. Vymezení agresivity

Existují dva způsoby jak nahlížet na agresivitu CB, a to prvotní pomocné vymezení pomocí popisných statistik (průměr, medián, rozptyl) měnověpolitických sazeb a pokročilé vymezení pomocí odhadu a srovnání reakčních funkcí CB (čím je větší hodnota parametrů v reakční funkci, tím silněji centrální banka reaguje na vychýlení dané veličiny). Nicméně, ekonomiky jsou rozdílně citlivé na vlivy vnějších šoků, a proto přirozeně mohou být za „optimální" považovány rozdílně intenzivní reakce CB.

2.1 Prvotní vymezení agresivity – volatilita měnověpolitických sazeb CB

Pojem agresivity CB není triviálně vymezitelný. Prvotním způsobem, jak na agresivitu nahlížet, je „pouhé" sledování volatility nastavení úrokových sazeb CB, jakožto hlavního měnověpolitického nástroje. Pokud jsou však různé země (nebo jedna země v různých obdobích) vystaveny odlišným šokům, musí i odlišně reagovat, a volatilita sazeb tedy není primárně výsledkem rozdílné agresivity, ale rozdílnosti ekonomického prostředí.

Přestože je volatilita sazeb nedostatečným měřítkem pro posouzení agresivity, můžeme jí chápat jako pomocnou popisnou statistiku. Shrnutí těchto základních statistik je uvedeno v tabulce 1, která obsahuje údaje o nastavení úrovně měnověpolitických sazeb ve vybraných ekonomikách od počátku roku 1999 do září 2007.

Tabulka 1: Popisné statistiky měnověpolitických sazeb (1999M1 – 2007M9)

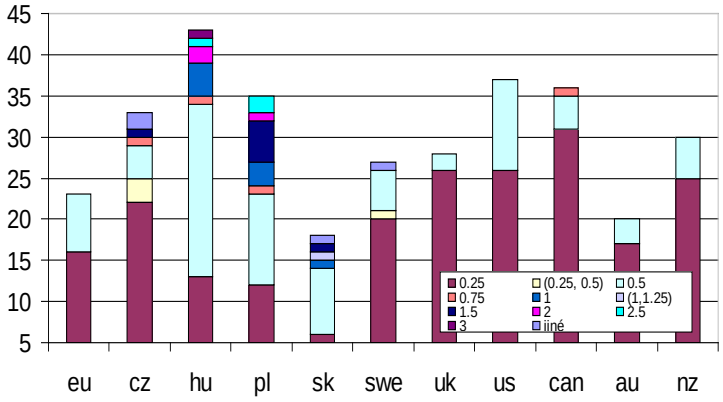
	eu	cz	hu	pl	sk	se	uk	us	can	au	nz
průměr	2,99	3,55	9,95	9,14	6,40	3,03	4,79	3,59	3,89	5,36	6,06
medián	3,00	2,50	9,50	6,50	6,50	3,15	4,75	3,75	3,75	5,25	5,75
rozptyl	0,78	2,75	8,38	26,95	4,80	0,71	0,56	3,50	1,35	0,32	1,00

Na základě relativní geografické blízkosti můžeme předpokládat, že ekonomiky Austrálie a Nového Zélandu čelí podobným šokům a jejich výsledky jsou podobné. Podobně bychom mohli předpokládat, že i USA a Kanada jsou vystaveny podobným šokům, jejich rozptyl je

* Odbor měnové politiky a fiskálních analýz, lubos.komarek@cnb.cz (tel. 4491), filip.rozsypal@cnb.cz (tel. 3076). Autoři děkují za podnětné připomínky zejména Tomáši Holubovi, Petru Královi, Daně Hájkové, Janu Filáčkovi, Michalu Skořepovi, Tiboru Hlédikovi a Michalu Andrlemu.

však značně odlišný.[1] Patrný rozdíl je i mezi chováním ECB a FEDu, zde však je potřeba detailněji sledovat možné odlišné šoky, viz kapitola 4. V rámci tranzitivních ekonomik má nejnižší rozptyl sazeb ČR, nejvyšší naopak Polsko. Porovnání mezi vyspělými a tranzitivními ekonomikami je diskutabilní, jak naznačují vysoké hodnoty sazeb na počátku období, asymetričnost ve vývoji sazeb (zachycená vysokým rozdílem průměru a mediánu) a vysoké hodnoty rozptylu.[2]

Obrázek 1: Počet a velikost měnověpolitických opatření (1999M1 – 2007M9)



Jednotlivé země se liší i podle toho, jak jsou kanály, kterými měnová politika ovlivňuje ekonomiku, silné. Pro malou otevřenou ekonomiku typu České republiky je kanál měnového kurzu mnohem silnější než pro velkou a relativně uzavřenou ekonomiku, jakou jsou například USA. Existence silnějšího působení nástrojů by měla implikovat nižší pohyb sazeb.[3] Současně je na místě se domnívat, že malé otevřené ekonomiky jsou více citlivé na vnější šoky (např. kurzové šoky), a tedy situace, kdy je třeba reagovat, mohou být častější a reakce silnější. Existují tak důvody jak pro nižší (k dispozici je silnější nástroj) tak pro vyšší (je třeba reagovat na více šoků) agresivitu konkrétních centrálních bank.

Otázkou je, jak tyto výsledky srovnávat. Existenci měnové politiky ospravedlňuje existence nominálních rigidit. V situaci, kdy část firem nemůže zareagovat změnou svých cen na nový šok, centrální banka může nastavením úrokové sazby snížit negativní dopad „neoptimálních cen“, které zůstaly nastaveny z minulého období.[4] Míra rigidity cen je odlišná jak napříč odvětvími, tak i jednotlivými zeměmi. Z tohoto hlediska je tedy i schopnost měnové politiky ovlivňovat reálnou ekonomiku různá, a tím pádem je i optimální agresivita centrálních bank různá napříč jednotlivými zeměmi a časem. Při srovnávání agresivity je tak třeba brát v potaz všechny rozdíly mezi jednotlivými ekonomikami.

[1] Rozdílná hodnota rozptylu však neimplikuje cyklickou nesladěnost. Při podrobnějším pohledu zjistíme, že cyklický vývoj obou ekonomik (měřeno output gapem) je vysoce sladěný, pouze s odlišnou amplitudou.

[2] Velký rozdíl mezi průměrem a mediánem naznačuje asymetričnost nastavení úrokových sazeb. Příkladem může být Česká republika, kde je asymetričnost dána tím, že na počátku sledovaného období byly sazby na poměrně vysoké úrovni, vlivem pozůstatku reakce na měnové turbulence z roku 1997. Rozdíly v definicích měnověpolitických sazeb (ČNB – 2T REPO, ECB – 1T, FED – overnight,…) mezi státy rovněž způsobují, že není možno přímo porovnávat země podle průměru (mediánu) sazeb.

[3] *Svensson* (2000) ukazuje, že v případě malé otevřené ekonomiky je ovlivnění kurzu vysoce účinnou zbraní proti spotřebitelské inflaci. Objem dováženého zboží ve spotřebním koši (je-li cíl definován pro CPI) je tedy také jedním z faktorů, který ovlivňuje sílu dostupných nástrojů a v důsledku tedy i agresivitu centrální banky.

[4] V situaci dokonalé cenové flexibility de facto přechází nový keynesiánský rámec měnové politiky na model reálných hospodářských cyklů, kde je měnová politika pouze zdrojem šoků, a blahobyt společnosti tak naopak snižuje.

2.2 Pokročilejší vymezení agresivity – odhad reakční funkce CB

Sofistikovanějším a přesnějším způsobem jak kvantifikovat míru agresivity je odhad reakční funkce CB. Existují studie[5], které na základě tohoto přístupu explicitně porovnávají CB. Nejznámější a nejjednodušší formou reakční funkce je tzv. Taylorovo pravidlo,

$$i_t = \pi_t + \frac{1}{2} y_t + \frac{1}{2}\left(\pi_t - \pi_t^*\right) + r^{eq}, \qquad (1)$$

kde i je nominální sazba centrální banky, π inflace, y mezera výstupu, π^* inflační cíl a r^{eq} je rovnovážná reálná úroková míra – viz *Taylor* (1993).

Standardní tvar reakční funkce centrální banky obsahuje – podobně jako původní Taylorovo pravidlo – členy zohledňující mezeru ve výstupu a inflaci, a dále navíc část, která vyhlazuje pohyb úrokových měr.[6] Důvody pro zahrnutí zpožděné hodnoty jsou diskutovány dále v kapitole 3, příslušný parametr u zpožděné hodnoty nastavení sazeb se obvykle nazývá parametrem vyhlazování. Standardní modifikací je také uvažování zpoždění v transmisním mechanizmu, a tedy nastavení sazeb na základě předpovědí budoucích mezer v inflaci či v produktu.

Navíc mohou být do reakční funkce zahrnuty členy, které sledují vývoj dalších proměnných, jako je peněžní zásoba, měnový kurz nebo ceny aktiv (nemovitosti, akcie). Příkladem může být specifikace reakční funkce použitá v *Christiano, Motto a Rostagno* (2007) pro odhad chování ECB:

$$R_t = \rho R_{t-1} + (1-\rho)\left(\pi_t^* + \alpha_\pi \left[E_t(\pi_{t+1}) - \pi_t^*\right] + \alpha_y y_t + \alpha_M g3_t\right) + \varepsilon_t, \qquad (2)$$

kde R je nominální úroková míra, ρ je koeficient vyhlazování, α_π koeficient u odchylky očekávané inflace $E_t(\pi_{t+1})$ od cíle π_t^*, α_y koeficient u mezery ve výstupu, α_M koeficient u míry růstu příslušného agregátu peněžní zásoby $g3_t$ (v tomto případě M3) a ε_t odpovídá šoku
v měnové politice.

Agresivitu centrální banky z hlediska reakční funkce shrnují **za prvé** parametry α. Čím je větší jejich hodnota, tím silněji centrální banka reaguje na vychýlení dané veličiny (v této specifikaci inflace a mezery ve výstupu a v růstu peněžní nabídky) od nuly nebo jejich cílové hodnoty.

Za druhé pak parametr vyhlazování určuje délku časového období, do kterého je proces zvyšování či snižování sazeb rozložen. Parametr vyhlazování ρ však nemůže být při diskuzi o agresivitě vynechán už z důvodu, že odborná veřejnost spíše vnímá jednotlivé změny nastavení sazeb, než-li jejich „plánovanou“ budoucí trajektorii. Pro hodnocení agresivity centrálních bank na základě odhadů reakčních funkcí tedy musí být diskutovány všechny parametry obsažené v reakční funkci. Agresivitou centrálních bank proto v další části textu rozumíme diskusi stran všech složek reakční funkce CB, tj. velikosti koeficientů u inflace a výstupu včetně koeficientu vyhlazování úrokových sazeb v reakční funkci CB.

Současně je třeba uvést, že odhadování reakčních funkcí se potýká s celou řadou problémů. Velice záleží na horizontu měnového pravidla (nebo jinak řečeno míry vpředhledícnosti). U kratších horizontů má centrální banka tendenci reagovat na šoky, které by v případě delšího horizontu ignorovala, protože by v delším horizontu samy odezněly.[7] Navíc se většinou

[5] viz např. *Cobham* (2006)

[6] Jde de facto o různé modifikace Taylorova pravidla - viz 2.1.

[7] Diskuze optimálního horizontu měnové politiky viz *Haldane a Batini* (1998*):* Forward-Looking Rules for Monetary Policy, NBER WP6543

odhaduje na historických datech, nikoliv na historických predikcích. Hypoteticky, pokud by byla monetární politika 100% úspěšná, tak v historických datech budou patrné pohyby sazeb, ale inflace bude stále na cíli, regrese tedy neodhalí žádný vztah.

3. Důvody pro vyšší/nižší agresivitu

Minimální možnou míru agresivity CB, která je nutná pro stabilizaci ekonomiky, popisuje tzv. Taylorův princip (požaduje, aby se nominální úrokové sazby měnily více než proporcionálně oproti změně inflace). Na rozdíl od cílování peněžní zásoby tedy v prostředí inflačního cílení neplatí „Friedmanovská" zásada, že stabilní měnová politika je nejlepší. Nicméně, přílišná agresivita nemusí být rovněž z mnoha důvodů optimální. Znalost síly transmisních kanálů měnové politiky a zohlednění charakteru ekonomiky je důležitým předpokladem pro stanovení optimální míry agresivity. V kontextu agresivity CB se jako klíčová jeví kredibilita a ukotvenost inflačních očekávání.

3.1 Minimální možná míra agresivity – Taylorův princip

Jeden z prvních výsledů aplikace racionálních očekávání v monetární ekonomii je problém tzv. *price level indeterminacy*, který byl odvozen již v *Sargent a Walace* (1975). Autoři ukazují, že za jistých předpokladů není v jejich stylizovaném modelu ekonomiky (plně flexibilní ceny) centrální banka ukotvující nominální úrokovou míru schopná ovlivnit cenovou hladinu. V navazující diskuzi se ukázalo, že výsledek price level indeterminacy není obecný a další autoři se zaměřili na vlastnosti, které pravidlo centrální banky musí mít, aby cenovou hladinu ukotvilo.

Obecně uznávaný Taylorův princip[8] požaduje, aby v situaci, kdy se změní inflace o x procent, se nominální úrokové sazby zvýšily **o více než** x procent, tedy více než proporcionálně. Základní myšlenka pochází už z úvah Wicksella o přirozené úrokové míře, tj. že zvýšení očekávané míry inflace snižuje reálné úrokové míry a toto snížení následně působí na zvýšení poptávky. Zvýšená poptávka naopak vede k dalším inflačním tlakům a dalšímu snížení reálné úrokové míry. Tomu lze čelit pouze zvýšením reálných úrokových sazeb, tj. více než proporcionálním růstem sazeb nominálních.

Alternativně lze daný mechanismus popsat také tak, že si uvědomíme, že při nárůstu inflace se mění rovnovážná hladina nominálních úrokových měr a to směrem nahoru. Setrvání na nižších nominálních úrokových mírách de facto znamená provádění expanzivní politiky. V této situaci by centrální banka měla omezit poptávku zvýšením úrokových sazeb. Toto zvýšení však musí být dostatečně razantní, aby se vyrovnalo jednak s primárním zvýšením inflace, ale i se sekundárním, tj. s výše popsaným nárůstem inflace vlivem snížení reálných úrokových měr. Z toho plyne, že existuje minimální míra agresivity, kterou musí centrální banka projevit, aby stabilizovala cenovou hladinu.

Taylor (1993) pracuje s jednoduchou specifikací reakčního pravidla bez vyhlazování. Zahrnutím vyhlazování se reakce centrální banky zpomaluje a zvyšuje dopad nárůstu inflace do reálných úrokových sazeb. V tomto smyslu může příliš velké vyhlazování způsobit, že celkové pravidlo nedosáhne minimálně požadované míry agresivity. Proto v přítomnosti vyhlazování musí být, *ceteris paribus*, centrální banka více agresivní než při jeho absenci.

V této souvislosti je velmi důležité si uvědomit rozdíly v chování CB v rámci odlišných měnověpolitických režimů, a to přesto, že je vždy konečným cílem CB cenová stabilita. V režimu cílování peněžní zásoby funguje efekt reálných peněžních zůstatků

---

[8] Při specifikaci reakční funkce ve tvaru $i = \alpha + \beta\pi + \gamma x$, kde x je mezera výstupu, a π hodnota inflace (nebo předpovědi těchto proměnných do budoucna) se obvykle požaduje, aby byla hodnota β větší než 1.

a problém *price level indeterminacy* dle *Sargenta a Wallace* (1975) nevzniká. Cenová stabilita tak odpovídá stabilitě nástroje, tedy měnové zásoby (která však může vyvolávat poměrně velké kolísání nominálních úrokových sazeb, které v tomto režimu přímým nástrojem centrální banky nejsou; viz zkušenosti USA z období P. Volckera). Oproti tomu v režimu inflačního cílovaní je třeba úrokové **sazby měnit, a to více než proporcionálně změně inflace**. Na rozdíl od cílování peněžní zásoby tedy neplatí „Friedmanovská" zásada, že stabilní měnová politika je nejlepší. Jinými slovy, doporučení literatury platná pro jeden měnověpolitický režim nelze mechanicky aplikovat na režim jiný.[9]

3.2 Důvody pro nižší agresivitu

Nižší agresivita ve smyslu vyhlazování úrokových sazeb *(interest rate smoothing)* je obvyklá pro veškerou literaturu v této oblasti. Současně lze pozorovat větší persistenci sazeb, než je persistence šoků[10], což je možné označit za systematickou vlastnost reakční funkce, nikoliv jen důsledek persistence jinde v ekonomice.

Vyhlazování změn úrokových sazeb ve svém důsledku vytváří jistý cyklus v pohybu úrokových sazeb. Tento cyklus však nepřispívá k hospodářskému cyklu a jeho vytváření je možno chápat jako optimální strategii centrálních bank. Současná literatura[11] uvádí následující možné motivy pro vyhlazování úrokových měr: (i) vpředhledící chování účastníků trhů, (ii) existence nejistot, (iii) expertní analýzy mimo modelový rámec, (iv) (ne)překvapování finančního trhu, (v) ukotvení inflačních očekávání a (vi) obava ze ztráty kredibility centrální banky.

Vpředhledící účastníci trhu

Očekávání jsou ze své podstaty vpředhledící. Pokud je centrální banka důvěryhodná a nastavení sazeb je vnímáno jako dlouhodobé (tedy s relativně vyšším důrazem na delší období), pak i malá změna nastavení sazeb má velké důsledky na dlouhodobá očekávání a vyvolává silnou okamžitou reakci dlouhodobějších sazeb. Tedy silná měnová reakce může být provedena i pomocí malé změny krátkodobé úrokové sazby.

Kredibilita CB je v tomto případě klíčová, protože důvěryhodná centrální banka ukotvuje inflační očekávání na cíli, a tedy odchylky od cíle nejsou vnímány veřejností jako nekompetence centrální banky, nýbrž jako přechodný krátkodobý šok. Tyto odchylky tak nejsou zahrnuty do tvorby dlouhodobých inflačních očekávání.

Nejistoty

Většina odhadů reakčních funkcí[12] vychází z historických, revidovaných dat. V praxi se však rozhodnutí přijímají se zohledněním v daném okamžiku dostupných dat. Tato *real-time* data jsou pak často objektem přehodnocování a revizí. Z teoretického pohledu by se centrální banka měla chovat stejně, jako kdyby tyto nejistoty neexistovaly, tzv. dle zásady *certainty equivalence*. Pokud totiž model centrální banky funguje správně (například všechny odhady šoků, které do modelů vstupují, jsou nestranné, tedy například revize v datech nejsou

---

[9] Praktické odvození a konfrontace s historickými daty viz *Taylor* (1998).

[10] Blíže viz např. *Franta, Saxa a Šmídková* (2007): Inflation Persistence: Euro Area and New EU Member States, mimeo.

[11] Diskuze praktického dopadu jednotlivých důvodu na rozhodovaní Bank of England je shrnuta v *Cobham (2003)*: Why Does the Monetary Policy Committee Smooth Interest Rates? Oxford Economic Papers 55(2003).

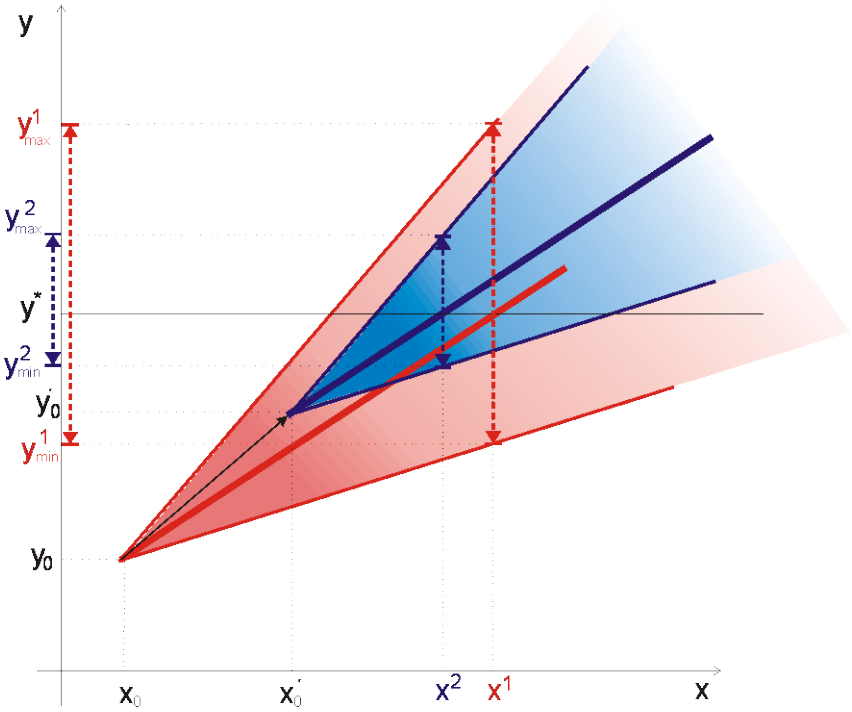
[12] *Šmídková* (2003): Targeting inflation under uncertainty: Policy makers' perspective, CNB Internal Research and Policy Note, 2/2003.

systematicky vychýleny jedním směrem), pak mají šoky a chyby měření nulovou střední hodnotu (vstupují tedy do modelu aditivně). Tento druh nejistoty tedy neospravedlňuje případnou méně aktivní politiku CB. Empirické studie[13] nicméně shledávají podstatné rozdíly mezi reakčními funkcemi odhadnutými na real-time a na revidovaných datech. Tyto rozdíly však nevypovídají mnoho o tom, jak agresivně centrální banky reagují (a už vůbec ne o tom, jak moc by měly optimálně čelit aktuálně pozorovanému šoku, tedy tzv. „normativní“ reakční funkci), ale spíše o tom, že odhady z revidovaných dat mohou vést ke špatné interpretaci reakcí centrálních bank.

Zásadnější typ nejistoty je přítomen u **parametrů strukturálních rovnic** a tedy povahy modelu ekonomiky jako takového. Tento problém byl analyzován již *Brainardem* (1967), který dochází k závěru, že pokud existuje nejistota ohledně parametrů, pak je optimální snížit agresivitu reakce. Nejistota totiž už do modelu nevstupuje aditivně, nýbrž ve sklonech jednotlivých křivek (tzv. *multiplicative uncertainty*). Reakce měnové politiky tak sice snižuje dopad šoku, ale současně zvětšuje variabilitu všech proměnných[14]. Tato forma nejistoty má dynamický charakter. Proto může být výhodné rozkládat rozhodnutí do více kroků – viz Box 1.

Box 1: Gradualizmus dle Brainarda (1967)

Předpokládejme, že centrální banka chce dosáhnout toho, že hodnota cílované veličiny *y* bude *y**. K dispozici má nástroj *x*. Dále je známo, že mezi cílovou proměnou a nástrojem existuje jistý funkční (v tomto případě lineární) vztah. Známá je také střední hodnota lineárního parametru (naznačeno nejsilnější čarou), ale jeho skutečná hodnota je náhodná (ve smyslu náhodné veličiny) a může se pohybovat v určitém rozmezí (naznačeno čarami uzavírající příslušnou podbarvenou oblast). Jinak řečeno, není znám přesný sklon křivek.



[13] Pro případ FEDu viz *Orphanides* (2001), pro ECB *Sauer a Sturm* (2003). Pro provedení takové analýzy je však potřeba pracovat s prognózami inflace, nikoliv se skutečnou realizací inflace. Například *Taylor* (1998), *Woodford* (2001) nebo *Judd a Rudebush* (1998) však vůbec nepracují s vpředhledící specifikací.

[14] Zde existuje paralela s problémem analyzovaným v mikroekonomii, tj. investorem zvažujícím investovaní do bezpečného a rizikového aktiva s vyšším očekávaným výnosem. Rizikově averzní investor pak vždy určitou část vloží do bezpečného aktiva vědom si nižšího výnosu.

Centrální banka může z počáteční hodnoty nastavení nástroje x_0 zvolit x^1, aby výsledkem bylo dosažení cíle y^*. Můžeme si např. představit, že jde o takovou hodnotu, kdy střední hodnota y při nastavení x vyjde jako y^* (tedy $E[y| x^1]=y^*$). Interval (y^1_{max}, y^1_{min}) pak označuje rozmezí, kde může cílová veličina ve skutečnosti skončit.

Naproti tomu může centrální banka rozložit celkovou změnu nástroje x do dvou kroků. V prvním se posune z x_0 do x_0' (naznačeno šipkou). V druhém kroku pak centrální banka zvolí x^2 tak, aby $E[y| x^2]=y^*$. Interval (y^2_{max}, y^2_{min}) je menší než interval (y^1_{max}, y^1_{min}). Tímto postupem se podařilo snížit variabilitu cílované proměnné. Velikost nastavení x^2 je závislá na realizaci náhody v prvním kroku a nemusí tedy odpovídat x^1. Popsáno také v Sack a Wieland (1999).

Nicméně alternativním nákladem rozložení celkové změny nástroje do více kroků je zvýšení času potřebného pro dosažení cílované hodnoty. Celkové posouzení tohoto trade-offu a přijmutí finálního rozhodnutí bude záležet na konkrétních preferencích tvůrce měnové politiky.

Tento přístup však částečně podceňuje skutečnost, že jakákoliv uskutečňovaná měnová politika ovlivní očekávání o budoucích měnověpolitických opatřeních, a tedy může ovlivnit chování celého systému. Dalším dilematem by byl jistý „mezigenerační“ transfer mezi obdobími, kdy je měnová politika neoptimální z hlediska stabilizace inflace, ale více aktivní z důvodu získávání informací, a následným obdobím realizace „poučenější“ měnové politiky.

Rozhodování mimo ekonomický model (expertní hodnocení)

Výsledky numerických modelů a simulací jsou pouze jedním z vstupů pro ekonomickou analýzu. V posledním stádiu rozhoduje bankovní rada a její členové do rozhodování promítají svoje individuální poznatky a soudy stran vývoje ekonomiky. Je vysoce pravděpodobné, že se individuální názory členů bankovní rady liší, tj. implicitně přiřazují různé váhy různým faktorům a nová data tyto názory mohou postupně korigovat. Tímto vzniká určité zpoždění. Expertní hodnocení je do rozhodování zahrnuto právě pro vyrovnání se s nejistotami ohledně nejnovějších dat a parametrů strukturálních rovnic.

(Ne)překvapování finančního sektoru

Překvapivý pohyb sazeb může způsobit ztráty i zvýšení pocitu nejistoty v sektoru finančního zprostředkování. Zvýšená variabilita může vést ke snížení ochoty finančního sektoru půjčovat podnikům zejména v delším časovém horizontu, což může mít důsledky v podobě odkládání investic a snížení hospodářského růstu. Vyhlazování úrokových sazeb pak může snížit možné ztráty, neboť prvotní změna úrokových sazeb není vysoká a hned po ní finanční sektor začne očekávat měnící se trajektorii.

Ukotvenost inflačních očekávání

Klíčové veličiny pro měnověpolitické rozhodování prodělaly od inflační krize v 70. letech podstatný vývoj. Zejména v poslední dekádě je patrné, že se snižuje persistence inflace, mění se *trade-off* mezi inflací a nezaměstnaností (resp. mezerou výstupu)[15] – viz box 2. Celkově inflace přestává tolik reagovat na šoky (při porovnání vlivu růstu cen ropy na inflaci v 70. letech a v současnosti). *Mishkin (2007)* tyto stylizovaná fakta interpretuje tak, že celková inflační očekávání jsou nyní lépe ukotvena než v minulosti. Vodorovnější Phillipsova křivka však současně znamená vyšší ztrátu výstupu při případném snižování inflačních očekávání zpomalením ekonomiky.

[15] Phillipsova křivka se otáčí směrem k vodorovné poloze.

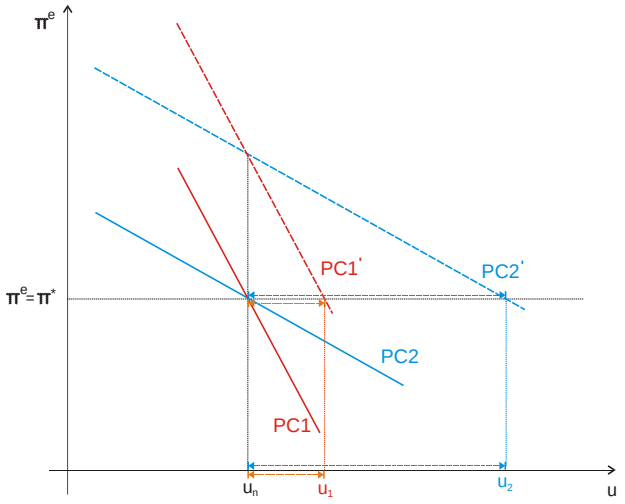
Krátkodobý šok způsobí odchylku produktu od jeho potenciálu a zvýšení inflace. Když jsou dlouhodobá očekávání ukotvená, tak se inflační očekávání změní jen málo. Avšak když jsou dlouhodobá očekávání inflace vyšší než inflační cíl a centrální banka chce provést dezinflaci, z pohledu agentů v ekonomice tedy šok, tak v případě vodorovnější Phillipsovy křivky je trade-off relativně nepříznivější z pohledu obětovaného výstupu resp. zaměstnanosti.

Je tedy možné, že ve snaze o snížení inflace bude centrální banka postavena před komplikovanější rozhodování než v minulosti. Viděno optikou ztrátové funkce, optimalizace pak může radit smířit se s vyšší inflací. Toto však ale znovu posílí neukotvenost inflačních očekávání a může vést k sebenaplňujícím se očekáváním. Za těchto okolností je možné, že agresivnější (preventivní) politika by mohla být vhodným nástrojem pro situaci, kdy ještě není inflace tak vysoká, ale inflační očekávání jsou nad cílem. Otázkou samozřejmě zůstává, nakolik je výsledek o zploštění Phillipsovy křivky univerzální, či do jaké míry je podmíněn minulou měnovou politikou (resp. její úspěšností).

Pevněji ukotvená inflační očekávání[16] pak dávají centrálním bankám možnost soustředit se více na střednědobý horizont. Krátkodobé šoky (tj. šoky které nejsou dostatečně persistentní, aby ovlivnily inflaci v horizontu měnové transmise) totiž veřejnost nepromítne do svých dlouhodobých inflačních očekávání. Tato „výhoda“ plynoucí z větší důvěry společnosti je však podmíněna dosahováním inflační stability, tedy nezklamáním inflačních očekávání na minulosti. Uvedené zlepšení situace pro výkon měnové politiky má patrně endogenní povahu, a pokud by se případně centrální banky pokusily této situace zneužít, jeho efekt by patrně záhy pominul.

Box 2: Efekty vodorovnější Phillipsovy křivky

V tomto grafu jsou naznačeny dvě dvojice Phillipsových křivek. V rámci první dvojice se Phillipsovy křivky s různým sklonem protínají v bodě přirozené nezaměstnanosti u_n odpovídající inflačnímu cíli π^*. Pro první dvojicí platí, že tento cíl odpovídá i inflačním očekáváním π^e. Druhá dvojice (čárkovaně) znázorňuje obě Phillipsovy křivky v okamžiku, kdy se zvýšila inflační očekávání.



Graf zobrazuje, že pro vodorovnější sklon Phillispovy křivky (PC2) musí centrální banka „vyvolat“ mnohem vyšší nezaměstnanost, aby se inflační očekávání vrátila na inflační cíl. Na druhou stranu, pokud dochází pouze k posunům po křivce, tak se šoky v nezaměstnanosti (resp. výstupu) při vodorovnějším sklonu Phillipsovy křivky projeví do inflace relativně méně; tedy šoky které jsou vnímány veřejností jako pouze přechodné, ovlivňují inflaci méně při vodorovnější Phillipsově křivce.

[16] Inflační očekávání ukotvená na inflačním cíli značí důvěru veřejnosti v centrální banku. V tomto smyslu můžeme ukotvená očekávání označit jako znak kredibility.

Riskování ztráty kredibility

Pokud by centrální banka reagovala na každou novou informaci, tak by teoreticky každá nová informace měla vést ke změně nastavení úrokových sazeb. Centrální banka se však může obávat, že trh vyhodnotí časté změny sazeb (ve smyslu střídání snižování a zvyšování sazeb) jako nekompetentnost centrální banky.[17]

Současně je ale potřeba zmínit, že kredibilitu není možno získat zadarmo. Pro její získání je třeba jasně demonstrovat ochotu o udržení inflačního cíle, což může znamenat vyšší míru agresivity.

3.3 Shrnutí

Shrnutí této kapitoly je tedy dvojí. Za prvé, existuje jistá minimální úroveň agresivity potřebná pro stabilizaci ekonomiky. Za druhé, přílišná agresivita nemusí být z mnoha důvodů optimální. Znalost síly transmisních kanálů měnové politiky je důležitý předpoklad pro stanovení optimální míry agresivity.

Provádění měnové politiky si tak můžeme představit jako komplikovaný stroj, kde je původní impulz (nastavení sazby) přenášen několika cestami s různými převody a různou délkou tak, aby ve výsledku působil na inflaci. Jedním z klíčových převodních mechanismů je vliv měnové politiky na inflační očekávání, která by měla být měnovou politikou dostatečně ukotvena. Znalost jednotlivých převodů (resp. síly jednotlivých transmisních kanálů) a jejich délky (zpoždění u různých transmisních kanálů je také různé) by měla zaručit, aby impulz překročil minimální potřebnou sílu, nebyl však přehnaně agresivní.

4. Případová studie: Porovnání agresivity ECB a FEDu

Snaha o porovnání agresivity ECB a FEDu názorně demonstruje netriviálnost této úlohy. Odlišné reakce obou CB odrážejí různou míru cenových rigidit a odlišnou historii šoků dopadajících na americkou a evropskou ekonomiku. Srovnání tvaru a výše jednotlivých koeficientů v reakčních funkcích nevyvrací hypotézu, že ECB je méně agresivní než FED. Naopak ECB by měla být z titulu méně flexibilní evropské ekonomiky agresivnější než FED. Existují však reálné důvody, kvůli kterým výše uvedené důvody neplatí.

4.1 Reakční funkce

Z historického vývoje nastavení měnověpolitických nástrojů je zřejmé, že pohyby sazeb FEDu vykazují větší amplitudu. Navíc se zdá, že ECB kopíruje reakce FEDu pouze s určitým zpožděním. Je tento první náhled dostačující pro to, abychom mohli konstatovat, že ECB je *málo (nedostatečně) agresivní*? Nikoliv. Vzhledem k výše uvedenému teoretickému rámci je při hodnocení agresivity ECB a FEDu nutné vzít v úvahu: *(i) rozdílnost ekonomického prostředí* v USA a v eurozóně a (*ii*) *rozdílnou historii šoků* v daném období.

Začněme porovnáním koeficientů v reakční funkci. Podle *Christiano, Motto a Rostagno (2007)* je reakční funkce[18] ECB oproti FEDu charakteristická: (i) *větším důrazem na vyhlazování* trajektorie úrokových sazeb (v reakční funkci tedy vyšší hodnotou parametru ρ, viz rovnice (2)), (ii) *nižším koeficientem u mezery v inflaci*, který je však částečně kompenzován členem vztahujícím se k růstu M3 v reakční funkci ECB, jenž FED naopak

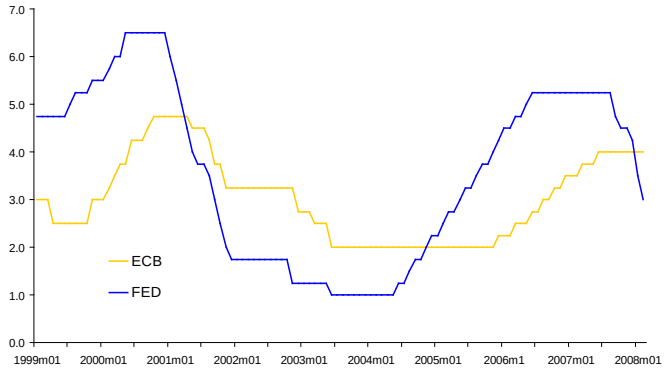
[17] Viz *Caplin a Leahy* (1997)*:* The Money Game, New Economy 4(1).

[18] Odhadnuto pro předpověď inflace v příštím období, mezeru ve výstupu a vývoj M3 v současném období. V souladu s Svenssonovým „*inflation forecast targeting*“ jsou i další metody postaveny na rozdílech v *odhadech budoucích mezer* v inflaci či výstupu. Tyto rozdíly v metodologii znesnadňují porovnávání výsledků mezi jednotlivými studiemi.

vůbec nezohledňuje. Rozdíl ve výši koeficientu u mezery výstupu je mezi oběma reakčními funkcemi zanedbatelný. Tento pohled tedy nevyvrací hypotézu, že ECB je méně agresivní než FED.

4.2 Rozdílnost ekonomického prostředí

Obrázek 2: Měnověpolitické sazby ECB a FEDu (1999M01 – 2008M02)



Odlišné reakce obou centrálních bank mohou odrážet různou míru cenových rigidit v eurozóně a USA. Z výsledků mikroekonomického šetření Dhyne a kol. *(2005)*[19] vyplývá, že ceny se v eurozóně mění s téměř poloviční frekvencí[20] než v USA. Zjednodušeně se dá říci, že v obou ekonomikách jsou cenové změny nejčastější v sektoru energií a potravin, nejméně pak v sektoru služeb. Studie nepotvrdila, že by ceny byly v obou ekonomikách výrazně strnulejší směrem dolů než směrem nahoru (s výjimkou sektoru služeb). Pokud se ceny již změní, pak jsou změny výrazné[21]. Z práce rovněž plyne, že firmy hodnotí jako důležitější implicitní dohody a interakce na trhu než tzv. *menu costs*. Otázkou je, na kolik stabilnější inflační prostředí v eurozóně snižuje potřebu měnit ceny, a ve svém důsledku tak vyvolává vyšší inflační persistenci. V eurozóně lze rovněž pozorovat silnější reálné rigidity, které zvyšují schopnost ECB ovlivňovat ekonomiku menšími změnami sazeb.[22]

4.3 Vliv odlišných šoků

Odhady koeficientů v reakční funkci vypovídají o chování banky za určité historické období. V jeho průběhu se však různé centrální banky musely vypořádávat s různými šoky (poptávkové/nabídkové, globální/lokální) a odlišné byly i optimální reakce. Z tohoto důvodu je tedy pouhé mechanické porovnání koeficientů v empiricky odhadnutých reakčních funkcí, bez další diskuze konkrétních podmínek, problematické.[23]

Podle *Christiano, Motto a Rostagno (2007)* se šoky dopadající na americkou a evropskou ekonomiku zásadním způsobem lišily, a to jak v načasování, tak i ve své povaze. Podle této studie zpomalení ekonomik bylo důsledkem šoků, které přišly do USA *o rok dříve* než do

---

[19] *Dhyne a kol.* (2005): Sticky Prices in the Euro Area, A Summary of New Micro Evidence, ECB WP 563.

[20] Jedinou zaznamenanou výjimkou jsou ceny (spotřební elektroniky) na internetových obchodech, viz *Lünnemann a Wintr* (2006): *Are Internet Price Sticky?*, ECB WP645.

[21] Pokud se cena mění, tak je změna průměrně o cca 8,2 % (12,7 %) pokud jde o nárůst a 10 % pro pokles (14,1 %) ve spotřebitelských a 5 % ve velkoobchodních cenách pro Eurozónu (pro USA). Studie dále tvrdí, že empirické výsledky nepotvrzují hypotézu o cenové rigiditě směrem dolů.

[22] Existují však i teoretické hypotézy argumentující, že reálné rigidity naopak schopnosti centrální banky ovlivnit reálnou ekonomickou situaci snižují – viz *Soskice a Iversen* (2000). Práce obsahuje model obsahující konečný počet zaměstnavatelů, ztráta efektivity pochází ze silné pozice odborů na trhu práce.

[23] Praktické odhady reakčních funkcí se často provádějí na relativně krátkém časovém vzorku. Potom existuje riziko, že dané období bude ovlivněno jedním výrazným šokem. V tomto případě reakce centrální banky závisí na povaze šoku a toto se výsledně promítne do výsledku odhadu. Odhady pracující s delšími časovými řadami můžou být naopak kritizovány z pozice přítomnosti změn struktury fungování ekonomiky nebo složení samotné CB. Odhady reakčních funkcí jsou tak vždy vystaveny značným nejistotám, ať je již datový soubor zvolen jakkoliv.

eurozóny. V eurozóně byla struktura šoků „standardní“, kdežto v USA byla recese provázena pozitivními nabídkovými šoky.[24] Negativní vlivy byly tedy v Evropě silnější.

Vliv odlišných šoků na rozdílnou reakci můžeme pozorovat i v posledních měsících. V USA krize na trhu hypoték jasně přerůstá v celkovou recesi ekonomiky, na což FED agresivně reaguje. Dopady na ekonomiku Eurozóny jsou zatím nejasné a tomu odpovídá i vyčkávací pozice ECB. Míra reakce je tedy korelována s charakterem šoku a dopady, které na dané ekonomiky působí.

Důležitý je fakt, že *obě* centrální banky porušily svoje dlouhodobé reakční funkce a reagovaly silněji, než by odpovídalo Taylorově pravidlu. V obou ekonomikách se tedy projevily silné expanzivní měnové šoky. Z tohoto pohledu byla ECB více agresivní než FED, což ale odpovídá rozsahu šoků, se kterými se ECB musela vyrovnávat. Fakt, že silnější akomodace, než by odpovídalo pravidlu, byla pozorována u obou bank, dává vzniknout domněnce, že z pohledu měnové autority nejde o šok, ale o systematickou politiku. To by znamenalo, že modelování reakční funkce pomocí Taylorova pravidla je příliš zjednodušující.

4.4 Je tedy ECB méně agresivní než FED?

ECB reagovala později než FED, protože důvody pro reakci přišly později. Nastavení sazeb ECB[25] lze charakterizovat nižší volatilitou, současně však rychlejší reakcí – viz např. *Cobham (2006)*. Obě banky se v průběhu zpomalení ekonomického růstu odchýlily od odhadnutých pravidel a podpořily ekonomiku, přičemž kumulativní podpoření ekonomiky bylo dokonce v případě eurozóny větší.[26] Ve světle těchto stylizovaných faktů se zdá, že hypotéza o nízké míře agresivity ECB proti FEDu není na místě.

Teoreticky by však mělo platit, že naopak ECB by měla být kvůli méně flexibilnější ekonomice mnohem více agresivní. Takovýto závěr by měl platit patrně pouze v čistě teoretickém světě. Jedním z „reálných“ důvodů, proč tomu tak ve skutečnosti není, může být fakt, že vysoká flexibilita v prostředí s proporcionálně racionálními (*near-racionality*) agenty může vést k vysokým fluktuacím a vzniku bublin nebo panik. Krize typu *dot-com* nebo současný realitní otřes by tomu nasvědčovaly. Vyšší flexibilita, *ceteris paribus*, tak sice může vést k vyššímu trendovému růstu, současně ale také k vyšší míře fluktuací (resp. silnějším šokům). Současně se také zdá, že tyto krize vznikají především v USA a do eurozóny se přelévají s jistým zpožděním a nižší intenzitou. Vyšší agresivita FEDu tak může být výsledkem vyšší potřeby reagovat na silnější šoky než ECB.

Také na rozdíl od ECB má FED v „popisu práce“ přispívat k politice zaměstnanosti. Navíc nemá explicitně stanovenou formulaci cenové stability, jak je tomu v případě ECB. Z tohoto pohledu se dá ECB označit jako transparentnější. Rovněž lze konstatovat, že politika FEDu je mnohem více zpochybňována a z tohoto pohledu je méně kredibilní.

Výše uvedené úvahy logicky vedou k otázce, zda lze porovnat agresivitu ECB a ČNB a případně vyvodit závěry o potřebě vyšší/nižší reaktivnosti. Je třeba si uvědomit, že fungování české ekonomiky je stále ovlivněno transformačním obdobím a v tomto smyslu se i monetární politika vyrovnává s poněkud odlišnými výzvami. Navíc z čistě praktického hlediska není k dispozici časová řada s proběhlým hospodářským cyklem, na které by se agresivnost dala odhadovat.

---

[24] Model v práci *Christiano, Motto a Rostagno* (2007) pracuje s celkem 15 různými šoky, které mohou být klasifikované do 6 kategorií: finální statky, producenti kapitálu a podnikatelé, poptávka, bankovnictví a poptávka po penězích, měnová politika a inflace.

[25] Výhodou ECB byla (jsou) lépe ukotvená inflační očekávání v eurozóně.

[26] Viz *Christiano, Motto a Rostagno (2007).*

5. Zkušenosti ČNB

Česká národní banka vyhotovuje od července 2002 nepodmíněnou prognózu na bázi modelu QPM, jehož nedílnou součástí je reakční funkce. Její tvar byl dvakrát změněn. Kardinální úkolem je nedopustit, aby nastavení parametru vyhlazování vedlo k snížení agresivity pod minimální úroveň požadovanou podle Taylorova principu, a tedy k neschopnosti stabilizovat inflaci. To mohl být právě jeden z faktorů, který v minulosti vedl k častému neplnění inflačních cílů. Nová kalibrace modelu QPM (od ledna 2008) by měla tento problém omezit.

Reakční funkce je nedílnou součástí predikčního aparátu od července 2002, kdy ČNB přešla na tzv. nepodmíněnou prognózu. V dubnu 2003 došlo ke změně v její kalibraci. Původní koeficienty v reakční funkci nebyly odhadnuty, ale byly kalibrovány.[27] Při vyhodnocování reakční funkce v roce 2003 bylo zjištěno, že by minulé chování banky lépe vystihovalo agresivnější, avšak více persistentní nastavení koeficientů a koeficienty byly následně změněny (zvýšeny). K poslední změně nastavení parametrů reakční funkce bylo přistoupeno v lednu 2008.[28]

Česká národní banka vyhotovuje od července 2002 nepodmíněnou prognózu na bázi modelu QPM. Reakční funkce v tomto modelu má tvar:

$$i_t = a_1 i_{t-1} + (1-a_1)\left[i_t^{neutral} + a_2 \pi_t^{DEV} + a_3 y_gap_t\right],$$

kde i je nominální úroková sazba, $i^{neutral}$ je politicky neutrální sazba, π^{DEV} je odchylka očekávané inflace od cíle a y_gap je mezera výstupu. Dále platí, že $i_t^{neutral} = r_t^{eq} + \pi_{t+4}$, přičemž r^{eq} je rovnovážná reálná sazba a rovněž $\pi_t^{DEV} = \pi_{t+4}^4 - \pi_{t+4}^{target}$ je odchylka meziroční očekávané inflace od cíle v čase *t+4*. Parametr a_1 odpovídá parametru ρ z rovnice (2).

Od ledna 2007 je BR seznamována rovněž s projekcí vytvořenou prostřednictvím nového strukturálního modelu (g3). Zde má reakční funkce tvar:

$$i_t = a_1 i_{t-1} + (1-a_1)\left[i_t^{neutral} + a_2 \pi_t^{DEV}\right],$$

Přitom $i_t^{neutral} = r_t^{SS} + \pi_{t+4}^{target}$, r^{SS} je reálná sazba ve *steady-statu* a π_{t+4}^{target} je cíl v čase *t+4*. Dále $\pi_t^{DEV} = \pi_{t+4}^4 - \pi_{t+4}^{target}$ je obdobně jako v modelu QPM odchylka meziroční očekávané inflace od cíle v čase *t+4*. Tabulka 2 srovnává jednotlivé kalibrace v průběhu tvorby nepodmíněné prognózy.

Tabulka 2: Koeficienty reakční funkce ČNB[29]

	QPM: 2002/07-2003/01	QPM: 2003/04-2007/12	QPM: od 2008/01	g3
a_1	0,5	0,75	0,5	0,75
a_2	1	1,2	1,2	2
a_3	0,25	0,4	0,4	0

[27] Kalibrace parametrů klade důraz na logickou smysluplnost a konzistenci v chování takto parametrizovaného modelu. Naopak odhadnuté parametry se snaží dobře popsat historii. Kalibrace je tak blíže konceptu tzv. normativní reakční funkce. Má se za to, že lepším způsobem získání hodnot parametrů strukturálních modelů používaných pro hospodářskou politiku je kalibrace.

[28] Současně došlo i ke změně dalších částí modelu, např. tvorby inflačních očekávání. Tyto změny opět znemožňují jednoduché konstatování o míře agresivity v jednotlivých pravidlech pouze na základě porovnání hodnot konkrétních parametrů.

[29] Tabulka 2 uvádí parametry modelů QPM a G3. Jelikož jsou oba modely odlišné, není možné činit závěry o agresivitě příslušných reakčních pravidel na základě porovnání koeficientů v jedné (z mnoha) rovnic.

Parametr vyhlazování je přítomen jednak z důvodu optimality za plné jistoty, tak i z důvodu přítomnosti nejistot. V tomto ohledu vyvstává otázka, zda používání empirické (pozitivní) reakční funkce nenahrává k vysoké míře vyhlazování. Odhadnutá reakční funkce totiž již jednou zahrnula vyhlazování z důvodů nejistot bankovní radou v minulosti. Teoreticky by tak mohla vzniknout situace, kdyby současná bankovní rada „vyhlazovala“ již jednou vyhlazenou reakční funkci. To by mohlo vést ve svém důsledku k postupnému zvětšování velikosti parametru vyhlazování.[30]

Vyšší koeficienty u mezery inflace a mezery ve výstupu, resp. nižší parametr vyhlazování v reakční funkci v rámci modelového uvažování znamená ceteris paribus rychlejší návrat do rovnovážného stavu. Dlouhá doba návratu ekonomiky do rovnovážného stavu ve výstupech z modelu QPM v jeho verzi používané v letech 2003–07 naznačuje, že v dané specifikaci byl model na hranici stabilizace ekonomiky. Můžeme tedy říci, že se model nalézá velice blízko minimální hranice agresivity. Pokud je model sám na hranici stabilizace, pak další zvýšení vyhlazování vede k snížení agresivity pod minimální úroveň podle Taylorova principu a tedy k neschopnosti stabilizovat inflaci. To mohl být jeden z faktorů, který v minulosti vedl k častému neplnění inflačních cílů. Nová kalibrace modelu QPM od ledna 2008 by měla tento problém omezit.

6. Shrnutí a ponaučení

Celkově lze shrnout, že jak vymezení, tak i kvantifikace míry agresivity CB není triviálním úkolem, zejména pak při snaze o srovnání jednotlivých CB. Ty jsou vystaveny napříč zeměmi a časem odlišným šokům. Zdánlivá vyšší agresivita tak může být výsledkem silnějších dopadajících šoků nebo nižší účinnosti transmisních kanálů, nikoliv preferencí konkrétní centrální banky.

Pro praktické provádění měnové politiky je třeba se vyvarovat dvou extrémů, příliš vysoké nebo příliš nízké agresivity, obojí vede v destabilizaci ekonomiky. Minimální míra agresivity je potřeba, jelikož centrální banka musí zaručit, že její reakce na šok pohne s reálnými úrokovými sazbami a bude tedy působit stabilizačně, viz tzv. Taylorův princip. Naopak příliš vysoká míra agresivity nemusí být potřeba z důvodu existence vpředhledícího chování účastníků trhů a nemusí být optimální v situaci existence nejistot, vyhodnocování šoků v rámci expertní analýzy mimo modelový rámec atd. Výsledná reaktivnost by se měla pohybovat v koridoru určeném těmito dvěma mezními přístupy. V realitě ČNB se toto jasně ukazuje ve výstupech z původní kalibrace reakční funkce modelu QPM, kde byla míra agresivity (nebo spíše neagresivity) na samé hraně a návrat k rovnovážným hodnotám trval velmi dlouho. Nová kalibrace může pomoci tento problém odstranit.

Z hlediska dalších doporučení pro měnovou politiku je třeba navíc vyhodnocovat sílu jednotlivých transmisních kanálů. Struktura ekonomiky není neměnná a její vývoj je z pohledu centrálních bank ovlivňován jednak exogenně, tak i endogenně prostřednictvím očekávání resp. dlouhodobého vývoje názorů na úspěšnost měnové politiky v oblasti dosahování a udržování cenové stability.

Optimální volbu měnověpolitických opatření centrální banky a jejich dopad do ekonomiky nelze vnímat odděleně od vlastností dané ekonomiky a procesů v ní probíhajících. Analýza agresivity tedy musí být podmíněna znalostí struktury ekonomiky a šoků, které ji zasahují. Z tohoto důvodu se jeví jako nezbytné pracovat s plně strukturálním modelem, který je schopný identifikovat a odlišit různé zdroje šoků a nespoléhat se na pouhé porovnávání

[30] Viz *Podpiera* (2006): *The Role of Policy Rule Misspecification in Monetary Policy Inertia Debate*, CERGE WP 315.

odhadů parametrů v reakčních funkcí. Pro hodnocení agresivity centrálních bank na základě odhadů reakčních funkcí musí být diskutovány všechny parametry obsažené v reakční funkci včetně zásahů pod vlivem expertního posouzení situace. Zásadní roli v dosahované míře agresivity hraje koeficient v reakční funkci, který zohledňuje vyhlazování úrokových měr.

Literatura

Jeffery D. Amato, Thomas Laubach (1999): "*The Value of Interest Rate Smoothing: How the Private Sector Helps the Federal Reserve*", Federal Reserve Bank of Kansas City.

William C. Brainard (1967): "*Uncertainty and the Effectiveness of Policy*", The American Economic Review, Vol. 57, No. 2.

Lawrence Christiano, Roberto Motto, Massimo Rostagno (2007): "*Shocks, Structures or Monetary Policies? The EA and US After 2001*", ECB WP 774.

Richard Clarida, Jordi Gali, Mark Gertler (1999): "*The science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*", NBER WP 7147.

David Cobham (2006): "*Using Taylor Rules to Assess the Relative Activism of the European Central Bank, the Bank of England and the Federal Reserve Board* ", Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Conference Papers.

Paul De Grauwe, Cláudia Costa Storti (2005): "*Is Monetary Policy Less Effective in Eurozone then in the US?*", CESifo WP 1606.

John P. Judd, Glenn D. Rudebusch (1998): "*Taylor's Rule and the Fed: 1970–1997*", FRBSF Economic Review No. 3.

Frederic S. Mishkin (2007): "*Inflation Dynamics*", NBER Working Paper No. 13147.

Frederic S. Mishkin (1995): "*Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4., pp. 3-10.

Athanasios Orphanides (2001): "*Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data*", The American Economic Review, Vol. 91, No. 4 (Sep., 2001), pp. 964-985.

Brian Sack, Volker Wieland (1999): "*Interest-Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence*", FEDS Working Paper No. 99-39.

Thomas J. Sargent, Neil Wallace (1975): "*Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule"*, The Journal of Political Economy, Vol. 83, No. 2.

Stephan Sauer, Jan-Egbert Sturm (2003): "*Using Taylor Rules to Undestand ECB Monetary Policy*", CESifo WP1110.

Lars E.O. Svensson (2000): " *Open-economy inflation targeting*", Journal of International Economics 50 .

David Soskice, Torben Iversen (2000): "*The Nonneutrality of Monetary Policy With Large Price or Wage Setters*", Quarterly Journal of Economics.

John B. Taylor (1993): "*Discretion versus policy rules in praction*", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39

John B. Taylor (1998): "*An Historical Analysis Of Monetary Policy Rules*", NBER WP 6768.

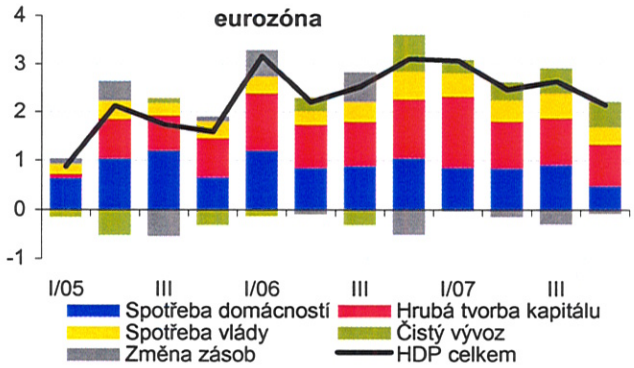
Michael Woodford (1999): "*Optimal Monetary Policy Inertia*", NBER WP 7261.

Michael Woodford (2001): "*The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy*", AEA Papers And Proceedings Vol 91, No. 2.

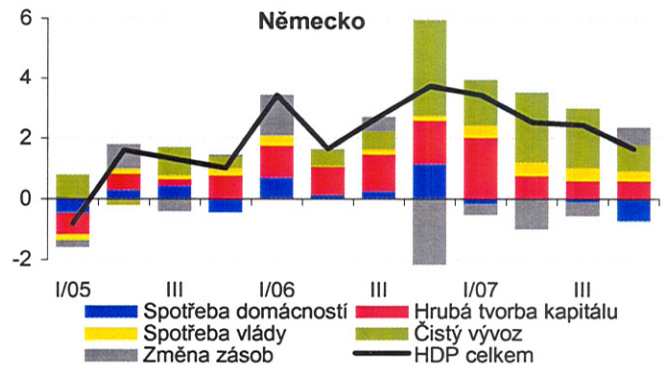
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vyspělé země

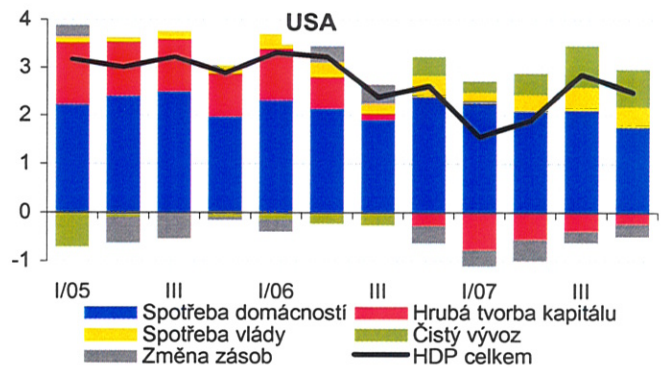
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



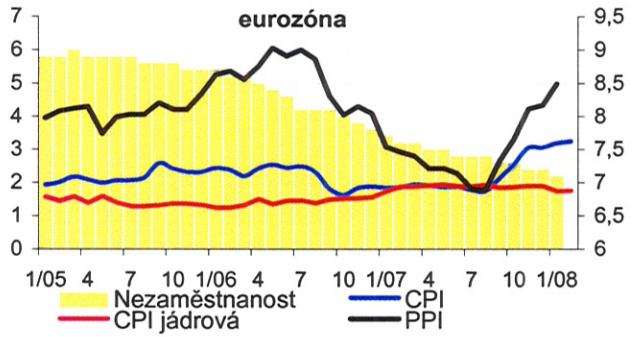
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



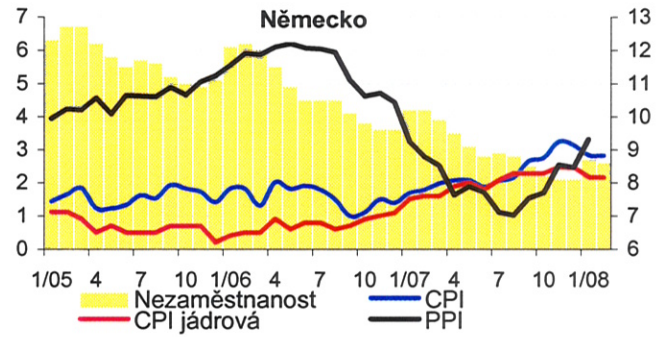
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



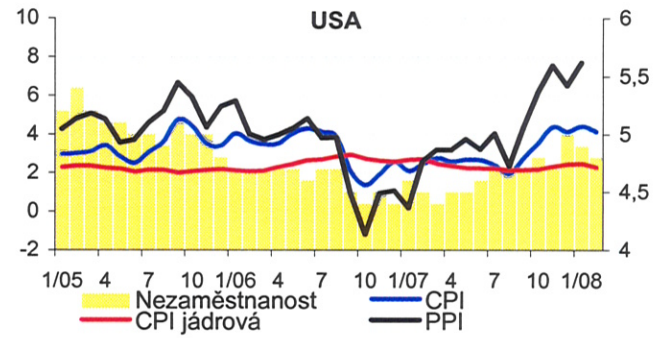
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



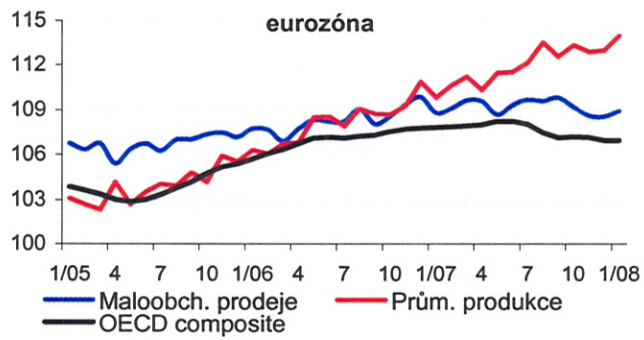
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



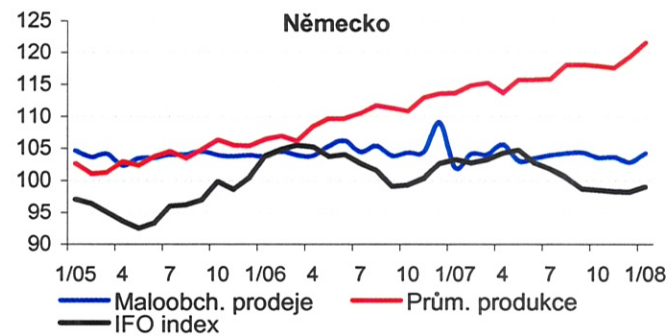
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



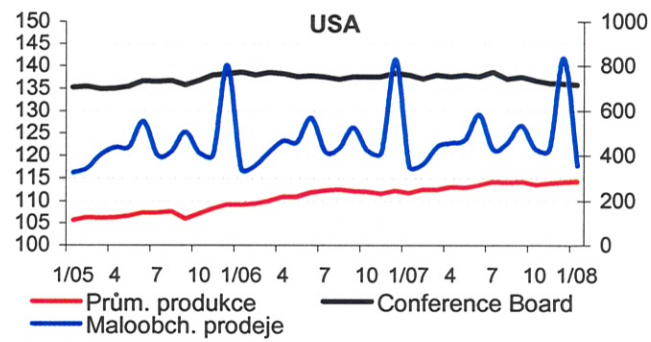
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

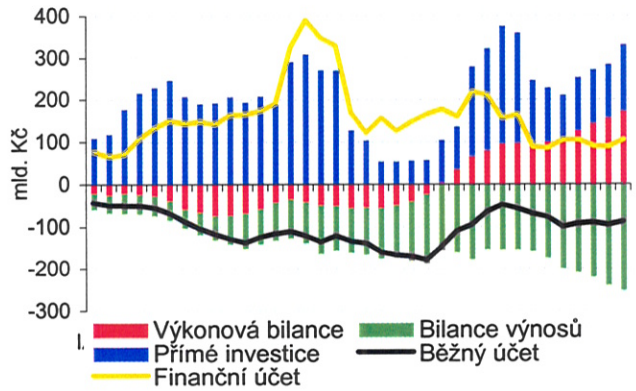


Předstihové ukazatele

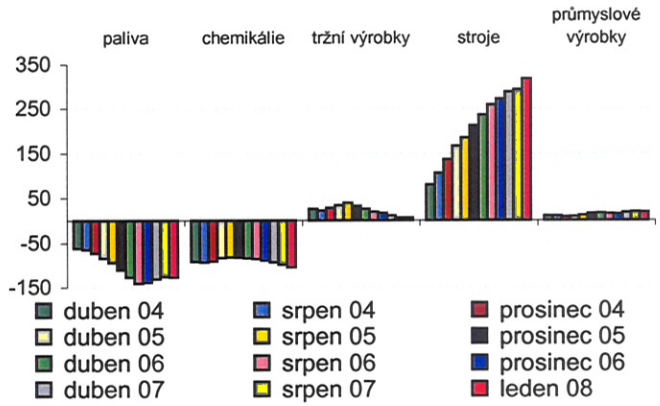


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

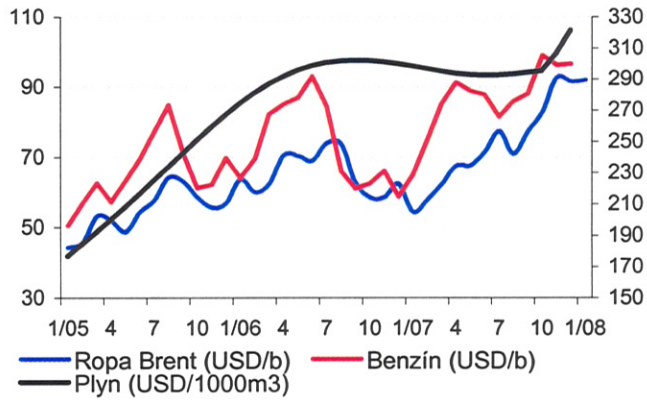
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. Kč)



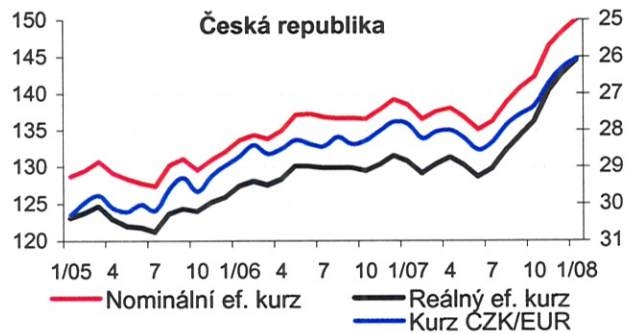
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR podle SITC (mld. Kč)



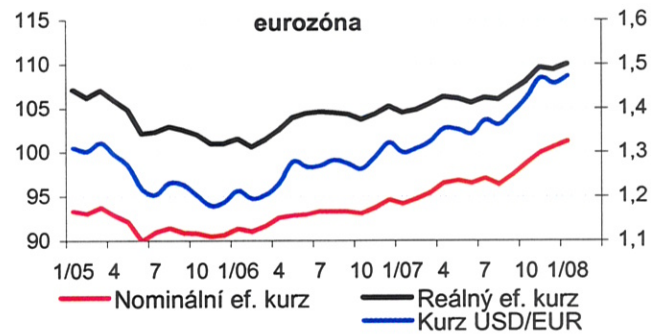
Ceny komodit (plyn - pravá osa)



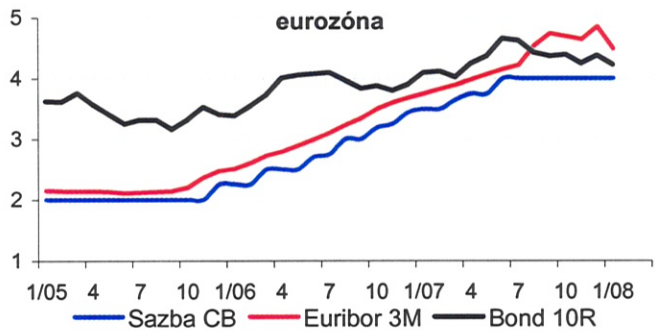
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



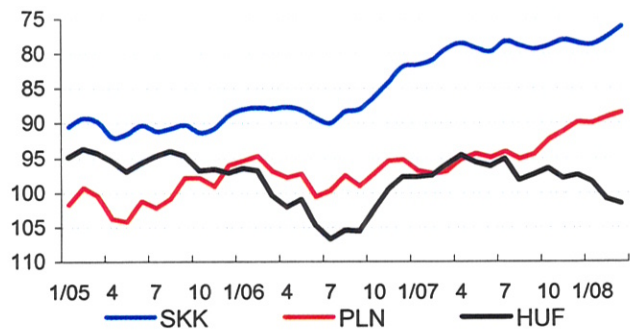
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



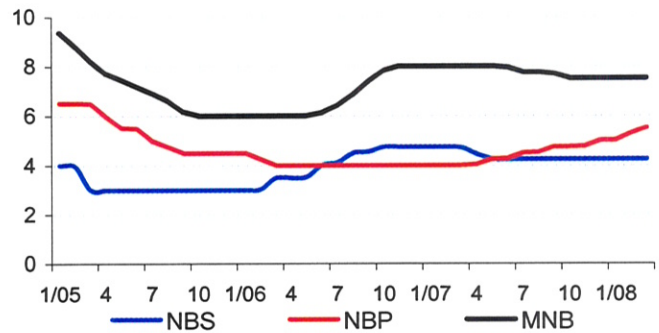
Úrokové sazby (%)



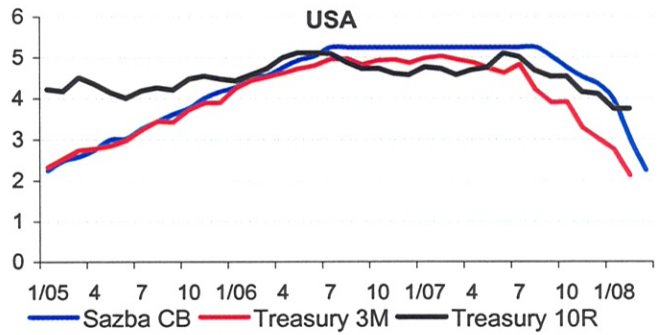
Měnové kurzy středoevropských zemí (rok 2000 = 100)



Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)

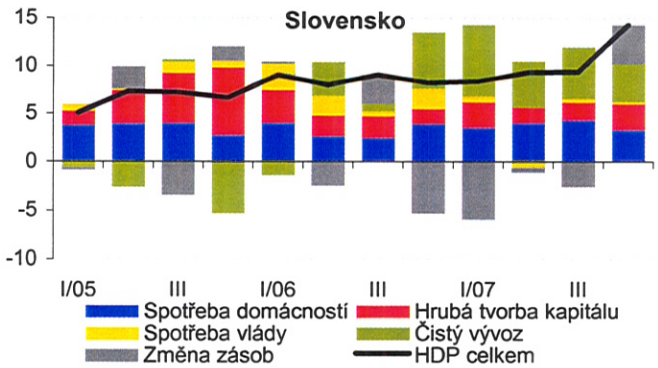


Úrokové sazby (%)

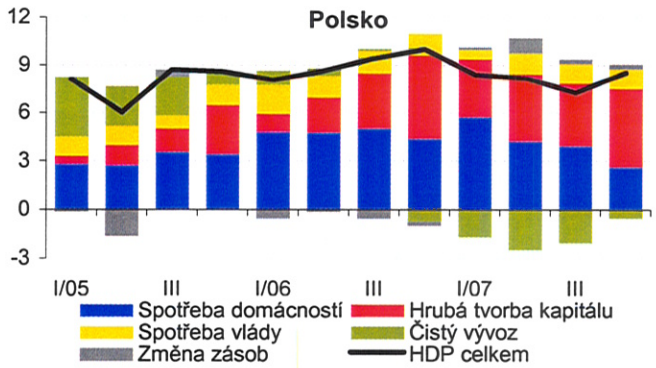


Středoevropské země

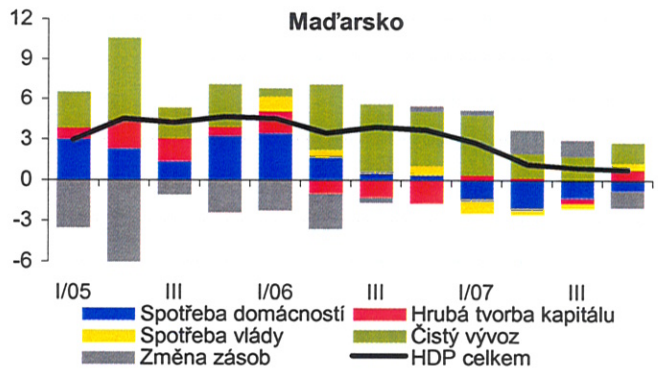
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



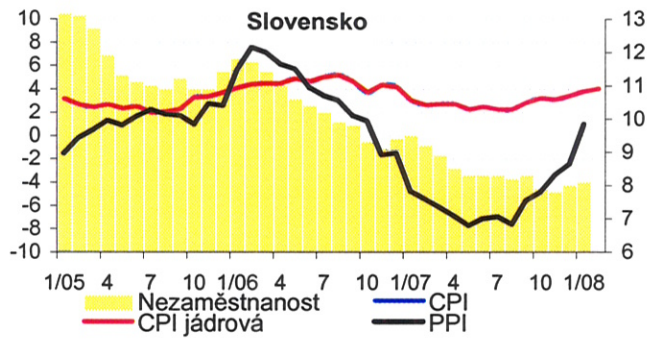
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



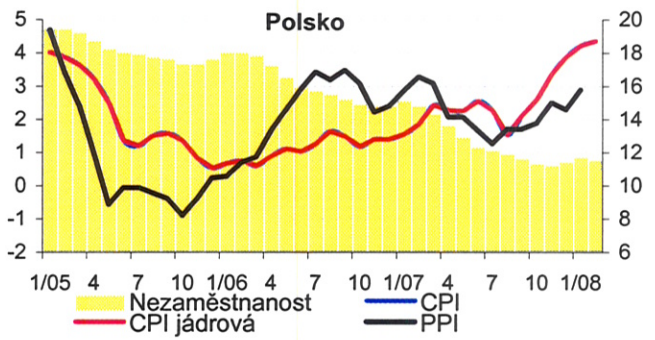
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



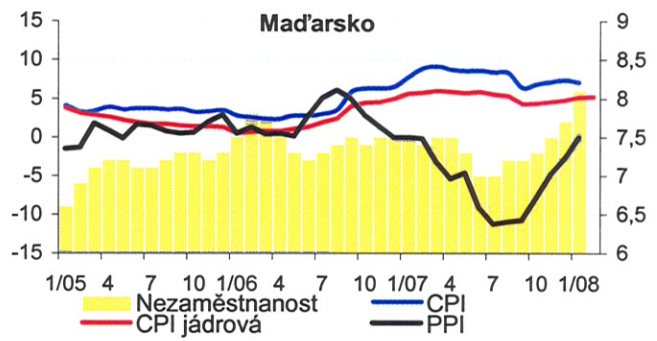
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



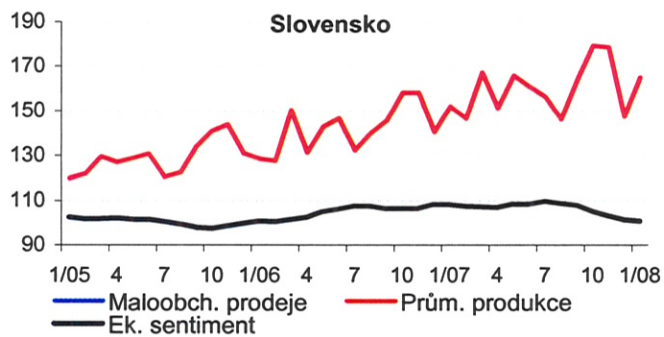
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



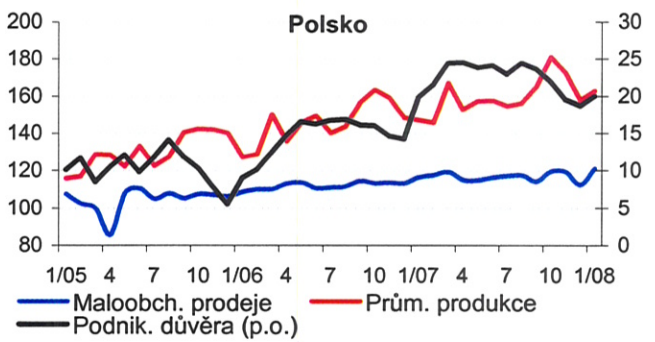
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) **(%)**



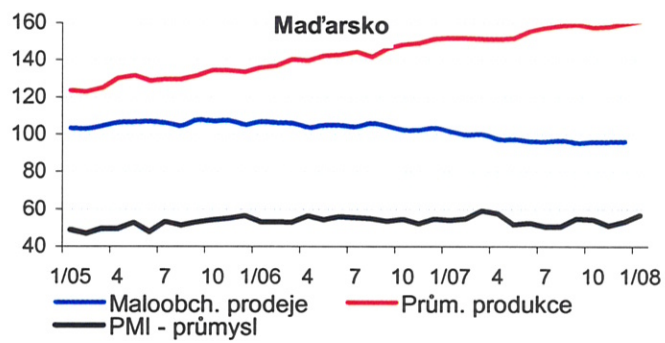
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

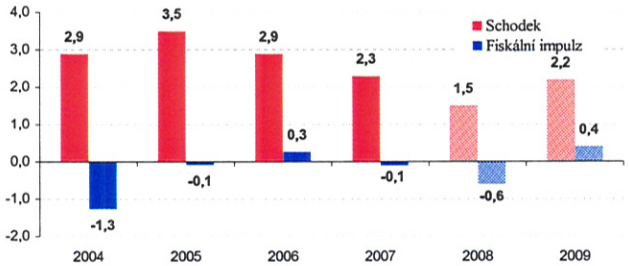


Předstihové ukazatele

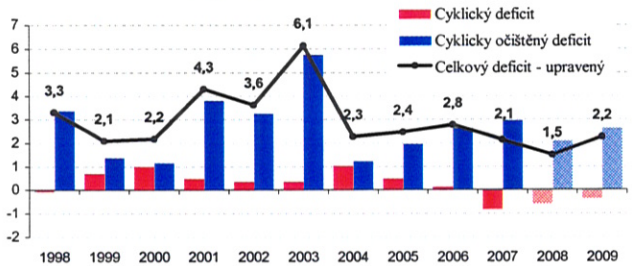


Fiskální politika

Deficit vládního sektoru a fiskální impulz, metodika ESA 95 (v % HDP, resp. v p.b.)

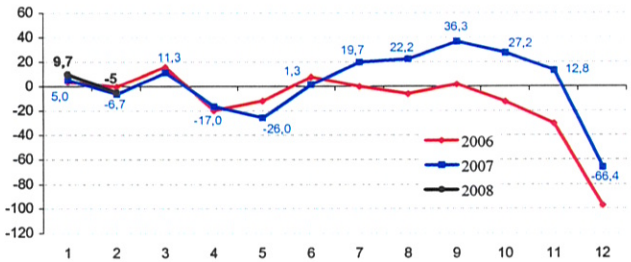


Cyklicky očištěný, cyklický a celkový defict vládního sektoru, metodika ESA 95 (v % HDP)



Pozn.: Deficity upravené o mimořádné jednorázové operace.

Pokladní plnění státního rozpočtu, metodika GFS 1986 (v mld. Kč)



Hospodaření veřejného sektoru - metodika ESA 95

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Údaje dle ČNB								
Deficit vládního sektoru (v % HDP)	6,8	6,6	2,9	3,5	2,9	2,3	1,5	2,2
(v mld. Kč)	166,8	170,0	80,9	104,2	94,5	83,4	56,8	92,3
Upravený deficit [a] (v % HDP)	3,6	6,1	2,3	2,4	2,8	2,1	1,5	2,2
Strukturální deficit [b] (v % HDP)	3,3	5,8	1,2	2,0	2,6	2,9	2,1	2,6
Fiskální pozice [c] (v p.b.)	-0,6	2,5	-4,5	0,7	0,7	0,3	-0,9	0,5
Fiskální impulz [d] (v p.b.)	1,2	0,3	-1,3	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	0,4
KOPR říjen 2007 - MF ČR								
Deficit vládního sektoru - EDP (v % HDP)	6,8	6,6	3,0	3,5	2,9	3,4	2,9	2,6
Notifikace k 1. 10. 2007 - ČSÚ								
Deficit vládního sektoru - EDP (v % HDP)		6,6	3,0	3,5	2,9	3,4		
Dluh vládního sektoru		30,1	30,4	30,2	30,1	30,4		

[a] Upraveno o mimořádné jednorázové operace; [b] cyklicky očištěný deficit upravený o mimořádné jednorázové operace; [c] měří meziroční změnu cyklicky očištěného salda; [d] odhaduje krátkodobý efekt příspěvku změny poptávkově relevantního salda VR k dynamice HDP.

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS 1986

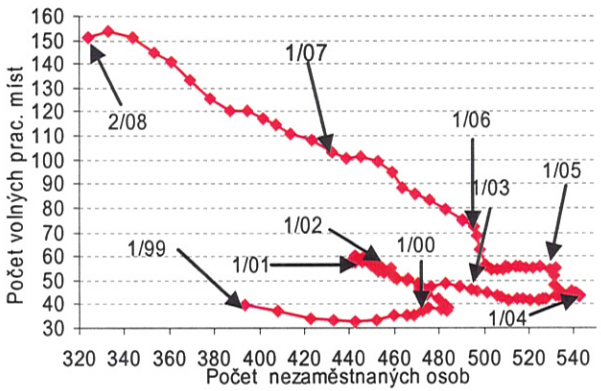
V mld. Kč:	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1-2/2007	1-2/2008
- DPH	154,9	164,8	184,2	208,4	217,8	236,4	38,2	37,7
- spotřební daň	79,8	84,3	96,0	110,5	119,6	139,0	21,2	24,8
- daně z příjmů PO	100,8	110,4	112,0	142,3	135,4	162,8	2,8	3,5
- daně z příjmů FO	115,2	124,0	133,2	143,7	136,9	152,0	23,6	25,2
- ostatní daně, cla a poplatky	34,6	36,1	32,4	26,4	28,3	36,8	5,3	6,2
Celkem	485,3	519,6	557,9	631,3	638,0	726,9	91,1	97,3
Meziroční změny v %:								
- DPH	1,9	6,4	11,8	13,2	4,5	8,5	-2,9	-1,4
- spotřební daň	4,7	5,6	13,9	15,1	8,2	16,2	6,9	16,9
- daně z příjmů PO	16,3	9,5	1,5	27,0	-4,8	20,2	17,0	26,0
- daně příjmů FO	10,1	7,6	7,5	7,8	-4,7	11,0	8,1	6,7
- ostatní daně, cla a poplatky		4,3	-10,2	-18,6	7,2	30,2	11,0	17,1
Celkem	7,2	7,1	7,4	13,2	1,1	13,9	3,3	6,9

Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS 1986

	SR 2008	Skutečnost		Rozdíl	
	zákon	1-2/2007	1-2/2008	3 - 2	3 - 1
	1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-70,8	-6,7	-5,0	1,7	65,8
v tom: operace státních aktiv	1,1	1,3	0,3	-1,0	-0,8
vliv rezervních fondů	0,0	8,5	10,0	1,5	10,0
vlastní běžné hospodaření SR	-71,9	-16,5	-15,3	1,2	56,6

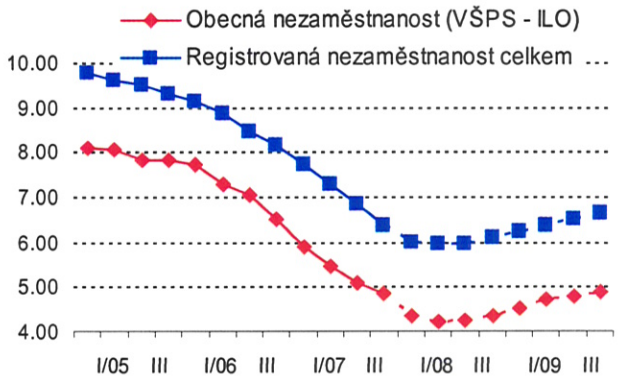
Trh práce (1)

Beveridgeova křivka



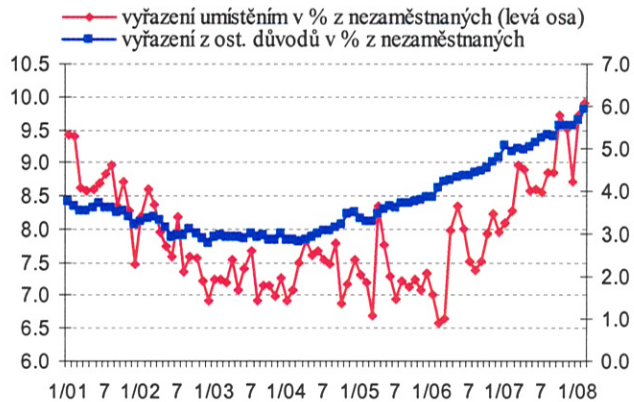
Pramen: MPSV, propočet ČNB
Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících

Míra nezaměstnanosti
(v procentech)



Pramen: MPSV, ČSÚ propočet ČNB
Poznámka: sezonně očištěno, u VŠPS – ILO věk 15 +

Toky nezaměstnaných

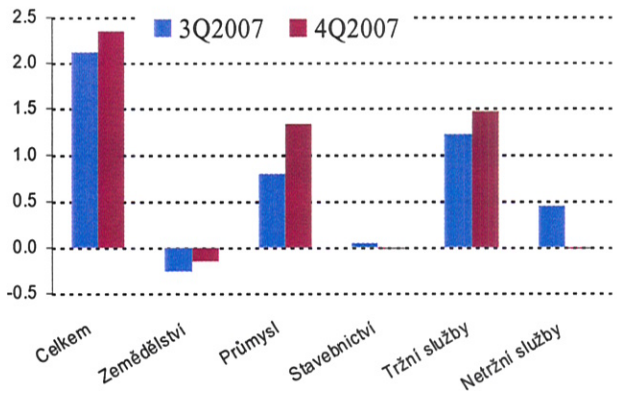


Pramen: MPSV, propočet ČNB
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD
(meziroční změna v %)

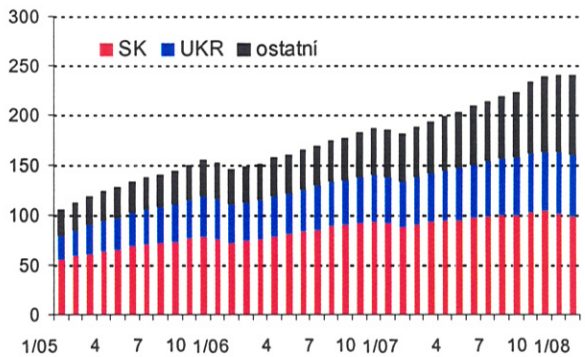
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnanců
(v procentních bodech)



Poznámka: meziroční změna pro celek, příspěvky pro jednotlivé části v p.b.

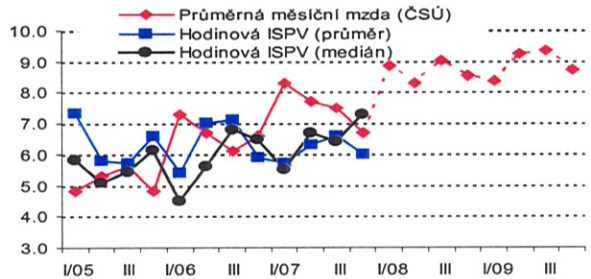
Evidovaná zaměstnanost cizinců
(počty osob v tisících)



Pramen: MPSV

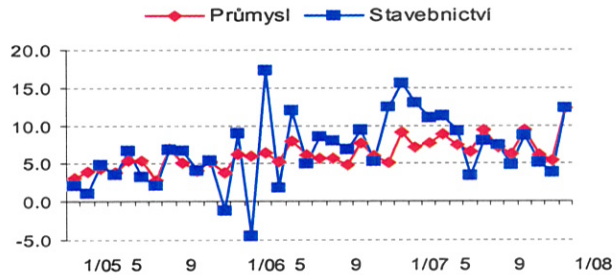
Trh práce (2)

Nominální mzda v podnikatelské sféře
(meziroční změny v %)

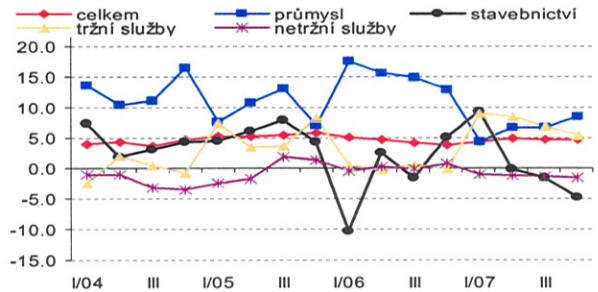


Pramen: ČSÚ, MPSV

Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví
(meziroční změny v %)

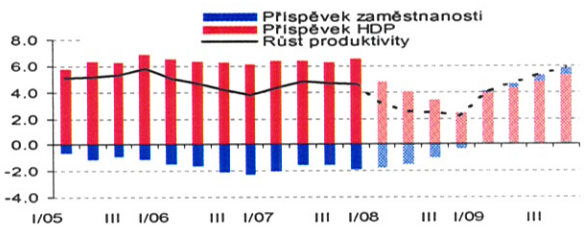


Produktivita práce
(meziroční změny v %)



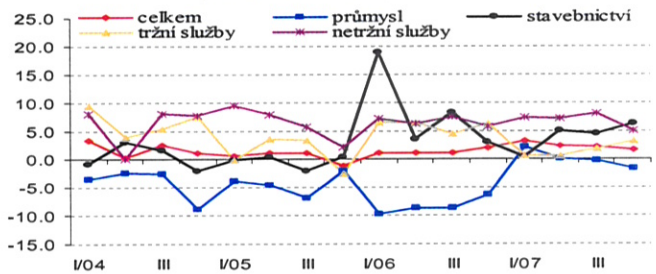
Poznámka: ESA 95

Příspěvky k růstu produktivity



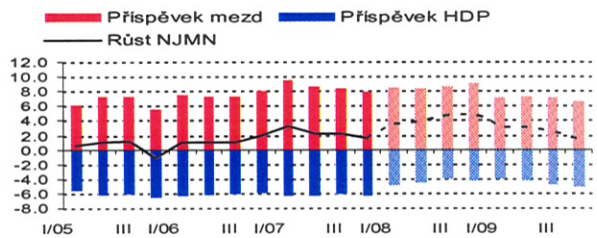
Poznámka: meziroční změna pro produktivitu, příspěvky pro HDP a zaměstnanost p.b.

NJMN
(meziroční změny v %)



Poznámka: objem mezd a platů na přidanou hodnotu ve s.c.

Příspěvky k růstu NJMN



Poznámka: meziroční změna pro NJMN, příspěvky pro HDP a zaměstnanost v p.b.

UKAZATEL	2004	2005	2006	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	-0.6	1.2	1.3	1.7	1.8	2.1	2.2	1.9	1.8	1.6	1.1	0.4	1.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4
z toho : zaměstnanci a)	-0.2	2.2	1.2	1.3	1.8	2.1	2.3	1.9	1.7	1.3	1.1	0.4	1.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.4
ostatní zaměstnaní	-2.4	-3.7	2.2	3.5	1.8	2.2	1.3	2.2	2.5	2.9	1.1	0.7	1.8	0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.1
Registrovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr za období	10.0	9.5	8.6	8.2	7.0	6.7	6.3	7.0	6.3	5.6	5.8	5.9	5.9	6.3	5.9	6.3	6.3	6.2
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr	8.3	7.9	7.1	6.0	5.3	5.1	4.8	5.3	4.5	4.1	4.3	4.3	4.3	4.6	4.5	4.7	4.8	4.6
NAIRU	8.4	8.2	8.0	7.4	7.2	7.0	6.9	7.1	6.6	6.3	6.3	6.3	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) b)	6.6	5.2	6.4	7.9	7.4	7.5	6.8	7.3	8.0	7.5	8.2	7.7	7.9	7.4	8.1	8.1	7.3	7.7
(reálná)	3.7	3.3	3.8	6.3	4.9	4.9	1.9	4.4	1.1	0.7	1.8	2.3	1.5	3.9	5.5	5.7	4.8	5.0
z toho: podnikatelská sféra (nominální)	6.9	5.1	6.7	8.3	7.7	7.5	6.7	7.5	9.2	8.5	9.5	8.8	9.0	8.4	9.3	9.3	8.2	8.8
nepodnikatelská sféra (nominální)	5.7	5.7	5.4	6.2	6.1	7.5	7.1	6.7	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) b)	6.4	7.6	7.7	9.6	9.3	9.8	9.3	9.4	9.8	8.9	9.4	8.1	9.1	7.3	7.7	7.5	6.5	7.3
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	1.8	0.4	1.3	3.2	2.2	2.2	1.5	2.3	3.5	3.6	4.4	4.1	3.9	3.1	3.0	2.4	1.4	2.5
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	4.1	5.3	4.4	4.3	4.8	4.7	4.6	4.6	3.0	2.7	2.7	3.0	2.9	4.0	4.7	5.3	5.9	5.0

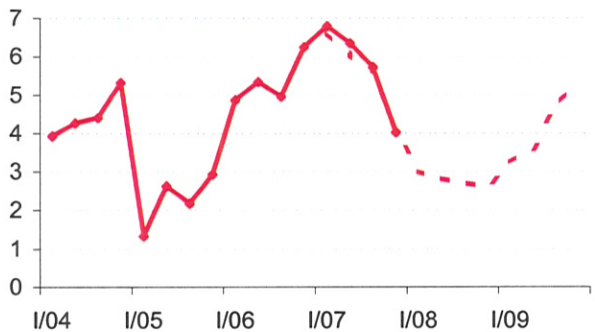
Pramen: ČSÚ, MPSV, propočet ČNB

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

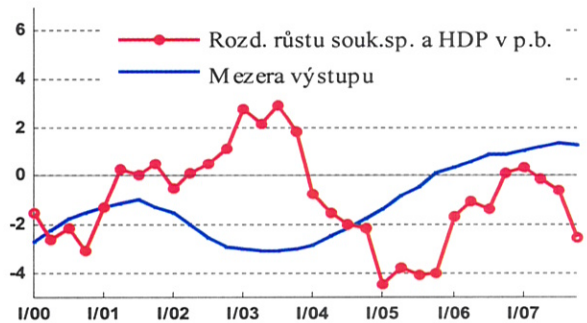
b) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnanci v NH

Ekonomický růst (1)

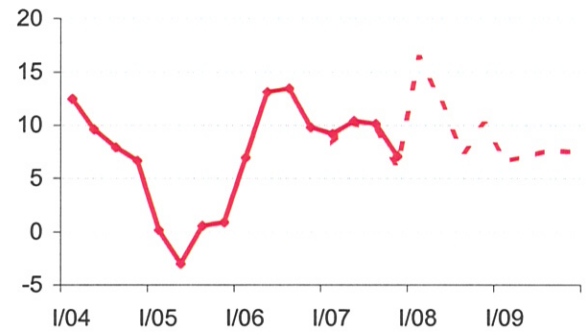
Spotřeba domácností (mzr. v %)



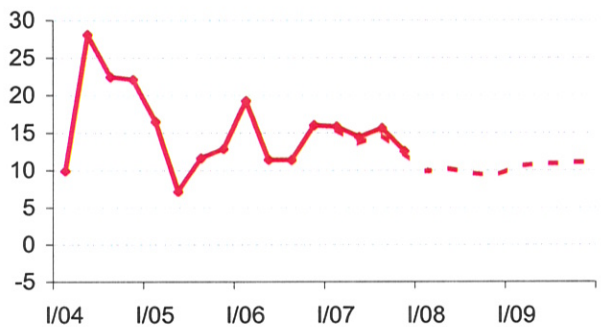
Spotřeba a hospodářský cyklus (v %)



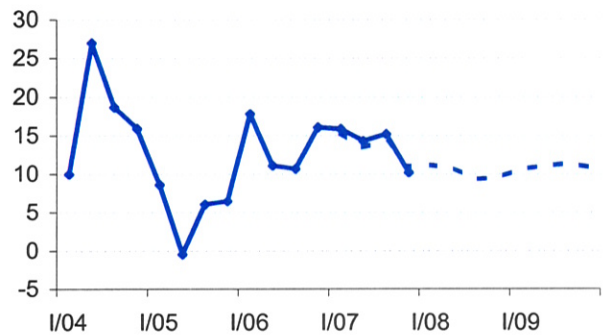
Hrubá tvorba kapitálu (mzr. v %)



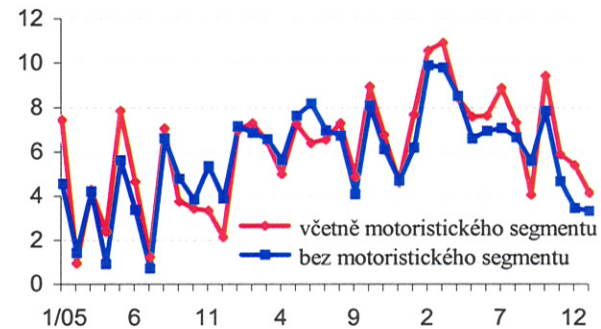
Vývoz (mzr. v %)



Dovoz (mzr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c. mzr. v %)

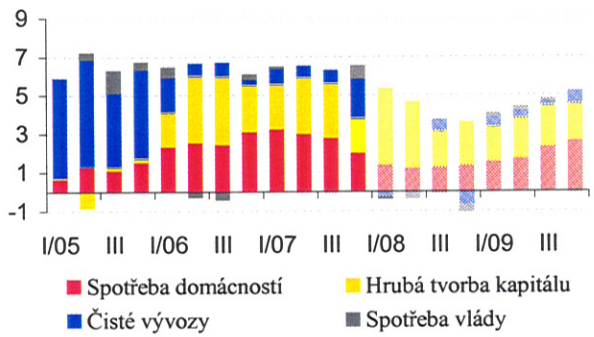


HDP a jeho složky (stálé ceny roku 2000, meziroční změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza z 1.SZ

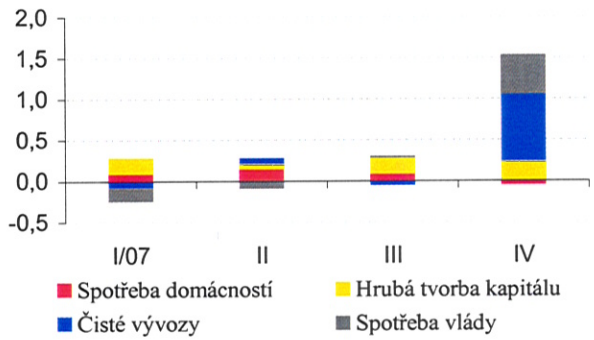
	2004	2005	2006	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009
Hrubý domácí produkt	4.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.3	6.6	6.5	4.9	4.4	3.8	3.5	4.1	4.0	4.3	4.8	5.3	4.6
Spotřeba domácností	2.9	2.3	5.4	6.8	6.3	5.7	4.0	5.7	3.0	2.8	2.7	2.6	2.8	3.2	3.6	4.7	5.3	4.3
Spotřeba vlády	-3.5	2.2	0.0	0.7	-0.3	-0.3	3.1	0.9	-1.5	-2.4	-0.4	0.4	-1.0	1.0	1.4	0.9	-0.3	0.7
Hrubá tvorba fixního kapitálu	3.9	2.3	5.5	5.3	5.2	5.5	8.0	6.1	7.7	8.0	7.5	7.9	7.8	8.7	8.7	9.1	9.3	8.9
Vývoz zboží a služeb	20.7	11.8	14.4	15.8	14.4	15.6	12.5	14.5	9.8	10.2	9.5	9.2	9.7	10.5	10.8	10.9	11.1	10.8
Dovoz zboží a služeb	17.9	5.0	13.8	15.8	14.2	15.1	10.2	13.7	11.1	10.7	9.3	9.6	10.1	10.6	11.0	11.3	10.8	10.9
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	-153.7	-21.8	-11.7	16.2	2.0	-6.0	-3.9	8.2	9.6	-2.3	-3.7	-15.5	-12.1	9.6	-4.2	-7.2	-14.6	-16.5
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	6.2	0.8	0.4	2.3	0.3	0.8	0.5	0.3	1.3	-0.3	-0.5	-2.0	-0.4	1.3	-0.5	-0.9	-1.8	-0.5

Ekonomický růst (2)

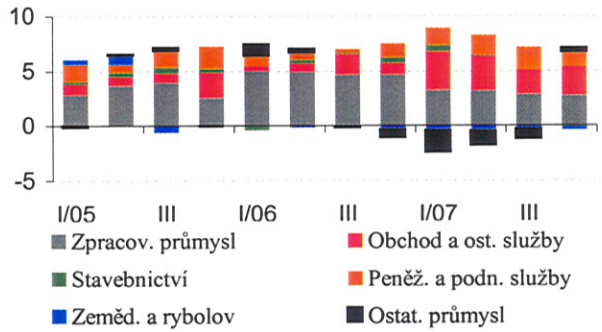
Přísp. k mzr. růstu HDP - skut. a progn. 1.SZ



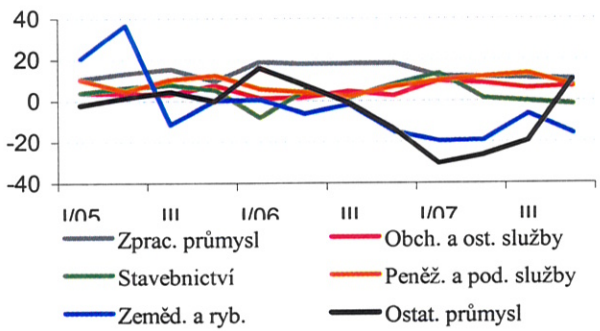
Příspěvky revizí dat k růstu HDP 2.SZ-1.SZ



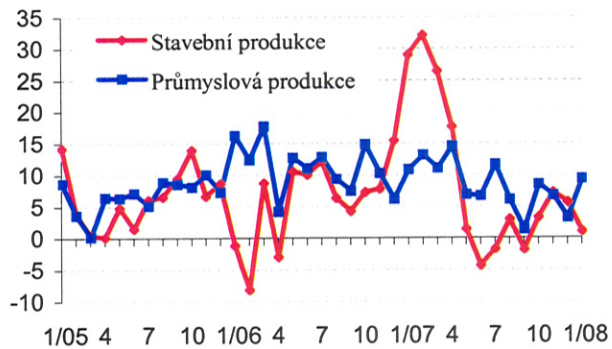
Příspěvky odvětví k mzr. růstu hr. přid. hodn.



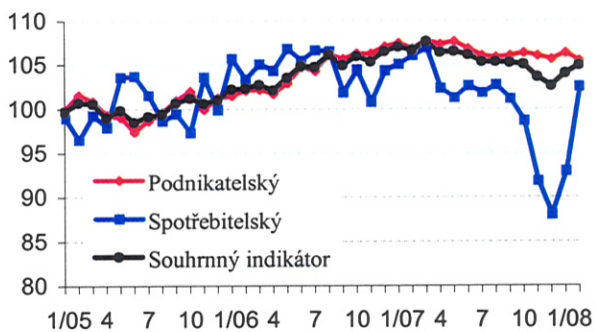
Růst HDP v odvětvích (mzr. v %)



Indexy produkce (mzr. v %)



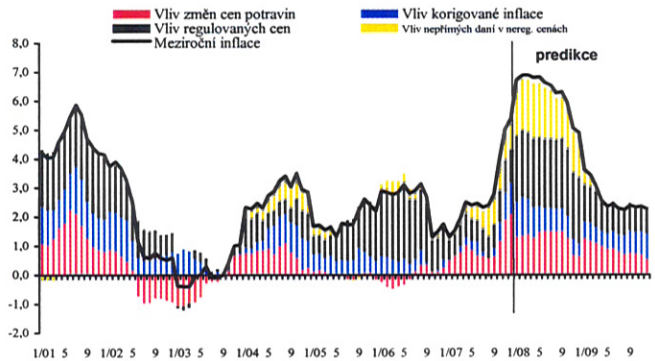
Indikátory důvěry (2005 = 100)



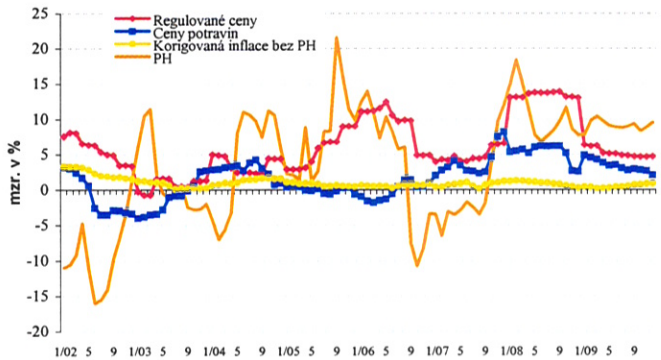
Inflace (1)

*) Predikce 1. SZ 2008

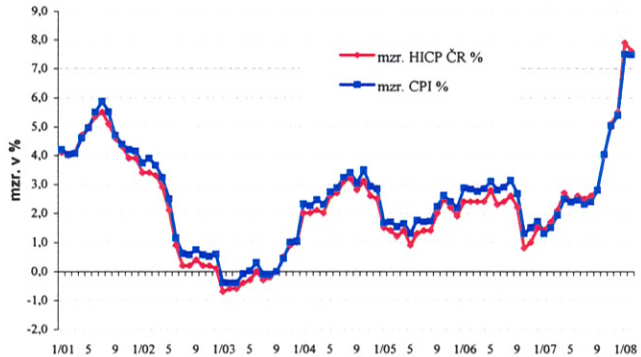
Struktura mzr. růstu spotřebitelských cen *)



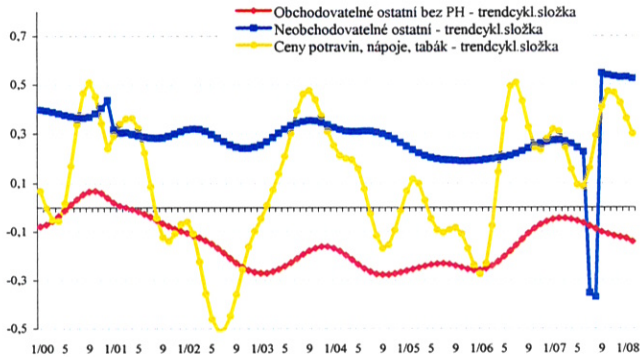
Skutečnost a predikce vývoje složek inflace



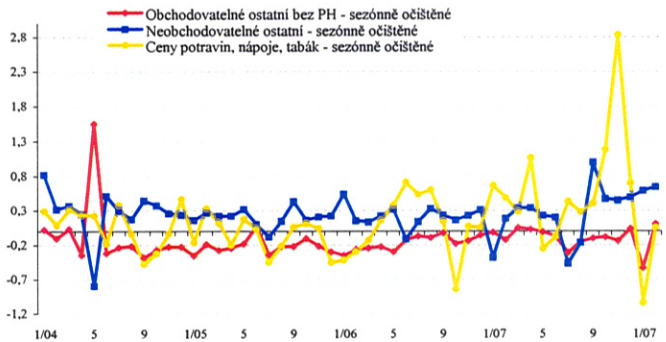
HICP a CPI v ČR (mzr.)



Trendové složky tržních částí inflace

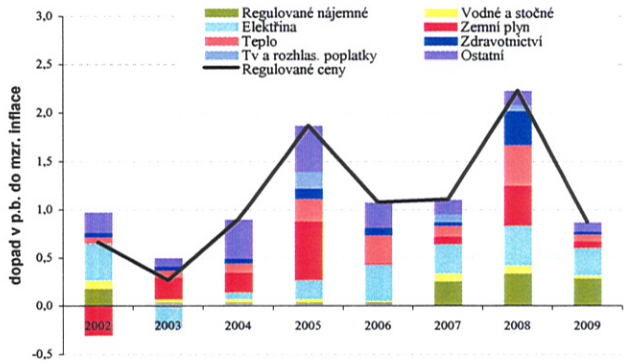


Sezonně očištěné tržní částí inflace



*) Predikce 1. SZ 2008

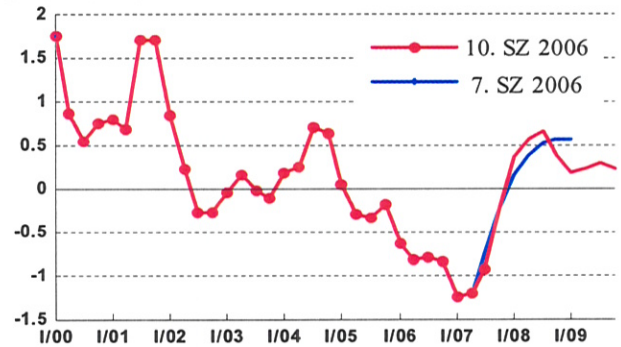
Struktura mzr. růstu regulovaných cen *)



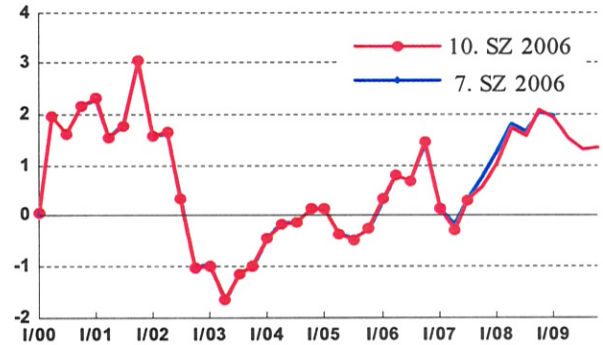
Meziroční růsty ke koncům období	Skutečnost 2004	2005	2006	1.Q 07	2.Q 07	3.Q 07	4.Q 07	leden 08	únor 08	*) Predikce 1. SZ 2008 leden 08	únor 08	březen 08	2.Q 08	3.Q 08	4.Q 08	1.Q 09	2.Q 09	3.Q 09	4.Q 09
Index spotřebitelských cen	**2,8**	**2,2**	**1,7**	**1,9**	**2,5**	**2,8**	**5,4**	**7,5**	**7,5**	**6,7**	**6,9**	**6,9**	**6,6**	**6,3**	**4,9**	**3,1**	**2,4**	**2,4**	**2,3**
Regulované ceny	4,4	9,0	4,9	4,1	4,0	4,6	6,5	15,0	14,9	13,1	13,1	13,1	13,7	13,9	13,0	6,2	5,1	4,7	4,7
Primární dopady změn daní v REGUL. cenách v p.b.	*0,16*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,39*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Primární dopady změn daní v NEREGUL. cenách v p.b.	*0,76*	*0,00*	*0,16*	*0,21*	*0,55*	*1,09*	*1,09*	*1,82*	*1,68*	*1,82*	*1,78*	*1,85*	*1,80*	*1,43*	*1,43*	*0,28*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	0,9	-0,7	0,9	3,2	2,7	2,5	8,2	6,3	5,9	5,3	5,4	5,7	6,2	6,2	2,5	4,3	3,5	2,9	2,1
Korigovaná inflace bez PH	**1,6**	**0,5**	**0,8**	**0,6**	**1,0**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**2,0**	**1,2**	**1,3**	**1,2**	**1,0**	**0,8**	**0,3**	**0,2**	**0,4**	**0,7**	**0,9**
Ceny pohonných hmot - čisté	5,9	9,8	-3,4	-3,1	-1,7	-1,8	12,0	14,5	15,9	14,9	18,3	15,0	6,8	9,7	7,7	10,4	8,9	9,3	9,6
Měnověpolitická inflace	**1,9**	**2,2**	**1,6**	**1,7**	**1,9**	**1,7**	**4,3**	**5,3**	**5,4**	**4,5**	**4,7**	**4,6**	**4,5**	**4,5**	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,4**	**2,3**

Inflace (2)

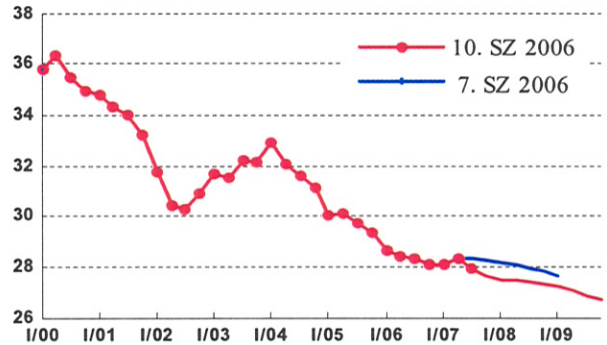
Úrokový diferenciál ročních domácích a zahraničních nominálních sazeb



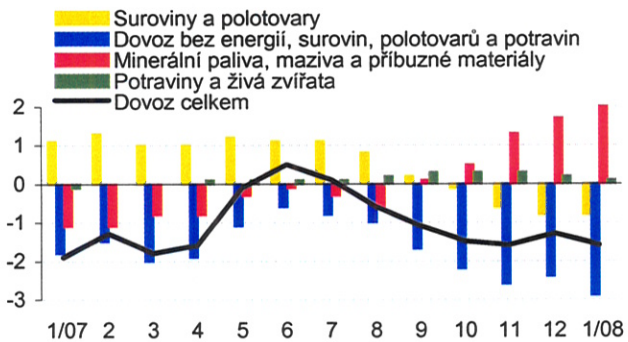
Diferenciál v inflačních očekáváních domácí a zahraniční inflace



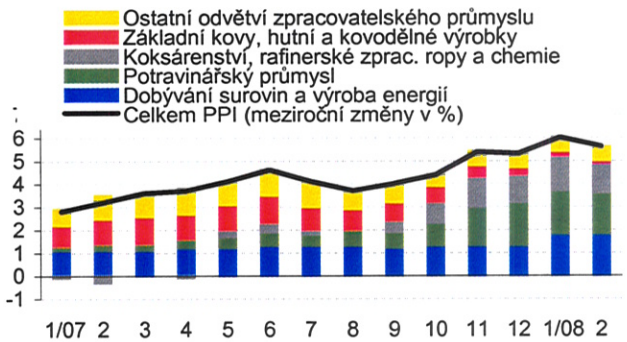
Nominální kurz CZK/EUR



Struktura meziročního růstu dovozních cen



Struktura mzr. růstu cen průmyslových



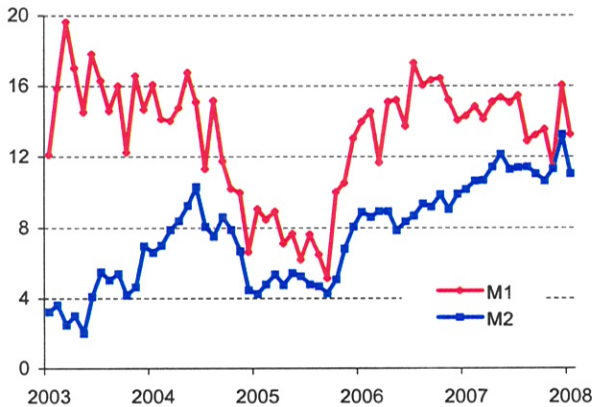
Struktura mzr. růstu cen zemědělskýchvýrobců (v %)

Predikce jednotlivých segmentů dovozních cen (mzr. v %)

	2004	2005	I/06	II	III	IV	I/07	II	III	IV	I/08	II	III	IV	I/09	II	III	IV
Dovozní ceny	1.6	-0.5	1.6	0.6	0.2	-1.4	-1.7	-0.4	-0.5	-1.5	-0.4	-2.5	-2.8	0.0	0.4	1.0	1.3	1.2
Dovozní ceny bez energií a potravin	1.2	-3.0	-1.5	-1.5	-0.4	-0.8	-0.8	0.0	-0.5	-3.4	-2.9	-4.2	-4.3	-0.9	-0.3	0.3	0.6	0.6
Dovozní ceny potravin	2.5	-1.3	-1.0	-0.7	0.1	-1.5	-0.6	1.9	4.3	5.2	4.1	1.9	-0.9	-1.4	-0.8	-0.3	0.1	0.2
Dovozní ceny energií	6.9	31.3	38.9	21.6	5.3	-6.5	-9.4	-4.1	-2.5	10.4	16.8	8.6	8.0	8.1	6.7	7.4	7.3	6.4
Nominální kurz Kč/EUR	30.9	29.8	28.6	28.4	28.3	28.0	28.0	28.3	27.9	26.8	26.3	26.1	25.9	25.8	25.8	25.6	25.4	25.3
Nominální kurz Kč/EUR meziročně	0.2	-6.5	-4.7	-5.8	-4.5	-4.3	-2.0	-0.4	-1.4	-4.3	-6.2	-7.7	-7.3	-3.8	-1.9	-1.9	-1.9	-2.1

Peníze a úvěry (1)

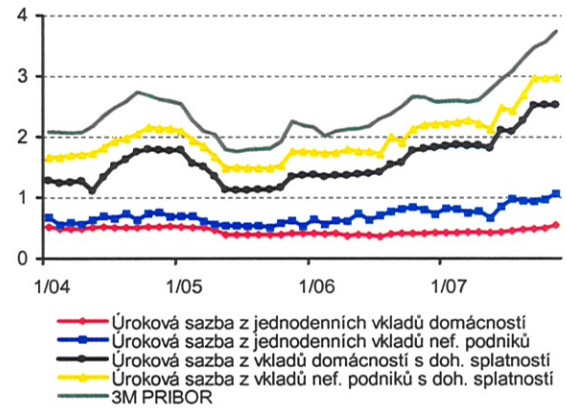
Peněžní agregáty M1 a M2
(měsíční údaje, mzr. změny v %)



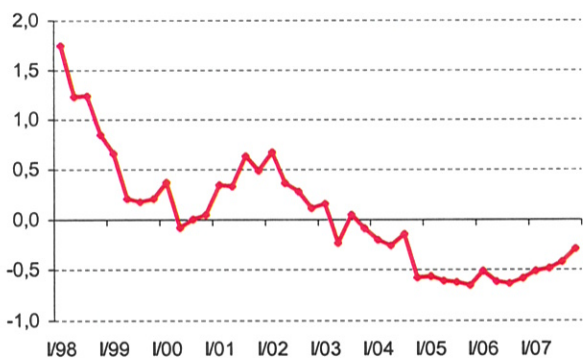
Struktura peněžních agregátů
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, mzr. změny v %)

	II/07	III/07	IV/07	12/07	1/08	Podíly na M2 v % 1/08
M1	15,1	13,8	13,6	16,0	13,2	58,5
Oběživo	12,6	11,3	10,3	9,8	10,0	13,2
Jednodenní vklady	15,9	14,6	14,7	18,0	14,2	45,3
M2-M1 (kvazi-peníze)	7,2	7,9	9,1	9,6	8,0	41,5
Vklady s dohod. splatností	4,7	5,2	5,1	5,2	2,5	27,8
Vklady s výpovědní lhůtou	18,4	16,2	18,7	18,8	19,7	13,1
Repo operace	-49,7	-11,2	27,8	71,8	64,9	0,6
M2	11,6	11,2	11,7	13,2	11,0	100,0

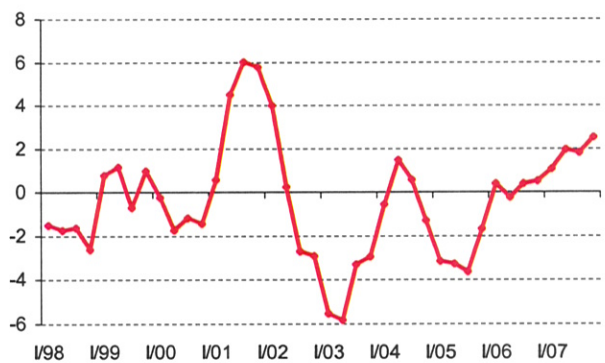
Úrokové sazby z vkladů zahrnutých v M2
(nové obchody, v %)



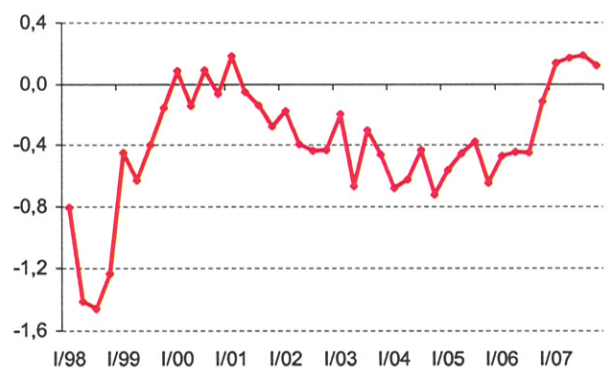
Peněžní převis
(v %)



Nominální peněžní mezera
(v %)

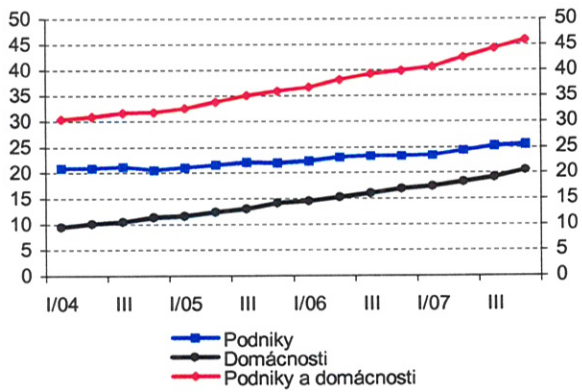


Reálná peněžní mezera
(v %)



Peníze a úvěry (2)

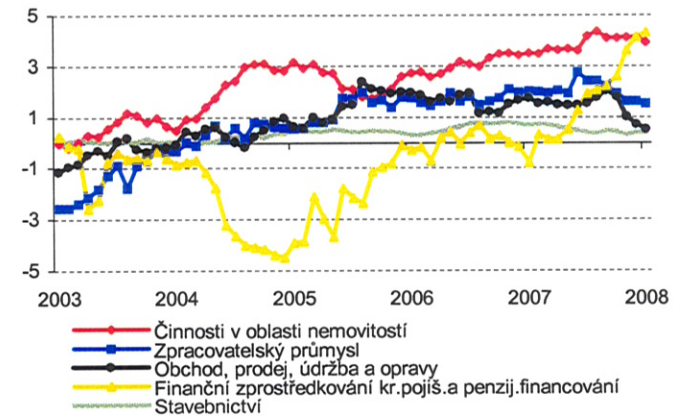
Poměry úvěrů k HDP
(v %)



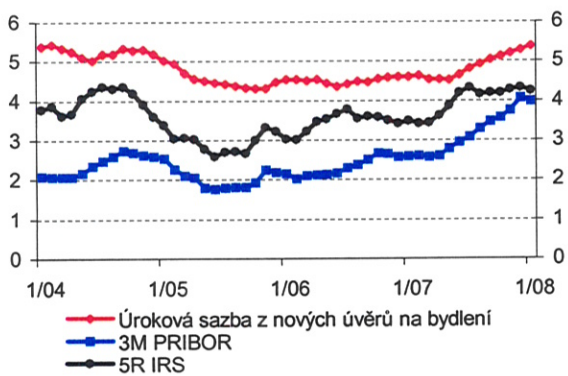
Struktura úvěrů
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, mzr. změny v %)

	II/07	III/07	IV/07	12/07	1/08	Podíly na celkových úvěrech v % 1/08
Nefinanční podniky	19,0	20,4	18,1	17,3	16,9	45,9
Úvěry do 1 roku	11,0	17,7	22,7	26,0	26,4	18,3
Úvěry od 1 roku do 5 let	20,9	17,8	8,2	5,4	2,8	9,8
Úvěry nad 5 let	26,6	25,0	19,8	16,3	16,7	17,7
Domácnosti	31,4	31,8	33,3	34,3	34,1	44,9
Spotřebitelské úvěry	26,3	27,7	27,0	26,0	27,2	8,6
Úvěry na bydlení	33,6	34,0	35,6	37,5	37,4	31,8
Ostatní	27,3	25,8	30,5	29,4	25,7	4,5
Finanční neměn. instituce	-5,0	5,2	16,3	43,2	39,0	9,2
Úvěry celkem	21,3	23,5	25,3	26,6	26,0	100,0

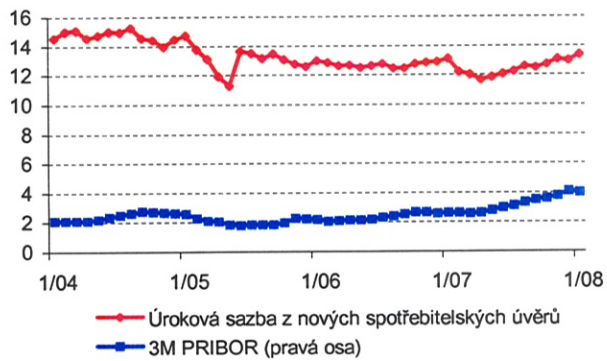
Vybraná odvětví podílející se na růstu celkových úvěrů
(příspěvky v p.b.)



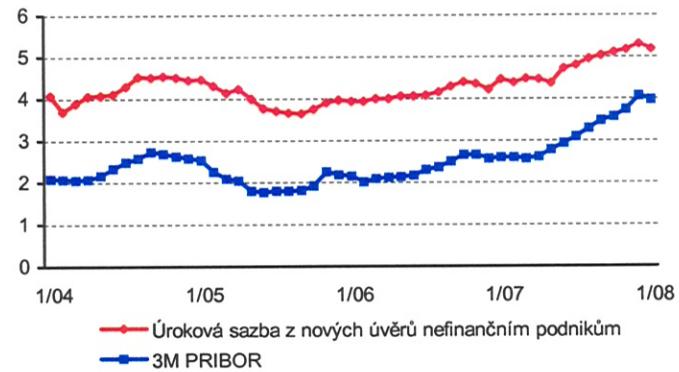
Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení
(v %)



Úroková sazba z nových spotřebitelských úvěrů
(v %)

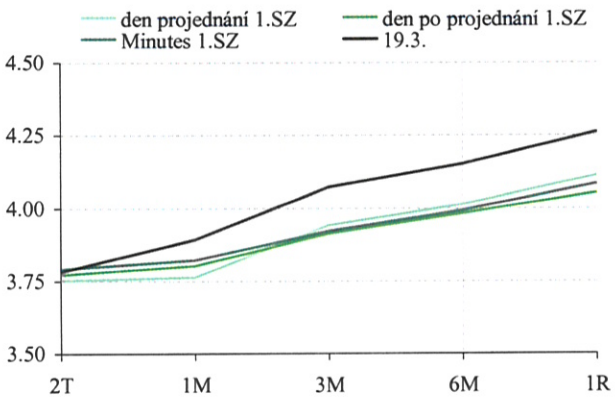


Úroková sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům
(v %)

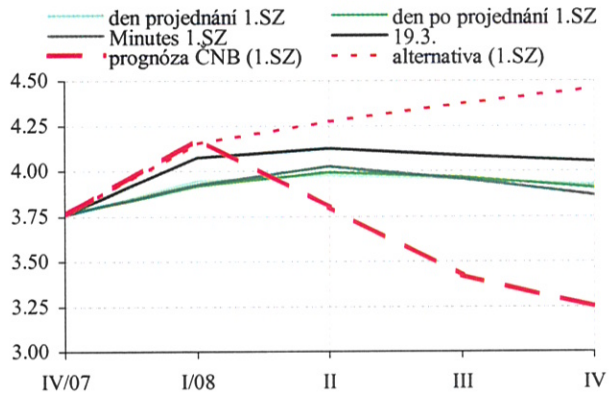


Úrokové sazby

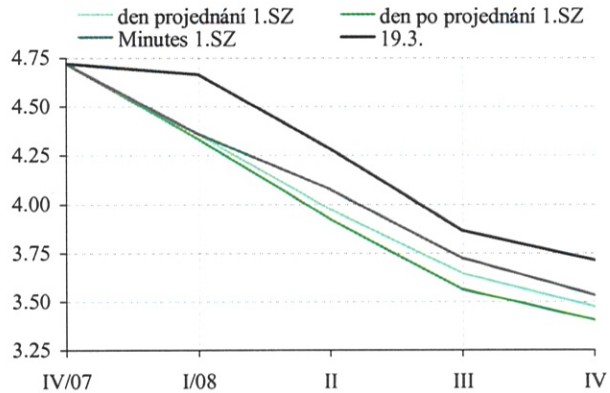
Výnosové křivky PRIBOR
(v %)



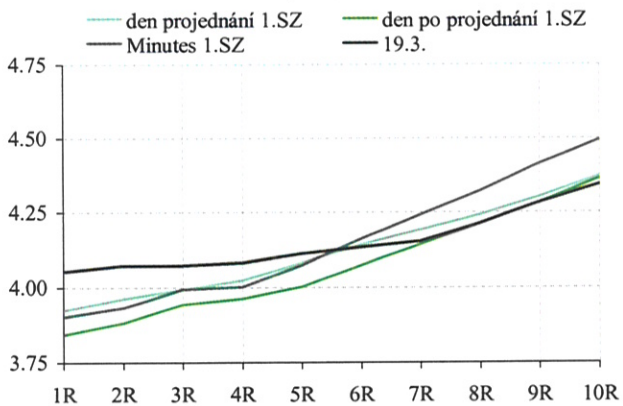
FRA CZK
(v %)



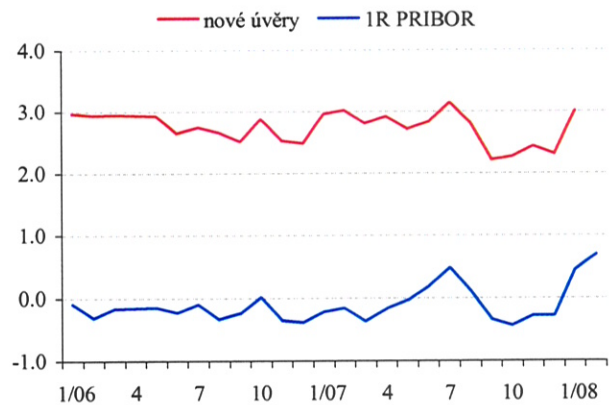
FRA EUR
(v %)



Výnosové křivky IRS CZK
(v %)

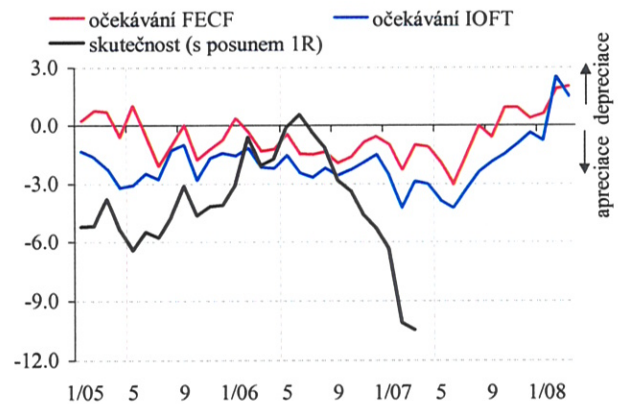


Reálné úrokové sazby ex ante
(v %)



Poznámka: deflováno indexem spotřebitelských cen, který je očekáván účastníky fin. trhu

Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok
(v %)



Poznámka: FECF - Foreign Exchange Consensus Forecasts
IOFT - Inflační očekávání finančního trhu

Aktualizace vývoje exogenních faktorů na základě 3. CF a aktuálních tržních výhledů

Zahraniční 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	4,3	2,8	2,1	1,7	3,2	3,8	3,3	3,0	1,8	1,6	1,9	2,2	2,3
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) 2)	2,0	2,0	1,7	1,4	1,8	1,9	2,0	2,7	2,8	2,6	2,5	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0
cena ropy Brent (USD/barel) 3)	62,0	69,8	70,2	59,6	58,1	68,7	74,9	88,8	94,4	103,5	102,0	100,7	99,7	98,7	97,9	97,2
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	29,7	35,3	13,9	4,7	-6,3	-1,5	6,7	48,9	62,5	50,5	36,1	13,4	5,6	-4,6	-4,0	-3,5
cena benzínu (USD/t) 4)	568,4	710,7	680,3	528,4	555,3	742,1	711,1	789,7	828,3	911,7	898,0	859,0	863,0	980,6	928,9	876,1
mzr. změna ceny benzínu (v %)	30,9	38,8	5,1	-2,7	-2,3	4,4	4,5	49,5	49,2	22,9	26,3	8,8	4,2	7,6	3,4	2,0
Zahraniční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) 5)	2,7	2,6	2,7	3,4	3,2	2,6	2,6	2,0	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9
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	1,448	1,479	1,503	1,484	1,464	1,436	1,410	1,394	1,384
nominální kurz CZK za 1 USD	23,8	22,6	22,2	21,8	21,4	21,0	20,3	18,5	17,3	17,4	17,4	17,6	18,0	18,2	18,2	18,3
nominální kurz CZK za 1 EUR	28,6	28,4	28,3	28,0	28,0	28,3	27,9	26,8	25,6	26,1	25,9	25,8	25,8	25,6	25,4	25,3
1R Euribor 7)	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	4,6	4,7	4,4	3,6	3,1	3,1	3,2	3,8	4,0	3,8

Poznámky:

1) vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtleti odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celorok

2) vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtleti odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celorok

3) výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts

4) předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts.

5) vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtleti odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celorok

6) zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku

7) propočet je odvozen z průměrných tržních forwardů pro horizonty 1Q až 10Q a maturitu 1Y ke dni zjišťování Consensus Forecasts.

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 1. situační zprávu 2008

Zahraniční 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 (mzr. v p.b.)								0,5	0,8	0,7	0,7	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)								0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
cena ropy Brent (USD/barel)								0,0	-0,1	11,4	10,7	10,2	10,0	9,7	9,5	9,3
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b)								0,0	-0,3	16,6	14,2	11,5	10,7	-1,3	-0,8	-0,5
cena benzínu (USD/t)								0,0	-18,2	65,7	74,0	85,0	81,0	92,8	87,4	81,8
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)								0,0	-3,3	8,8	10,4	10,8	11,8	2,6	1,3	-0,6
Zahraniční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR								0,000	0,006	0,032	0,028	0,032	0,032	0,025	0,023	0,021
nominální kurz CZK za 1 USD								0,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
nominální kurz CZK za 1 EUR								0,0	-0,7							
1R Euribor (v p.b.)								0,0	0,2	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1

Odbor vnějších ekonomických vztahů: J. Hošek
Tel.: 495 711 319 nebo l. 2724

Klíčové makroeconomické indikátory

		roky															čtvrtletí roku 2007				čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009			
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA																												
Hrubý domácí produkt																												
HDP	mld. Kč, stálé ceny	2033,7	2115,6	2100,1	2084,2	2112,1	2189,2	2242,9	2285,5	2367,8	2474,0	2631,7	2799,0	2979,8	3092,2	3234,9	697,2	758,5	753,2	770,8	731,2	790,2	780,1	790,7	760,4	824,3	817,6	832,5
HDP	%, meziročně, reálné	.	4,0	-0,7	-0,8	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,4	6,4	6,5	4,1	4,6	6,5	6,5	6,3	6,6	4,9	4,4	3,8	3,5	4,0	4,3	4,8	5,3
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné	.	8,4	2,2	-0,8	2,8	1,3	2,3	2,2	6,0	2,9	2,3	5,4	5,7	2,8	4,3	6,8	6,3	5,7	4,0	3,0	2,8	2,7	2,6	3,2	3,6	4,7	5,3
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné	.	-0,9	3,0	-1,6	3,7	0,7	3,6	6,7	7,1	-3,5	2,2	0,0	0,9	-1,0	0,7	0,7	-0,3	-0,3	3,1	-1,5	-2,4	-0,4	0,4	1,0	1,4	0,9	-0,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	%, meziročně, reálné	.	9,9	-5,7	-0,9	-3,3	5,1	6,6	5,1	0,4	3,9	2,3	5,5	6,1	7,8	8,9	5,3	5,2	5,5	8,0	7,7	8,0	7,5	7,9	8,7	8,7	9,1	9,3
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné	.	5,5	8,4	10,4	5,4	16,5	11,2	2,1	7,2	20,7	11,8	14,4	14,5	9,7	10,8	15,8	14,4	15,6	12,5	9,8	10,2	9,5	9,2	10,5	10,8	10,9	11,1
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné	.	12,1	6,9	8,3	4,9	16,3	12,8	5,0	8,0	17,9	5,0	13,8	13,7	10,1	10,9	15,8	14,2	15,1	10,2	11,1	10,7	9,3	9,6	10,6	11,0	11,3	10,8
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny	-23,5	-85,2	-76,5	-61,7	-59,7	-66,1	-96,7	-146,4	-170,5	-153,7	-21,8	-11,7	8,2	-12,1	-16,5	16,2	2,0	-6,0	-3,9	9,6	-2,3	-3,7	-15,5	9,6	-4,2	-7,2	-14,6
Podílové ukazatele																												
Výdaje na konečnou spotřebu domácností / HDP	%, reálné	48,8	50,8	52,3	52,3	53,0	51,8	51,8	51,9	53,1	52,3	50,3	49,8	49,5	48,9	48,8	49,1	48,6	49,9	50,2	48,1	47,9	49,4	50,3	47,8	47,5	49,4	50,3
Výdaje na konečnou spotřebu vlády / HDP	%, reálné	21,6	20,6	21,4	21,2	21,7	21,1	21,3	22,3	23,1	21,3	20,5	19,2	18,2	17,3	16,7	18,2	17,5	17,3	19,8	17,3	16,5	16,6	19,0	16,8	16,0	16,0	18,0
Tvorba hrubého fixního kapitálu / HDP	%, reálné	28,8	30,5	28,9	28,9	27,6	28,0	29,1	30,0	29,1	29,0	27,8	27,6	27,5	28,5	29,7	26,3	27,4	27,7	28,6	26,8	28,6	28,8	29,7	28,0	29,8	29,9	30,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu / HDP	%, nominálné	31,5	32,1	29,9	28,2	27,0	28,0	28,0	27,5	26,7	25,8	25,0	24,6	24,1	24,4	25,1	23,1	24,0	24,3	24,9	23,3	24,5	24,6	24,9	23,9	25,3	25,4	25,6
Čistý vývoz / HDP	%, reálné	-1,2	-4,0	-3,6	-3,0	-2,8	-3,0	-4,3	-6,4	-7,2	-6,2	-0,8	-0,4	0,3	-0,4	-0,5	2,3	0,3	-0,8	-0,5	1,3	-0,3	-0,5	-2,0	1,3	-0,5	-0,9	-1,8
Koincidenční ukazatele																												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	.	.	.	.	.	.	6,7	1,9	5,5	9,6	6,7	11,2	8,2	.	.	11,6	9,1	6,1	6,2	.	.	.	.	.	.	.	.
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	8,5	5,3	-3,9	-7,0	-6,5	5,3	9,6	2,5	8,9	9,7	4,2	6,6	6,7	.	.	28,8	3,5	-0,3	5,3	.	.	.	.	.	.	.	.
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	.	.	-0,8	-6,8	2,9	4,3	4,5	3,0	4,9	2,5	4,0	6,5	7,7	.	.	9,8	7,9	6,7	6,8	.	.	.	.	.	.	.	.
CENY																												
Hlavní cenové ukazatele																												
Míra inflace	%, konec období	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	2,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,7	4,9	5,9	6,3	5,8	4,7	3,7	2,8
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, konec období	7,9	8,6	10,0	6,8	2,5	4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	5,4	4,9	2,3	1,6	2,5	2,5	4,8	6,8	6,8	6,4	5,3	3,4	2,4	2,3	2,3
Měnovělitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, konec období	8,0	8,3	10,1	6,7	1,6	4,4	4,2	0,6	0,8	2,2	2,4	1,3	4,3	3,1	2,3	1,4	2,0	1,6	3,7	4,6	4,5	4,5	3,5	2,9	2,4	2,3	2,3
Regulované ceny (16.40)**	%, meziročně, konec období	10,1	13,8	22,7	20,3	4,2	7,3	11,7	3,3	1,3	4,4	9,0	4,9	6,5	13,0	4,7	4,1	4,2	4,5	6,4	13,1	13,7	13,8	13,1	6,2	5,1	4,8	4,7
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (55.12 %)**	%, meziročně, konec období	8,8	6,5	7,7	5,4	1,7	1,9	3,3	1,6	0,2	1,6	0,5	0,7	1,2	0,3	0,9	0,4	0,9	0,4	1,0	1,2	1,1	0,8	0,4	0,3	0,3	0,5	0,8
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24.44 %)**	%, meziročně, konec období	5,4	6,8	5,6	-1,2	-0,7	3,7	2,9	-3,4	2,7	0,9	-0,7	0,9	8,2	2,5	2,1	2,6	3,4	2,5	6,8	5,5	5,8	6,2	3,5	4,6	3,6	2,9	2,5
Ceny pohonných hmot (4.04 %)**	%, meziročně, konec období	-0,4	10,1	6,0	-8,4	27,6	10,3	-15,0	1,4	-2,0	5,9	9,8	-3,4	12,0	7,7	9,6	-4,4	-2,7	-2,6	8,5	16,1	8,6	8,6	9,3	9,3	9,2	9,0	8,9
Deflátor HDP	%, meziročně	.	10,3	8,4	11,1	2,8	1,5	4,9	2,8	0,9	4,5	-0,2	1,7	3,4	3,6	2,4	3,6	3,7	3,2	3,1	2,7	3,6	3,8	4,1	3,2	2,3	2,2	2,0
Dílčí cenové ukazatele																												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	7,5	4,7	4,8	4,9	1,0	5,1	3,0	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	2,8	2,3	3,2	4,2	3,9	5,0	4,7	2,9	2,1	1,4	2,0	2,2	2,4	2,5
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	8,9	7,5	2,7	3,2	-11,3	8,6	9,6	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	15,9	5,6	.	13,3	10,7	14,2	25,2	20,2	15,4	1,1	-14,4	.	.	.	.
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	10,6	11,3	11,3	9,3	4,8	4,1	4,0	2,7	2,2	3,5	2,9	2,9	3,8	0,0	.	3,4	3,6	3,9	4,4	.	.	.	.	.	.	.	.
Ceny tržních služeb v podnikatelské sféře	%, meziročně, průměr	.	.	.	.	.	3,4	3,9	3,2	1,6	2,4	2,0	3,7	1,6	0,0	.	1,8	1,7	1,1	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	.	20,2	-5,3	-33,4	45,7	71,1	-12,7	4,9	17,6	33,6	43,2	21,4	12,3	29,8	-3,3	-6,1	-1,5	7,8	49,0	61,3	34,1	21,9	2,0	-3,9	-3,3	-3,2	-2,9
TRH PRÁCE																												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, nominálné	18,6	18,3	9,9	9,2	8,4	6,4	8,7	7,3	6,6	6,6	5,3	6,4	7,3	7,9	7,7	8,2	7,4	7,5	6,8	8,0	7,5	8,2	7,7	7,4	8,1	8,1	7,3
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, reálné	8,7	8,7	1,3	-1,3	6,2	2,4	3,8	5,4	6,5	3,7	3,3	3,8	4,4	1,5	5,0	6,5	4,8	4,9	1,9	1,1	0,7	1,8	2,3	3,9	5,5	5,7	4,8
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-0,8	-0,1	-0,9	-2,9	-2,9	-1,4	0,3	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,1	-0,4	1,3	1,8	2,1	2,4	1,7	1,3	1,1	0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	.	12,6	8,0	6,1	1,9	1,4	6,2	4,6	2,3	1,8	0,4	1,3	2,3	3,9	2,5	3,2	2,2	2,2	1,5	3,5	3,6	4,4	4,1	3,1	3,0	2,4	1,4
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	.	.	.	.	.	-1,8	0,8	0,2	-3,5	-3,2	-3,2	-2,9	0,8	.	.	-1,3	0,6	1,9	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	.	4,0	-0,7	-0,8	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,1	5,3	4,4	4,6	2,9	5,0	4,3	4,8	4,7	4,6	3,0	2,7	2,7	3,0	4,0	4,7	5,3	5,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15+	.	.	.	.	.	.	.	.	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,6	4,7	6,0	5,3	5,1	4,8	4,9	4,4	4,6	4,6	4,8	4,6	4,8	4,8
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	%, průměr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,0	9,5	8,6	7,0	6,4	6,5	8,2	7,0	6,7	6,3	6,8	6,1	6,3	6,5	6,8	6,2	6,4	6,5
VEŘEJNÉ FINANCE																												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-196,3	-51,2	-43,5	-98,5	-74,4	-78,5	-137,0	-166,8	-170,0	-80,9	-104,2	-94,5	-83,4	-56,8	-92,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Deficit veřejných financí / HDP*	%, nominálné	-13,4	-3,0	-2,4	-4,9	-3,6	-3,6	-5,8	-6,8	-6,6	-2,9	-3,5	-2,9	-2,3	-1,5	-2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	218,9	217,6	225,9	294,4	325,7	392,2	608,7	702,3	775,0	855,1	903,5	973,0	1029,7	1097,0	1194,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Veřejný dluh / HDP*	%, nominálné	14,9	12,9	12,5	14,7	15,7	17,9	25,9	28,5	30,1	30,4	30,2	30,1	29,0	28,7	29,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
VNĚJŠÍ VZTAHY																												
Vývoz a dovoz zboží																												
Vývoz zboží	%, y-o-y, nominal terms	23,4	6,3	17,9	17,6	8,9	23,4	13,2	-1,2	9,3	25,7	8,5	14,8	15,3	10,2	12,6	17,6	16,7	16,6	10,9	8,9	9,3	9,6	12,8	12,7	12,7	12,8	12,3
Dovoz zboží	%, y-o-y, nominal terms	33,6	13,4	13,9	6,4	6,4	27,6	11,6	-4,4	8,7	21,4	4,6	15,0	13,4	10,4	12,4	15,5	15,0	15,2	8,8	10,2	9,5	9,4	12,4	12,7	12,4	12,4	12,3
Běžný účet platební bilance																												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-97,6	-154,9	-155,2	-84,0	-65,8	-120,8	-116,7	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	117,5	135,0	160,0	45,7	26,1	18,9	26,9	45,0	29,0	24,0	37,0	52,0	35,0	30,0	43,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálné	-6,7	-9,2	-8,6	-4,2	-3,2	-5,5	-5,0	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,3	3,5	3,9	5,6	2,9	2,1	2,9	5,1	3,0	2,5	3,7	5,5	3,4	2,9	4,0
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	48,9	52,2	55,9	61,9	41,5	54,6	58,0	21,9	13,2	16,6	36,5	42,2	55,4	55,0	60,0	12,1	17,8	15,6	9,9	11,0	16,0	15,0	13,0	12,0	18,0	16,0	14,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-36,3	-111,9	-113,0	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-48,5	-100,8	-89,0	-115,0	-120,0	22,6	-35,9	-42,8	-32,9	11,0	-50,0	-54,0	-22,0	13,0	-54,0	-59,0	-20,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálné	-2,5	-6,6	-6,2	-2,0	-2,4	-4,8	-5,3	-5,5	-6,2	-5,2	-1,6	-3,1	-2,5	-3,0	-2,9	2,7	-4,0	-4,7	-3,5	1,2	-5,1	-5,6	-2,2	1,4	-5,2	-5,7	-1,9
Přímá zahraniční investice																												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	67,0	34,6	40,5	115,9	215,7	190,8	208,3	270,9	53,5	101,8	279,6	102,8	158,2	160,0	140,0	34,2	31,5	33,9	58,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Směnné kurzy																												
Kč/USD	průměr	26,5	27,1	31,7	32,3	34,6	38,7	38,0	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,8	18,5	21,4	21,0	20,3	18,5	17,8	17,7	17,8	18,0	18,4	18,5	18,5	18,5
Kč/EUR	průměr	.	.	.	.	36,9	35,6	34,1	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	26,0	25,5	28,0	28,3	27,9	26,8	26,3	26,1	25,9	25,8	25,8	25,6	25,4	25,3
Kč/EUR	%, y-o-y, real (CPI euro area), average	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7	-6,4	-5,7	-2,5	-9,5	-2,3	-1,4	-0,7	-1,7	-6,0	-9,5	-11,2	-10,6	-6,6	-3,1	-2,1	-1,9	-2,1
Kč/EUR	%, y-o-y, real (PPI euro area), average	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,2	-5,4	-1,3	-3,7	-6,6	-2,4	-2,2	-2,4	-3,6	-6,5	-7,8	-8,0	-7,1	-3,5	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6
Ceny zahraničního obchodu																												
Vývozní ceny	%, y-o-y, average	7,4	1,0	5,2	4,2	-0,9	6,3	0,4	-6,6	0,8	3,7	-1,5	-1,2	1,3	-2,2	1,8	1,9	2,7	1,9	-1,2	-2,6	-3,8	-2,9	0,5	1,8	2,5	1,6	1,2
Dovozní ceny	%, y-o-y, average	5,6	1,4	5,1	-2,7	1,9	11,9	-1,5	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-1,4	0,9	-1,7	-0,4	-0,5	-1,5	-0,4	-2,5	-2,8	0,0	0,3	0,9	1,2	1,1
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY																												
M2	%, meziročně, průměr	19,9	16,6	6,8	6,1	9,0	6,4	11,1	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	9,3	7,2	10,5	11,6	11,2	11,7	9,8	10,1	8,6	8,8	8,5	7,4	6,5	6,4
2T repo sazba	%, konec období	11,30	12,40	14,75	9,50	5,25	5,25	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	.	.	2,50	2,75	3,25	3,50	.	.	.	.	.	.	.	.
1 R PRIBOR	%, průměr	11,0	11,8	14,6	14,1	7,0	5,8	5,3	3,6	2,3	2,7	2,1	2,7	3,4	3,8	3,2	2,8	3,2	3,7	4,0	4,3	3,9	3,6	3,4	3,1	3,1	3,2	3,2
GAPOVÉ A ROVNOVÁŽNÉ VELIČINY																												
Mezera reálných mezních nákladů	%, z aktuální hodnoty	.	-0,6	-1,1	-2,8	-2,8	-1,4	-0,7	-1,3	-1,8	-1,4	-0,6	0,1	0,8	-0,4	-0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,4	-0,3	-0,7	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4
Mezera reálného hrubého domácího produktu	%, z aktuální hodnoty	.	-0,1	-1,7	-3,1	-3,8	-2,1	-1,2	-2,2	-3,1	-2,3	-0,6	0,7	1,2	0,0	-1,0	1,0	1,2	1,3	1,3	0,7	0,3	-0,3	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
Mezera reálných mezd	%, z aktuální hodnoty	.	-0,5	0,3	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,4
Rovnovážný směnný kurz	%, meziročně, reálné	.	-3,6	-1,3	-4,1	-5,1	-4,5	-4,9	-4,5	-3,0	-2,9	-3,6	-3,8	-3,8	-5,0	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-5,0	-5,1	-5,1	-5,0	-3,8	-3,7	-3,6	-3,6
Rovnovážná úroková sazba	%, reálné	.	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0	1,6	1,3	1,2	1,2	1,4	1,7	2,0	2,0	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Legenda: * kalkulace ČNB, ** v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

Zpracoval: Ing. Říkovský, I. 2034