

V Praze dne 19. září 2008
Čj. 2008 / 707 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

6. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na II. 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: Dlouhodobá reálná aprece – fenomén ekonomické konvergence

Zaměstnanci, kteří budou přizváni na jednání bankovní rady:

Tomáš Holub, Petr Vojtíšek, Petr Král,
Tibor Hlédik, Jiří Podpiera, Karel Bauer,
Jan Schmidt, Kateřina Šmídková,
Kamil Galuščák

Část III

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

Předkladatel: Tomáš Holub

Ředitel odboru: Tibor Hlédik

Zpracovatel: Sekce měnová a statistiky

Předkládací zpráva

Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji se předkládá podle plánu práce bankovní rady na II. pololetí 2008. Obsahuje přílohu „Dlouhodobá reálná apreciace – fenomén ekonomické konvergence“.

O B S A H

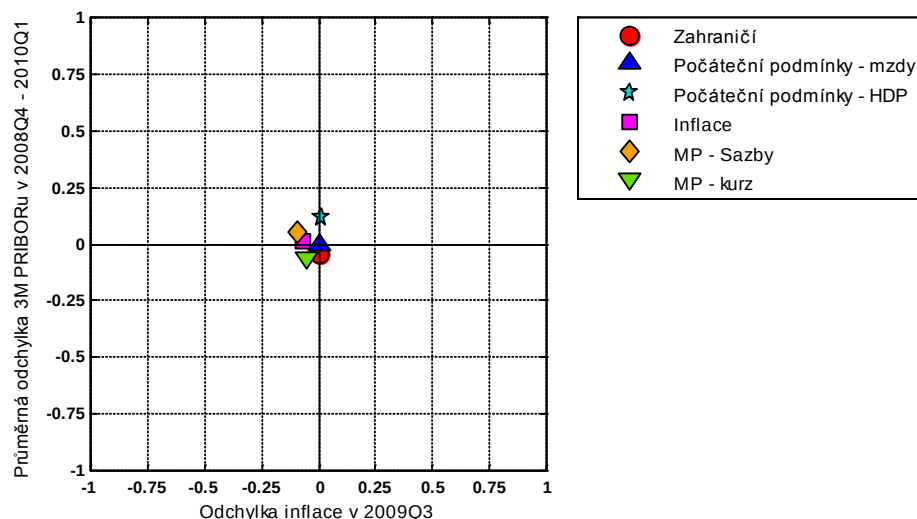
I. SHRnutí	1
1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy.....	1
2 Prognózy ostatních institucí	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	6
 II. INFLAČNÍ PROGNOZA Z 5. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY	 7
 III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNOZY	 8
1 Vnější prostředí	8
2 Vývoj veřejných rozpočtů	11
 IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	 13
1 Trh práce	13
2 Ekonomický růst a jeho složky	15
3 Platební bilance	18
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	20
5 Peníze a úvěry	23
 V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNOZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	 26
1 Domácí úrokové sazby	26
2 Devizový kurz	26
3 Měnové podmínky	27

Příloha: Dlouhodobá reálná apreciacie – fenomén ekonomické konvergence

Tabulkové přílohy

I. SHRnutí

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu ukazují na zhruba neutrální bilanci rizik prognózy celkové inflace z 5. SZ 2008. Základní scénář minulé prognózy se prozatím do značné míry naplňuje. Mírně protiinflačním směrem působí především pozorovaný vývoj nominálního měnového kurzu, který i přes korekci depreciačním směrem zůstává v průměru za 3.Q více zhodnocený než v minulé prognóze. Naproti tomu mírně proinflačním směrem působí nové údaje o struktuře růstu HDP v důsledku poklesu hrubé tvorby kapitálu z titulu přehodnocení produktivity práce směrem dolů. Rizika plynoucí z výhledu vývoje v zahraničí jsou v simulaci GRIPu hodnocena jako přibližně neutrální.

Nad rámec formalizované bilance rizik v GRIPu existují ještě další rizika. Poslední informace o eskalující finanční krizi naznačují, že oproti aktuálnímu výhledu Consensus Forecasts může dojít ještě k dalšímu přehodnocení zahraniční ekonomické aktivity směrem dolů. Je rovněž pravděpodobné, že vlivem výrazně klesajících světových cen energií dojde v nejbližší době k dalšímu snížení výhledu domácích regulovaných cen energií. Jako protiinflační jsou vyhodnocena rovněž krátkodobá rizika prognózy cen potravin a pohonných hmot. Rizika prognózy z 5. SZ tak celkově hodnotíme jako mírně protiinflační.

Změny ve výhledu **zahraničních veličin** jsou charakterizovány nižší trajektorií zahraniční poptávky, nižším výhledem zahraničních úrokových sazeb a naopak vyšší inflací zahraničních produkčních cen na začátku prognózy. Tyto faktory tak působí souhrnně přibližně neutrálně. Případné další přehodnocení očekávaného vývoje v zahraničí nad rámec šetření zářijového CF by se zprostředkovaně projevilo v trajektorii domácích úrokových sazeb a inflace.

Zpomalení růstu **nominálních mezd** ve 2.Q bylo mírně vyšší, než očekávala prognóza z 5. SZ. Vývoj mezd ve 2.Q a výhled na aktuální čtvrtletí podporuje hypotézu, že vysoký růst mezd koncem minulého a začátkem letošního roku byl způsoben mimořádnými jednorázovými faktory. Celkový efekt těchto nových informací tak má na domácí úrokové sazby a inflaci jen zanedbatelný vliv.

Mírně proinflačním směrem působí nově **publikované údaje o meziročním růstu HDP** a jeho složek za 2.Q 2008, který byl jen nepatrně nižší než prognóza z 5. SZ. Z hlediska struktury růstu HDP však došlo k odchylkám od prognózy. Vyšší než prognózou očekávaný byl růst reálné spotřeby domácností a reálného vývozu. Naopak dovoz zboží a služeb byl nižší, což vedlo k výrazně lepšímu saldu čistého vývozu. Na mírně proinflačním vyznění bodu v simulaci GRIPu se nejvýrazněji podílí silný pokles dynamiky hrubé tvorby kapitálu vlivem výrazně nižší tvorby zásob. Pozorovaný nižší růst hrubé tvorby kapitálu se promítne mj. do nižšího růstu práci-zhodnocující technologie, a tím tlačí na vyšší ceny v důsledku nižší produktivity. S tlaky na vyšší čistou inflaci je tak konzistentní mírně vyšší trajektorie nominálních úrokových sazeb.¹

Podle zveřejněných údajů za červenec a srpen je celková **inflace** (stejně tak i čistá inflace) mírně pod prognózou z 5. SZ zejména v důsledku většího zpomalení růstu cen potravin a nižšího růstu cen energií. Efekt pozorované nižší inflace (při téměř nezměněné prognóze regulovaných cen) vede k prognóze nižší inflace a k tlaku na nižší úrokové sazby. Inflační bod v GRIPu se nachází na straně nižší inflace při mírně vyšší průměrné hodnotě úrokových sazeb.² Nad rámec již uvedených rizik lze konstatovat, že nejistoty krátkodobé prognózy inflace jsou vlivem očekávané nižší inflace cen potravin a pohonných hmot v nejbližších čtvrtletích na protiinflační straně. Je rovněž pravděpodobné, že vlivem výrazně klesajících světových cen energií dojde v nejbližší době k dalšímu přehodnocení výhledu domácích regulovaných cen energií směrem dolů.

Efekt pozorovaných vyšších **úrokových sazeb** 3M PRIBOR oproti hodnotě implikované minulou prognózou (průměr za 3.Q k 17. 9. 2008 na hodnotě 3,9 % vs. 3,6 % z 5. SZ) vede k dočasně vyšší trajektorii úrokových sazeb a naopak k nižší prognóze inflace. Doposud pozorovaná odchylka sazeb vůči prognóze je v simulaci GRIPu vysvětlena jako jednorázový měnově-politický šok, o němž se nepředpokládá, že se bude dále opakovat. Úrokové sazby, *ceteris paribus*, jsou tak vlivem vyhlazování vyšší v prvních třech čtvrtletích simulace GRIPu a poté naopak nižší než v základním scénáři kvůli riziku podstřelení inflačního cíle. Čistá inflace je díky přísnější politice celkově nižší po celou simulaci GRIPu.

Naopak mírně protiinflačně působí aktuální **více zhodnocený měnový kurz** oproti krátkodobé prognóze z 5. SZ (24 CZK/EUR jako průměr za 3.Q k 11. 9. 2008 vs. 24,40 CZK/EUR z 5. SZ). Kurzový bod GRIPu zachycuje efekt více zhodnoceného kurzu za předpokladu, že toto posílení lze plně připsat jednorázovému šoku do rizikové premie. V následujících obdobích proto dochází k rychlé kurzové korekci a ve střednědobém horizontu jen k malému efektu na inflaci, reálnou ekonomiku i úrokové sazby. Promítnutí kurzu do dovozních i vývozních cen je přitom rovněž sníženo předpokladem o jednorázovosti tohoto šoku.

¹ Model „g3“ nepracuje se strukturou hrubé tvorby kapitálu v členění na fixní investice a investice do zásob. Hodnotí proto nízkou tvorbu kapitálu primárně jako odraz nižších fixních investic s uvedenými dopady do technologií. V realitě však může být nižší přírůstek zásob zodpovědný za propad v celkových investicích odrazem přizpůsobování podnikové sféry nižšímu růstu poptávky resp. jeho očekávání (pokud nedojde v budoucnosti k revizi dat, což nelze po zkušenostech vyloučit). Pak by hodnocení bylo patrně spíše ve směru protiinflačních rizik.

² Nižší pozorovaná inflace vede zpočátku k poklesu úrokových sazeb. V delším horizontu však sazby překmitnout do mírně pozitivních hodnot a tím v průměru převáží jejich počáteční pokles.

Box: Metodologie GRIPu na základě simulace modelu G3

GRIP pro 6. SZ 2008 byl nově vytvořen na základě simulací modelu G3, v návaznosti na základní scénář prognózy z 5. SZ 2008. Změna modelového rámce umožňuje rozšířit skupinu proměnných, vůči kterým jsou vyhodnocena rizika o složky HDP. GRIP prováděný na základě modelu G3 si stejně jako v předchozích malých SZ klade za cíl zjednodušenou formou zhodnotit, jak nová data mění náhled na poslední základní scénář prognózy. Změna náhledu je i nadále prezentována v grafu rizik inflační prognózy, kde je zachycena odchylka inflace v období T+4 (horizont měnové politiky) vůči průměrné odchylce úrokových sazeb v období T+1 až T+6, kde T je aktuální čtvrtletí.

GRIP posuzuje *parciální efekt* jednotlivých pozorování a interpretuje nejvýznamnější rizika. Hodnocení parciálního efektu se děje v podmínce *ceteris paribus*. Jednotlivé body v GRIPu tak představují efekt pouze uvedené skupiny rizik za jinak nezměněných okolností. Pořadí uvedených skupin rizik není pro analýzu podstatné. Efekt změny minulých pozorování je pak zohledněn díky nové identifikaci počátečních podmínek.

Obdobně jako v základním scénáři, tak i v simulaci GRIPu jsou některé již známé informace zahrnuty do dynamiky prognózy – kupř. aktuální vývoj kurzu. Zapracování těchto informací vyžaduje zafixování endogenní proměnné (exogenizace) a dopočet vybrané exogenní proměnné (endogenizace). Vzhledem ke strukturální povaze modelu je rozhodnutí o tom, jakým strukturálním šokem je konkrétní proměnná zafixována, důležité pro interpretaci simulace. Je-li zafixována kupř. konkrétní hodnota měnového kurzu, pomocí jednorázového šoku do nepokryté úrokové parity, bude trajektorie ostatních endogenních proměnných odlišná od případu, kdy tato hodnota byla zafixována kupř. exportně-specifickou technologií nebo jiným šokem. Způsob zafixování endogenní proměnné má implikace do prezentované simulace.

2 Prognózy ostatních institucí

Inflační očekávání analytiků klesla v horizontu 1R, v horizontu 3R zůstala nezměněna. Protiinflačně by měla působit reálná ekonomika, pokles cen komodit a pomalejší růst mezd. Očekávané tržní 3M sazby se v celém horizontu pohybují nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy.

V září byla publikována dvě šetření, na základě nichž provádíme srovnání se základním scénářem prognózy z 5. SZ, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 11.9.) a Foreign Exchange Consensus Forecast (FECF, uzávěrka 8.9.). Při srovnání prognóz HDP, mezd a úrokových sazeb vycházíme také z Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 18.8.).

Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

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

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

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
6/08	24,4 (3Q08)	25,0	24,5	24,9	25,4
7/08		24,0		24,6	24,3
8/08		23,9		24,4	24,1
9/08		24,2		24,5	24,3

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
6/08	2,7 (3Q09)	3,2	4,9	2,7	4,0
7/08		3,1		2,6	
8/08		3,0		2,6	
9/08		2,8	4,1	2,6	3,8

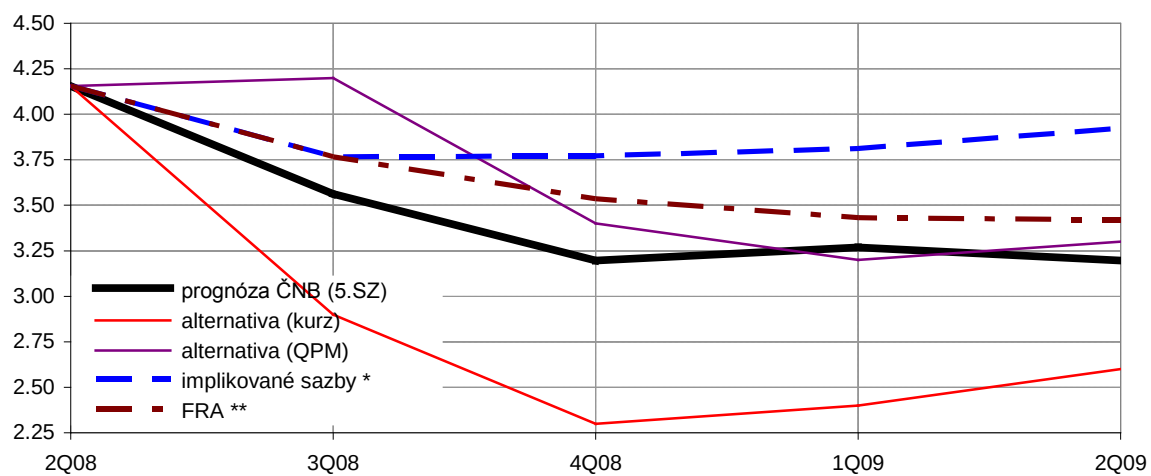
	horizont 1R			
úrokové sazby (%)	ČNB	IOFT	EECF	IOFT
	3M PRIBOR	2T REPO	3M PRIBOR	12M PRIBOR
6/08	3,2 (3Q09)	3,8	4,0	4,1
7/08		3,7	3,9	4,0
8/08		3,3	3,6	3,7
9/08		3,2		3,7

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 dále snížili své odhady růstu **HDP** pro roky 2008 i 2009. Jako příčinu uvádějí výraznější ochlazení ekonomiky v eurozóně a nižší domácí poptávku, projevit by se měla i silná koruna. Zpomalující tempo růstu reálné ekonomiky se projeví ve vyšší míře nezaměstnanosti a v očekávaném růstu **mezd**, který analytici přehodnotili poměrně výrazně směrem dolů pro letošní i příští rok. Převážně domácí analytici v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu slabší **kurz** vůči současným hodnotám (průměr za 3.Q 2008 do 17.9. činí 24,06 Kč/EUR) o 1,6 %, převážně zahraniční analytici v rámci šetření FECF o 1,2 %. Ve srovnání se základním scénářem prognózy analytici v rámci šetření IOFT předpokládají v ročním horizontu silnější kurz o 0,2 %, analytici v rámci šetření FECF o 0,7 %. **Inflační očekávání** klesla v horizontu 1R, v horizontu 3R zůstala nezměněna. Protiinflačně by měla působit reálná ekonomika, pokles cen komodit a pomalejší růst mezd. Prognózy **úrokových sazeb** se téměř nezměnily, jen u některých splatností došlo k nepatrnému snížení. Na zářijovém zasedání BR ČNB většina analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB, pouze dva z devíti dotázaných očekávají snížení o 0,25 p.b. V delším horizontu se jejich odhady pohybují v rozmezí 2,50 – 3,50 %.

Z následujícího grafu je patrné, že očekávané tržní 3M sazby se v celém horizontu pohybují nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy.

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 17.9.2008

** kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 17.9.2008

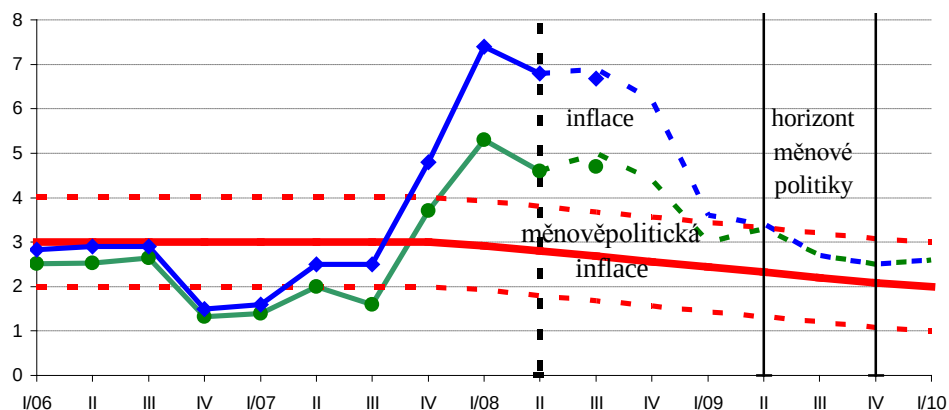
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 5. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt	II/08	4.7	4.6
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	II/08	2.8	3.2
Výdaje vlády na konečnou spotřebu	II/08	2.4	1.8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	II/08	3.9	4.0
Změna stavu zásob a cenností (mld. Kč, s.c.)	II/08	47.4	7.7
Vývoz zboží a služeb	II/08	12.4	13.5
Dovoz zboží a služeb	II/08	10.5	8.9
Vývoz zboží	7/08	.	3.2
Dovoz zboží	7/08	.	-0.9
Obchodní bilance (mld. Kč)	7/08	-2.0	7.2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	7/08	.	-0.3
Finanční účet plat. bil. (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	7/08	.	4.2
Index spotřebitelských cen	8/08	6.8	6.5
Ceny zemědělských výrobců	8/08	17.3 (Q)	6.3
Ceny průmyslových výrobců	8/08	6.3 (Q)	5.7
Vývozní ceny	7/08	-5.8 (Q)	-9.3
Dovozní ceny	7/08	-4.8 (Q)	-6.8
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	8/08	5.5 (Q)	5.6
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	8/08	.	5.3
Obecná míra nezaměstnanosti - metodika ILO (ČSÚ)	II/08	3.9	4.2
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	II/08	1.9	1.8
z toho: zaměstnanci vč. členů produkčních družstev	II/08	1.6	1.9
ostatní	II/08	3.2	1.6
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích	II/08	8.7	8.0
Průměrná mzda v podnikatelské sféře	II/08	10.0	9.3
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře	II/08	3.8	3.0
Průměrná nominální mzda v průmyslu	7/08	.	9.2
NJMN v průmyslu	7/08	.	2.8
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	7/08	.	15.5
NJMN ve stavebnictví	7/08	.	6.0
Peněžní zásoba (M2)	7/08	8.9 (Q)	8.4
Stavební výroba	7/08	.	6.9
Index průmyslové produkce	7/08	.	6.7
Tržby v maloobchodu včetně motoristického segmentu	7/08	.	3.6

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

II. INFLAČNÍ PROGNÓZA Z 5. SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku srpna 2008 byla aktualizována střednědobá inflační prognóza na léta 2008 až 2010. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V srpnu 2008 byl dosažen meziroční růst spotřebitelských cen ve výši 6,5 %, což bylo o 0,3 p.b. méně, než očekávala prognóza z 5. SZ.



Aktuální prognóza a její změny oproti 3. SZ 2008

			3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
	CPI	5. SZ	6.9	6.2	3.6	3.4	2.7	2.5
		3. SZ	6.3	5.3	3.0	2.5	2.2	2.2
	CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	5. SZ	5.0	4.4	3.0	3.3	2.7	2.5
		3. SZ	4.4	3.5	2.4	2.4	2.2	2.2
	HDP	5. SZ	3.6	2.9	3.1	3.2	3.9	4.2
		3. SZ	4.2	3.1	3.0	3.6	4.2	4.2
	Nominální mzdy v podnikatelské sféře	5. SZ	9.7	9.3	8.3	7.7	7.3	6.9
		3. SZ	9.9	10.3	9.8	9.7	9.4	9.4
	Implikované sazby	5. SZ	3.6	3.2	3.3	3.2	3.2	3.4
		3. SZ	3.5	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8
			2008	2009				
	Zaměstnanost	5. SZ	1.6	-0.4				
		3. SZ	1.5	-0.2				
	Míra nezaměstnanosti*	5. SZ	4.2	4.7				
		3. SZ	5.9	6.7				
	Deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.	5. SZ	-1.0	-1.3				
		3. SZ	-2.2	-1.5				

*) Registrovaná míra nezaměstnanosti (průměr za období)

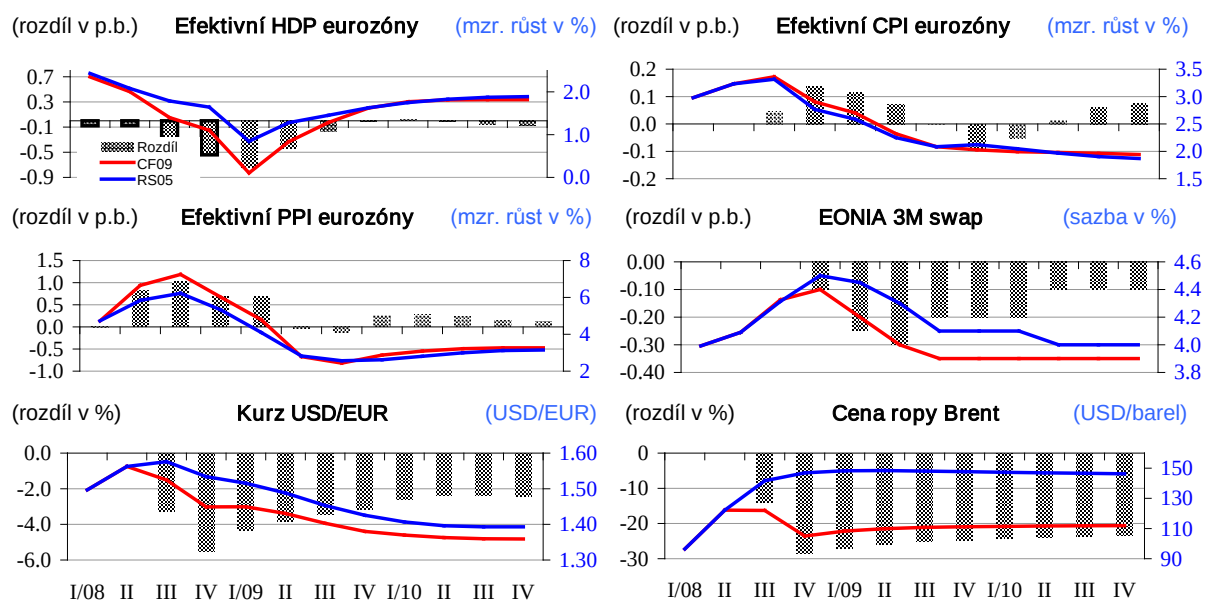
III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Vnější prostředí je významně ovlivňováno dopady eskalující hypoteční krize v USA (bankrot Lehman Brothers, problémy Merrill Lynch a jejich následné převzetí Bank of America a zásah centrální banky odvracející pád AIG). Zpomalení ekonomické aktivity se přesouvá do všech vyspělých zemí, což způsobuje tlak na posílení dolaru a snižuje poptávku po ropě, jejíž ceny klesají. Vzhledem k přetrvávající vyšší inflaci a inflačním očekáváním, centrální banky vyčkávají se snižováním úrokových sazeb.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Referenční scénář pro 6. SZ byl vytvořen na základě šetření zářijového Consensus Forecasts (CF 09) a aktuálních tržních výhledů ke dni jeho zjišťování.



V ukazateli **růstu efektivního HDP** eurozóny došlo oproti RS05 k přehodnocení odhadu pro rok 2008 o 0,3 p.b. směrem dolů na hodnotu 1,7 %, což je dáno nižším očekávaným vývojem ve druhé polovině roku. Odhad růstu pro rok 2009 byl také snížen o 0,3 p.b. na hodnotu 1,0 %. Snížení odhadu růstu pro rok 2009 je důsledkem horších očekávání ekonomického růstu v první polovině roku 2009. V delším časovém období, rok 2010, nebyl odhad upraven a zůstává na 1,8 %.

Výhled **efektivní inflace CPI** eurozóny oproti RS05 byl mírně upraven pouze pro rok 2010 (růst o 0,1 p.b.). Roční odhady nebyly přehodnoceny, i když odhady pro jednotlivá čtvrtletí jsou vyšší v první polovině roku 2009 a druhé polovině roku 2010 a nižší na přelomu 2009 a 2010. Předpovídané míry inflace CPI jsou tak 3,1 % pro rok 2008, 2,3 % pro 2009 a 2,0 % pro 2010. U výhledu **efektivní inflace PPI** došlo k významnějšímu přehodnocení pro letošní rok. Predikce vzrostla o 0,7 p.b. na hodnotu 6,2 %. Predikce pro roky 2009 a 2010 byly zvýšeny o 0,2 p.b. nahoru na hodnotu 3,2 %.

Výhled tříměsíčních eurových úrokových sazeb, které jsou aproximovány vývojem sazeb **EONIA 3M swap**, zůstal oproti RS05 prakticky beze změny pro čtvrté čtvrtletí tohoto roku s mírným poklesem v následujícím období. V první polovině roku 2009 je současný výhled

nižší v průměru o 0,25 p.b. oproti RS05. V průměru by měly tyto sazby dosáhnout v letošním roce 4,2 %, v roce 2009 by měly poklesnout na 4 % a v roce 2010 pak na 3,9 %.

Odhady předpokládaného vývoje **kurzu USD/EUR** se oproti RS05 posunuly směrem k silnějším hodnotám dolaru. Odhady průměrné roční hodnoty kurzu pro roky 2008 – 2010 jsou 1,51 USD/EUR v roce 2008 s postupným posilováním dolaru v dalších letech na 1,42 v příštím roce a na 1,36 v roce 2010.

K výraznému přehodnocení směrem dolů došlo v odhadu vývoje **cen ropy Brent** v důsledku současného snižování cen na trhu. Odhadovaná průměrná cena ropy ve IV/08 je 105 USD/b., což je nižší odhad o 40 USD/b., než předpokládal RS05. K podobně velké korekci v odhadech došlo i v dalších čtvrtletích. Odhadovaná průměrná cena ropy v roce 2008 je tedy 111,4 USD/b. (pokles o 15 USD/b. oproti RS05), 110 USD/b. v roce 2009 a 111,7 USD/b. v roce 2010 (v obou letech odhady poklesly v průměru o 37 USD/b. oproti RS05). Odhady vývoje **cen benzínů** následují změny v odhadech cen ropy.

1.2 Eurozóna

Hospodářský růst **eurozóny** se ve 2.Q propadl do záporných hodnot (-0,2 %) v mezičtvrtletním vyjádření, což meziročně vedlo ke zpomalení na 1,4 %. Zpomalení hospodářského růstu je výsledkem ochabnutí domácí poptávky, která ve 2.Q vzrostla pouze o 0,4 % v meziročním vyjádření. Domácí poptávka byla nízká z důvodů vysoké inflace, vysokých cen komodit, problémů na trhu s nemovitostmi a zpříšňování úvěrových podmínek finančních institucí. Nezaměstnanost v červenci meziročně poklesla o 0,3 p.b. na 6,8 %. Inflace ve 2.Q byla 3,6 %, což je o 0,2 p.b. více než v 1.Q tohoto roku. ECB na tyto informace na svém posledním zasedání reagovala ponecháním svých základních sazeb beze změny. Většina analytiků zahrnutých do šetření Consensus Forecasts předpovídá neměnnost základní sazby ECB i ve zbytku roku. Nicméně skupina těch, kteří předpovídají snížení sazeb se znatelně rozrostla s tím, jak v současné době klesají ceny komodit, což představuje potenciál pro snížení inflačních tlaků.

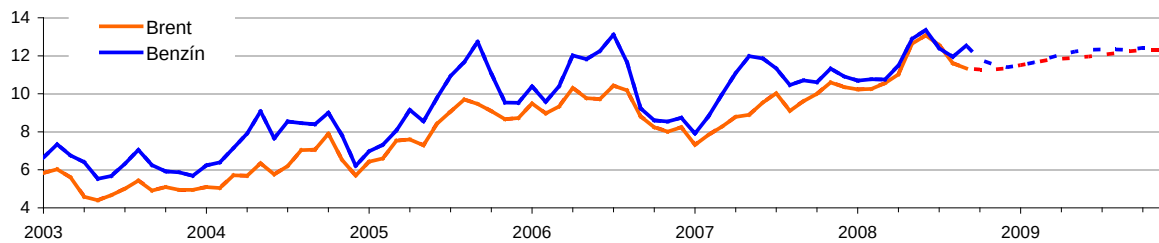
Mezičtvrtletní hospodářský růst **Německa** ve 2.Q dosáhl 0,5 %, což představovalo výrazné zpomalení oproti 1.Q, kdy byl zaznamenán nad očekávání dobrý výsledek 1,3 % mezičtvrtletně. Příčinou prudkého snížení hospodářského výkonu je propad exportního výkonu vlivem snížení globálního ekonomického růstu. CF09 pro 3.Q očekává mezičtvrtletní růst na úrovni 0,1 %. Hospodářský růst na rok 2008 je odhadován na 1,9 % a na rok 2010 pouze 0,8 %. Inflace ve druhém čtvrtletí zůstala stabilní na úrovni 2,9 % v meziročním vyjádření s výhledem na její snižování v příštím roce. Nezaměstnanost v červenci klesla oproti stejnému měsíci v roce 2007 o 1,1 p.b. na 7,3 %. Současná situace i výhled Německa odpovídá celkové hospodářské situaci a výhledu celé eurozóny.

1.3 Cena ropy

Cena ropy po dosažení historického maxima v půlce července prudce propadla a od té doby si udržuje klesající trend. V polovině září již cena ropy Brent atakovala hranici 100 USD/b, což bylo o cca 30 % méně než činila maxima v polovině července. Spolu se spotovými cenami se posouvá dolů i křivka cen budoucích kontraktů, jejíž vzdálený konec však klesá pomaleji a tak je cenová křivka prakticky po celém horizontu v contangu (budoucí ceny jsou vyšší, než cena okamžitého kontraktu). Rovněž předpovědi ekonomických analytiků (CF09) neočekávají v průměru další pokles cen a v ročním horizontu předpokládají cenu 107 USD/b, přičemž se oproti minulému průzkumu dále zúžil interval jednotlivých předpovědí (80 – 135 USD/b).

„Posilující dolar a slabé hurikány“ jsou dva významné faktory, stojící za prudkým poklesem cen ropy od poloviny července. Ale i další fundamenty již vyznívají dostatečně přesvědčivě pro finanční investory, aby nastavili svá očekávání opačným směrem. Poptávka v USA poklesla v prvním pololetí nejrychleji od roku 1982 (dle EIA o 800 tis. b/d) a její pokles zatím akceleruje, když v červnu byla nižší meziletočně o 5,6 %. Ekonomický výhled pro všechny ostatní vyspělé země není rovněž příliš optimistický a očekávají se i zprávy o zpomalení poptávky v Asii. Naproti tomu těžební kapacity v Mexickém zálivu zatím nebyly výrazněji narušeny hurikány a země OPEC od května nepřetržitě navyšovaly těžbu a stále více překračovaly dohodnuté kvóty. Uvedený vývoj nakonec přiměl ropný kartel OPEC na zasedání začátkem září k okamžitému snížení těžebních limitů a výzvám k opětovnému utužení disciplíny. Někteří členové kartelu vidí jako spodní hranici pro cenu ropy 100 USD/b a uvádějí, že pokles pod 80 USD/b by již ohrožoval investice do nově otevíraných těžebních kapacit. Pokud by americký dolar dále výrazně posílil, je ale pravděpodobné, že by OPEC akceptoval i nižší dolarové ceny. Proti dalšímu poklesu ceny ropy bude patrně působit i stav celkových komerčních zásob ropy a destilátů v USA. Ty se již od června pohybují značně pod pětiletým průměrem, k čemuž dopomohl zejména propad zásob benzínu. Pokles zásob je způsoben jak výrazným omezením dovozu, tak sníženým výstupem z amerických rafinérií.

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



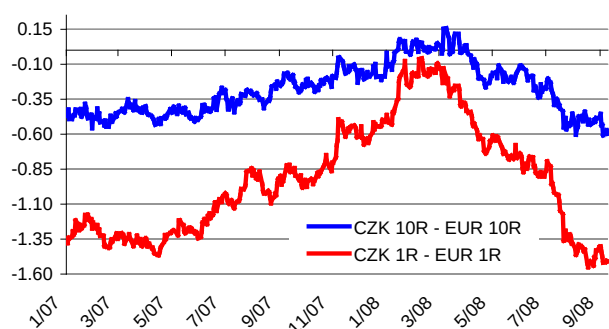
1.4 Úrokové sazby Euribor a kurz USD/EUR

Kreditní riziková prémie u tříměsíčního Euriboru nadále dosahovala přibližně 0,6 p.b. a v případě jednoletých sazeb dále mírně vzrostla na přibližně 1,1 p.b. Vzhledem k pokračujícímu napětí na finančních trzích jsou proto zahraniční měnověpolitické sazby aproximovány vývojem bezrizikových tříměsíčních úrokových sazeb Eonia swap index. Tyto sazby byly od začátku srpna stabilní a dosahovaly v průměru 4,3 %. ECB v září ponechala základní úrokové sazby na stávající úrovni 4,25 % a opět mírně zvýšila prognózu inflace pro letošní rok (3,4 % – 3,6 %), zároveň však směrem dolů přehodnotila výhled růstu HDP. Po červencovém zvýšení základních úrokových sazeb o 0,25 p.b., tak ECB opět čelí na jedné straně rizikům pro cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu, a na druhé straně výraznému poklesu ekonomické aktivity. Na základě výhledu tříměsíčního Euriboru podle CF09, který byl mírně snížen o 0,1 p.b. až 0,2 p.b., a na základě pozorovaného vývoje kreditní rizikové prémie očekáváme postupný pokles tříměsíčních zahraničních sazeb Eonia z úrovně 4,4 % ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku k hodnotám okolo 3,9 % ve druhé polovině příštího roku. Na nejbližším zasedání ECB neočekává většina respondentů CF09 (88 %) změnu základních úrokových sazeb s tím, že očekávání zbývajících respondentů jsou zhruba vyrovnaná na obě strany.

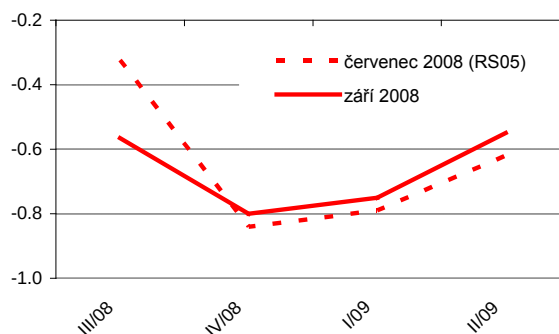
Jelikož jednoleté sazby PRIBOR na rozdíl od sazeb Euribor od začátku srpna poklesly, došlo k prohloubení záporného úrokového diferenciálu mezi oběma sazbami na hodnotu 1,5 p.b. Ve stejném rozsahu poklesl také desetiletý úrokový diferenciál na hodnotu 0,6 p.b. Výhled implikovaného rozpětí mezi domácími a zahraničními tříměsíčními sazbami

(aproximovanými Eonia swap indexem) se v aktuálním čtvrtletí prohloubil, zatímco ve zbytku období zůstává na předchozích úrovních.

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



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M - EUR 3M



Díky zjevnějším známkám zpomalení ekonomiky eurozóny ve srovnání s ekonomikou Spojených států došlo od poloviny července k postupnému oslabení eura z rekordně vysokých úrovní (1,6 USD/EUR) až na hodnotu 1,39 USD/EUR v polovině září, což představuje bezmála 13% změnu. Zatímco euro vůči většině ostatních měn oslabovalo, dolar vůči většině měn posílil. Posílení dolaru bylo zároveň spojeno s poklesem cen na trzích komodit. K posílení dolaru tak došlo i přes další nárůst záporného úrokového diferenciálu (-3,3 p.b.) mezi americkými a evropskými jednoletými úrokovými sazbami.

Podle respondentů CF09 nedojde až do poloviny příštího roku ke změně základní úrokové sazby Fedu, která se nyní nachází na úrovni 2 %. Tento výhled však nezohledňuje poslední vývoj ve finančním sektoru (bankrot Lehman Brothers, problémy Merrill Lynch a jejich následné převzetí Bank of America a zásah centrální banky odvracející pád AIG), který může vést ke snížení základních sazeb pokud se rizika recese v U.S.A. výrazněji prohloubí. CF09 přehodnotil výhled kurzu USD/EUR. V horizontu tří měsíců by se tak dolar měl pohybovat okolo úrovně 1,46 USD/EUR.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

Z aktuálně dostupných informací nevyplývá výraznější riziko pro fiskální prognózu z 5. SZ. Nadále tak předpokládáme pokles deficitu veřejných rozpočtů v roce 2008 na 1,1 % HDP a jeho následné zvýšení v roce 2009 na 1,3 % HDP.

	2006	2007			2008			2009		
	6.SZ	4.SZ	5.SZ	6.SZ	4.SZ	5.SZ	6.SZ	4.SZ	5.SZ	6.SZ
Saldo vládního sektoru										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	-2,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,4	-1,3	-1,3
Upravené saldo *										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	-2,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,0	-1,1	-1,1	-1,4	-1,3	-1,3
Strukturální saldo **										
(ESA 95, ČNB) v % HDP	-2,4	-2,3	-2,2	-2,2	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5
Fiskální pozice v p.b. ***	-0,6	0,3	0,3	0,3	0,8	0,6	0,6	-0,1	0,1	0,1

*upraveno o mimořádné jednorázové operace; **cyklicky očištěné saldo upravené o mimořádné jednorázové operace

*** měří meziroční změnu strukturálního salda (kladná hodnota indikuje fiskální restriktci, záporná hodnota fiskální expanzi)

V 1. polovině září byl vládě předložen Návrh zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2009 včetně rozpočtové dokumentace. Návrh státního rozpočtu pro rok 2009 vychází z plánovaného schodku vládního sektoru v metodice ESA 95 ve výši 1,6 % HDP; pro rok 2008 očekává deficit veřejných financí ve výši 2 % HDP, což je o 0,5 p.b. vyšší hodnota, než

MF dosud předpokládalo.³ Důvod zhoršení výhledu hospodaření veřejných financí pro letošní rok není v textu návrhu rozpočtu uveden.

Na konci srpna schválila PSP ČR novelu zákona o státní sociální podpoře s účinností od 1.1.2009. Novela zákona o státní sociální podpoře mj. prodlužuje délku pobírání rodičovského příspěvku pro rodiče pečující o dlouhodobě zdravotně postižené dítě na 15 let (z původních 7 let). Uvedené opatření dle našich odhadů zvýší nároky na výplatu rodičovských dávek v rozsahu do 1,5 mld. Kč. Vzhledem k relativně mírnému dopadu bude toto opatření do fiskální prognózy zapracováno až v rámci její aktualizace pro 7. SZ, která bude reflektovat zejména údaje zveřejněné v rámci podzimních notifikací vládního deficitu a dluhu (k 1. říjnu 2008).⁴

³ V rámci jarních notifikací (k 1. dubnu 2008) snížilo MF prognózu deficitu veřejných financí pro rok 2008 na 1,5 % HDP (z původních 2,9 % HDP uvedených v KOPR) a tento předpoklad prezentovalo i v květnovém dokumentu Fiskální výhled a v předchozí verzi rozpočtové dokumentace z června t.r. („Příprava SR České republiky na rok 2009 a střednědobého výhledu na léta 2010 a 2011“).

⁴ Podzimní notifikační tabulky budou obsahovat zpřesnění údajů o hospodaření vládního sektoru za rok 2007 (např. na základě zúčtování přímých daní) a za předchozí cca 2 roky. Součástí souhrnné tabulky bude i aktuální výhled deficitu vládního sektoru pro rok 2008 dle MF.

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Ve druhém čtvrtletí došlo k mírnému zpomalení tempa růstu zaměstnanosti. Obecná i registrovaná nezaměstnanost se podle očekávání ještě snižovala. Přes stále vysokou poptávku po práci potvrzují nové údaje hypotézu, že se ekonomika již nachází za vrcholem cyklu. Mzdy v podnikatelské sféře podle očekávání ve 2.Q zpomalily.

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	8/08	5.5 (Q)	5.6
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	8/08	.	5.3
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ)	II/08	3.9	4.2
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	II/08	1.9	1.8
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	II/08	1.6	1.9
ostatní zaměstnaní	II/08	3.2	1.6
Nominální měsíční mzda ve sled. org. - ČSÚ (mzr. změna v %)	II/08	8.7	8.0
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/08	10.0	9.3
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	II/08	3.8	3.0
Nominální hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna průměru v %)	II/08	.	6.5
Nominální hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna mediánu v %)	II/08	.	8.2
Nominální mzda v průměru podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/08	.	9.2
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	7/08	.	15.5
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/08	4.4	4.3
NJMN v průměru (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/08	.	-3.3
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	II/08	.	14.7

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

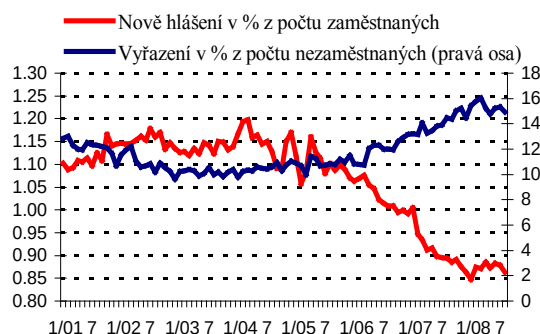
Pramen: MPSV, ČSÚ

Ve 2.Q 2008 došlo k mírnému zpomalení růstu zaměstnanosti na 1,8 % (v 1.Q 1,9 %). Na absolutním růstu počtu zaměstnaných osob mělo rozhodující podíl zvýšení počtu zaměstnanců (cca 85 %). V meziročním vyjádření se počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev zvýšil o 1,9 %. Tento údaj naznačuje, že zaměstnanost zatím reaguje na zpomalení ekonomické aktivity o něco méně, než předpokládala 5. SZ. Stejně jako v předchozím čtvrtletí byl nejvyšší růst počtu zaměstnanců zaznamenán ve službách (44,7 tis. osob z celkového přírůstku 89,4 tis.) a dále ve zpracovatelském průmyslu (40 tis. osob), což v případě průmyslu úzce souvisí s realizací přímých zahraničních investic a na ně navazujících aktivit. Vývoj zaměstnanosti ve službách byl však značně diferencovaný. Největší nárůst počtu zaměstnanců nastal v kategorii obchod, oprava motorových vozidel a spotřebního zboží (21,7 tis. osob). Nadále přitom pokračoval vysoký růst zaměstnanosti v odvětví pronájmu a podnikatelských činností. Ve stavebnictví došlo k růstu zaměstnanosti zejména v kategorii podnikatelů. Na vysoké úrovni zůstal příliv zahraničních pracovníků. V prvních sedmi měsících letošního roku jejich růst vždy přesáhl 30 %. Odhadnutý podíl zahraničních pracovníků na pracovní síle se dále zvyšoval a ve 2.Q 2008 činil již 5,3 %⁵.

Míra obecné nezaměstnanosti dosáhla ve 2.Q 2008 4,2 % (predikce 3,9 %), což je nejnižší úroveň od konce roku 1996. Chyba v prognóze byla způsobena rychlejším než očekávaným růstem pracovní síly. Míra registrované nezaměstnanosti celkem (tj. bez očištění o nedosažitelné uchazeče o práci) dosáhla ke konci srpna 5,6 %. Z vývoje Beveridgeovy křivky je patrné, že se ekonomika již nachází za vrcholem vzestupné fáze ekonomického cyklu. Sezonně očištěná nezaměstnanost se snižuje (i když klesajícím tempem), avšak počet sezonně očištěných volných pracovních míst již 4 měsíce mírně klesá. Dosud publikované údaje naznačují, že míra registrované nezaměstnanosti celkem dosáhne ve 3.Q 2008 5,6 %, což je nepatrně vyšší hodnota, než předpokládá prognóza z 5. SZ.

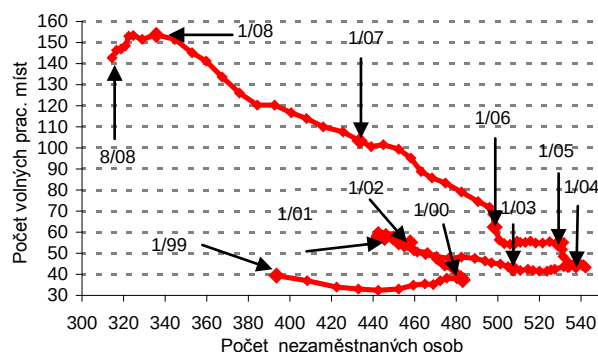
⁵ Za poslední rok se tento podíl zvýšil o 1,4 procentního bodu. Tento podíl není zcela přesný, protože je zkonstruován z rozdílných statistik. Údaje o počtu zahraničních pracovníků poskytuje MPSV a pracovní síla je získána z údajů VŠPS ČSÚ.

Nově hlášené nezaměstnané a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Pramen: MPSV, propočít ČNB

Beveridgeova křivka



Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících.

Pramen: MPSV, propočít ČNB

Meziroční tempo růstu průměrné měsíční nominální mzdy v národním hospodářství ve 2.Q 2008 v souladu s prognózou z 5. SZ zpomalilo. Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vzrostla o 8,0 % (predikce z 5. SZ 8,7 %). Reálná mzda se zvýšila o 1,1 % (predikce z 5. SZ 1,9 %). V podnikatelské sféře se průměrná měsíční mzda ve 2.Q meziročně zvýšila o 9,3 % (10,0 % podle 5. SZ). Ke zpomalení růstu mezd došlo zejména v důsledku vyprchání mimořádných faktorů, především daňové optimalizace, která souvisela se změnou daňového systému. Růst mezd je však nadále vysoký a charakterizuje dozrívající napětí na trhu práce nejen v průmyslu a stavebnictví, ale i v tržních službách. Údaje MPSV (ISPV⁶) o růstu průměrného hodinového výdělku v podnikatelské sféře rovněž naznačují zpomalení růstu hodinových mezd (6,5 % ve 2.Q 2008). Rozdíl mezi růstem průměrné mzdy (ČSÚ) a hodinového výdělku (MPSV) naznačuje růst počtu odpracovaných hodin. Podle údajů ČSÚ počet odpracovaných hodin v národním hospodářství ve 2.Q 2008 vzrostl meziročně o 2,1 %.

V nepodnikatelské sféře vzrostla průměrná mzda o 3,0 % (5. SZ 3,8 %), což odpovídá vládnímu záměru o růstu mezd ve státní sféře. V reálném vyjádření se však vlivem vysoké inflace reálná mzda snížila o 3,6 %. Vládní návrh státního rozpočtu předpokládá zrychlení růstu mezd ve veřejném sektoru v roce 2009 na 5 %.

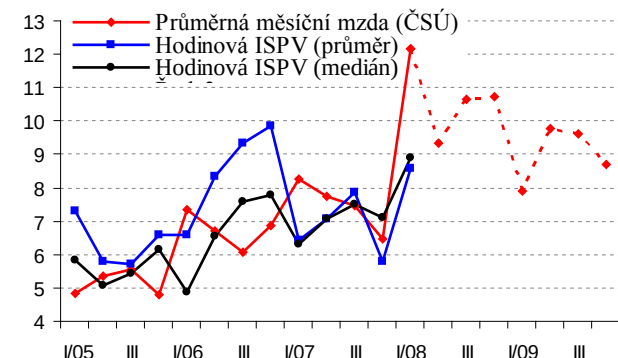
Ve 2.Q se nominální meziroční jednotkové mzdové náklady v národním hospodářství zvýšily meziročně o 4,3 % (4,4 % podle 5. SZ). Jejich růst se z dlouhodobějšího pohledu udržuje na vyšší úrovni a odpovídá zvýšeným inflačním tlakům z titulu mzdové náročnosti produktu v posledních čtvrtletích. V odvětvích je růst NJMN značně diferencovaný. V průmyslu se NJMN snížily o 3,3 %, ve stavebnictví a službách naopak tradičně zaznamenávají vysoký růst (viz graf).

Podle posledních údajů za červenec 2008 vzrostla průměrná mzda v průmyslu o 9,2 %, hodinová mzda však vlivem vyššího počtu pracovních dnů klesla o 0,1 %. Produktivita práce v průmyslu vzrostla o 6,2 %, hodinová produktivita byla nižší o 2,8 %. Vlivem rychlého růstu nominálních mezd se zvýšily NJMN v průmyslu o 2,8 %.⁷ Ve stavebnictví pokračoval vysoký mzdový růst, když se zde v červenci 2008 průměrná mzda zvýšila o 15,5 %. Tento růst byl však významně ovlivněn i o tři dny vyšším fondem pracovní doby ve srovnání se stejným obdobím minulého roku. Mzdový růst nadále nebyl pokryt zvýšením produktivity, což se projevilo v růstu NJMN o 6 %.

⁶ Informační systém o průměrném výdělku.

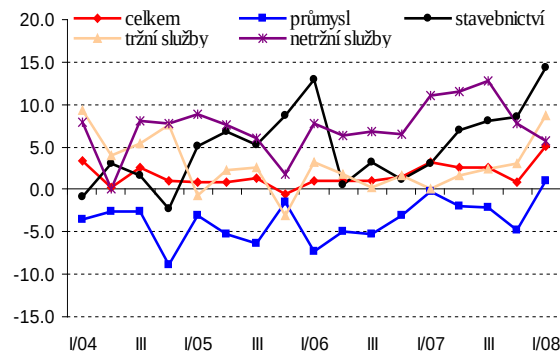
⁷ V rámci údajů za vybraná odvětví v červenci jsou NJMN v průmyslu dopočteny z měsíčních údajů ČSÚ o růstu průměrné mzdy a produktivity práce.

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



Pramen: ČSÚ, MPSV

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



Pramen: ČSÚ, propočty ČNB

2 Ekonomický růst a jeho složky

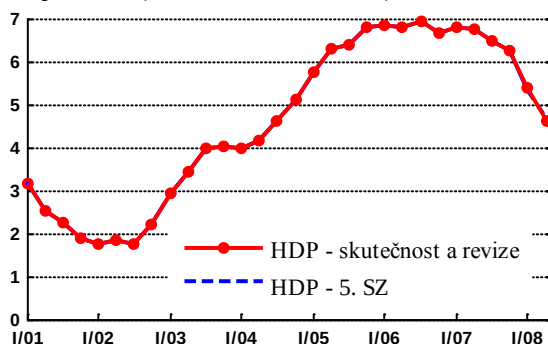
Nově publikované údaje o národních účtech za druhé čtvrtletí potvrzují očekávané zpomalení tempa růstu reálného HDP v letošním roce. Hrubá tvorba kapitálu byla překvapivě nízká v důsledku nízké tvorby zásob. Čistý vývoz byl naopak rekordně vysoký.

Ukazatel (s. c. 2000, sezonně oč., mzr. změny v %)	Období	Predikce z 5. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	2Q 2008	4.7	4.6
Spotřeba domácností	2Q 2008	2.8	3.2
Spotřeba vládních institucí	2Q 2008	2.4	1.8
Hrubá tvorba kapitálu	2Q 2008	3.4	-4.7
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	2Q 2008	3.9	4.0
Zásoby vč. cenností (mld. Kč)	2Q 2008	47.4	7.7
Vývoz zboží a služeb	2Q 2008	12.4	13.5
Dovoz zboží a služeb	2Q 2008	10.5	8.9
Čistý vývoz zboží a služeb (mld. Kč)	2Q 2008	20.1	39.8
Průmyslová výroba	červenec 2008	.	1.6
Stavební výroba	červenec 2008	.	3.3
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	červen 2008	.	2.8

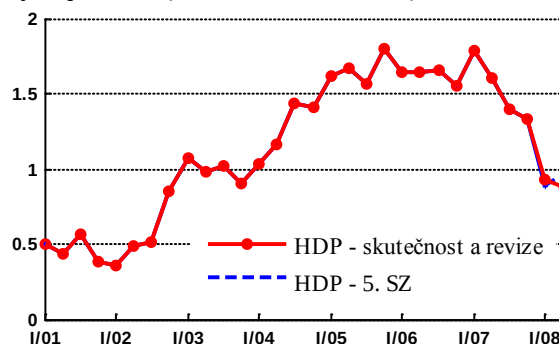
V souladu s červencovou prognózou došlo ve 2.Q 2008 k dalšímu zpomalení hospodářského růstu. Sezonně očištěný reálný HDP se ve 2.Q meziročně zvýšil o 4,6 % a v mezičtvrtletním vyjádření o 0,9 %. Prognóza z 5. SZ očekávala jen nepatrně vyšší hodnoty (o 0,1 p.b. pro meziroční i mezičtvrtletní růsty). Zároveň s publikací nových dat byly zpřesněny i národní účty za 1.Q letošního roku⁸.

⁸ V důsledku revize dat se sezonně očištěné meziroční růsty celkového HDP, spotřeby domácností, spotřeby vlády a dovozu změnily jen nepatrně (do 0,1 p.b.). Avšak růst fixních investic za 1.Q byl přehodnocen směrem nahoru (z 2,0 % na 4,4 %). Oproti tomu tvorba zásob a čistý vývoz byly mírně zpřesněny směrem dolů.

Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)



Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)



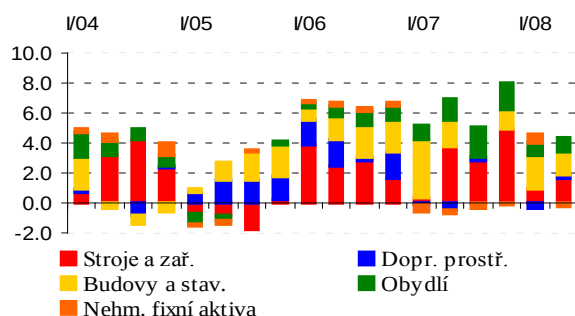
Jednotlivé výdajové složky HDP za druhé letošní čtvrtletí však vykázaly odlišná tempa růstu od červencové prognózy. Největší odchylku zaznamenala především hrubá tvorba kapitálu a čistý vývoz. Hrubá tvorba kapitálu nečekaně propadla kvůli zápornému příspěvku zásob. Avšak prognóza fixních investic se prakticky naplnila. Čistý vývoz v absolutním vyjádření dosáhl rekordně vysoké hodnoty. V 5. SZ se očekával nižší růst vývozu a vyšší růst dovozu. Spotřeba domácností oproti očekáváním vykázala mírné zrychlení tempa růstu. Prognóza přitom očekávala pozdější oživení reálné spotřeby z inflačního šoku na začátku roku. Příspěvek spotřeby vlády k celkové chybě prognózy HDP byl zanedbatelný.

Spotřeba domácností se ve stálých cenách ve 2.Q zvýšila meziročně o 3,2 % (prognóza z 5. SZ 2,8 %). Na růstu reálné spotřeby domácností se ve 2.Q podílel růst nominálních spotřebitelských výdajů o 9,6 % (5. SZ 9,3 %) při zvýšení cenové hladiny měřené deflátořem spotřeby domácností o 6,0 % (5. SZ 6,3 %). Na chybě v prognóze se tak stejnou měrou podílel nepřesný odhad růstu nominálních výdajů a růstu cenové hladiny. Národní účty domácností nebyly doposud publikovány a nelze proto provést podrobnější analýzu. Z informací o růstu mezd a zaměstnanosti lze usuzovat, že hrubý disponibilní důchod domácností se ve 2.Q pohyboval zhruba na úrovni, kterou předpokládala prognóza (5. SZ 7,8 %). Tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu se v červenci meziročně zvýšily o 3,4 %. Jejich oživení ve srovnání s předchozími měsíci je však výsledkem vyššího fondu pracovních dnů. Po očištění o tyto vlivy klesly o 0,6 %.

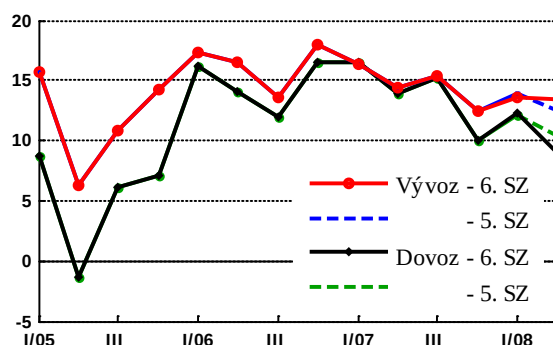
V případě **spotřeby vlády** ve 2.Q dochází k meziročnímu zrychlení (růst o 1,8 %), avšak v menší míře, než očekávala prognóza. V důsledku zpřesnění dat za 1.Q se vládní spotřeba změnila jen nepatrně.

Hrubá tvorba kapitálu za 2.Q 2008 zaznamenala rekordní meziroční pokles o 4,7 % vlivem záporného příspěvku **zásob**. I když zásoby jsou v národních účtech často dodatečně revidovány (přičemž v nedokončené fázi se fixní investice přechodně evidují na účtu zásob), jejich pokles může signalizovat i očekávání nižší budoucí poptávky. S oběma možnými vysvětleními pak koresponduje aktuální pokles dynamiky dovozu, jelikož jak fixní investice tak i zásoby jsou dovozně poměrně vysoce náročné. **Fixní investice** rostly meziročně o 4,0 %, tj. přibližně v souladu s očekáváním z 5. SZ. Podle věcného členění se na růstu celkových fixních investic nejvíce podílely stroje a zařízení. Významný příspěvek měly i investice do budov, staveb a obydlí. Po dvoukvartálním propadu se znovu oživily investice do dopravních prostředků, ale zatím s poměrně nízkým příspěvkem do celkové tvorby hrubého fixního kapitálu.

Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu k mizr. růstu (v p.b.)



Vývoz a dovoz (mizr. v %)



Navzdory očekávanému brzdícímu efektu apreciacie kurzu a relativně slabé zahraniční poptávce pokračoval reálný **vývoz zboží a služeb** v rychlém růstu. Vývoz vzrostl ve 2.Q o 13,5 % meziročně (prognóza cca o 1 p.b. nižší). Tempo růstu reálného **dovozu** zpomalilo na 8,9 % (prognóza o 1,6 p.b. vyšší). Výsledný **čistý vývoz** ve druhém čtvrtletí 2008 dosáhl rekordních 39,8 mld. Kč, zatímco prognóza očekávala téměř poloviční hodnotu. Tento nečekaně vysoký rozdíl mezi reálným vývozem a dovozem byl způsoben hlavně příspěvkem obchodu se zbožím.

Finanční výsledky nefinančních podniků a korporací (s 50 a více zaměstnanci) ukázaly, že ve 2.Q 2008 pokračovalo zpomalování vysokého meziročního růstu účetní přidané hodnoty a výkonů v běžných cenách. Růst zvolnily také osobní náklady a výkonová spotřeba, rostly však stále rychleji než výkony a tak došlo k prohloubení meziročního poklesu hrubého provozního přebytku (odpisy + zisk) z minulého čtvrtletí.

Podniky s 50 a více zaměstnanci / absol. ukazatele	2.Q 08	2.Q 07	mizr.zm. v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč)	1349.7	1270.7	6.2
Osobní náklady (mld. Kč)	207.1	183.9	12.7
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	977.1	908.5	7.6
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	372.6	362.3	2.9
Odpisy + zisk	165.4	178.4	-7.3
Tržby (mld. Kč)	1757.6	1642.9	7.0
Podniky s 50 a více zaměstnanci / podíl. ukazatele	v %	v %	mizr.zm. v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	55.6	50.8	4.8
Podíl výkonové spotřeby na výkonech	72.4	71.5	0.9
Podíl osobních nákladů na výkonech	15.3	14.5	0.8
Podíl přidané hodnoty na výkonech	27.6	28.5	-0.9

V bilanci aktiv a závazků (podniků s 250 a více zaměstnanci) ke konci 2.Q 2008 se výrazně zvýšila hrubá zadluženost, její úroveň v poměru k vlastnímu kapitálu ale stále není riziková. Likvidita sledovaných podniků pokračovala ve výrazném poklesu, také však zatím dosahuje dostatečné úrovně. Solventnost podniků klesla.

Podniky s 250 a více zaměstnanci / absol. ukazatele	2.Q 08	2.Q 07	mizr.zm. v %
Aktiva celkem (mld. Kč)	3928.0	3608.6	8.9
Vlastní kapitál (mld. Kč)	2043.2	1923.4	6.2
Hrubá zadluženost (závazky bez účasti a ost.závazků)	556.1	465.8	19.4
Krátkodobá finanční aktiva (mld. Kč)	306.2	337.8	-9.4
Podniky s 250 a více zaměstnanci / podíl. ukazatele	v %	v %	mizr.zm. v p.b.
Finanční páka (celková aktiva / vlastní kapitál)	192.2	187.6	4.6
Hrubá zadluženost / vlastní kapitál	27.2	24.2	3.0
Likvidita sektoru (krátkodobá fin.aktiva / krátkod.závazky)	111.4	178.2	-66.8
Solventnost sektoru (finanční aktiva / finanční závazky)	99.6	101.4	-1.8

Průmyslová produkce v červenci meziročně vzrostla o 6,7 %. Po očištění o kalendářní vlivy nárůst činil jen 1,6 % meziročně a navázal tak na zpomalení dynamiky započaté v květnu. Tržby z průmyslové činnosti ve stálých cenách se v červenci meziročně zvýšily o 7 % (v běžných cenách o 4,2 %), tržby z přímého vývozu průmyslových podniků vzrostly reálně o 11 % (v běžných cenách poklesly o 0,4 %). Hodnota nových zakázek meziročně vzrostla o 0,6 % (objem zakázek ze zahraničí poklesl o 1 %) a naznačuje tak, že průmyslová produkce bude i v následujících měsících zpomalovat svou dynamiku růstu. Průmyslovou produkci začne negativně ovlivňovat klesající poptávka po automobilech a silný kurz koruny.

Stavební produkce v červenci meziročně vzrostla o 6,9 %, po očištění o kalendářní vlivy o 3,3 %. Růst táhlo inženýrské stavitelství, produkce pozemního stavitelství poklesla. Počet nově vydaných stavebních povolení v červenci meziročně vzrostl o 13,5 %. Orientační hodnota povolených staveb v běžných cenách vzrostla o 16,2 % a dosahuje tak již tři měsíce dvouciferných hodnot. Stavební produkce tedy zřejmě bude v následujících měsících pokračovat v růstu, který bude i nadále tažen inženýrským stavitelstvím. **Souhrnný indikátor důvěry** od února klesal až na srpnových 98,8 bodu, což je nejnižší hodnota od června 2005. Důvěra klesala na straně podnikatelů (podnikatelský indikátor, který má větší váhu, zaznamenal nejmenší hodnotu od července 2005), sentiment spotřebitelů se v červenci a srpnu zlepšoval.

3 Platební bilance

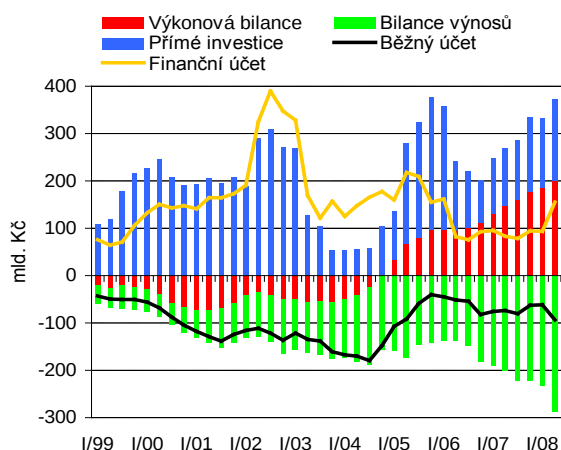
Schodek běžného účtu platební bilance byl ve Q2 2008 oproti očekávání vyšší. Přebytek výkonové bilance se přitom vyvíjel dle predikce. Výrazně horší výsledek však vykázal schodek bilance výnosů v důsledku vysokých výplat dividend nerezidentům, zřejmě vlivem jejich dřívějších výplatních termínů. Finanční účet se vyvíjel v souladu s jeho roční predikcí.

Ve 2.Q 2008 dosáhl **běžný účet** platební bilance – na základě čtvrtletních údajů – schodku 61,0 mld. Kč a jeho roční klouzavý poměr k HDP představoval -2,5 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil jen -1,5 %). Jeho saldo se obdobně jako v předchozím čtvrtletí meziročně zhoršilo (tentokrát o 31,2 mld. Kč). Zhoršení běžného účtu bylo výsledkem výrazného růstu schodku bilance výnosů, který byl kompenzován meziročním zlepšením ostatních tří bilancí jen zčásti. Schodek **bilance výnosů** dosáhl historicky nejvyšší čtvrtletní hodnoty 122,7 mld. Kč a meziročně se téměř zdvojnásobil. Jeho prohloubení v rozhodující míře souviselo s vysokým růstem hodnoty vyplacených dividend nerezidentům v celkové výši téměř 89 mld. Kč. Z červencových údajů, kdy odliv dividend dosáhl pouze 1 mld. Kč, lze usuzovat, že významnou roli zřejmě sehrál dřívější termín výplaty dividend. Na základě doposud avizovaných výplat dividend předpokládáme, že ve druhém pololetí bude hodnota vyplacených dividend nerezidentům již podstatně nižší.

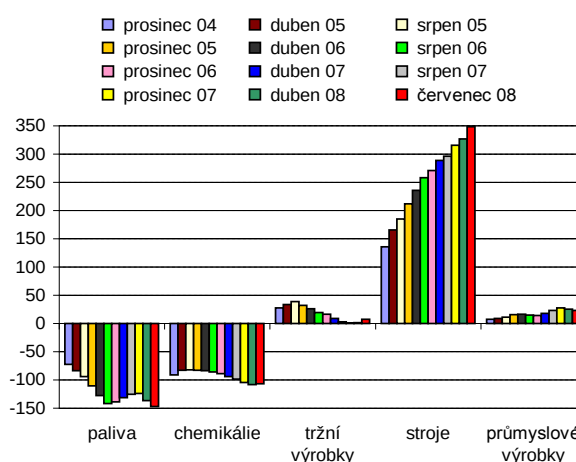
Výkonová bilance se ve 2.Q 2008 vyvíjela stejně jako v předchozích sedmi čtvrtletích velmi příznivě. Meziroční nárůst jejího přebytku na 60,1 mld. Kč (o 15,1 mld. Kč) byl z rozhodující části výsledkem zvýšení přebytku **obchodní bilance**. Růst přebytku zahraničního obchodu byl především výsledkem opětovného zesílení efektu příznivých strukturálních změn v důsledku náběhu nových kapacit. Pozitivně přispívalo i výrazné zmírnění růstu celkové domácí poptávky. V opačném směru působilo další prohloubení kurzové apreciace, zrychlení růstu cen ropy a zmírnění vnější poptávky. Příznivý vývoj v reálném vyjádření byl téměř z poloviny eliminován nepříznivým cenovým vývojem, když meziroční růst přebytku strojů převážil ve 2.Q nad prohloubením schodku paliv. Navíc došlo i k mírnému snížení agregátního schodku zbývajících osmi obchodních skupin. Mírný růst přebytku **bilance**

služeb byl výsledkem dalšího meziročního zmírnění schodku dílčí bilance ostatních služeb, především vlivem růstu příjmů. Proti růstu celkového přebytku naopak působilo snížení přebytku cestovního ruchu (hlavně v důsledku růstu výdajů rezidentů vlivem rychlé kurzové apreciace). Příznivější než predikovaný vývoj obchodní bilance se udrží i ve druhé polovině roku (vlivem poklesu cen ropy a výraznějšího proexportního efektu nových strojírenských kapacit). Bilance služeb se bude naopak v rámci všech tří dílčích bilancí vyvíjet poněkud méně příznivě.

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



Roční klouzavé úhrny obchodní bilance podle SITC (vybrané skupiny, v mld. Kč)



K přebytku **finančního účtu** ve výši 73,0 mld. Kč nejvýznamněji přispěl čistý příliv přímých investic. Přebytek **přímých investic** se ve 2. čtvrtletí zvýšil na 57,8 mld. Kč. Celkový příliv zahraničních přímých investic vzrostl na 60,4 mld. Kč, přičemž jeho polovinu tvořil reinvestovaný zisk. **Portfoliové investice** skončily rovněž výrazným čistým přílivem (39,3 mld. Kč), který byl ovlivněn především emisí vládních dluhopisů ve výši 2 mld. EUR na zahraničních trzích. V ostatním obchodování převážily nákupy zahraničních cenných papírů rezidenty nad investicemi nerezidentů do tuzemských akcií a dluhopisů. Schodek **ostatních investic** ve výši 24,1 mld. Kč byl důsledkem čistého odlivu kapitálu obchodních bank. Ke zmírnění celkového schodku působil především čistý příliv kapitálu podnikového sektoru v důsledku vyššího čerpání zahraničních finančních a obchodních úvěrů. Mírný čistý příliv kapitálu zaznamenal i vládní sektor. Vývoj složek finančního účtu byl ve 2.Q v souladu s jejich celoroční predikcí.

Současně se zveřejněním údajů o platební bilanci za 2.Q 2008 byly aktualizovány údaje od roku 2005 v návaznosti na zveřejnění ročních národních účtů. Vedle zpřesnění vývozu a dovozu zboží a služeb byly do bilance výnosů a běžných převodů mj. promítnuty metodické změny odhadu práce cizinců na území České republiky.⁹ V důsledku snížení odhadu nákladů

⁹ *Odhad práce cizinců v České republice* byl dosud prováděn pouze v omezeném rozsahu za účelem odhadu mezd nerezidentů. Údaje o jednorázových převodech do zahraničí, včetně převodů cizinců trvale žijících v ČR (tzv. remitenci), byly dosud přebírány z platební bilance. V důsledku ztráty informací o těchto převodech (zrušení platebních titulů) bylo přistoupeno ke komplexnímu odhadu za cizince žijící v ČR – počtů, příjmů, výdajů a převodů do mateřské země. Důsledně je přitom uplatňováno základní kritérium pro definici rezident a nerezident – délka pobytu v ČR. Zcela nový postup pro odhad remitencí a náhrad zaměstnancům cizinců pracujících v ČR vychází z kombinace různých zdrojů informací (MV ČR, MPSV, MZV, MPO, MŠ) s údaji ČSÚ, kdy byly odhadnuty počty cizinců žijících v ČR podle zemí původu a délky pobytu. Proti dosud používaným informacím došlo k výraznému posunu od nerezidentů (pobyt kratší než 1 rok) k rezidentům. Pro odhad příjmů byly použity zejména údaje ze šetření o mzdách cizinců, odhad výdajů vycházel z údajů

spojených se zaměstnáváním cizinců na území ČR s délkou pobytu do jednoho roku, kleslo záporné saldo bilance výnosů, a tedy i schodek běžného účtu platební bilance, zejména v roce 2007 (snížení o 26,3 mld. Kč).

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

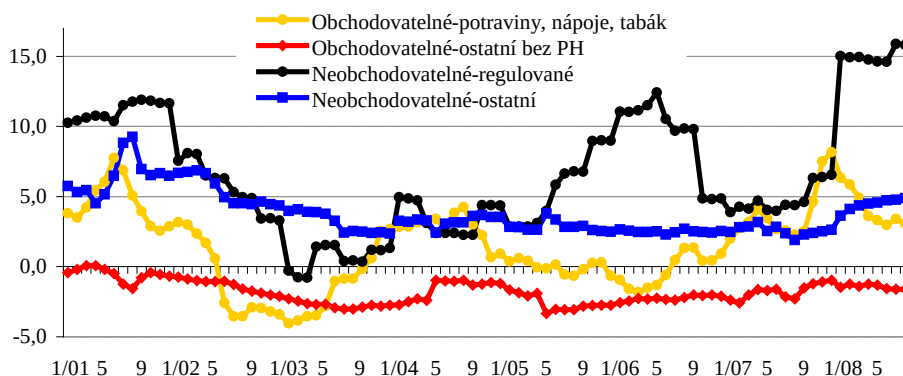
Rizika stávající krátkodobé prognózy inflace na nejbližší období jsou v souhrnu mírně protiinflační. Rychleji odeznívají nákladové tlaky především u cen potravin a pohonných hmot. Protiinflační riziko je patrné i u regulovaných cen, kde by klesající ceny ropy mohly vést k přehodnocení predikce růstu cen zemního plynu směrem dolů. Vývoj cen zahraničního obchodu a cen v produkční sféře je proti očekáváním rovněž více protiinflační. Výrazně se snížil růst cen zemědělských výrobců.

4.1 Spotřebitelské ceny

	Období	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace
		predikce 5.SZ	skutečnost	predikce 5.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	srpen 2008	0,2	-0,1	6,8	6,5	-0,34
Regulované ceny		0,1	0,1	16,0	15,8	-0,03
Primární dopady změn daní v <u>REGUL.</u> cenách v p.b.		0,00	0,00	0,39	0,39	0,00
Primární dopady změn daní v <u>NEREGUL.</u> cenách v p.b.		0,00	0,00	1,45	1,45	0,00
Čistá inflace		0,2	-0,2	3,1	2,8	-0,31
Z toho:						
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté		0,4	-0,4	3,9	3,1	-0,22
Korigovaná inflace bez PH		0,1	0,2	2,2	2,4	0,10
Ceny pohonných hmot - čisté		0,7	-3,1	9,6	5,2	-0,18
Ménověpolitická inflace		0,2	-0,1	5,0	4,6	-0,34

Celková meziroční inflace v srpnu ve srovnání s předešlými měsíci zpomalila na 6,5 %. Oproti prognóze z 5. SZ 2008 byla o 0,3 p.b. nižší. Odchylka byla způsobena především nižším růstem cen potravin. Méně rostly i ceny pohonných hmot, korigovaná inflace bez PH byla naopak o 0,2 p.b. vyšší. Predikce regulovaných cen a dopadů daní se naplnila.

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



Rizika (změny) krátkodobé predikce oproti 5. SZ 2008 u jednotlivých částí inflace

Regulované ceny rostly o něco méně, než jsme očekávali. Aktuální informace naznačují jejich pomalejší růst i ve zbytku roku 2008. Ceny zemního plynu by měly od 1. října 2008

o výdajích českých domácností a byl korigován podle hlavního účelu pobytu jednotlivých skupin cizinců. Odhad způsobu použití úspor vycházel také z hlavního účelu pobytu jednotlivých skupin cizinců.

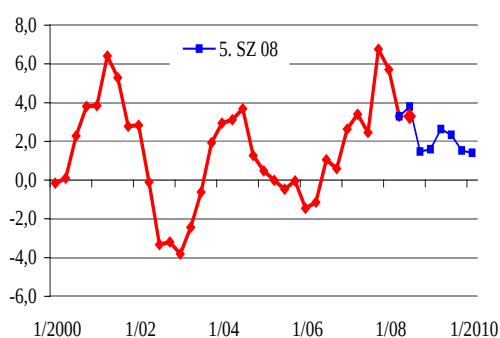
růst o cca 10 % namísto původně předpokládaných 11,7 %. Rovněž jsme aktualizovali i predikce vývoje dalších položek regulovaných cen (např. zvýšení růstu cen v dopravě a zdravotnictví), avšak tyto změny mají v souhrnu minimální příspěvek do inflace. V souhrnu změny predikce vedou ke snížení predikce meziročního růstu regulovaných cen ke konci roku 2008 o 0,3 p.b. (z 16,9 na 16,6 %) s dopadem do inflace cca 0,06 p.b. Predikce na rok 2009 a 2010 se nemění. Protiinflační riziko predikce regulovaných cen plyne z aktuálně klesajících cen ropy, které by mohly způsobit i významné snižování světových cen zemního plynu a následně až tuzemských spotřebitelských cen zemního plynu. Novou predikci vývoje cen zemního plynu reflektující poslední vývoj ceny ropy zatím nemáme k dispozici.

V rámci dopadů změn nepřímých daní se naplňuje predikce zpožděného promítání zvýšení daní u cigaret do inflace (okamžité sekundární dopady). V červenci a v srpnu se již v obchodech ve větším množství začaly objevovat cigarety se zvýšenými cenami. Skutečný vliv do inflace byl ve srovnání s predikcí jen nepatrně nižší (o 0,05 p.b.) a o tuto hodnotu očekáváme vyšší inflaci cen potravin v dalších měsících (predikci celkového dopadu neměníme, mění se jen rozložení v čase).

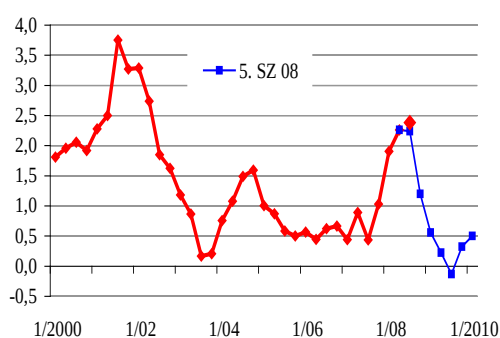
Růst **cen pohonných hmot** byl nižší, než předpokládala 5. SZ, což bylo způsobeno oproti předpokladům nižšími světovými cenami ropy v Kč. Předpoklady o budoucích cenách ropy v Kč byly rovněž posunuty směrem dolů, i přes posílení kurzu dolaru, a proto jsou rizika krátkodobé prognózy cen pohonných hmot protiinflační. To potvrzují i neúplná týdenní šetření, která ukazují na pokles cen PH v září ve výši cca 0,6 % (v 5. SZ jsme predikovali růst 1,4 %).

Růst **cen potravin (bez vlivu daní)** byl významně nižší než predikce z 5. SZ. Z týdenních šetření nelze věrohodně odhadnout, jak se budou vyvíjet ceny potravin v září (ceny v jednotlivých týdnech střídavě prudce klesají a rostou a není zřejmé, které pohyby ovlivní vývoj právě v září). Ceny zemědělských výrobců (základní indikátor vývoje cen potravin) však zpomalily růst mnohem výrazněji, než předpokládala 5. SZ. Proto hodnotíme rizika krátkodobé predikce vývoje cen potravin jako protiinflační.

Vývoj cen potravin (čistých, mizr. v %)



Korigovaná inflace bez PH (mizr. v %)

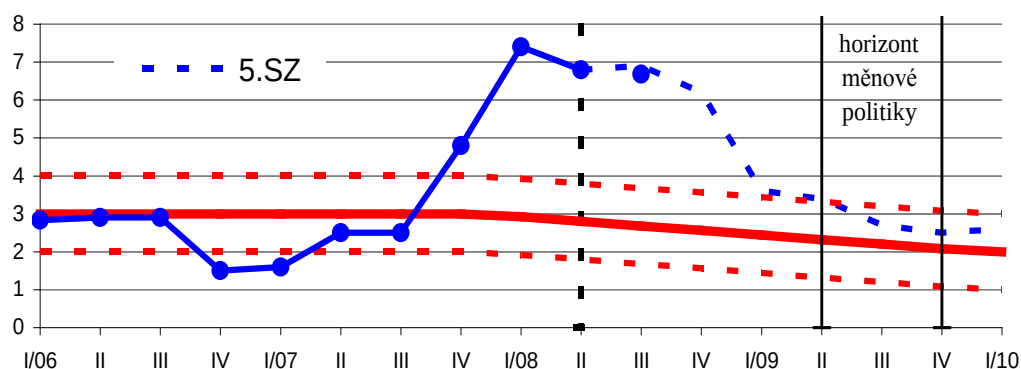


Poznámka: Poslední skutečné údaje jsou jen předběžné - jsou získány z průměru dvou známých skutečných měsíčních údajů příslušného čtvrtletí a predikce meziměsíční změny z poslední velké SZ na třetí měsíc čtvrtletí.

Meziroční **korigovaná inflace bez PH** byla v srpnu o 0,2 p.b. vyšší než predikce. V rámci korigované inflace bez PH zrychlil růst skupiny cen neobchodovatelných ostatních. Ceny obchodovatelných ostatních položek bez PH naopak mírně zrychlily pokles. Situace odpovídá vývoji indikátorů inflace s tím, že u cen obchodovatelných ostatních položek pravděpodobně převažuje protiinflační působení kurzu Kč a u cen neobchodovatelných ostatních položek proinflační působení tuzemských nákladových faktorů (růst cen energií, potravin a mezd).

Z dosavadní kladné odchylky od predikce nelze jednoduše vyvozovat proinflační rizika, odchylka může být způsobena vyšší volatilitou sezonních výkyvů v letních měsících zejména vlivem cen rekreací. Indikátory inflace se ve srovnání s predikcí v souhrnu vyvíjely více protiinflačně. Kurz Kč vůči Euru je apreciovanější, pomaleji rostly ceny průmyslových výrobců, o něco více klesaly dovozní ceny bez potravin a energií, mzdové nákladové faktory a poptávkové faktory se vyvíjely v zásadě v souladu s predikcí. Rizika krátkodobé predikce korigované inflace bez PH tak hodnotíme jako mírně protiinflační.

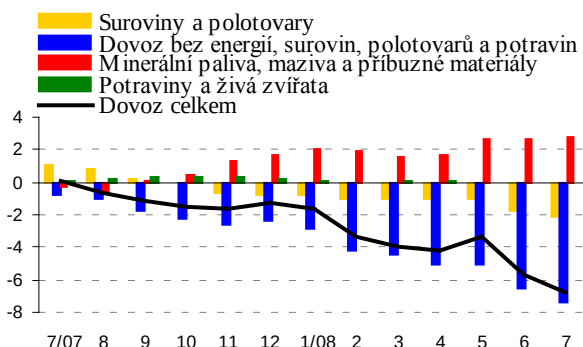
Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



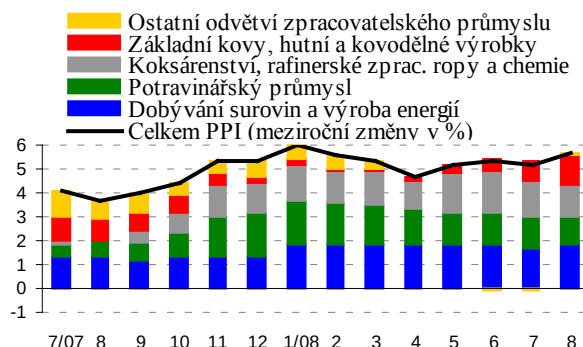
4.2 Ostatní cenové okruhy

Dovozní ceny klesaly meziročně v červenci o 6,8 %, což bylo opět způsobeno zejména posilujícím kurzem koruny (predikce 5. SZ předpokládá pro 3.Q meziroční pokles cen dovozu o cca 4,8 %). Oproti očekáváním se vyvíjely více protiinflačně především ceny dovážených minerálních paliv a dovážených potravin v návaznosti na zmírnění cenového růstu ropy a potravinových komodit na světových trzích. Největší vliv na pokles celkového meziročního indexu dovozních cen mělo i nadále snížení cen strojů a dopravních prostředků (příspěvek -5,4 p.b.), naopak výrazný růst zaznamenaly pouze ceny minerálních paliv. **Ceny průmyslových výrobců** stouply v srpnu meziročně o 5,7 % (v červenci o 5,2 %). V průměru se nacházely o cca 0,6 p.b. pod prognózou 5. SZ, což způsobil zejména mírnější cenový růst v odvětví koksu a rafinérských ropných výrobků. Na zrychlení růstu cen v průmyslu se podílely především ceny základních kovů, hutních a kovodělných výrobků, jejichž meziroční růst se od června více než zdvojnásobil.

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

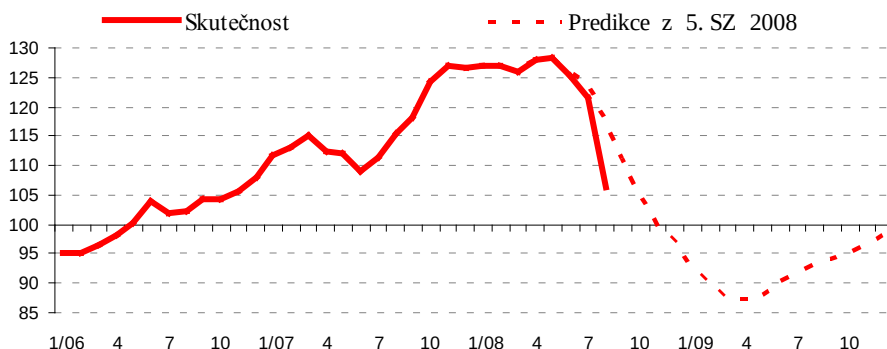


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Zpomalení růstu **cen zemědělských výrobců** bylo v srpnu (6,3 %) oproti předpokladům 5. SZ (17,3 % v 3.Q 2008) výrazně vyšší, a to především vlivem snížení růstu cen rostlinné výroby (z 32,7 % v červenci na 9,1 % v srpnu). Za rychlým zpomalením růstu cen rostlinné výroby je především pokles cen zemědělských komodit ve světě v posledních měsících spolu se stále výraznou aprecií koruny. Dále působil vliv letošní výrazně nadprůměrné sklizně v ČR a rovněž i v ostatních evropských zemích byla letošní sklizeň podle předběžných informací ještě příznivější, než naznačovala původní optimistická očekávání. Podle očekávání se rovněž snížil meziroční růst cen živočišné výroby (na 3 %).

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



5 Peníze a úvěry

Vývoj peněžních agregátů potvrzuje zpomalování hospodářského růstu. Současně s tím odeznívá jejich proinflační působení ve střednědobém horizontu. Pokračuje zpomalování dynamiky úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům i domácnostem. Mírný nárůst úrokových sazeb z nových úvěrů při poklesu sazeb PRIBOR ukazuje na určité zpřísnění úvěrových podmínek v případě klientských úvěrů.

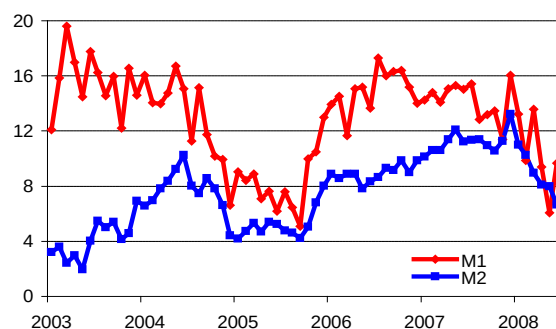
Peníze

Meziroční růst **peněžního agregátu M2** po zpomalování v první polovině roku 2008 vzrostl v červenci oproti předchozímu měsíci o 1,7 p.b. na 8,4 %. Zůstává však i nadále výrazně nižší než na konci roku 2007. Pomalejší dynamika M2 byla v posledních měsících ovlivňována nižším hospodářským růstem a souvisejícími negativními očekáváními, výrazným posílením kurzu a zvyšováním úrokových sazeb, přičemž se v ní projevoval zpomalující růst domácích úvěrů. V červencovém zrychlení dynamiky peněžní zásoby se promítl vyšší růst čistých zahraničních aktiv. Ve struktuře M2 zpomalil růst M1 a naopak vzrostla dynamika kvazi-peněz. V rámci M1 méně rostly jednodenní vklady pravděpodobně vlivem nižší transakční poptávky a zvýšení úrokových sazeb. V rámci kvazi-peněz zesílil růst krátkodobějších složek, tj. vkladů s dohodnutou splatností do dvou let a s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Dlouhodobější složky pokračovaly v poklesu. Z hlediska sektorů tvorby peněz se na červencovém zrychlení M2 podílely vklady nefinančních podniků a v menší míře vklady domácností. Tempo růstu M2 bylo v červenci v blízkosti predikce, která činí pro 3.Q 8,9 %. Referenční tempo růstu M2 dosahuje ve 3.Q 8,1 %, což je zhruba úroveň dynamiky skutečné peněžní zásoby. Indikátory přiměřenosti růstu peněz nadále ukazovaly na oslabování inflačních tlaků ve střednědobém horizontu. Nominální a reálná peněžní mezera potvrdily pokles avizovaný v 5. SZ, peněžní převis zhruba stagnoval.

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

	IV/07	I/08	II/08	6/08	7/08	Podíly na M2 v %
M1	13,6	12,2	8,4	9,7	6,9	58,1
Oběživo	10,3	8,9	5,5	4,1	5,0	13,1
Jednodenní vklady	14,7	13,2	9,2	11,4	7,5	45,0
M2-M1 (kvazi-peníze)	9,2	7,3	6,6	2,7	10,5	41,9
Vklady s dohod. splatností	5,2	0,7	-2,0	-7,7	1,6	27,2
Vklady s výpovědní lhůtou	18,7	20,9	24,0	24,4	25,7	13,7
Repo operace	27,8	99,3	185,1	242,0	284,1	1,0
M2	11,7	10,1	7,6	6,7	8,4	100,0

Peněžní agregáty M1 a M2 (mizr. v %)



Úvěry

Tempo růstu úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem v červenci ve srovnání s předchozím měsícem dále zpomalilo o 1,7 p.b. na 22 %. Přispívaly k tomu zejména úvěry nefinančním podnikům a v menší míře i úvěry domácnostem. Ve zpomalení dynamiky úvěrů se projevoval sestup ekonomiky z vrcholu hospodářského cyklu doprovázený zpříšňováním úvěrových podmínek a posilováním kurzu koruny. Roční úhrn toku úvěrů čerpaných podniky v tuzemsku je nadále výrazně vyšší než u úvěrů ze zahraničí, i když rozdíl mezi nimi se od roku 2007 mírně snižuje. Ve 2.Q se zvýšil podíl cizoměnových úvěrů čerpaných podniky od mateřských společností ze zahraničí. Podíl cizoměnových úvěrů na tuzemských úvěrech zůstal i přes trendové posílení kurzu nízký. Poměr úvěrů k HDP dosáhl ve 2.Q 47,3 % a byl nadále nižší než v eurozóně, kde činí 117 %.

Meziroční dynamika **úvěrů nefinančním podnikům** poklesla v červenci proti předchozímu měsíci o 2,4 p.b. na 14 % (absolutní objem úvěrů činil 809 mld. Kč). Nejrychleji rostly krátkodobé úvěry, i když i jejich tempo růstu se v červenci snížilo. Mohlo se jednat o jednorázový výkyv, ale i o přizpůsobení podniků nižší poptávce odpovídající sestupné fázi hospodářského cyklu. Pokles střednědobých úvěrů a zpomalování dynamiky dlouhodobých úvěrů, zaznamenané v delším období, odpovídá nižší očekávané investiční aktivitě podniků. Zpomalování tempa růstu úvěrů v červenci bylo zaznamenáno téměř ve všech významných odvětvích s výjimkou úvěrů poskytnutých do odvětví finančního zprostředkování, zpracovatelského průmyslu a do odvětví výstavby a stavebnictví. K růstu úvěrů přitom nadále nejvíce přispívaly úvěry poskytované developerům a do odvětví finančního zprostředkování. Meziroční růst úvěrů čerpaných podniky od nebankovních institucí v 2.Q poklesl o 3 p.b. na 12,8 % (jejich absolutní objem dosáhl 179 mld. Kč). Hrubá zadluženost (finančními úvěry a dluhopisy) podniků s 250 a více zaměstnanci vzrostla ve 2.Q o 9,4 %¹⁰.

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

	IV/07	I/08	II/08	6/08	7/08	Podíly na celkových úvěrech v %
Nefinanční podniky	18,1	16,9	16,3	16,4	14,0	45,1
Úvěry do 1 roku	22,7	27,6	32,8	35,7	27,4	18,8
Úvěry od 1 roku do 5 let	8,2	1,9	-5,3	-6,5	-6,7	9,2
Úvěry nad 5 let	19,7	16,0	14,2	12,4	14,6	17,1
Domácnosti	33,3	33,3	30,7	29,7	29,1	45,5
Spotřebitelské úvěry	27,0	27,4	26,4	25,7	25,8	8,8
Úvěry na bydlení	35,6	36,4	32,8	31,4	30,3	32,0
Ostatní	30,5	24,6	25,5	26,3	27,2	4,7
Finanční neměn. instituce	28,4	36,4	37,3	35,5	31,2	9,4
Úvěry celkem	25,3	25,5	24,3	23,7	22,0	100,0

¹⁰ Poměr hrubé zadluženosti podniků k vlastnímu kapitálu se ve 2.Q zvýšil o 0,7 p.b. na 24,9 % (zejména krátkodobé, u cizích zdrojů činil 92 %) při zhoršení dynamiky vlastního kapitálu a zpomalení růstu účetní přidané hodnoty podniků. Hrubá zadluženost zahrnující vedle úvěrů a dluhopisů navíc i opční listy a finanční deriváty se zvýšila o 19,4 % vlivem nárůstu opčních listů a finančních derivátů v odvětví elektřiny, plynu a vody.

Meziroční růst **úvěrů domácnostem** v červenci poklesl o 0,6 p.b. na 29,1 %, přičemž absolutní objem těchto úvěrů dosáhl 816 mld. Kč. Méně rostly úvěry na bydlení, i přes určité oživení hypotečních úvěrů¹¹, dynamika spotřebitelských úvěrů stagnovala. Uvedený vývoj lze vysvětlit na pozadí zpomalování hospodářského růstu a poklesu dynamiky reálného hrubého disponibilního důchodu domácností. Svoji roli může sehrávat i vývoj úvěrových podmínek spojený s obezřetnostním přístupem bank. Možné protisměrné tendence vyplývají z nižších realizačních cen nemovitostí, očekávání nižších úrokových sazeb a dalšího připravovaného zvyšování nájmu, které mohou oživit poptávku domácností po vlastním bydlení.¹² Růst úvěrů od nebankovních institucí se ve 2.Q mírně zvýšil na 14,8 % (jejich absolutní objem činil 145 mld. Kč). Byly zaznamenány signály zvýšení portfolia nesplacených spotřebitelských úvěrů zejména u nebankovních institucí, ve kterých se odráželo zpomalení růstu reálných příjmů domácností.

Průměrná úroková sazba z nových úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem v červenci vzrostla o 0,3 p.b. na 7,2 % (vlivem kontokorentních úvěrů poskytnutých domácnostem). Úroková sazba 1R PRIBOR naopak poklesla o 0,1 p.b., čímž spread mezi uvedenými sazbami vzrostl na 2,9 p.b. Spready u jednotlivých typů úvěrů a příslušných sazeb finančního trhu, indikující též úvěrové podmínky, převážně rostly. Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení v červenci stagnovala na úrovni 5,5 %, sazba ze spotřebitelských úvěrů vzrostla o 0,3 p.b. na 13,5 % a z nových úvěrů nefinančním podnikům se zvýšila o 0,2 p.b. na 5,6 %.

¹¹ Meziroční růst nově zahájených bytů vzrostl ve 2.Q na 23 %, u dokončených bytů stagnoval na úrovni 9 %.

¹² V srpnu některé banky snížily úrokové sazby z hypotečních úvěrů v souvislosti s poklesem měnověpolitických úrokových sazeb a sazeb mezibankovního trhu. Očekávaný vývoj úrokových sazeb by mohl oživit poptávku po hypotékách, a tím i po nemovitostech v celé druhé polovině t.r.

V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Úrokové sazby od počátku července výrazně klesaly zejména v souvislosti s rekordně posilující korunou. Slovní intervence a snížení klíčových sazeb ČNB přispěly na pozadí určité změny sentimentu na světových finančních trzích k oslabení koruny. Ta je přesto v porovnání s prognózou v průměru za 3.Q 2008 silnější o 1,4 %. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za 3.Q 2008 i její tržní výhled v delším horizontu se pohybují mírně nad prognózou.

1 Domácí úrokové sazby

Na začátku srpna (7.8.) ČNB snížila své klíčové sazby o 0,25 p.b. Pokles tržních sazeb, který začal na počátku července, pokračoval poté i přes oslabující korunu, ale již nebyl tak jednoznačný. Především sazby se splatností nad 1R se pohybovaly oběma směry. Celkově se spotové sazby PRIBOR od začátku července snížily o 0,2 až 0,6 p.b., forwardové sazby FRA až o 1,2 p.b. a sazby IRS až o 1,0 p.b. Trh tak přehodnotil očekávané nastavení měnové politiky ČNB z výrazného nárůstu směrem ke stabilitě, příp. ještě jednomu snížení úrokových sazeb. Spekulace o dalším uvolnění měnové politiky zesílily v posledních dnech v souvislosti s obnovenou nervozitou na zahraničních finančních trzích; s tím souvisejí i obavy z výrazného zpomalení růstu domácí ekonomiky a podstřelení inflačního cíle.

Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za dosavadní průběh 3.Q 2008 (do 17.9.) činila 3,9 %, aktuální prognóza předpokládá hodnotu 3,6 %. Výnosová křivka peněžního trhu má mírně pozitivní sklon, spread 1R PRIBOR - 3M PRIBOR dosahuje 0,1 p.b.

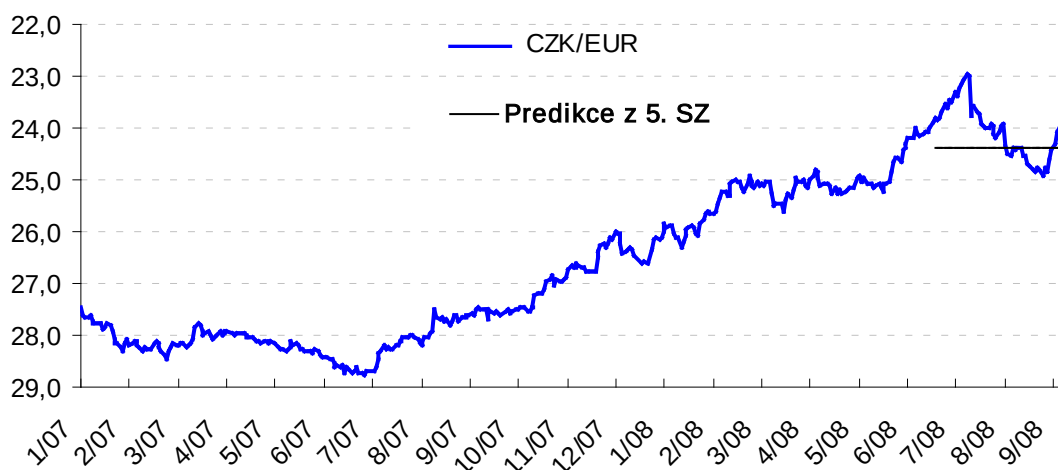
Klientské úrokové sazby se v červenci¹³ mírně zvýšily v reakci na červnový výrazný růst sazeb na peněžním trhu. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů činila 7,2 %, sazba z termínovaných vkladů 2,7 %. V dalším období lze naopak očekávat, že prudký pokles sazeb na peněžním trhu během července a srpna se také odrazí ve výši klientských sazeb. Některé obchodní banky již oznámily úpravu svých referenčních sazeb. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 0,3 %, z pohledu ex ante 4,0 %.

2 Devizový kurz

V průběhu srpna a první zářijové dekády 2008 koruna, po předcházejícím výrazném posilování, poměrně rychle oslabovala (z nejsilnější hodnoty 22,93 CZK/EUR dne 21.7. až na 24,9 CZK/EUR na počátku září). V průběhu zhruba 45 dní tak oslabila o cca 8,5 %. Stala se tím, i když jen dočasně, nejrychleji oslabující volně směnitelnou měnou na světě (po několika prvenstvích v obráceném směru). Na počátku druhé zářijové dekády však začala posilovat a v době odevzdání situační zprávy se pohybovala těsně pod 24 CZK/EUR (posílení o cca 4 %). V dosavadním průběhu čtvrtletí činila průměrná hodnota koruny 24,06 CZK/EUR, což představuje o více než 1 % pevnější kurz oproti prognóze z 5 SZ. Významnou korekci předcházejícího vývoje dokládají i rychle se snižující hodnoty meziročního posilování koruny (v červenci 17 %, v srpnu 12,8 % a v září, při udržení stávající úrovně kurzu v době odevzdání SZ, cca 11,6 %). Ke zmírnění rozsahu meziroční apreciace přispívá ovšem i vliv nižší základny loňského roku (posilování koruny v průběhu třetího čtvrtletí 2007).

¹³ Data za srpen ještě nejsou k dispozici.

Vývoj nominálního devizového kurzu CZK/EUR



Relativně významné oslabení koruny, patrné od třetí červencové dekády, bylo způsobeno odlivem krátkodobého kapitálu vyvolaným korekcí měnové politiky (komentáři členů bankovní rady, snížením měnověpolitických sazeb a odůvodněním tohoto pohybu sazeb rizikovostí dosavadního kurzového vývoje). Vysvětlení spojené s krátkodobým kapitálem koresponduje s předcházejícím mimořádně prudkým posilováním koruny zjevně neodpovídajícím změnám fundamentálních charakteristik¹⁴. Rozsah odlivu kapitálu byl pravděpodobně ještě umocněn souběžnými informacemi o neočekávaně příznivém vývoji HDP v USA ve druhém čtvrtletí 2008¹⁵. Posílení koruny ve druhé zářijové dekádě odráží opětovné zvýšení averze krátkodobých investorů vůči rizikovým aktivům, zejména opětovné nepříznivé informace z USA: prohloubení problémů finančního sektoru (bankrot Lehman Brothers, problémy Merrill Lynch a jejich následné převzetí Bank of America a zásah centrální banky odvracející pád AIG), opětovné zvýšení deficitu obchodní bilance, opětovné mimořádně prudké (meziročně na minimálně 2,5 násobek) zvýšení fiskálního deficitu k rekordním hodnotám a pokles maloobchodních tržeb. V menší míře možná přispěly k posílení koruny i aktuálně zveřejněné údaje o vývoji v ČR potvrzující v mezinárodním měřítku relativně vysoký ekonomický růst a jeho vyváženost.

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 3.Q 2008. Kurz koruny je v průměru oproti prognóze silnější, sazba 3M PRIBOR se pohybuje na mírně vyšší úrovni. Obě veličiny se tak z hlediska odchylky úrokových sazeb od prognózy v GRIPu vzájemně kompenzují. Zahraniční úroková sazba 3M EONIA swap se pohybuje v souladu s prognózou.

¹⁴ I když pokračovala tendence růstu přebytku výkonové bilance z minulých let, dokumentující růst vnější konkurenceschopnosti české ekonomiky, vývoj se zásadně nelišil od předcházejícího období, kdy se meziroční posilování pohybovalo v průměru 3,4 % a nepřesáhlo nikdy 9,6 %. Tato mimořádná aprece v minulosti byla dosažena jen jednou a navíc korigována v následujících dvou letech kumulovaným oslabením o cca 3,5 %.

¹⁵ Příznivý vývoj v USA ve 2.Q považujeme za dočasný, ovlivněný zejména jednorázovými daňovými stimuly.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

	3.Q 2008 – základní scénář	3.Q 2008 – skutečnost *	17.9. – skutečnost
3M PRIBOR	3.6	3.9	3.8
3M EONIA swap	4.3	4.3	4.3
Kurz – CZK/EUR	24.40	24.06	23.99

* průměr za čtvrtletí do 17.9.2008

Příloha: Dlouhodobá reálná apreciace – fenomén ekonomické konvergence

Kamila Koprnická, Luboš Komárek*

Příloha 6. Situační zpráva je věnována fenoménu dlouhodobé reálné rovnovážné apreciace koruny v kontextu ekonomické konvergence. Text nejprve shrnuje vymezení ekonomické konvergence ve své reálné a nominální dimenzi, dále pak analytický potenciál reálného a rovnovážného měnového kurzu. Následně je připomenut silný pozitivní vztah mezi cenovou hladinou a HDP na obyvatele v paritě kupní síly, který vypovídá o dosaženém stupni ekonomické konvergence, ale i možnostech jejího dalšího zvyšování – cestou růstu HDP na obyvatele v paritě kupní síly nebo růstu cenové hladiny. Druhý zmiňovaný proces lze označit za ekvivalentní dlouhodobé apreciaci reálného měnového kurzu. Ta probíhá buď kanálem zhodnocení nominálního kurzu nebo skrze inflační diferenciál vůči referenční zemi, či kombinací obou zmíněných. Volba měnověpolitického režimu je předurčující pro sílu výše uvedených kanálů reálné apreciace. Vysokému hospodářskému růstu konvergujících zemí odpovídá vysoké tempo rovnovážné reálné apreciace, které může být vstřebáno v zemích s pevnými kurzovými režimy pouze inflací, v ostatních zemích i apreciací nominálního kurzu. Do spektra zdrojů rovnovážné reálné apreciace lze řadit zejména Balassův-Samuelsonův efekt, efekt směnných relací, příliv přímých zahraničních investic, vliv změny struktury domácí spotřeby či působení postupného uvolňování státem administrovaných cen. Některé z těchto efektů mohou být vzájemně provázány resp. odrazem působení společného faktoru stojícího v pozadí jako jsou produktivita, technologie a kvalita. Odhad rovnovážné reálné apreciace je v ČNB prováděn explicitně v rámci modelu QPM (na bázi reálné verze nepokryté úrokové parity pomocí Kalmanova filtru) a jiných satelitních modelech¹ a implicitně v rámci modelu g3 (s využitím modelových mechanismů jako jsou exportně-specifická technologie a kvalita). Praktické odhady rovnovážných měnových kurzů nejsou obvykle vzájemně zcela srovnatelné, navíc jsou často zatíženy nezanedbatelným stupněm nejistoty.

1. Úvod

Proces ekonomické konvergence České republiky, potažmo ostatních nových členských zemí Evropské unie k zemím eurozóny je charakterizován zvýšeným tempem růstu jejich HDP a s tím částečně souvisejícím postupným nárůstem jejich cenových hladin. Cílem této přílohy je analýza dlouhodobé reálné apreciace v kontextu ekonomické konvergence, přičemž předmětná diskuse nedílně souvisí s fenoménem rovnovážné apreciace.

Text přílohy je strukturován následovně. Druhá kapitola definuje základní pojmy. Třetí kapitola je věnována popisu faktorů ovlivňujících rovnovážnou reálnou apreciaci a možným konceptům jejího měření. Čtvrtá kapitola se zabývá vývojem reálné apreciace v ČR spolu s uchopením tohoto procesu v prostředí jádrových predikčních modelů ČNB (QPM a g3). Pátá kapitola diskutuje možný „trade off“ při rozložení nominální apreciace do cenového a kurzového kanálu. Závěrečná kapitola patří shrnutí.

2. Základní pojmy a veličiny a vztahy mezi nimi

Ekonomickou konvergenci lze vnímat jako konvergenci reálnou nebo nominální. V rámci ekonomické konvergence v čase i v mezinárodním srovnání je pozorována silná pozitivní korelace mezi výší HDP na obyvatele v paritě kupní síly a výší cenové hladiny. Jinými slovy zvyšování stupně konvergence tedy obvykle probíhá jak cestou růstu reálného HDP, tak i výše národní cenové hladiny (proces ekvivalentní dlouhodobé apreciaci reálného kurzu). Pro reálný měnový kurz, jakožto základní analytický ukazatel vyjadřující vývoj poměru vnější kupní síly měnové jednotky k vnitřní (domácí) síle této jednotky, je následně odhadována jeho rovnovážná úroveň, která by měla být konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky.

* Odbor měnové politiky a fiskálních analýz, kamila.koprnicka@cnb.cz (tel. 2263), lubos.komarek@cnb.cz (tel. 4491). Autoři děkují za podnětné připomínky zejména Tomáši Holubovi, Petru Královi, Janu Filáčkovi, Daně Hájkové a Janu Vlčkově (všichni ČNB) a za poznámky Jaromíru Benešovi a Martinu Fukačovi (oba RBNZ).

¹ Viz výzkumné práce ČNB a *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*.

Otázce **ekonomické konvergence** je po celou dobu ekonomické transformace věnována značná pozornost. V literatuře se setkáváme s různým vymezením tohoto fenoménu, přičemž obvykle je specifikována jako konvergence reálná a nominální. Obsah definice těchto pojmů se však mezi jednotlivými autory i napříč časem různí.

Reálnou konvergenci lze nejčastěji vymezit jako: (i) proces přibližování úrovně HDP na obyvatele², která odpovídá dlouhodobému stálému stavu (*steady state*) – námi aplikovaná definice; (ii) synchronizaci ekonomických cyklů konvergující země k referenčnímu teritoriu; či (iii) kohezi jednotlivých zemí (regionů) v rámci daného integračního seskupení. Pozorované zvyšování ekonomické úrovně tranzitivních ekonomik Střední a Východní Evropy akcelerovalo v období po jejich vstupu do EU v květnu 2004, přičemž nejrychlejší růst byl zaznamenán v zemích s nízkou výchozí úrovní HDP na obyvatele, tj. v pobaltských zemích. Tabulka 1 zachycuje vývoj HDP na obyvatele v paritě kupní síly (PPS) vybraných tranzitivních zemí za období 1997–2008. Lze předpokládat, že s růstem ekonomické úrovně bude proces reálné konvergence zpomalovat a souběžně bude probíhat konvergence nominální.

Tabulka 1: HDP na obyvatele v PPS vybraných tranzitivních zemí, 1997–2008

	CZ	HU	PL	SK	EE	LT	LV	SI
1997	63,7	45,0	40,9	44,8	36,5	33,3	30,3	67,0
1998	61,6	46,0	41,8	45,4	37,0	35,0	31,1	67,7
1999	60,8	46,8	42,5	44,2	37,0	33,9	31,5	69,5
2000	60,1	49,2	42,4	44,0	39,1	34,5	32,2	69,0
2001	61,9	51,8	41,9	46,0	40,6	36,6	34,1	69,3
2002	62,5	54,6	42,9	48,0	44,3	39,1	36,6	71,9
2003	65,7	56,6	43,7	49,6	48,6	43,8	38,7	73,4
2004	67,9	57,1	45,7	51,6	51,3	45,5	41,3	76,9
2005	68,8	57,7	46,1	54,5	56,6	47,8	44,9	78,1
2006	70,7	58,7	47,3	57,6	61,8	50,8	48,5	79,4
2007	74,0*	57,6	48,6	62,2	65,4	54,7	52,6	80,5
2008	75,4*	57,4*	50,0*	64,9*	65,6*	57,0*	53,5*	81,6*

Poznámka: CZ – Česká republika, HU – Maďarsko, PL – Polsko, SK – Slovensko, EE – Estonsko, LT – Litva, LV – Lotyšsko, SI – Slovinsko; EA12 (tj. 12 zemí eurozóny bez Slovinska, Kypru a Malty) = 100; * predikce Eurostatu.

Zdroj: Eurostat.

Nominální konvergenci (nikoliv tedy konvergenci cenových hladin)³ je možné definovat rovněž několika způsoby, tj. jako: (i) obecné rozlišení na tzv. úzké a široké pojetí; úzké pojetí zahrnuje „pouze“ konvergenci cenové inflace, široké pojetí pak sblížování růstu všech nominálních veličin, tj. cen, mezd, penzí, atd. – námi aplikovaná definice; (ii) vymezení ve smyslu Maastrichtských konvergenčních kritérií, jejichž splnění je nutnou podmínkou pro přijetí společné měny euro – zřejmě v současnosti nejčastější „definice“; (iii) vymezení pomocí vývoje nominálního HDP v národní měně přepočteného tržním kurzem národní měny k euru, a to v případě, kdy je pozorováno uzavírání pomyslné mezery vůči kurzu odpovídajícímu paritě kupní síly.

² Přestože je HDP na obyvatele v PPS často používaným ukazatelem reálné konvergence, je nutné si uvědomit, že jeho vypovídací schopnost je omezená, což vede k analýze reálné konvergence pomocí dalších vysvětlujících faktorů – viz např. Čihák a Holub (2003), Vintrová (2005). Přepočet HDP jednotlivých států nelze provádět pomocí devizových kurzů, neboť ty nevyjadřují kupní sílu měnových jednotek. Věcná a cenová srovnatelnost výdajů na HDP se dosahuje tím, že se zjišťují parity kupní síly měnových jednotek obou států, které slouží k přepočtům údajů z národních měn a cen do mezinárodních měnových jednotek a mezinárodních cen. Obecně se nedoporučuje porovnání výsledků napříč zeměmi v čase, především kvůli metodickým rozdílům.

³ Konvergence cenové hladiny bývá považována za součást reálné konvergence, sblížování inflace za součást konvergence nominální.

Ačkoliv je konvergence cenové hladiny součástí konvergence reálné, vztah obou procesů není v transformujících se ekonomikách lineární, tj. nedá se očekávat plynulý růst srovnatelné cenové úrovně odpovídající růstu ekonomické úrovně, protože na tento vývoj působí mnoho dalších faktorů (viz kapitola 3). Skutečný vývoj srovnatelné cenové hladiny HDP vybraných zemí za období 1997–2007 uvádí Tabulka 2.

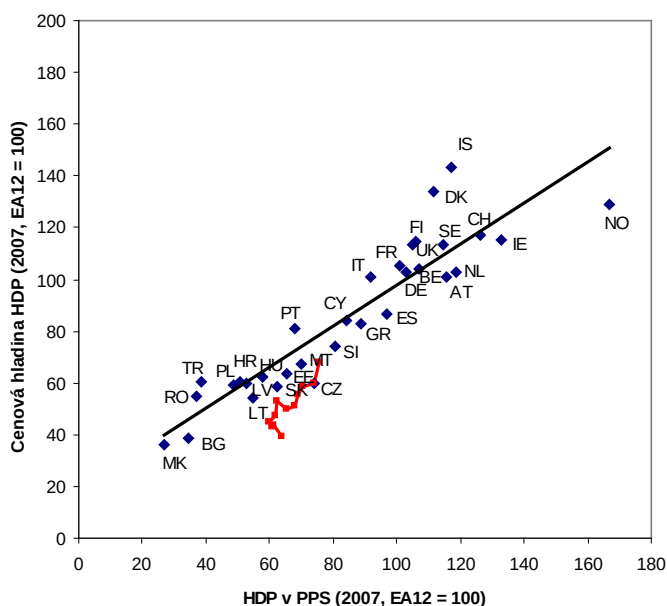
Tabulka 2: Srovnatelná cenová hladina HDP, 1997–2007

	CZ	HU	PL	SK	EE	LT	LV	SI
1997	39,5	44,8	45,5	40,0	44,4	38,0	38,5	68,1
1998	43,4	44,0	47,6	40,3	48,0	39,7	39,8	70,2
1999	42,9	44,7	46,1	38,2	49,7	40,8	43,2	70,4
2000	45,1	46,9	51,9	42,1	51,5	46,4	50,3	69,7
2001	47,6	49,2	57,8	41,4	54,4	46,5	50,6	70,9
2002	53,2	54,1	54,3	42,6	54,6	46,9	49,2	71,4
2003	50,0	54,0	47,6	45,8	54,7	45,1	45,9	71,7
2004	51,1	57,3	46,9	49,2	55,4	46,5	47,0	69,8
2005	55,3	59,3	54,1	51,1	57,2	49,2	49,0	70,3
2006	58,3	56,9	56,2	53,5	59,5	51,4	53,9	71,3
2007	59,8	62,5	59,4	58,4	63,4	54,3	59,6	73,9

Poznámka: CZ – Česká republika, HU – Maďarsko, PL – Polsko, SK – Slovensko, EE – Estonsko, LT – Litva, LV – Lotyšsko, SI – Slovinsko; EA12 = 100.

Zdroj: Eurostat.

Obrázek 1: Vztah HDP na obyvatele v PPS a cenové hladiny



Poznámka: Regrese na datech 32 zemí (pozice země v grafu uvedena zkratkou); hodnoty roku 2007; průměr EA12 = 100; červená trajektorie zachycuje skutečný a očekávaný vývoj HDP na obyvatele v PPS a cenové hladiny HDP České republiky v letech 1997–2008.

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet.

Tradičním nástrojem mezinárodního srovnávání stupně ekonomické konvergence jednotlivých zemí je využití vztahu cenové hladiny⁴ a HDP na obyvatele v paritě kupní síly^{5,6}. Obrázek 1 je grafickým znázorněním tohoto vztahu, který vykazuje silnou pozitivní korelaci uvedených veličin. Zjištěná empirická závislost vyjádřená proloženou regresní přímkou upozorňuje na tendenci konvergujících ekonomik přibližovat se k vyspělým zemím jak z hlediska reálného HDP, tak i z hlediska výše národní cenové hladiny. Druhý zmiňovaný proces lze označit za ekvivalentní dlouhodobé apreciaci reálného měnového kurzu. Ta probíhá buď kanálem zhodnocení nominálního kurzu, nebo skrze inflační diferenciál vůči referenční zemi (v našem kontextu vůči eurozóně),

⁴ Při praktických výpočtech se používá tzv. ukazatel srovnatelné cenové úrovně (*Comparative Price Level – CPL*), který je určen jako podíl běžného měnového kurzu a kurzu daného PPP a udává v procentech výslednou odchylku od srovnávací země. Eurostat používá ukazatel indexu cenové úrovně (*Price Level Index – PLI*).

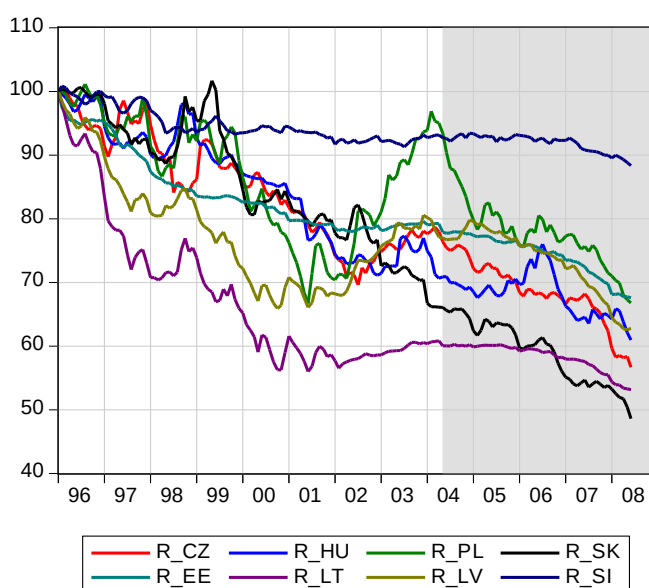
⁵ Eurostat pracuje s tzv. standardem kupní síly (*Purchasing Power Standard – PPS*).

⁶ Aplikace na podmínky České republiky - viz Čihák a Holub (2000, 2001, 2003 a 2005).

či kombinací obou zmíněných – viz např. Holub a Král (2006). Přestože je regresní přímka zřejmým vyjádřením tendence k reálné apreciaci, neumožňuje podrobněji rozlišit její konkrétní zdroje (blíže viz kapitola 3).

Reálný měnový kurz (RER) je konstruován jako vývoj poměru kupních sil, tj. poměr vnější kupní síly měnové jednotky k vnitřní (domácí) síle této jednotky. V logaritmickém tvaru je *RER* definován vztahem: $rer = ner + p^* - p$, kde *ner* je nominální kurz, p^* je zahraniční cenová hladina, *p* je domácí cenová hladina.⁷ Dále je možné provést dekompozici *rer* na tři elementární části, které zachycují potenciální zdroje jeho změn. Jedná se o vývoj reálného kurzu obchodovatelného zboží, pohyby relativních cen obchodovatelného a neobchodovatelného zboží mezi domácí a zahraniční ekonomikou a časovou proměnlivost vah obchodovatelného a neobchodovatelného zboží v obou ekonomikách – viz např. Frait a Komárek (1999), Égert, Halpern a MacDonald (2004).

Obrázek 2: Vývoj reálného měnového kurzu, 1994–2008



Poznámka: RER – reálný měnový kurz vybraných tranzitivních zemí; referenční země – EA12, měsíční data (leden 1996 = 100), pokles kurzu vyjadřuje apreciaci; šedá zóna označuje období členství nových členských zemí v EU.

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet.

rostoucímu vnějšímu zadlužení, riziku možných spekulativních útoků, atp. Podstatné nadhodnocení měny zpomaluje ekonomický růst, naopak důsledek podhodnocení kurzu na růst není zcela jednoznačný – viz Frait a Komárek (1999).

Obrázek 2 dokumentuje trend indexu reálných měnových kurzů vybraných zemí Střední a Východní Evropy vůči vyspělejším členům EU (aproximováno EA12), kdy dochází k jeho dlouhodobému, téměř nepřetržitému posilování. Dekompozice RER na nominální kurz a vývoj cenových hladin tohoto vzorku zemí je zobrazena v Příloze (viz část 5).

Rovnovážný reálný měnový kurz (ERER) lze obecně definovat jako reálný kurz, který je v každém období konzistentní s vnitřní a vnější rovnováhou ekonomiky. Souhrnnou diskusi metodologických přístupů k odhadu ERER obsahuje práce Horvátha a Komárka (2007).

Vývoj reálného kurzu ovlivňuje externí konkurenceschopnost země, skladbu výdajů a intertemporální vyhlazování spotřeby pomocí tvorby resp. čerpání úspor s dopady do vývoje běžného účtu platební bilance. Vychýlí-li se skutečný reálný kurz od rovnovážného, dochází k jeho nadhodnocení (podhodnocení), což způsobuje změnu alokace zdrojů zejména mezi sektory obchodovatelných a neobchodovatelných statků. Výrazné nadhodnocení kurzu může vést k suboptimálnímu vývoji a neudržetelnosti salda běžného účtu,

⁷ Nominální kurz je vyjádřen poměrem domácí měny k jednotce cizí měny. Pokles (růst) *NER* a *RER* tedy vyjadřuje jeho apreciaci (depreciaci).

3. Rovnovážná reálná apreceiace

Mezi zdroje rovnovážné reálné apreceiace lze řadit zejména následující faktory: (i) Balassův-Samuelsonův efekt, (ii) efekt směnných relací, (iii) příliv přímých zahraničních investic, (iv) vliv změny struktury domácí spotřeby či (v) působení postupného uvolňování státem administrovaných cen. K odhadu rovnovážné hodnoty (reálného) měnového kurzu existuje několik modelových přístupů, které se liší dle uvažovaného časového horizontu, zvolené metodologie a nebo specifikace použitých cenových indexů. Praktické odhady ERER jsou zatíženy nezanedbatelným stupněm nejistoty a nejsou často vzájemně srovnatelné.

3.1 Zdroje (rovnovážné) reálné apreceiace

3.1.1 Balassův-Samuelsonův efekt a podobné efekty

Balassův-Samuelsonův (B-S) efekt vidí zdroj rovnovážného zhodnocování v diferenciálu mezi růstem produktivity při výrobě obchodovatelných a neobchodovatelných statků resp. odlišné výši těchto diferenciálů v jednotlivých zemích. Vlivem vyrovnaného růstu mezd napříč oběma sektory dochází k tlakům na růst relativních cen neobchodovatelného zboží. Předpokládá se, že vyššího tempa růstu potenciálního produktu je v konvergujících ekonomikách dosahováno zejména rychlejším růstem produktivity obchodovatelného sektoru, a tudíž by se zde měl B-S efekt projevit silnějším vzestupem cen než v zemích doháněných.⁸ B-S princip je často vyzdvihován jako stěžejní faktor reálné apreceiace, nicméně jeho význam by neměl být přeceňován. Mnohé empirické studie poukazují na poměrně slabý vliv B-S efektu pro ČR, Slovensko či Slovinsko (v průměru mezi 0 až 2 p.b. ročně)⁹, jeho větší význam nacházejí naopak pro Maďarsko či Polsko (v průměru mezi 1 až 3,5 p.b. ročně).¹⁰ Studie zaměřené na pokročilejší fáze transformace navíc nacházejí v průměru nižší význam B-S efektu, což může souviset s růstem ekonomické úrovně zemí v čase. V budoucnu bude B-S efekt ovlivňován zejména dvěma protichůdnými tendencemi. Růst podílu neobchodovatelného zboží na spotřebě bude zřejmě jeho význam zvyšovat. Opačným směrem pak může působit relativní nárůst produktivity v neobchodovatelném sektoru.

Souvisejícím faktorem s B-S efektem je *hypotéza relativního vybavení země výrobními faktory*¹¹ (zejména kapitálem a technologiemi). Tato hypotéza říká, že země s odlišným faktorovým vybavením v důsledku omezené mobility kapitálu budou mít odlišné ceny neobchodovatelných zboží (zejména služeb) a odlišné rovnovážné reálné kurzy. Bohaté země s relativně vysokým vybavením kapitálem budou mít relativně vysoké mzdy, relativně drahé neobchodovatelné zboží a relativně silný reálný kurz, zatímco chudé země s relativně nízkým vybavením kapitálem na tom budou opačně. I tento model předpokládá trend reálného kurzu u rozvíjejících se ekonomik. S tím, jak tyto země rozšiřují svou kapitálovou zásobu, bude růst produktivita práce v sektoru obchodovatelného zboží rychleji než v sektoru neobchodovatelného zboží. Díky tomu porostou mzdy, ceny neobchodovatelného zboží i reálná hodnota měny. Důvodem je to, že v obou sektorech poroste podíl kapitálu a práce, ale v sektoru obchodovatelného zboží budou rozšiřovány kapitálově náročné výroby.

Současnou rovnovážnou apreceiaci kurzu ovlivňují také *očekávání budoucího kladného vývoje produktivity v obchodovatelném sektoru*. Nepodaří-li se však očekávaný trend zvyšování produktivity naplnit, bude pozice reálného kurzu hodnocena posléze jako nadhodnocená.

⁸ U tranzitivních ekonomik můžeme pozorovat také *inverzní Balassův-Samuelsonův efekt*, kdy je reálné zhodnocování vyvolané růstem produktivity v určitém odvětví příčinou pro nárůst produktivity v dalších sektorech, a tím zachování jejich konkurenceschopnosti při reálném posílení – viz Frait a Komárek (1999).

⁹ Viz např. Flek, Marková a Podpiera (2002)

¹⁰ Podrobnější shrnutí výstupů empirické literatury měřící B-S efekt viz např. dokument ECB (2005).

¹¹ Viz Bhagwati (1984) nebo Frait a Komárek (1999). Holub a Čihák (2003) aplikovali podobný princip na konvergenci ve vybavení zemí (neobchodovatelným) lidským kapitálem při dokonalé mobilitě (obchodovatelného) fyzického kapitálu.

3.1.2 Efekt směnných relací

Významnou determinantou rovnovážné reálné aprece je tzv. *efekt směnných relací*. Ten říká, že pokud se směnné relace zlepšují z titulu příznivějšího vývoje vývozních cen oproti cenám dovozním, může si daná země „dovolit“ reálnou aprecií své měny. Díky restrukturalizaci a inovacím je transformující se ekonomika schopna produkovat zboží se zlepšující se kvalitou¹². Pokud je takto růst kvality vnímán shodně jak domácími, tak i zahraničními ekonomickými subjekty, pak to má za následek růst necenové konkurenceschopnosti domácí produkce. Ta se může projevovat snížením velikosti domácí poptávky po importech, růstem kontraktních cen obchodovatelného zboží na zahraničních trzích, rostoucími cenami domácí produkce pro domácí užití nebo kombinací všech těchto projevů, a to bez dopadů do zhoršování vnější rovnováhy. Dosažení vyšší kvality je přitom na jedné straně jedním ze zdrojů rovnovážné reálné aprece, ale na druhé straně bezesporu umožňuje lépe vstřebat efekt posilování kurzu z ní vyplývající. Reálná aprece je totiž jedním z motivačních faktorů firem k produkci statků s vyšší kvalitou, což zabezpečí eliminaci negativního dopadu aprece do celkových tržeb z exportu v domácí měně a zachování podílu na trhu. Brůha a Podpiera (2007) upozorňují na rozdílný vliv investic do intenzivního a extenzivního růstu na vývoj reálného kurzu, který v prvním případě posiluje, kdežto v druhém zůstává více méně stabilní.¹³

3.1.3 Příliv přímých zahraničních investic

Za další, v mnoha případech s ostatními efekty v synergii působící, faktor ovlivňující rovnovážnou aprecií lze označit *vliv masivního přílivu přímých zahraničních investic (FDI)*, které jsou příslibem zvyšující se poptávky po exportu a zlepšování celkové produktivity. Logickým doprovodným efektem je rostoucí nabídka zahraniční měny působící na posilování domácího nominálního kurzu, a tedy potažmo reálnou aprecií. Z dlouhodobého hlediska je nicméně nutné počítat i s možným tlakem na kurzovou depreciaci, která by mohla být důsledkem odlivu plateb ze zisků zahraničním investorům. Bulíř a Šmídková (2004) uvádí FDI jako jeden z hlavních faktorů reálného zhodnocování.

3.1.4 Linderova hypotéza

Linderova hypotéza (viz Linder, 1961) popisuje *vliv změny struktury domácí spotřeby*, tj. říká, že s růstem ekonomické úrovně (tj. s postupným procesem dohánění vyspělejších ekonomik) lze očekávat relativní růst poptávky po neobchodovatelném zboží a službách na úkor poptávky po zboží obchodovatelném¹⁴, což vede k nárůstu cen daného sektoru a ve výsledku celkové cenové hladiny. Stejným směrem působí faktor změny preferencí ve prospěch zboží vyšší kvality. Tyto vztahy byly doloženy empirickou analýzou.¹⁵ Rozdíly ve struktuře spotřeby nových členských zemí oproti eurozóně jsou stále relativně významné. Trend změn struktury spotřeby je očekáván i do budoucna, ačkoliv se počítá s postupným poklesem jeho intenzity.

¹² Skutečnou kvalitou míníme lepší technické parametry produktů včetně výhodnějších obchodních, dodacích a platebních podmínek, pokročilejší systém servisu a péče o zákazníka. Za zlepšením vnímané kvality stojí v českých podmínkách především provázání domácích firem se zahraničními renomovanými společnostmi (důsledek přílivu přímých zahraničních investic).

¹³ Intenzivní růst se vyznačuje investicemi do kvality a inovací (typické pro Českou republiku, Maďarsko, Polsko a Slovensko). Příkladem extenzivního růstu a stability reálného kurzu je v daném období (1995 až 2005) Slovinsko – viz Brůha a Podpiera (2007).

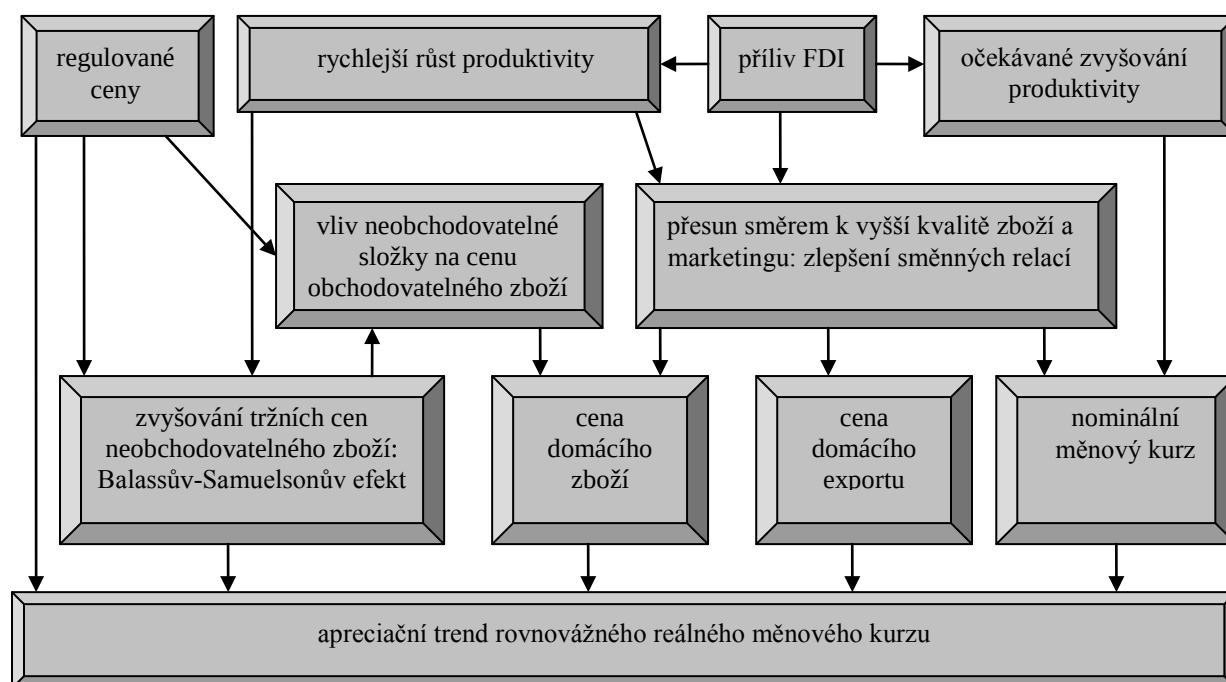
¹⁴ S růstem bohatství roste rovněž spotřeba volného času (teorie zpětně zahnuté křivky nabídky práce), na kterou se pak váže zvýšení poptávky po neobchodovatelném zboží (zejména v oblasti služeb „péče o člověka“). Souběžným efektem je relativní nárůst cen v neobchodovatelném sektoru, který naopak výše zmíněný trend rostoucí poptávky tlumí.

¹⁵ viz např. Bergstrand (1991), ECB (2005)

3.1.5 Státem administrované ceny

Zdrojem rovnovážné reálné aprece je také *vývoj státem administrovaných cen*. Vliv tohoto faktoru lze rozdělit na *efekt regulovaných cen* a na *příspěvek změn nepřímých daní*. V průběhu ekonomické konvergence dochází k procesu postupné liberalizace. Přechod k tržním principům v dříve státem regulovaných oblastech přináší nezanedbatelný příspěvek do míry inflace (zejména v neobchodovatelném sektoru), který ovšem není přímým důsledkem nárůstu produktivity, nýbrž důsledkem nápravy cenových poměrů. Příspěvek nepřímých daní k růstu spotřebitelských cen (např. pod vlivem harmonizace výše a struktury zdanění v rámci EU) považujeme za vliv, který neovlivňuje cenovou konkurenceschopnost domácí produkce, jelikož se na domácím trhu týká symetricky i zboží dováženého, resp. nepřímé daně nejsou uvalovány na vyvážené zboží.

Obrázek 3: Základní zdroje aprece rovnovážného reálného měnového kurzu



Zdroj: Égert a kol. (2004), modifikováno autory.

3.2 Odhady vývoje rovnovážného reálného měnového kurzu (ERER)

K vyhodnocení pozice reálného kurzu vůči jeho rovnovážné hodnotě resp. ke stanovení této rovnovážné hodnoty bylo v teorii i v praxi vytvořeno hned několik modelových přístupů. Důležitou roli hraje uvažovaný časový horizont¹⁶, specifikace použitých cenových indexů, zvolená metodologie, atp. Za základní model ERER lze považovat teorii parity kupní síly (PPP), podle které se nominální měnový kurz rovná poměru domácí a zahraniční cenové hladiny; reálný kurz je následně určen jako poměr tržního nominálního kurzu a nominálního kurzu daného PPP. Je-li tento poměr roven jedné, platí tzv. zákon jedné ceny a říkáme, že reálný kurz je v rovnováze. Koncept PPP řadíme mezi nástroje ocenění reálného kurzu ve velmi dlouhodobém horizontu. Jeho použití však není vhodné v případě rozvíjejících se ekonomik.¹⁷ Pro účely monetární politiky je proto vhodnější ohodnocení pozice kurzu pomocí některé z pokročilejších ekonometrických či

¹⁶ Studie uvažující dlouhodobý horizont hodnotí reálný kurz tranzitivních zemí často jako podhodnocený, naproti tomu závěry studií střednědobého horizontu ukazují většinou na nadhodnocení měny – viz Bulíř a Šmídková (2004).

¹⁷ Tranzitivní ekonomiky vykazují odlišnou dynamiku ekonomického vývoje a složení cenového koše než země hospodářsky vyspělé. Navíc je zde tendence k dlouhodobému trendu reálné aprece díky faktorům uvedeným v části 3.1 této přílohy – viz Égert a kol. (2004).

strukturálních metod uvedených v literatuře.¹⁸ Jejich podrobný popis je mimo rozsah této přílohy. Pro představu prezentujeme alespoň stručný popis několika vybraných modelů v Boxu 1.

Box 1: Vybrané teoretické modely měření ERER

FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) se zaměřuje na nalezení optimálního reálného měnového kurzu, který by odpovídal situaci, kdy je ekonomika zároveň ve vnitřní a vnější rovnováze. Rovnováha pak vychází z optimalizace fiskální politiky. Odhady FEER jsou dány komplexním rozsáhlým makroekonomickým modelem. Nejjednodušší verze pracuje s domácím a zahraničním potenciálním výstupem, udržitelným běžným účtem a reálným efektivním měnovým kurzem.

CHEER (Capital-Enhanced Equilibrium Exchange Rate) staví na podmínce parity kupní síly. Měnový kurz je určen diferencíalem nominální úrokové míry a relativními cenami ve střednědobém horizontu. V dlouhodobém horizontu se implicitně předpokládá vymizení úrokového diferenciálu a platnost podmínky parity kupní síly.

BEER (Behavioral Exchange Rate) je přístup založený na podmínce reálné nepokryté úrokové parity, skrze kterou je reálný kurz vázán ke svým fundamentům. Hlavními determinantami reálného kurzu jsou očekávaný reálný kurz, diferenciál reálných úrokových měr a riziková premie, která je závislá na poměru domácího a zahraničního vládního dluhu. BEER je především statistickým přístupem, který vyhodnocuje odhad jako rovnováhu.

NATREX (Natural Real Exchange Rate) je rovnovážný reálný kurz, který vyrovnává platební bilanci při absenci cyklických faktorů, spekulativních kapitálových toků a změn v měnových rezervách. Jde o pohyblivý střednědobý až dlouhodobý reálný kurz, který je determinován fundamentálními faktory, kterými jsou např. spořivost, produktivita, vybavenost práce kapitálem a zahraniční zadluženost.

Zdroj: Horváth a Komárek (2007).

Jedním z problémů, se kterým se v praxi při odhadování ERER setkáváme je poměrně vysoký stupeň nejistoty. Za nerovnovážný lze považovat až stav, kdy je skutečný kurz výrazně vzdálen od kurzu rovnovážného (cca o více než 10 %), a to v případě, kdy je takového výsledku dosaženo současně použitím několika nezávislých modelů. Při „hodnocení“ pozice kurzu v tranzitivních ekonomikách bychom neměli zapomínat na aspekt dlouhodobého trendu reálného zhodnocování.¹⁹

4. Zkušenosti České republiky

Dlouhodobým charakteristickým rysem české ekonomiky je její relativně nízká cenová hladina, střednědobý apreciační trend nominálního měnového kurzu koruny k světovým rezervním měnám a dlouhodobý apreciační trend reálného kurzu. Odhad rovnovážné reálné apreciace je v ČNB prováděn explicitně v rámci modelu QPM (na bázi reálné verze nepokryté úrokové parity pomocí Kalmanova filtru) a jiných satelitních modelech²⁰ a implicitně v rámci modelu g3. Uchopení reálného měnového kurzu v prognostickém aparátu ČNB oproti vybraným centrálním bankám (viz Box 2) vykazuje viditelné odlišnosti. Tato skutečnost odráží zejména úzký vztah mezi reálnou apreciací a reálnou konvergencí projevující se v rozvíjejících se ekonomikách, přičemž prognostické aparáty srovnávaných centrálních bank z vyspělých zemí se s tímto fenoménem nemusejí analyticky vypořádávat.

¹⁸ Souhrnný přehled hlavních teoretických konceptů odhadu rovnovážného měnového kurzu podává např. Égert, Halpern a MacDonald (2005), Frait a Komárek (1999) nebo Horváth a Komárek (2007).

¹⁹ Tento fakt bude důležitý mj. pro správné nastavení centrální parity kurzu, kterou bude nutno stanovit při vstupu do ERM II a následně konverzního poměru před vstupem do eurozóny. Apreciační měnového kurzu v prostředí ERM II se jeví jako „bezpečnější“ strategie pro splnění kurzové kritéria, neboť četný výskyt kurzu blízko depreciační hranice, resp. devalvace centrální parity by vedly evropské autority k formulaci závěru o nesplnění kurzového kritéria.

²⁰ Viz výzkumné práce ČNB a *Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou*.

4.1 Pozice České republiky v mezinárodním srovnání

Charakteristickým rysem české ekonomiky po dlouhou dobu byla její relativně nízká cenová hladina vzhledem k dosaženému HDP na obyvatele v PPS. Čihák a Holub (2003) hodnotí relativní pozici české cenové hladiny pomocí alternativní rozšířené regrese. Vysvětlujícími faktory jsou zde produktivita obchodovatelného sektoru, produktivita neobchodovatelného sektoru, podíl neobchodovatelného sektoru na celkovém HDP, vliv hospodářské politiky státu a konečně změny ve směnných relacích (nepřímo zachycené změnami ve struktuře zahraničního obchodu). Autoři uvádějí, že užitím nominálního (tj. v eurech vyjádřeného) HDP na zaměstnaného je lépe vystižena produktivita v obchodovatelném sektoru a tudíž přesněji oceněna relativní pozice reálné konvergence. Docházejí k závěru, že česká cenová hladina je sice ve skutečnosti stále pod očekávanou hladinou determinovanou daným modelem, nicméně se již nejvíce jako výrazně vychýlená.²¹

Konvergence HDP na hlavu v PPS a srovnatelné cenové hladiny České republiky pro období 1997–2008 je v obrázku 1 zachycena červenou trajektorií. Ta se po celé sledované období nachází pod regresní přímkou, nicméně odhad pro rok 2008²² se k ní výrazně přibližuje.

4.2 Odhad rovnovážného reálného kurzu v ČNB

Predikční aparát ČNB explicitně modeluje vývoj rovnovážné reálné aprece s využitím modelových mechanismů QPM. K odhadu rovnovážné reálné aprece využívá reálnou verzi nepokryté úrokové parity a metodu odhadu pomocí Kalmanova filtru. Tato technika umožňuje v rámci prognostického cvičení rozdělit sledované veličiny na trend (rovnováhu) a mezeru (cyklus), přičemž monetární politika je schopna ovlivnit pouze cyklickou složku.²³

Obrázek 4 ukazuje aktuální odhad vývoje meziročního tempa růstu ERER a RER pro českou korunu. V uvažovaném časovém horizontu let 1995 – 2010 je průměrné tempo reálné aprece cca 4 – 5 %.

²¹ Alternativní vysvětlení dlouhodobě nízké cenové hladiny české ekonomiky je zejména výslednicí trojí devalvace koruny na počátku transformačního procesu, výchozích nízkých cenových relací k zemím EU, vlivu nepřímých daní; rychlosti a nákladů arbitráže, podílu sektoru produkujícího neobchodovatelné statky a dalších faktorů – viz Žďárek (2006).

²² Hodnoty pro rok 2008 jsou předběžným odhadem; zdrojem dat HDP na obyvatele v PPS je Eurostat; srovnatelná cenová hladina byla vypočtena aproximací vycházející z dat srovnatelné cenové hladiny pro rok 2007, změny nominálního kurzu, domácí a zahraniční inflace.

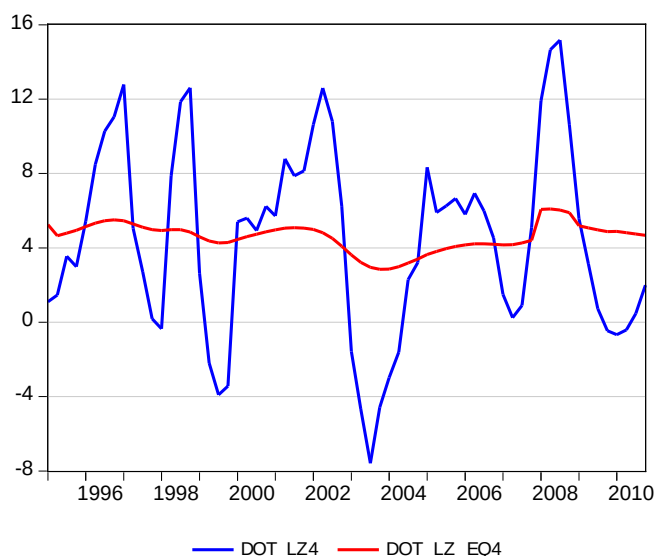
²³ Model typu QPM byl i za podpory ČNB implementován v centrálních bankách Slovenska, Rumunska, Turecka aj.

Obrázek 5 zachycuje měnící se představy predikčního týmu ČNB o vývoji tempa růstu ERER vždy s jednoročním odstupem počínaje červencem 2003. Zřetelně dokumentuje předpoklad postupného oslabování tempa růstu rovnovážné reálné aprece a jeho následnou korekci směrem nahoru. Oproti období 7/2003 až 7/2005 došlo k významnějšímu přehodnocení ERER v následujících obdobích, kdy došlo k úrovněmu posunu směrem vzhůru o cca 1,5 p.b.²⁴ Posun směrem nahoru v roce 2008 reflektuje zejména výrazný příspěvek regulovaných cen do inflace, který podle názoru SMS nepovede ke zhoršení cenové konkurenceschopnosti ČR a je tudíž řešen zvýšením rovnovážné reálné aprece. Z analýzy vyplývá, že ke změnám v náhledu

na tempo rovnovážné reálné aprece docházelo v rámci modelu QPM poměrně často a tyto změny nebyly z hlediska svého rozsahu zanedbatelné. Jejich dopad do vyznění souvisejících prognóz byl však většinou omezený díky současně prováděným úpravám navazujících modelových mechanismů a předpokladů (např. rozložení reálné rovnovážné aprece do jednotlivých složek inflace).

Počínaje 5. SZ 2008 došlo k výměně rolí mezi modelem QPM a g3 (z rodiny DSGE modelů), který se tímto stal hlavním predikčním aparátem ČNB. Komplikovanější struktura modelu g3 by měla přinést větší flexibilitu při tvorbě prognózy, identifikaci a interpretaci šoků. Přestože model g3 reálnou apreci počítá, oproti QPM ji explicitně nedělí na cyklus a rovnováhu. Kvalitativně lze jednotlivé veličiny g3 popsat jako konvergující po „rovnovážné stezce“. Z logiky modelu vyplývá, že kvantifikace trajektorie ERER ve smyslu modelu QPM (viz obrázek 5) není v modelu g3 možná. Oproti modelu QPM však model g3 nabízí komplexnější vyhodnocení technologických šoků, trendů a vývoje cen v jednotlivých sektorech ekonomiky, z kterých lze vyvodit poznatky o procesu reálné aprece a reálné konvergence.

Obrázek 4: Meziroční tempo růstu RER a ERER, 1995–2010

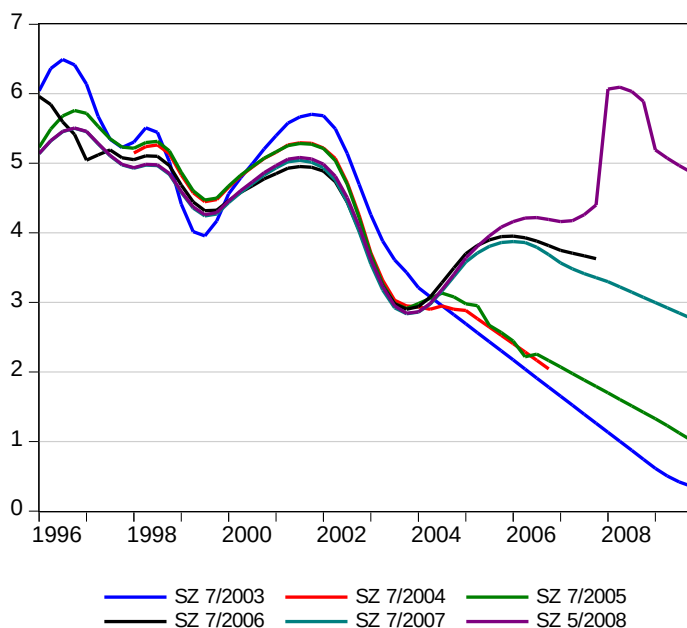


Poznámka: DOT_LZ4 je tempo růstu reálného měnového kurzu, k jehož konstrukci jsme použili nominální kurz EUR/CZK, DOT_LZ_EQ4 je tempo růstu rovnovážného reálného měnového kurzu odvozeného od DOT_LZ4 na základě výše popsané techniky modelu QPM; y-o-y (%); kladné hodnoty značí apreci.

Zdroj: QPM, SZ 5/2008, ČNB.

²⁴ Současně s posunem odhadů celkové rovnovážné aprece došlo v posledních letech k několika úpravám jejího rozložení do jednotlivých složek inflace. Stejně tak bylo přistoupeno k očištění identity reálného kurzu o vliv nepřímých daní na index spotřebitelských cen v domácí i zahraniční ekonomice. Poslední trajektorie rovnovážné reálné aprece nově počítá s jejím strmým nárůstem, který bude od roku 2009 vystřídán poklesem.

Obrázek 5: Odhady tempa růstu ERER, 1996–2009



Poznámka: Odhadovaná tempa růstu rovnovážného reálného měnového kurzu, y-o-y (%).

Zdroj: QPM, SZ 7/2003-2007, SZ 5/2008, ČNB.

ekonomiky v cyklu, ale zaměřuje se na dlouhodobé trendy. Z modelového hlediska je dlouhodobá apreciace reálného kurzu dosažena endogenními investicemi firem (umístěných v konvergující ekonomice) do kvality produkce, přičemž se předpokládá, že cenové indexy nejsou očišťovány o vliv kvality. Oba tyto předpoklady jsou nezbytné k dosažení apreciace reálného kurzu. Alternativní odhad rovnovážné reálné apreciace vychází z prací Čiháka a Holuba (2003a a 2005).²⁶ Výsledkem obou uvedených metod je odhad budoucí rovnovážné reálné apreciace na pět následujících let – viz pravidelné publikace v rámci *Analýz stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou*.

Aktuální předpovědi rovnovážné reálné apreciace s využitím modelu Brůhy a Podpiery pro období 2009–2013 ukazují na hodnoty kolem 1,3 %, což je ve srovnání s alternativní metodou Čiháka a Holuba pro shodné období (1,6–2,4 %) poněkud níže. Obě tyto metody ve srovnání s výsledky z roku 2007 (odhad pro období 2008–2012) přinášejí korekci k nižším hodnotám, přičemž k výraznějšímu přehodnocení došlo u odhadů na základě metody Čiháka a Holuba.

Brůha a Podpiery (2007) odhadují rovnovážnou reálnou apreciaci pomocí modelu, který zohledňuje pokročilé aspekty moderních přístupů, zejména s ohledem na chování mezinárodního obchodu. Asi nejdůležitější mezi těmito aspekty je to, že podíl obchodovatelného zboží není dán exogenní strukturou ekonomiky, jak je obvyklé v modelech DSGE, nýbrž je generován endogenně jako důsledek optimalizujícího rozhodování ekonomických subjektů (viz Ghironi-Melitz, 2005). Model byl kalibrován tak, aby modelová struktura HDP v konvergující ekonomice odpovídala pozorované dlouhodobé konvergenční stezce.²⁵

Model je řešen s modelově-konzistentními očekáváními a je na agregátní úrovni deterministický. To mimo jiné znamená, že se příliš nehodí pro modelování pozice

²⁵ Podíl spotřeby a investic na domácí absorpci (v běžných cenách) je víceméně konstantní. Podíl vývozu a dovozu na HDP vykazuje zřejmý trend. Při kalibraci modelu se autoři snažili tyto skutečnosti zohlednit – viz Brůha a Podpiery (2007).

²⁶ Ten je odhadován na základě dvoustupňové panelové regrese metodou nejmenších čtverců bez fixních či náhodných efektů, který dává do souvislosti cenovou hladinu konečné spotřeby domácností a HDP v paritě kupní síly na hlavu pro 32 evropských zemí.

Box 2: Reálný měnový kurz v prognostickém aparátu vybraných centrálních bank

ECB: Odhady měnových kurzů v prognostickém aparátu ECB jsou čistě technické a jsou založeny na průměru pozorovaných hodnot posledních deseti pracovních dní. Předpověď budoucího vývoje ani hodnocení pozice kurzu eura ECB neprovádí. Predikční model tak pracuje pouze s předpokladem exogenně daného konstantního měnového kurzu – viz ECB (2006).

RBNZ: Prognostický aparát centrální banky Nového Zélandu předpokládá dlouhodobou stabilitu RER. Ten se v čase pohybuje kolem fundamentálně určené úrovně, jež de facto nepodléhá častějším revizím, tzn. je shodná pro všechny prognózy. Dlouhodobá úroveň RER je nastavena tak, aby byla konzistentní s vývojem ostatních makroekonomických veličin, zejména s vnějším zadlužením ekonomiky, dluhovou službou a obchodní bilancí. Ačkoliv model RBNZ tedy explicitně s reálným kurzem pracuje, mnohem důležitější role při tvorbě prognózy je připisována směnným relacím, jejichž fluktuace mají pro ekonomiku Nového Zélandu daleko větší význam.

RIKSBANK: V dlouhodobém horizontu předpokládá Švédská centrální banka v rámci svého prognostického modelu RAMSES rovnost domácí a zahraniční produktivity. Z uvedeného vyplývá, že model v dlouhém období neuvažuje apreciaci ani depreciaci reálného rovnovážného kurzu – viz Adolfson a kol. (2007). Riksbank pak modeluje nominální měnový kurz na bázi nepokryté úrokové parity, ve které uvažuje také korelaci mezi rizikovou premií a očekávaným vývojem měnového kurzu. Nastavení hlavní úrokové sazby Riksbank závisí mimo jiné i na gapu reálného měnového kurzu. Ten je počítán jako procentní odchylka aktuálního reálného měnového kurzu od předpokládaného konstantního rovnovážného kurzu.

5. Vliv CB na rozložení rovnovážné reálné apreciace do kanálu inflačního diferenciálu a kanálu nominální apreciace

Volba měnověpolitického režimu je předurčující pro sílu jednotlivých kanálů reálné apreciace, tj. kanálu inflačního diferenciálu a kanálu nominální apreciace. Vysokému hospodářskému růstu konvergujících zemí Střední a Východní Evropy odpovídá vysoké tempo rovnovážné reálné apreciace, které může být vstřebáno v zemích s pevnými kurzovými režimy pouze inflací, v ostatních zemích i apreciací nominálního kurzu.

Rozložení reálné apreciace na kanál inflačního diferenciálu a kanál nominální apreciace kurzu závisí na volbě měnověpolitického režimu. Obecně lze říci, že cílováním měnového kurzu je centrální bankou „uvolněn“ inflační kanál (a zmražen kanál kurzový), a tudíž se rovnovážná reálná apreciace musí nutně projevit ve zvýšeném růstu cenové hladiny. Při aplikaci režimu inflačního cílení je naopak ponechán prostor také pro pohyb nominálního kurzu, což vede k realizaci reálné apreciace skrze oba zmiňované kanály. To potvrzuje i vývoj v nových členských zemích EU (viz Příloha), kde v případě České republiky, Maďarska, Polska, Slovenska a Slovinska probíhala reálná apreciace oběma kanály. Vývoj nominálního měnového kurzu byl téměř po celé sledované období podporou reálné apreciace v České republice a na Slovensku (vyjma turbulentního období na počátku sledovaného období), naopak v případě Maďarska a Polska tuto reálnou apreciaci do počátku nového milénia spíše tlumil, poté působil v průměru neutrálně.²⁷ Naopak u pobaltských ekonomik nebyla reálná apreciace skrze kurzový kanál možná vlivem aplikace režimu fixního měnového kurzu.

Stark (2007) v této souvislosti upozornil na fakt, že ty nové členské země EU, jenž aplikují pevné měnové kurzy (Bulharsko, Estonsko, Litva a Lotyšsko) vykázaly za uplynulé dvouleté období v průměru téměř dvojnásobný hospodářský růst, avšak s téměř jeden a půl násobně vyšší mírou inflace oproti zemím s vyšší mírou flexibility kurzových režimů (Česká republika, Maďarsko, Polsko, Rumunsko a Slovensko). Tento makroekonomický vývoj je dle Starka v rozporu

²⁷ Jako specifický se jeví případ Slovinska, které aplikovalo politiku nepřímého cílování reálného kurzu.

s dosavadní ekonomickou teorií²⁸ i empirickou zkušeností zemí, které přistoupily k EU v 80. letech a které jsou často brány jako příklad pro porovnání. Současný vývoj zemí s pevným kurzem – charakteristický rostoucími mírami inflace, silící úvěrovou poptávkou podporovanou až negativními reálnými sazbami a výraznými vnějšími nerovnováhami – označuje Stark za náchylný k externím a finančním šokům. Hlavními výzvami pro země s plovoucím kurzem jsou v současnosti náprava uvolněných fiskálních politik a udržení nízké míry inflace, která je pod tlakem reálné konvergence. V souvislosti s měnovou politikou Stark zdůraznil, že volba kurzového režimu by měla odpovídat specifickým potřebám dané země a k přijetí eura by se mělo přistoupit až ve fázi udržitelné úrovně ekonomické konvergence.

Ačkoliv souhlasíme s tvrzením, že volba měnové politiky by měla být v souladu s podmínkami a potřebami dané země, oproti Starkovi interpretujeme pozorovaný ekonomický vývoj nových členských zemí jako logický důsledek aplikované monetární politiky v podmínkách konvergence hospodářské výkonnosti a cenových hladin. Stark totiž dle našeho názoru chybně aplikuje obvyklé závěry empirických růstových modelů, které ukazují, že země vykazující vyšší míru inflace současně dosahují nižšího dlouhodobého ekonomického růstu. Pro eurokandidáty však platí odlišná kauzalita, tj. že vysokému hospodářskému růstu odpovídá vysoké tempo rovnovážné reálné aprece, které může být vstřebáno v zemích s pevnými kurzovými režimy pouze inflací. Odtud zřejmě pramení Starkovo pozorování o kladné korelaci inflace s růstem HDP i v horizontu delším než je období průběhu jednoho hospodářského cyklu a uváděné diskutabilní závěry pro skupinu eurokandidátů aplikující jak volné, tak i fixní kurzové režimy.

6. Shrnutí

Dlouhodobé reálné zhodnocování měny je jedním z klíčových aspektů nominální a reálné konvergence tranzitivních ekonomik. Tradičním nástrojem mezinárodního porovnávání stupně ekonomické konvergence jednotlivých zemí je využití vztahu HDP na obyvatele v paritě kupní síly a srovnatelné cenové hladiny, mezi nimiž byla zjištěna silná empirická závislost. Růst srovnatelné cenové hladiny konvergujících zemí je ekvivalentní posilování reálného měnového kurzu. Rovnovážná reálná aprece měny přitom probíhá buď kanálem zhodnocení nominálního kurzu, nebo skrze inflační diferenciál vůči referenční zemi (v našem kontextu eurozóně), či kombinací obou zmíněných.

Do síly a délky trendu reálného měnového kurzu tranzitivních ekonomik se promítají faktory specifické pro konvergenční období. Mezi hlavní zdroje (rovnovážné) reálné aprece řadíme: (i) Balassův-Samuelsonův efekt, (ii) efekt směnných relací, (iii) příliv přímých zahraničních investic, (iv) vliv změny struktury domácí spotřeby či (v) působení postupného uvolňování státem administrovaných cen.

K ohodnocení skutečné pozice reálného kurzu oproti kurzu rovnovážnému bylo vyvinuto několik teoretických modelů. Jedním z problémů, se kterým se v praxi v této souvislosti setkáváme, je poměrně vysoký stupeň nejistoty. Za nerovnovážný lze obvykle považovat až stav, kdy je skutečný kurz výrazně vzdálen od kurzu rovnovážného (cca o více než 10 %), a to v případě, kdy je takového výsledku dosaženo použitím několika nezávislých modelů zároveň.

ČNB odhaduje rovnovážnou reálnou aprecií v prostředí modelu QPM na bázi nepokryté úrokové parity metodou Kalmanova filtru. V časovém horizontu let 1995–2010 vyhodnocuje tento přístup průměrné tempo reálné aprece na cca 4–5 %. Odhady tempa reálné aprece ukazovaly převážně na jeho pokles v čase, přičemž však v případě posledních prognóz došlo k jeho přehodnocení směrem k aktuálně vyššímu tempu v důsledku vysokého růstu regulovaných

²⁸ Z teoretického hlediska by volba kurzového režimu neměla ovlivňovat ekonomickou výkonnost. Navíc empirické studie obvykle ukazují na příznivý vliv režimu fixního kurzu na inflaci.

cen a příspěvků změn nepřímých daní nemajících vliv na cenovou konkurenceschopnost. Metody používané v *Analýzách stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou* vedou k poněkud nižším odhadům. Poznatky o procesu reálné apreciace lze vyvodit i z nového prognostického modelu g3. Konstrukce modelu g3 se však od modelu QPM zásadně liší; přímé porovnání trendů reálné apreciace není proto možné.

Rozložení rovnovážné reálné apreciace do kanálu inflačního diferenciálu a kanálu nominální apreciace závisí na volbě měnověpolitického režimu. Obecně lze říci, že cílováním měnového kurzu je centrální bankou „uvolněn“ inflační kanál (a zmražen kanál kurzový), a tudíž se rovnovážná reálná apreciace musí nutně projevit ve zvýšení domácí inflace. Při aplikaci režimu inflačního cílení je naopak ponechán prostor také pro pohyb nominálního kurzu, což vede k realizaci reálné apreciace skrze oba zmiňované kanály.

Literatura

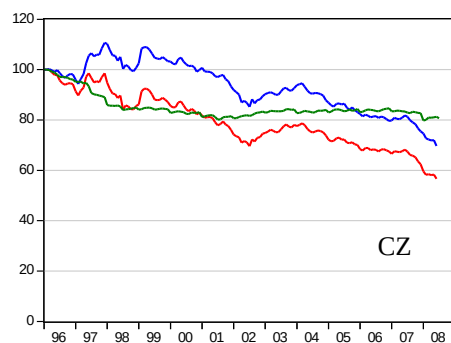
- Adolfson, M., a kol.** (2007): „RAMSES – a new general equilibrium model for monetary policy analysis“, *Economic Review* 2/2007.
- Bergstrand, J., H.** (1991): „Structural Determinants of Real Exchange Rates and National Price Levels: Some Empirical Evidence“, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 1, March 1991, 325-334.
- Bhagwati, J.** (1984): „Why are Services Cheaper in the Poor Countries?“, *The Economic Journal*, Vol. 94, 279-286.
- Brůha, J., Podpiera, J.** (2007): „Transition Economy Convergence in a Two-Country Model: Implications for Monetary Integration“, European Central Bank Working Paper Series 740/2007.
- Bulíř, A., Šmídková, K.** (2004): „Exchange Rates in the New EU Accession Countries: What Have We Learned from the Forerunners“, Czech National Bank Working Paper Series 10/2004.
- ČNB** (2003-2008): „Baseline prognózy situačních zpráv ČNB“
- ČNB** (2007): „Analýzy stupně ekonomické sladění České republiky s eurozónou“.
- Čihák, M., Holub, T.** (2000): „Cenová konvergence k EU – problém relativních cen“, *Politická ekonomie* 5, 660-671.
- Čihák, M., Holub, T.** (2001): „Cenová konvergence k EU – pár nezodpovězených otázek“, *Finance a úvěr*, Vol. 51, 6/2001.
- Čihák, M., Holub, T.** (2003a): „Price Convergence to the EU: What Do the 1999 ICP Data Tell Us?“, Czech National Bank Working Paper Series 2/2003.
- Čihák, M., Holub, T.** (2003b): „Price Convergence: What Can the Balassa-Samuelson Model Tell Us?“, Czech National Bank Working Paper Series 8/2003.
- Čihák, M., Holub, T.** (2005): „Price Convergence in EU Accession Countries: Evidence from the International Comparison“, *Économie Internationale*, Vol. 2/2005, No. 102, 59-82.
- ECB** (2005): „The impact of real convergence on inflation in the new EU member states“, Directorate General Economics, SEC/GENC/05/4/07A.
- ECB** (2006): „WGF Report on Eurosystem Macroeconomic Projection Procedures and Techniques“, WGF/183rev2/06.
- Égert, B., a kol.** (2003): „The Balassa-Samuelson Effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality?“, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31/2003, 552-572.
- Égert, B., Halpern, L., MacDonald, R.** (2004): „Equilibrium Exchange Rates in Central and Eastern Europe: Past experience and future prospects“, EU conference, May 2004.
- Égert, B., Halpern, L., MacDonald, R.** (2005): „Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues“, National bank of Austria, WP No. 106.
- Flek, V., Marková, L., Podpiera, J.** (2002): „Sectoral productivity and Real Exchange Rate Appreciation: Much Ado about Nothing?“, Czech National Bank Working Paper, No. 4/2002.
- Frait, J., Komárek, L.** (1999): „Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty“, WP ČNB, č. 9, Praha.
- Ghironi, F., Melitz, M.** (2005): „International Trade and Macroeconomic Dynamics with Heterogeneous Firms“, *Quarterly Journal of Economics*, CXX August 2005, 865-915.
- Holub, T., Král, P.** (2006): „Ověření předpokladů o tempu rovnovážné reálné apreciace vstupujících do čtvrtletních makroekonomických prognóz“, Příloha 3. Situační zprávy o hospodářském a měnovém vývoji 2006.
- Horváth, R., Komárek, L.** (2007): „Equilibrium Exchange Rates in the EU New Members: Methodology, Estimation and Applicability to ERM II“, Prague Economic Papers, No. 1, 24-37.
- Linder, B., S.** (1961): „An Essay on Trade and Transformation“, Almqvist & Wiksell, Stockholm.

Stark, J. (2007): „Fast, but sustainable? Challenges and policy options for the catching-up process of central and eastern European countries“, Speech at the Economic conference on central, eastern and south-eastern Europe, Frankfurt am Main, 1 October 2007.

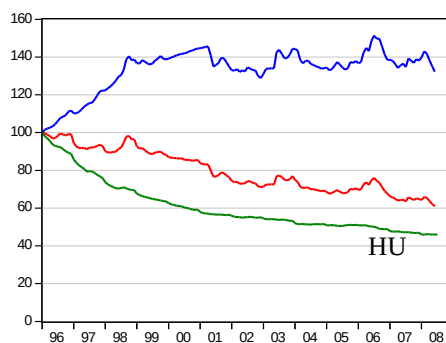
Vintrová, R. (2005): „Co neodhaluje HDP při analýze ekonomického růstu a reálné konvergence“, Working Paper CES VŠEM, No. 1/2005.

Žďárek, V. (2006): „Nominální konvergence v České republice – vybrané aspekty a implikace“, Working Paper CES VŠEM, No. 6/2006.

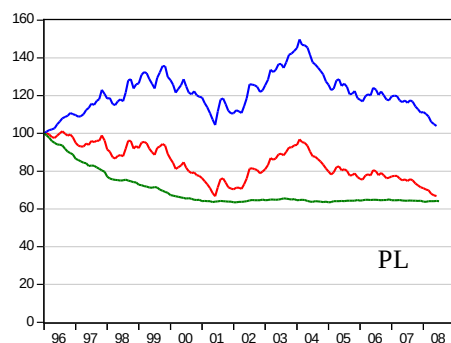
Příloha: Rozklad reálné apreciace vzhledem k EA12 – kanál nominálního kurzu a inflačního diferenciálu



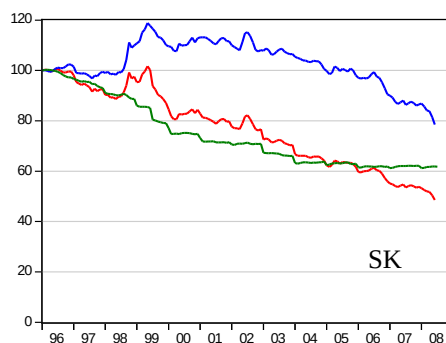
— R_CZ — E_CZ — PP_CZ



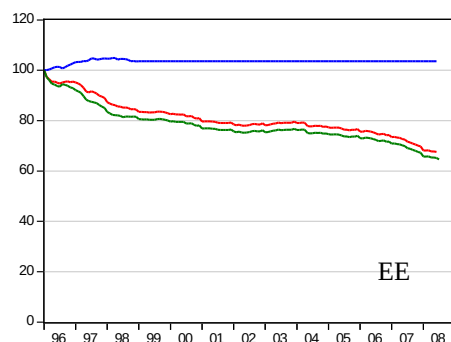
— R_HU — E_HU — PP_HU



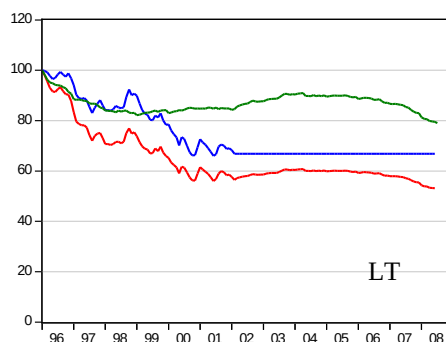
— R_PL — E_PL — PP_PL



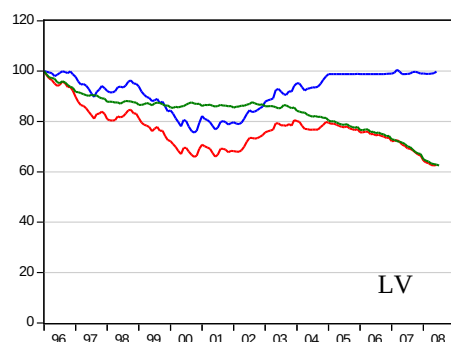
— R_SK — E_SK — PP_SK



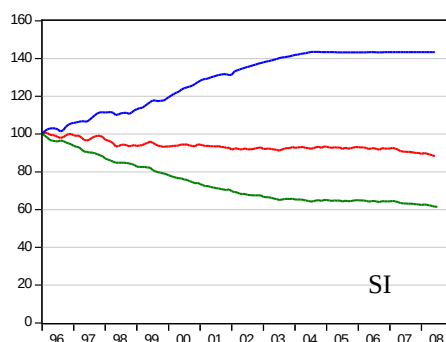
— R_EE — E_EE — PP_EE



— R_LT — E_LT — PP_LT



— R_LV — E_LV — PP_LV



— R_SI — E_SI — PP_SI

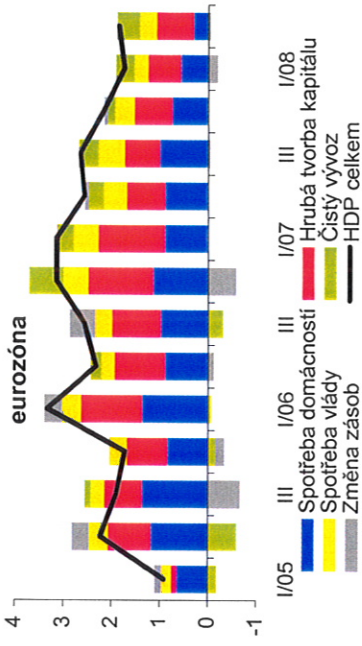
Poznámky: E je bazický index nominálního kurzu, PP je poměr bazických indexů zahraniční cenové hladiny referenční země (EA12) a domácí cenové hladiny násobený 100 (leden 1996 = 100), R je reálný kurz vypočtený jako násobek bazického indexu nominálního kurzu a poměru cenových hladin. Pokles/růst kurzu = apreciace/depreciace kurzu.

Zdroj: Eurostat, vlastní výpočet.

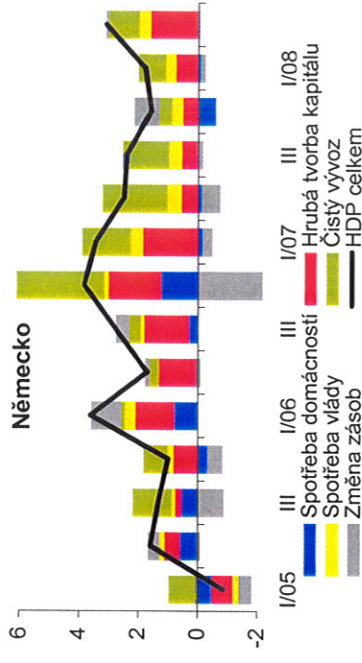
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vyspělé země

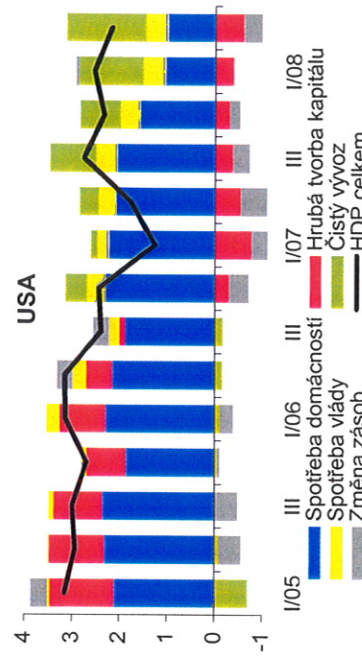
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



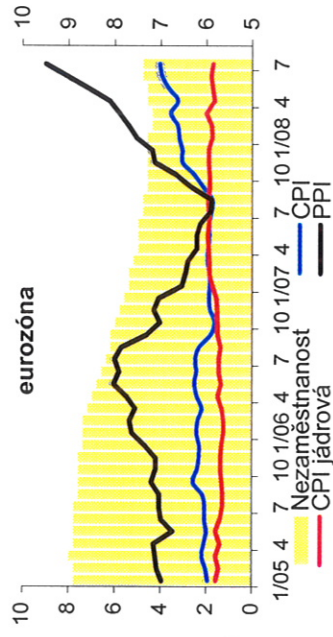
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



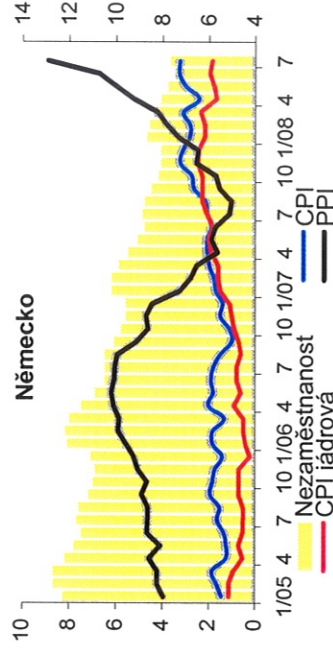
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



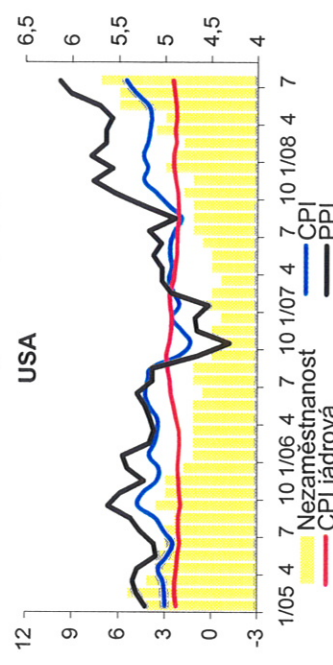
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



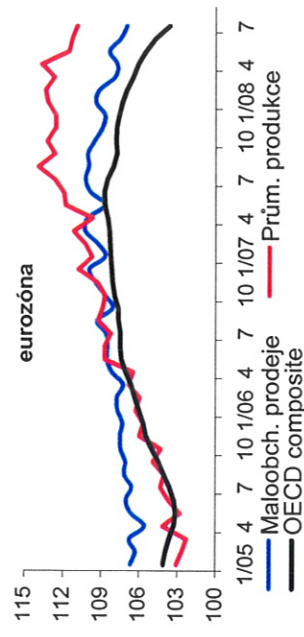
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



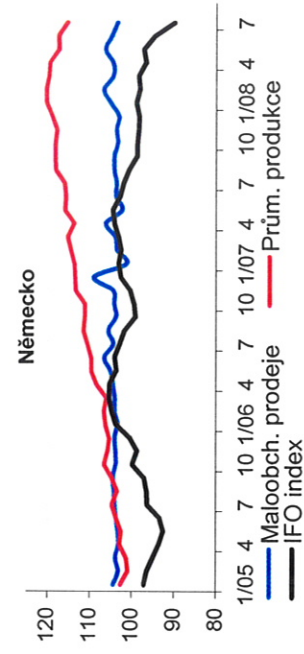
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



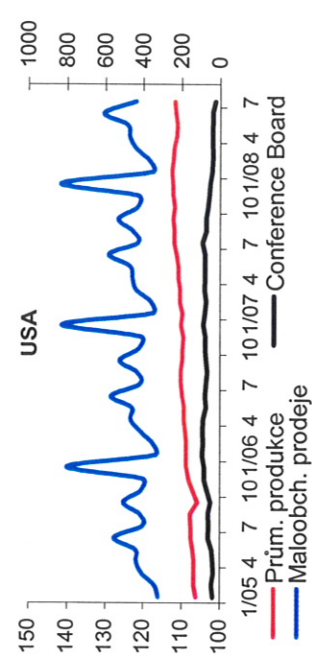
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

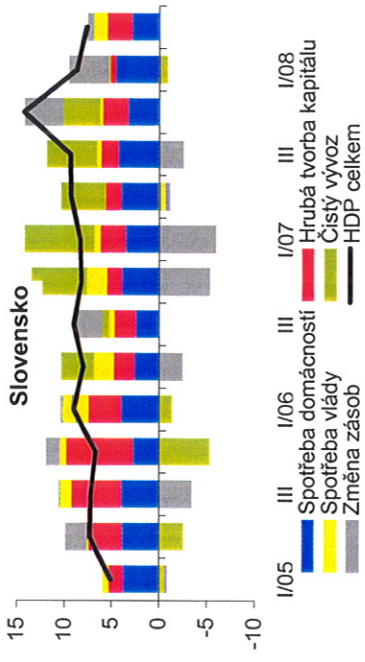


Předstihové ukazatele

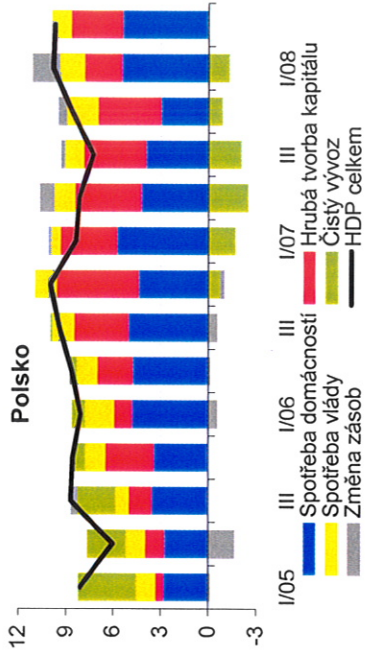


Středoevropské země

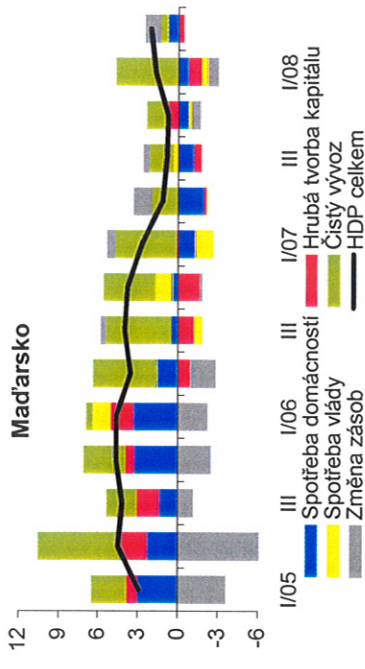
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



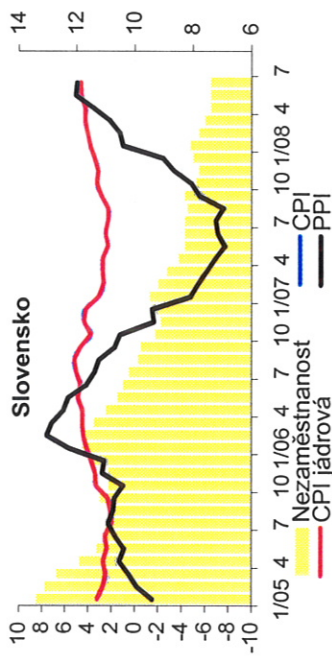
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



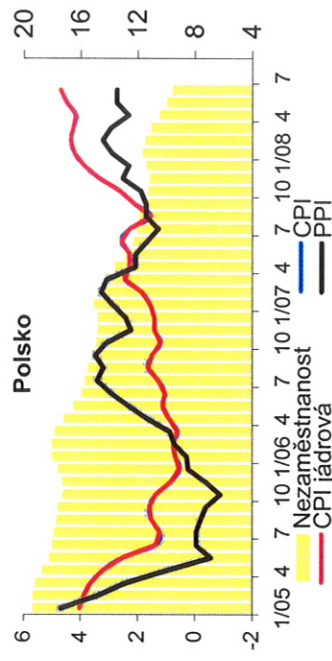
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



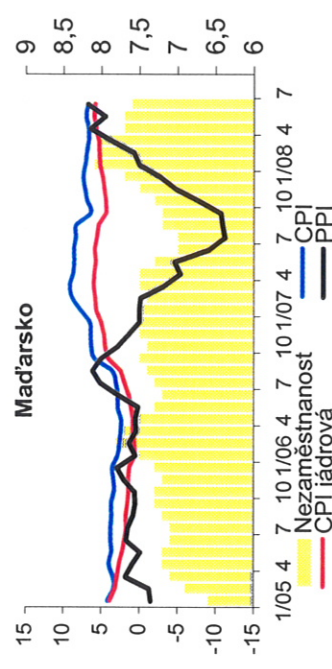
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



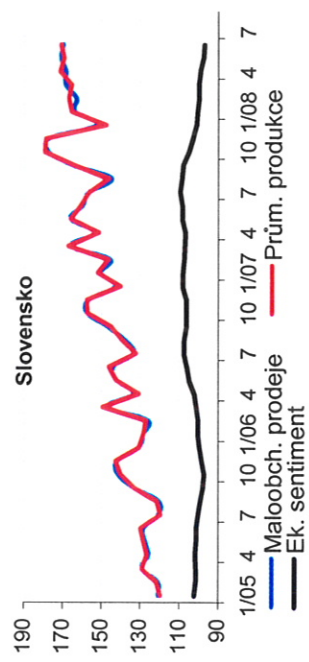
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



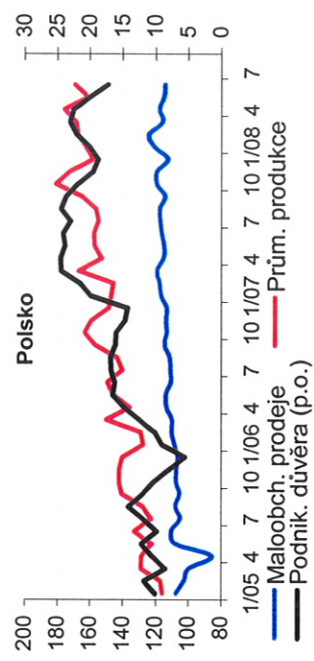
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



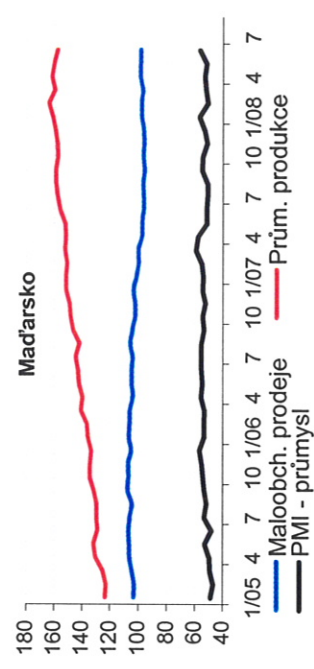
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

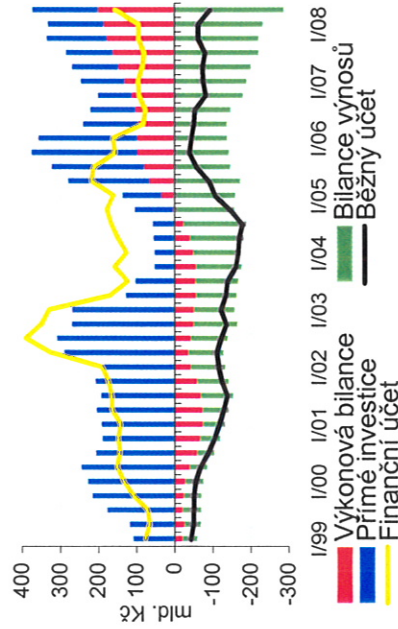


Předstihové ukazatele

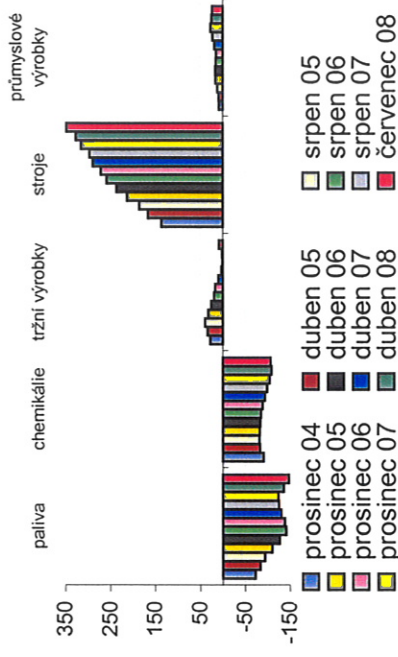


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

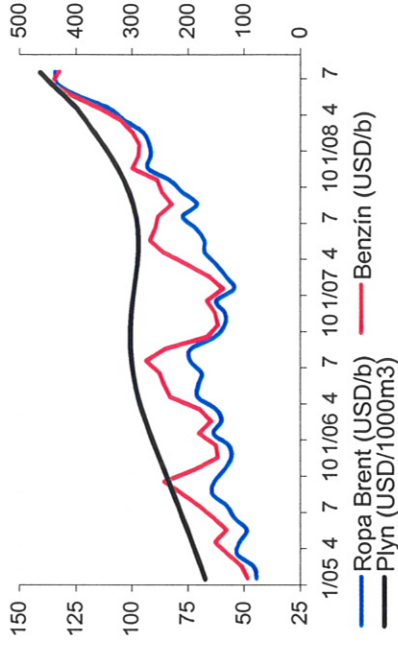
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. Kč)



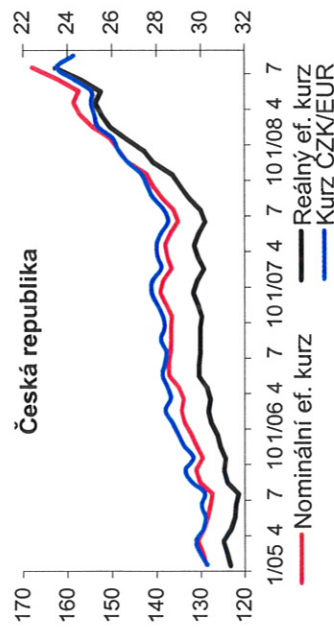
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR podle SITC (mld. Kč)



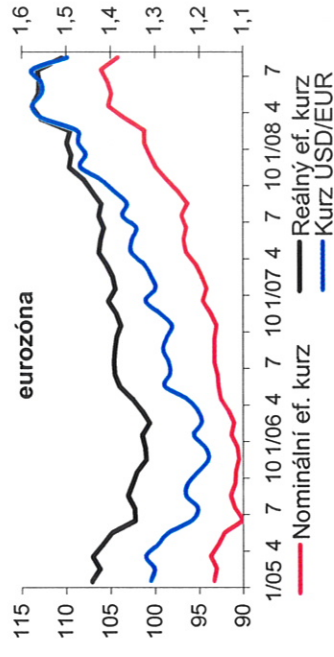
Ceny komodit (plyn - pravá osa)



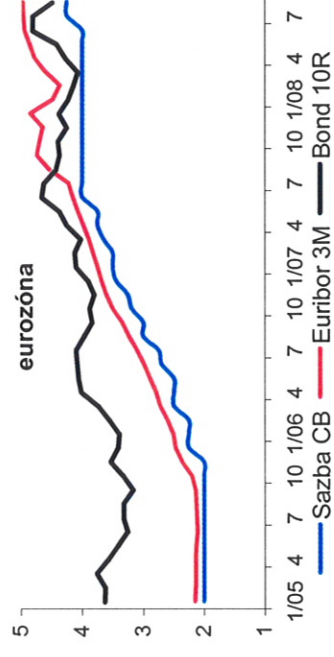
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (pravá osa)



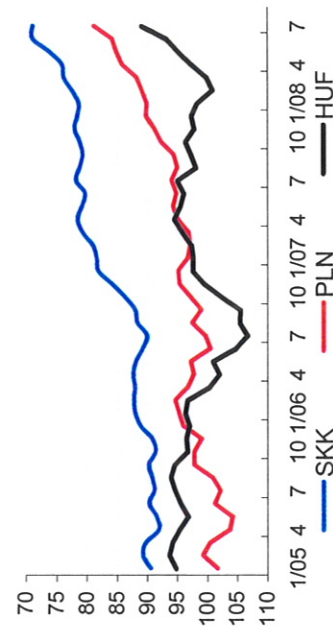
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (pravá osa)



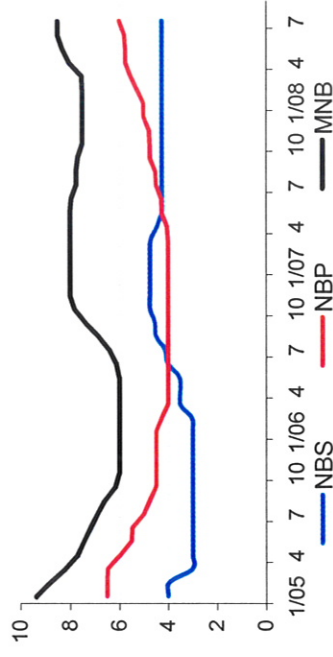
Úrokové sazby (%)



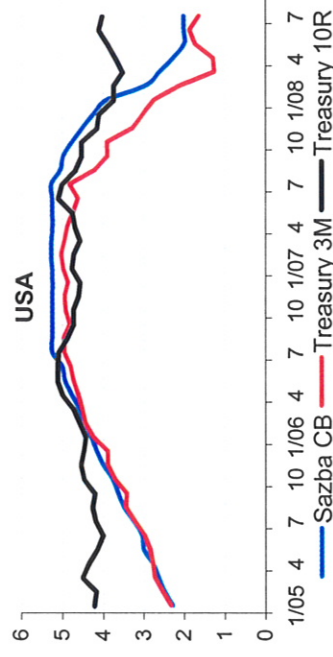
Měnové kurzy stř. evropských zemí k EUR (r.2000 = 100)



Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)



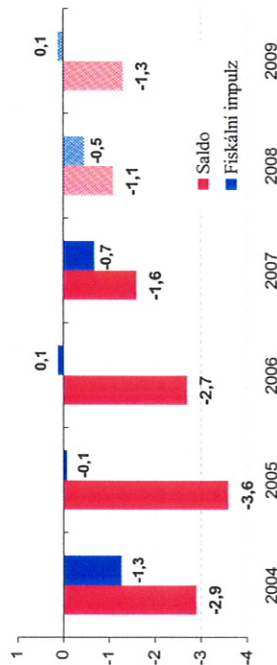
Úrokové sazby (%)



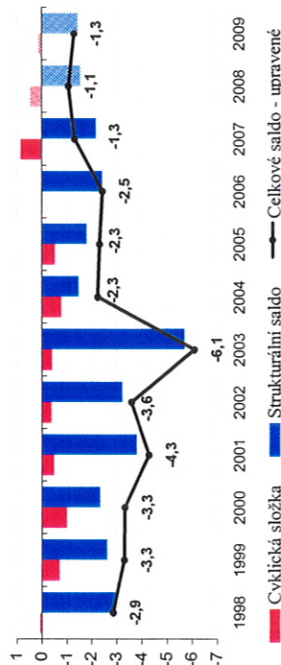
USA

Fiskální politika

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

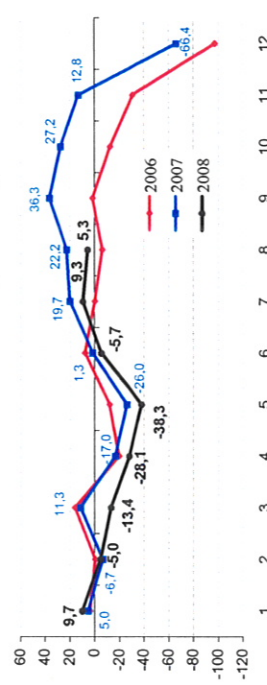


Strukturní, cyklické a celkové saldo vládního sektoru, metodika ESA 95 (v % HDP)



Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace.

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



Hospodaření vládního sektoru - metodika ESA 95

Údaje dle ČNB	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo vládního sektoru (v % HDP)	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,7	-1,6	-1,1	-1,3
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-85,5	-55,4	-41,8	-54,0
Strukturní saldo ^{b)} (v % HDP)	-3,6	-6,1	-2,3	-2,3	-2,5	-1,3	-1,1	-1,3
Fiskální pozice ^{c)} (v p.b.)	-3,2	-5,7	-1,5	-1,8	-2,4	-2,2	-1,6	-1,5
Fiskální impuls ^{d)} (v p.b.)	0,6	-2,5	4,2	-0,3	-0,6	0,3	0,6	0,1
Fiskální impuls ^{e)} (v p.b.)	1,2	0,3	-1,3	-0,1	0,1	-0,7	-0,5	0,1
KOPR listopad 2007 - MF ČR	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Fiskální výhled MF ČR (květen 2008)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Saldo vládního sektoru (v % HDP)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Notifikace k 31. 3. 2008 - ČSÚ	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)	-6,8	-6,6	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4	-2,9	-2,6
Dluh vládního sektoru	30,1	30,4	29,7	29,7	29,4	28,7	29,2	29,2

^{a)} Upraveno o mimořádné jednorázové operace; ^{b)} cyklicky očištěné saldo upravené o mimořádné jednorázové operace; ^{c)} měří meziroční změnu strukturálního salda, kladná hodnota indikuje fiskální restriktivitu zatímco záporná hodnota fiskální expanzi; ^{d)} odhaduje krátkodobý efekt příspěvku změny poplatkové relevantního salda VR k dynamice HDP.

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS 1986

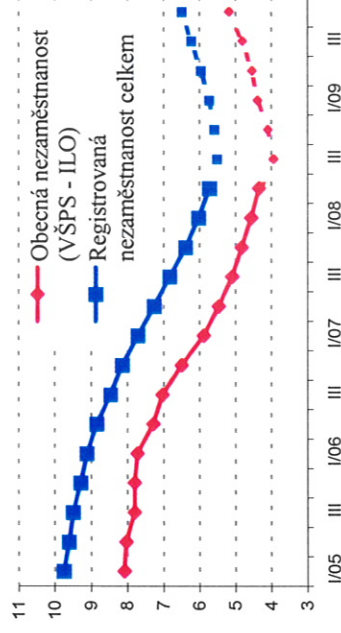
V mld. Kč:	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1-8/2007	1-8/2008
- DPH	154,9	164,8	184,2	208,4	217,8	236,4	152,0	165,2
- spotřební daň	79,8	84,3	96,0	110,5	119,6	139,0	82,3	83,8
- daně z příjmů PO	100,8	110,4	112,0	142,3	135,4	162,8	95,8	107,3
- daně z příjmů FO	115,2	124,0	133,2	143,7	136,9	152,0	95,3	91,5
- ostatní daně, cla a poplatky	34,6	36,1	32,4	26,4	28,3	36,8	20,9	21,7
Celkem	485,3	519,6	557,9	631,3	638,0	726,9	446,3	469,5
Meziroční změny v %:								
- DPH	1,9	6,4	11,8	13,2	4,5	8,5	8,8	8,7
- spotřební daň	4,7	5,6	13,9	15,1	8,2	16,2	-1,6	1,8
- daně z příjmů PO	16,3	9,5	1,5	27,0	-4,8	20,2	22,4	12,0
- daně z příjmů FO	10,1	7,6	7,5	7,8	-4,7	11,0	10,4	-4,0
- ostatní daně, cla a poplatky	7,2	4,3	-10,2	-18,6	7,2	30,2	11,1	3,8
Celkem	7,2	7,1	7,4	13,2	1,1	13,9	9,8	5,2

Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS 1986

	SR 2008 zákon	Skutečnost 1-8/2007	Skutečnost 1-8/2008	Rozdíl		
				3-2	3-1	3-1
SR běžné hospodaření v mld. Kč	1	2	3	4	5	6
v tom: operace státních aktiv	-70,8	22,2	5,3	-16,9	76,1	0,4
vliv rezervních fondů	1,1	1,3	1,5	0,2	0,4	0,4
vlastní běžné hospodaření SR	0,0	30,4	37,5	7,1	37,5	37,5
	-71,9	-9,5	-33,7	-24,2	38,2	38,2

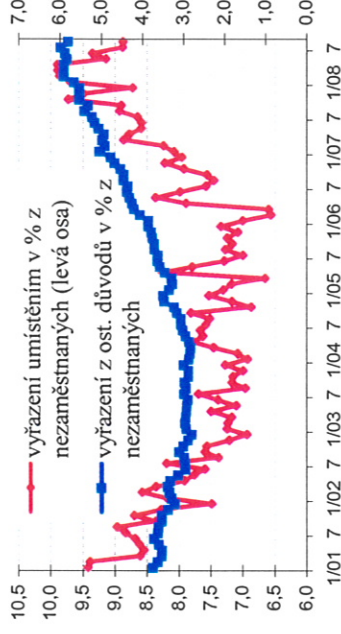
Trh práce (1)

Míra nezaměstnanosti (v procentech)



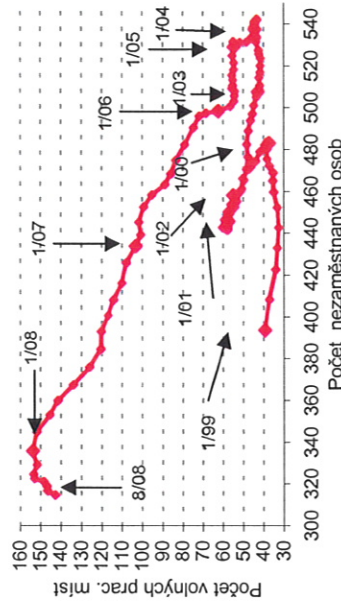
Pramen: MPSV, ČSÚ, propočty ČNB
Poznámka: sezonně očištěno, u VŠPS -ILO věk 15+

Toky nezaměstnaných



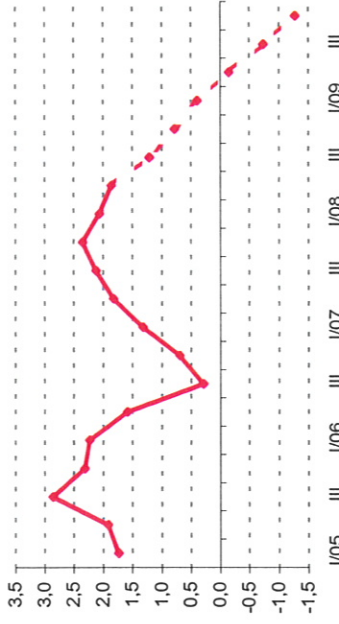
Pramen: MPSV, propočty ČNB
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Beveridgeova křivka



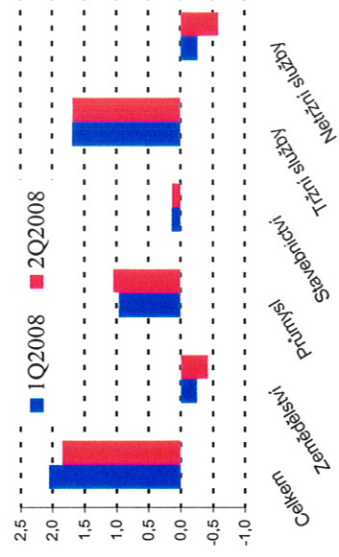
Pramen: MPSV, propočty ČNB
Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících

Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



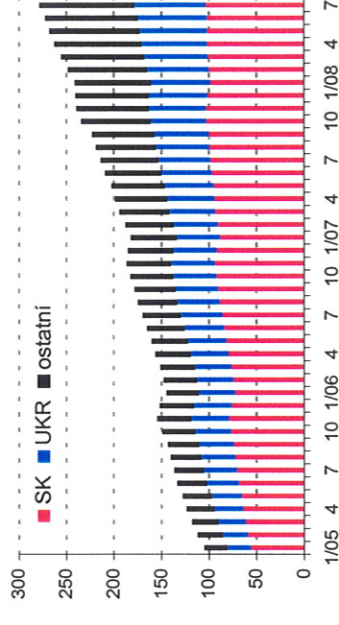
Poznámka: sezonně očištěné údaje

Příspěvky k růstu počtu zaměstnanců (v procentních bodech)



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

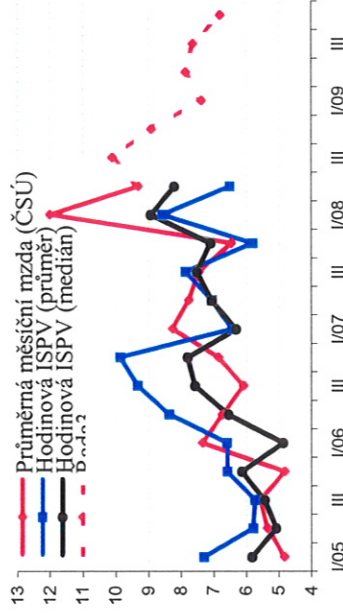
Evidovaná zaměstnanost cizinců (počty osob v tisících)



Pramen: MPSV

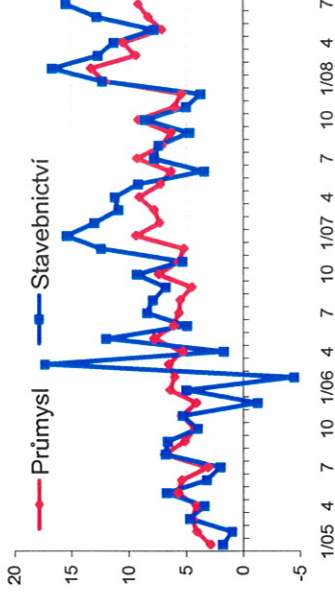
Trh práce (2)

Nominální mzda v podnikatelské sféře
(meziroční změny v %)



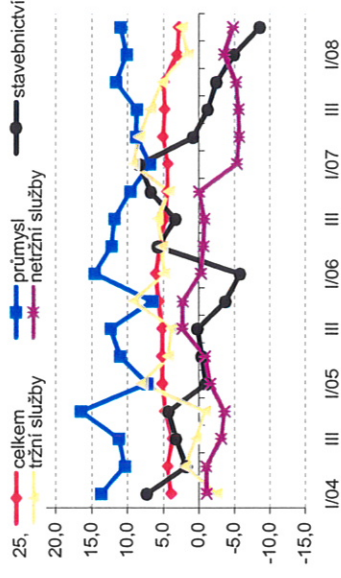
Pramen: ČSÚ, MPSV

Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví

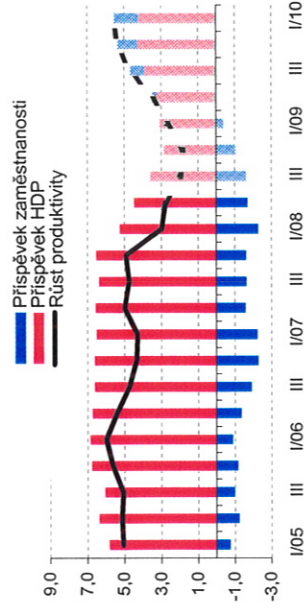


Poznámka: ESA 95

Produktivita práce
(meziroční změny v %)

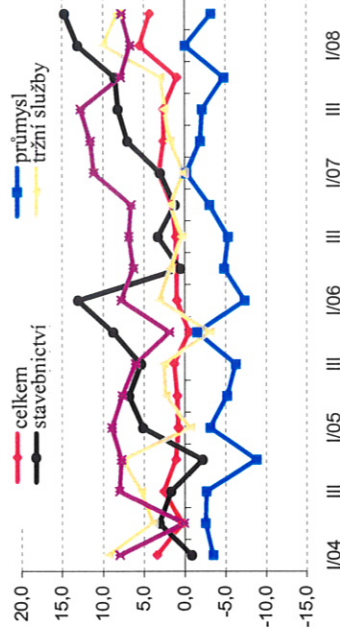


Příspěvky k růstu produktivity

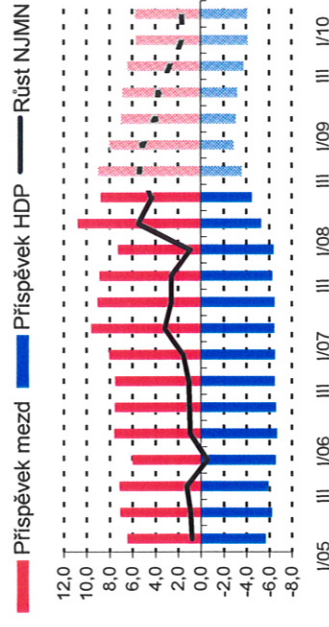


NJMN

(meziroční změny v %)



Příspěvky k růstu NJMN



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

UKAZATEL

Zaměstnanost celkem z toho : zaměstnanci a) ostatní zaměstnaní	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	I/10	II/10	III/10	IV/10	2010
Registovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr za období	1.7	1.8	2.1	2.2	1.9	1.9	1.8	1.6	1.1	1.6	0.4	-0.2	-0.8	-1.1	-0.4	.	.	.	.	.
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr	1.3	1.8	2.1	2.3	1.9	2.1	1.9	1.5	0.8	1.5	0.3	-0.2	-0.7	-1.3	-0.5	.	.	.	.	.
Průměrná mzda ve sledovaných org. (nominální) b) (reálná)	3.5	1.8	2.2	1.3	2.2	1.2	1.6	2.4	2.5	2.3	0.9	-0.7	-1.0	0.1	-0.2	.	.	.	.	.
z toho: podnikatelská sféra nepodnikatelská sféra	8.2	7.0	6.7	6.3	7.0	6.3	5.5	5.5	5.6	5.7	6.0	5.7	6.2	6.4	6.1	.	.	.	.	.
Mzdy a platy v NH	6.0	5.3	5.1	4.8	5.3	4.7	4.2	4.0	4.1	4.2	4.5	4.4	4.8	5.1	4.7	.	.	.	.	.
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)	7.8	7.4	7.5	6.6	7.3	10.2	8.0	8.8	7.8	8.9	6.6	7.0	6.8	6.1	6.6	6.2	5.8	5.7	5.4	5.8
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)	6.1	4.8	4.8	1.7	4.4	2.7	1.1	1.7	1.5	2.0	3.0	3.5	4.0	3.5	3.5	3.5	3.0	3.0	2.9	3.1
	8.3	7.8	7.5	6.5	7.5	12.0	9.3	10.1	8.9	10.3	7.4	7.9	7.6	6.8	7.4	6.8	6.3	6.2	5.9	7.4
	6.2	6.1	7.5	7.1	6.7	3.2	3.0	3.8	3.8	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
	9.2	9.4	9.8	9.1	9.3	12.5	10.0	10.4	8.6	10.5	7.0	6.8	6.0	4.8	6.2	.	.	.	.	.
	3.1	2.6	2.6	0.9	2.3	5.5	4.3	5.4	5.1	5.0	4.0	3.7	2.6	1.6	2.9	.	.	.	.	.
	4.3	5.0	4.7	4.9	4.7	3.0	2.7	1.9	1.8	2.4	2.7	3.5	4.7	5.3	4.0	.	.	.	.	.

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

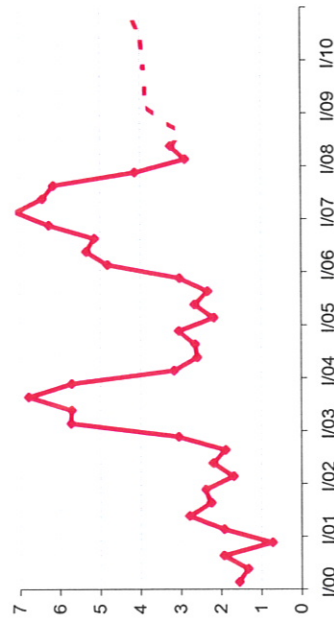
a) Zaměstnanost dle VŠPS s jediným nebo hlavním zaměstnáním včetně členů produkčních družstev

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

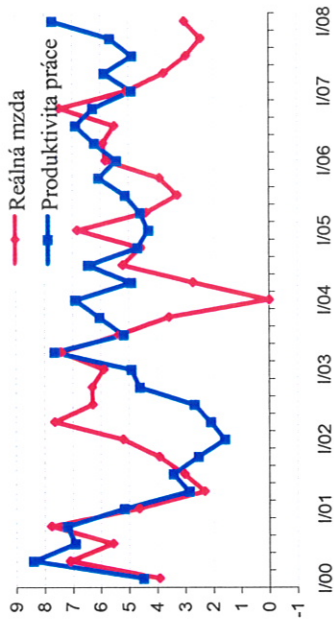
c) Průměrná mzda ve sledovaných organizacích vynásobená zaměstnanci v NH

Ekonomický růst (1)

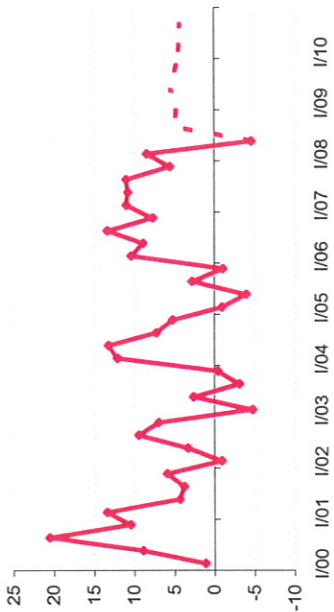
Spotřeba domácností (s.o. mizr. v %)



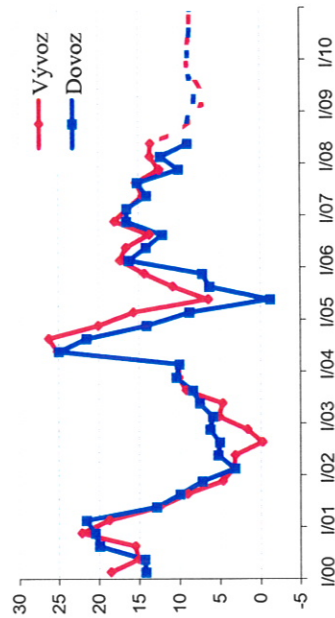
Produktivita práce a reál. mzda (s.o. mizr. v %)



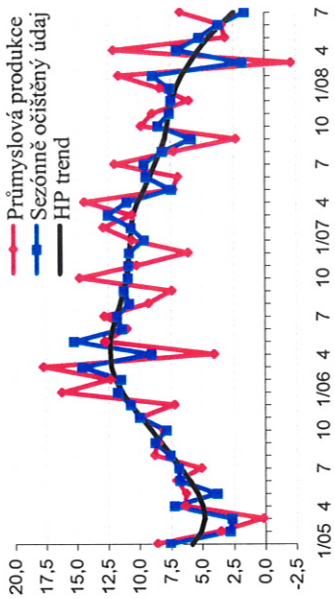
Hrubá tvorba kapitálu (s.o. mizr. v %)



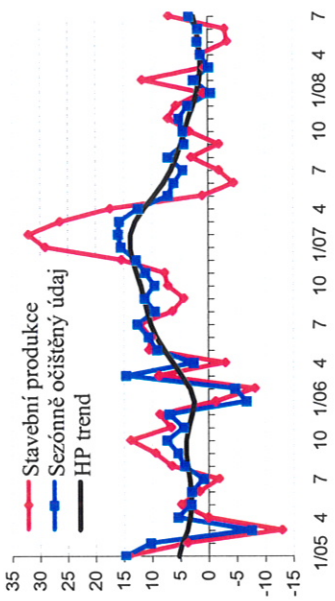
Vývoz a dovoz (s.o. mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

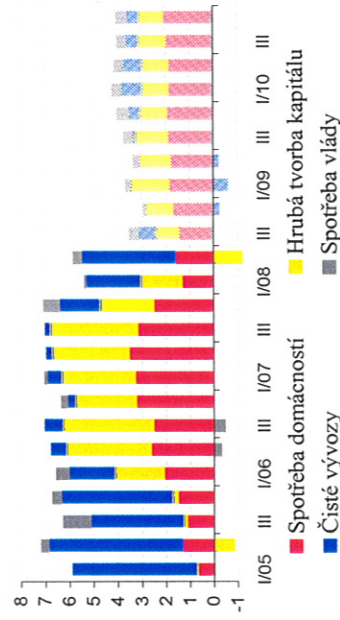


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

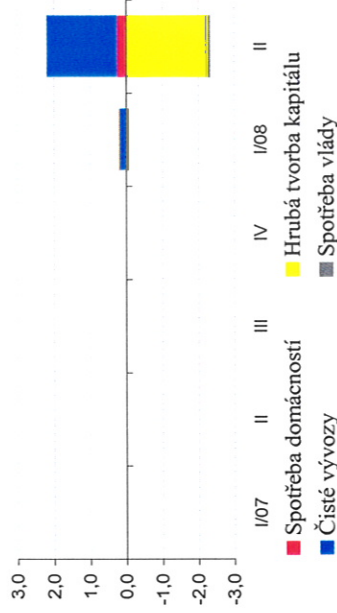
	2004	2005	2006	I/07	II/07	III/07	IV/07	2007	I/08	II/08	III/08	IV/08	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009	I/10	II/10	III/10	IV/10	2010
Hrubý domácí produkt	4.5	6.3	6.8	6.8	6.8	6.5	6.3	6.6	5.4	4.6	3.6	2.9	4.1	3.1	3.2	3.9	4.2	3.6	4.2	4.0	4.0	4.2	4.1
Spotřeba domácností	2.9	2.5	5.4	7.1	6.4	6.2	4.1	5.9	2.9	3.2	3.0	3.5	3.1	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.1
Spotřeba vlády	-3.5	2.9	-0.7	-0.5	-0.1	0.0	2.5	0.5	0.7	1.8	2.1	0.4	1.2	1.6	1.7	2.1	2.4	1.9	2.2	2.0	2.0	2.2	2.1
Tvorba hrubého kapitálu	9.3	-0.9	10.0	11.0	10.7	11.0	5.5	9.6	8.4	-4.7	3.5	4.8	2.9	4.7	5.4	5.0	4.7	4.9	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
Vývoz zboží a služeb	20.3	11.7	16.4	16.4	14.4	15.3	12.4	14.6	13.6	13.5	9.6	7.9	11.1	7.0	6.8	8.2	8.9	7.8	8.9	8.7	8.6	8.6	8.7
Dovoz zboží a služeb	17.6	5.0	14.7	16.4	14.0	15.1	10.0	13.8	12.2	8.9	9.2	8.7	9.7	8.1	8.0	8.6	8.9	8.4	8.8	8.6	8.6	8.5	8.6
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	-152.5	-24.9	10.0	8.5	5.6	-13.4	31.1	31.8	19.5	39.8	-11.2	27.2	75.4	15.8	12.0	-15.3	30.3	42.9	18.6	13.7	-16.3	33.1	49.2
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	-6.2	-0.9	0.4	1.2	0.8	-1.8	4.1	1.1	2.5	5.1	-1.4	3.5	2.4	2.0	1.5	-1.9	3.7	1.3	2.3	1.6	-1.9	3.9	1.5

Ekonomický růst (2)

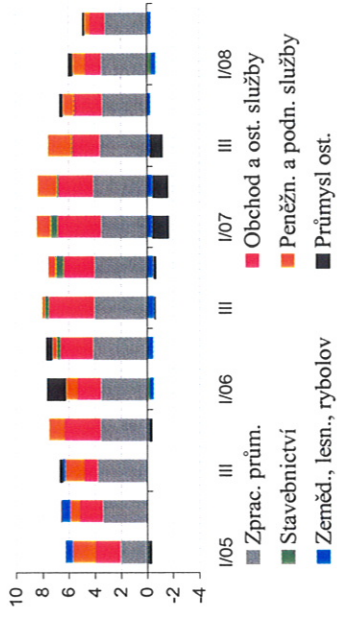
Přísp. k mizr. růstu HDP - skut. a progn. 5.SZ



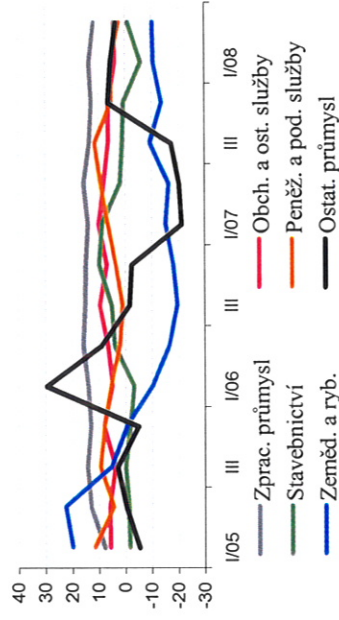
Růst HDP 6.SZ - 5.SZ, rozdíl příspěvků v p.b.



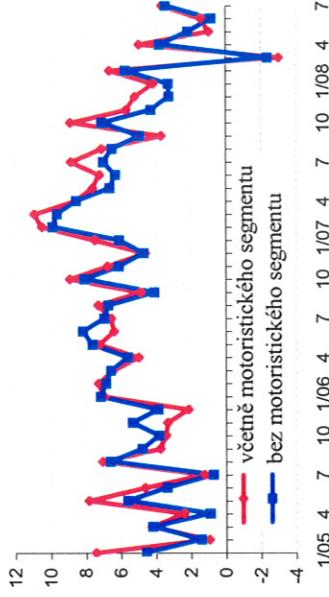
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



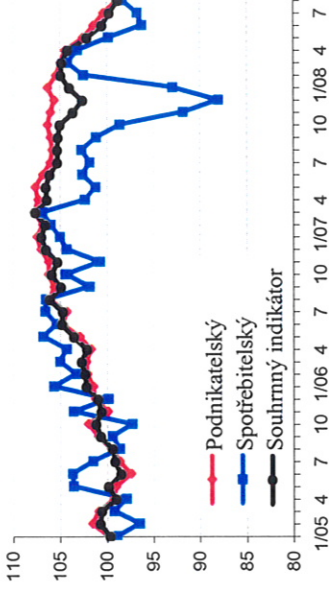
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c. mizr. v %)

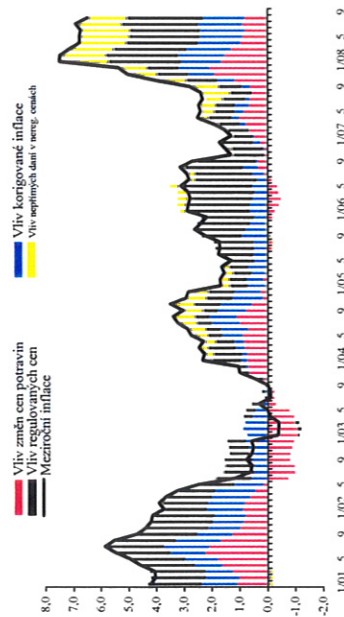


Indikátory důvěry (2005 = 100)

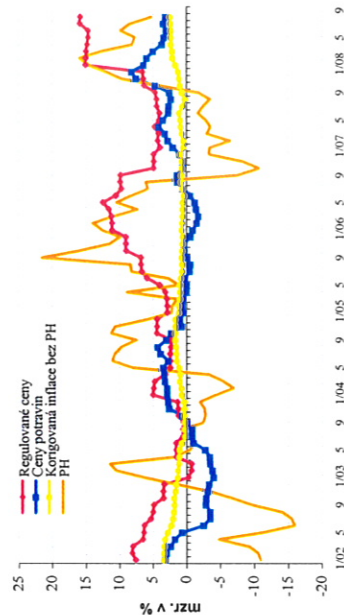


Inflace (1)

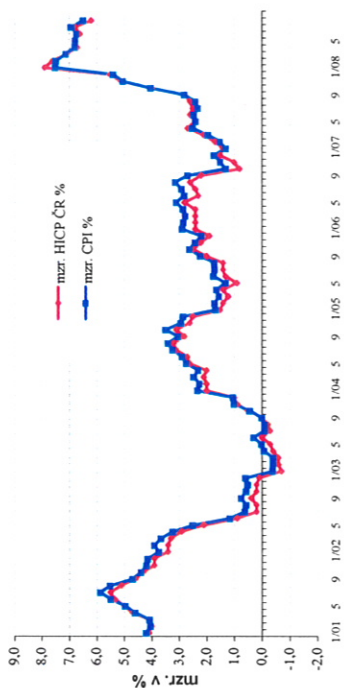
Struktura mizr. růstu spotřebitelských cen



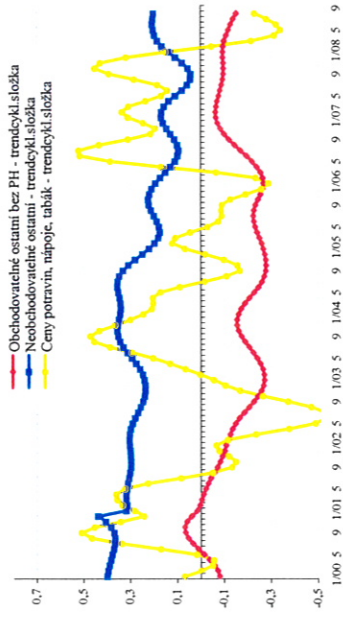
Vývoj složek inflace



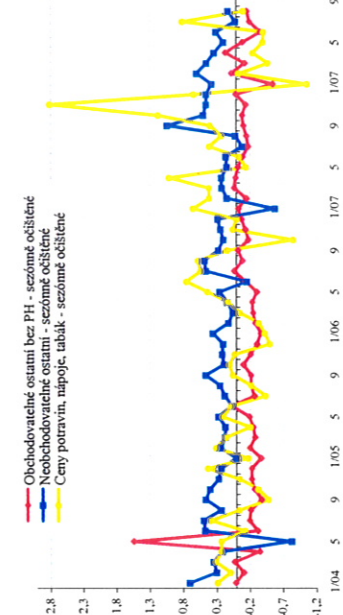
HICP a CPI v ČR (mizr.)



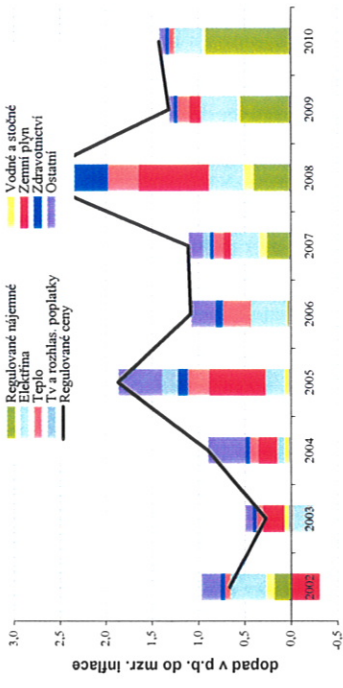
Trendové složky tržních částí inflace



Sezonně očištěné tržní částí inflace



Struktura mizr. růstu regulovaných cen

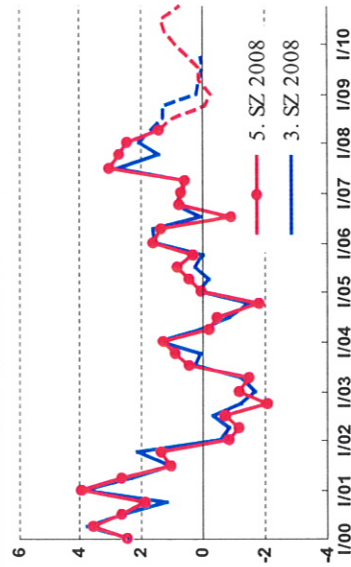


POZN.: Pokles trendové složky cen potravin v 1. pol. 2008 a její následné rychlé zvyšování bylo způsobeno vývojem cen cigaret.

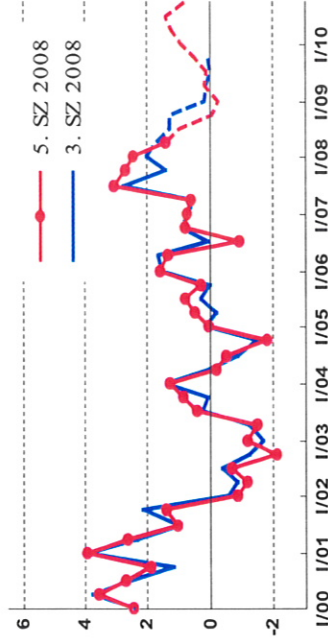
	Skutečnost		Meziroční růsty ke koncům období										*) Predikce 5. SZ 2008					Průměrné mizr. růsty (dopady) ve čtvrtletí									
	2005	2006	1.Q 07	2.Q 07	3.Q 07	4.Q 07	1.Q 08	2.Q 08	červenec 08	srpen 08	červenec 08	srpen 08	září 08	3.Q 08	4.Q 08	1.Q 09	2.Q 09	3.Q 09	4.Q 09	1.Q 10							
Meziroční růsty ke koncům období																											
Index spotřebitelských cen	2,2	1,7	1,9	2,5	2,8	5,4	7,1	6,7	6,9	6,5																	
Regulované ceny	9,0	4,9	4,1	4,0	4,6	6,5	15,0	14,6	15,9	15,8																	
Primární dopady změn daní v REGUL. cenách v p.b.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,39	0,39	0,39	0,39																	
Primární dopady změn daní v NEREGUL. cenách v p.b.	0,00	0,16	0,21	0,55	1,09	1,09	1,63	1,80	1,70	1,45																	
ČISTÁ INFLACE	0,4	0,7	1,3	1,5	1,2	3,8	3,5	2,9	3,0	2,8																	
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	-0,7	0,9	3,2	2,7	2,5	8,2	4,9	3,0	3,4	3,1																	
Korigovaná inflace bez PH	0,5	0,8	0,6	1,0	0,7	1,2	2,1	2,3	2,3	2,4																	
Ceny pohonných hmot - čisté	9,8	-3,4	-3,1	-1,7	-1,8	12,0	12,7	9,8	8,3	5,2																	
Měnověpolitická inflace	2,2	1,6	1,7	1,9	1,7	4,3	5,1	4,5	4,8	4,6																	

Inflace (2)

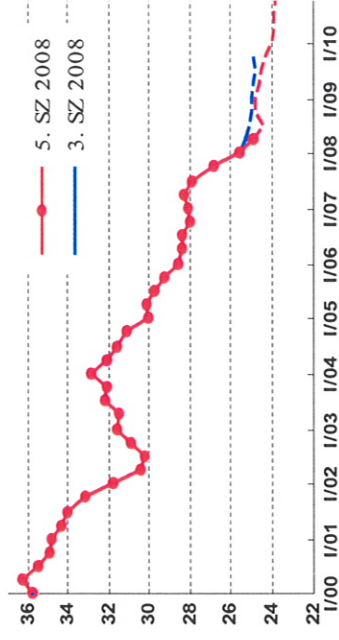
Úrokový diferenciál ročních domácích a zahraničních nominálních sazeb



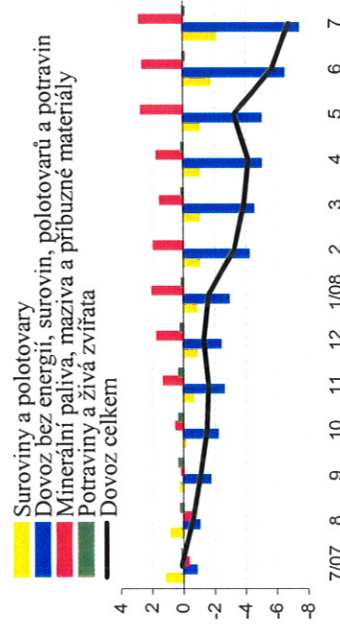
Diferenciál v inflačních očekáváních domácí a zahraniční inflace



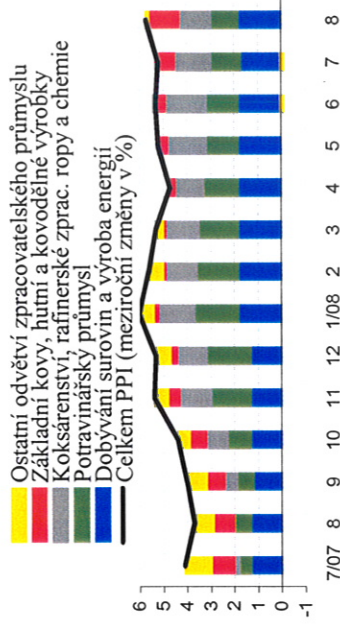
Nominální kurz CZK/EUR



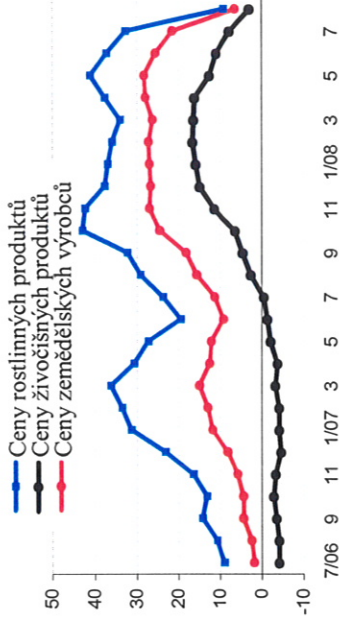
Struktura meziročního růstu dovozních cen (v p.b., resp. v %)



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



Struktura mžr. růstu cen zemědělských výrobců (v %)



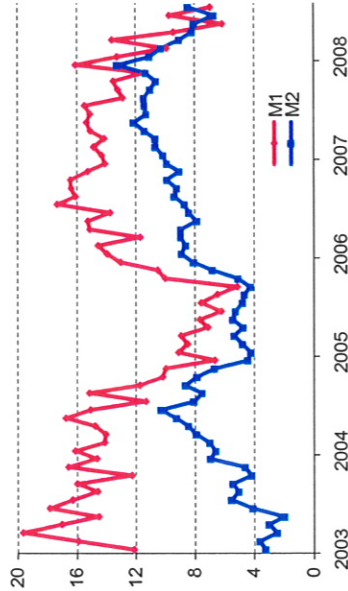
Dovozních cen a jejich komponenty (mžr. v %)

	2004	2005	I/06	II	III	IV	I/07	II	III	IV	I/08	II
Dovozní ceny	1.6	-0.5	1.6	0.6	0.2	-1.4	-1.7	-0.4	-0.5	-1.5	-3.0	-4.4
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	-5.7	-7.9
Dovozní ceny potravin	2.5	-1.3	-1.0	-0.7	0.1	-1.5	-0.6	1.9	4.3	5.6	2.0	0.2
Dovozní ceny energií	6.9	31.3	38.9	21.6	5.3	-6.5	-9.4	-4.1	-2.5	12.2	18.6	21.8
Nominální kurz Kč/EUR	30.9	29.8	28.6	28.4	28.3	28.0	28.0	28.3	27.9	26.8	25.5	24.8
Nominální kurz Kč/EUR meziročně	0.2	-6.5	-4.7	-5.8	-4.6	-4.3	-1.9	-0.4	-1.5	-4.4	-8.9	-12.2

Peníze a úvěry (1)

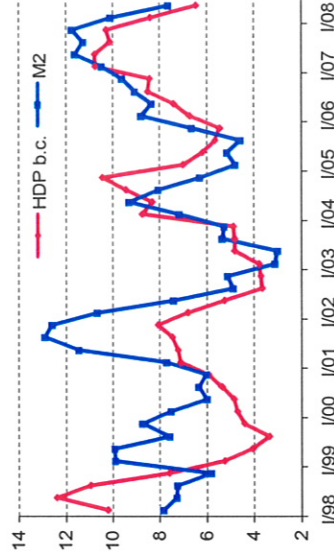
Peněžní agregáty M1 a M2

(měsíční údaje, mžr. změny v %)



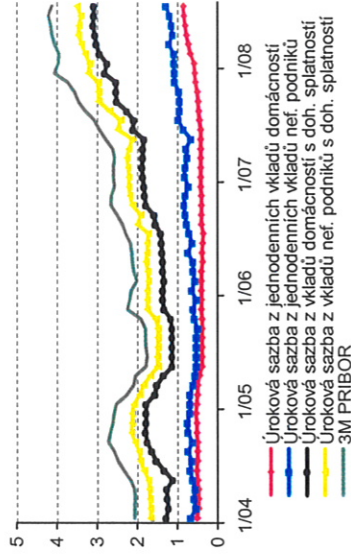
M2 a nominální HDP

(mžr. v %)



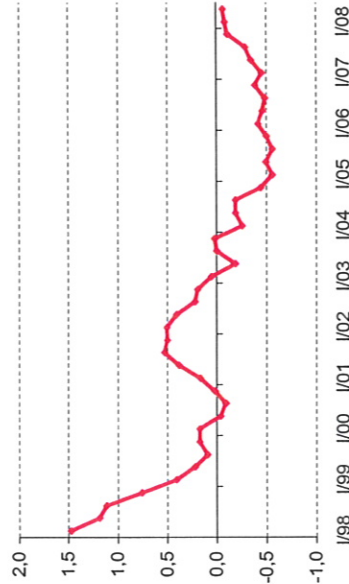
Úrokové sazby z vkladů zahrnutých v M2

(nové obchody, v %)



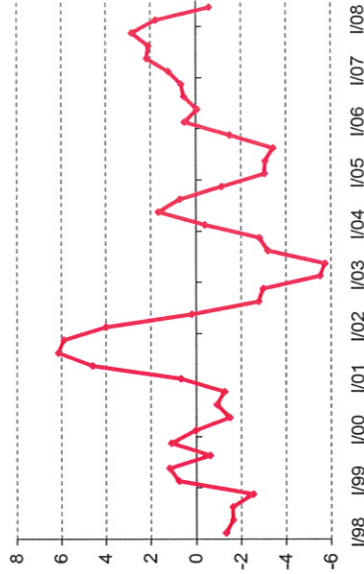
Peněžní převis

(v %)



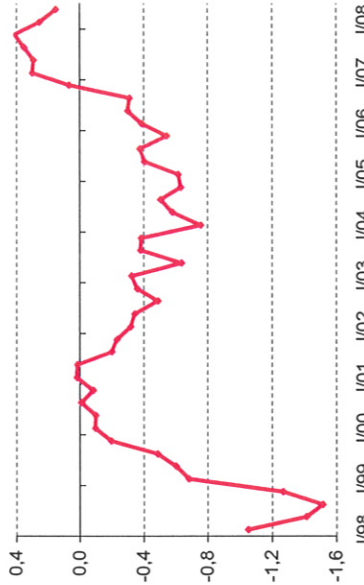
Nominální peněžní mezera

(v %)



Reálná peněžní mezera

(v %)



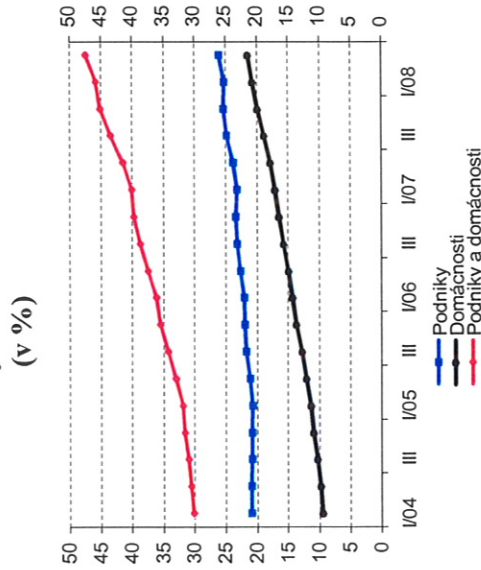
Struktura peněžních agregátů

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

	IV/07	I/08	II/08	6/08	7/08	Podíl na M2 v %
M1						
Oběživo	13,6	12,2	8,4	9,7	6,9	58,1
Jednodenní vklady	10,3	8,9	5,5	4,1	5,0	13,1
M2-M1 (kvazi-penize)	14,7	13,2	9,2	11,4	7,5	45,0
Vklady s dohod. splatností	9,2	7,3	6,6	2,7	10,5	41,9
Vklady s výpovědní lhůtou	5,2	0,7	-2,0	-7,7	1,6	27,2
Repo operace	18,7	20,9	24,0	24,4	25,7	13,7
	27,8	99,3	185,1	242,0	284,1	1,0
M2	11,7	10,1	7,6	6,7	8,4	100,0

Peníze a úvěry (2)

Poměry úvěrů k HDP

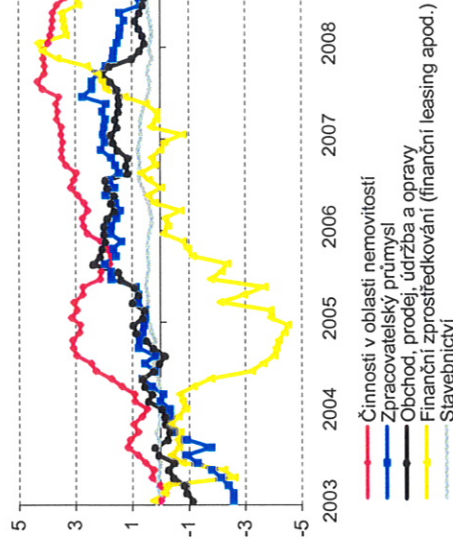


Struktura úvěrů

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

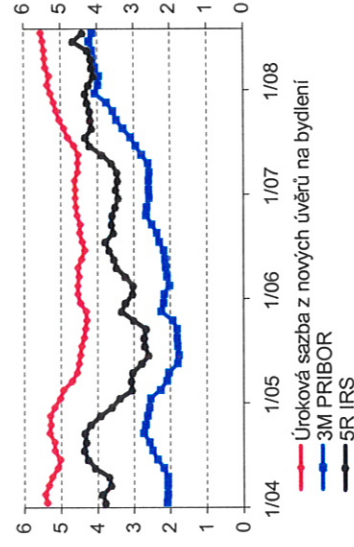
	I/07	I/08	II/08	6/08	7/08	Podíly na celkových úvěrech v %
Nefinanční podniky	18,1	16,9	16,3	16,4	14,0	45,1
Úvěry do 1 roku	22,7	27,6	32,8	35,7	27,4	18,8
Úvěry od 1 roku do 5 let	8,2	1,9	-5,3	-6,5	-6,7	9,2
Úvěry nad 5 let	19,7	16,0	14,2	12,4	14,6	17,1
Domácnosti	33,3	33,3	30,7	29,7	29,1	45,5
Spotřebitelské úvěry	27,0	27,4	26,4	25,7	25,8	8,8
Úvěry na bydlení	35,6	36,4	32,8	31,4	30,3	32,0
Ostatní	30,5	24,6	25,5	26,3	27,2	4,7
Finanční neměh. instituce	28,4	36,4	37,3	35,5	31,2	9,4
Úvěry celkem	25,3	25,5	24,3	23,7	22,0	100,0

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



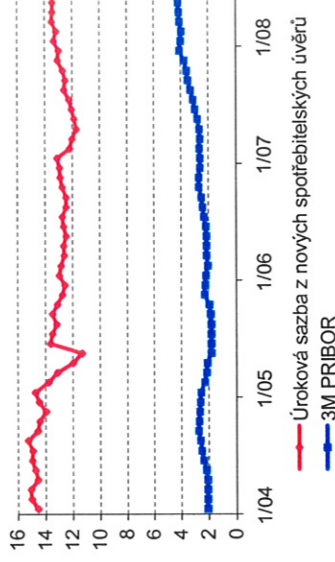
Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení

(v %)



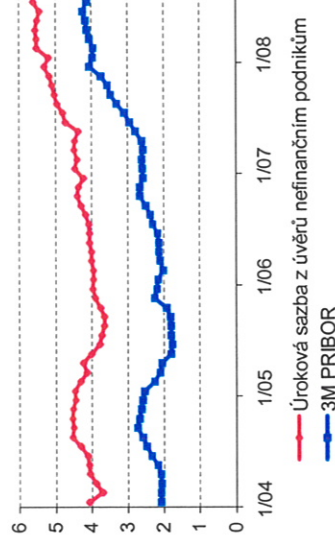
Úroková sazba z nových spotřebitelských úvěrů

(v %)



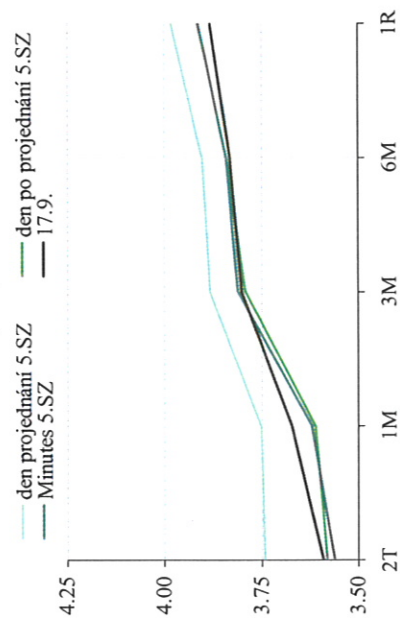
Úroková sazby z nových úvěrů nefinančním podnikům

(v %)

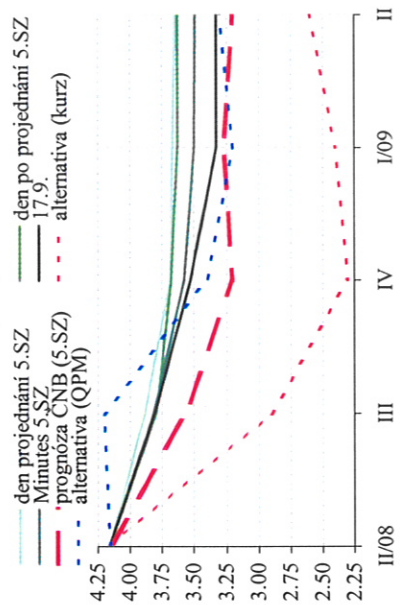


Úrokové sazby

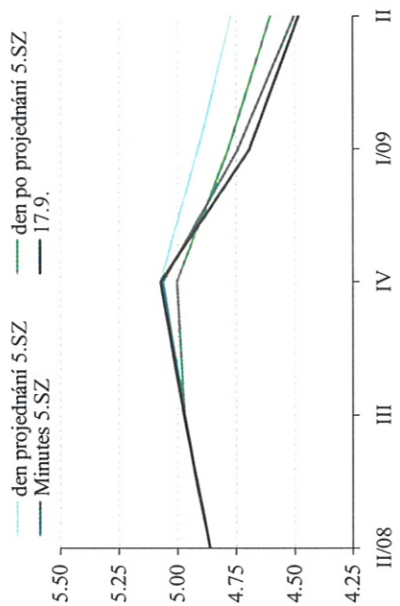
Výnosové křivky PRIBOR (v %)



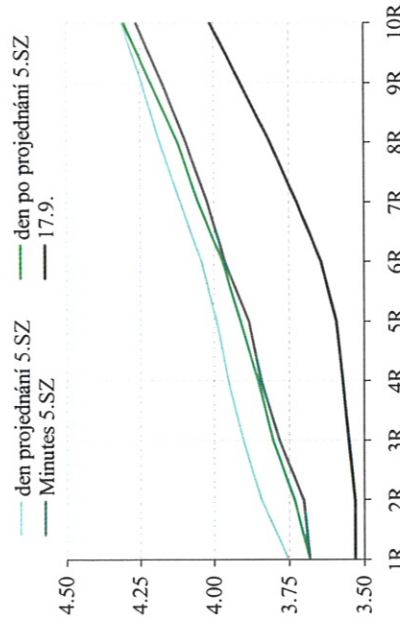
FRA CZK (v %)



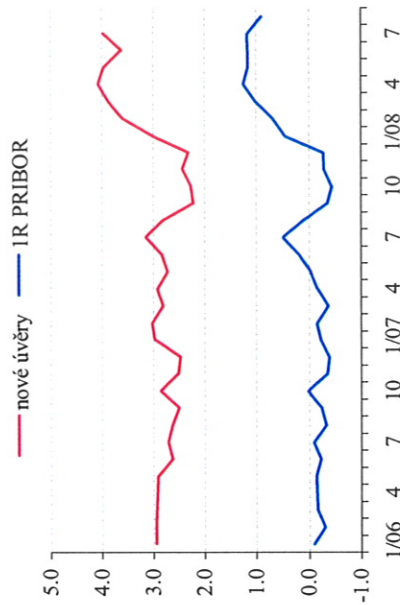
FRA EUR (v %)



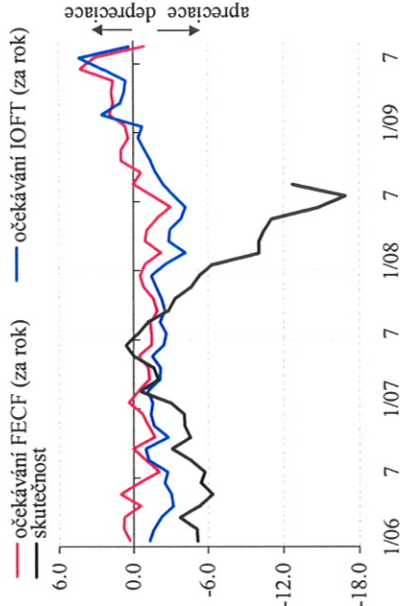
Výnosové křivky IRS CZK (v %)



Reálné úrokové sazby ex ante (v %)



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



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

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

Referenční scénáře exogenních faktorů na základě 9. Consensus Forecasts z 8. září 2008

Zahraníční cenový vývoj	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	2,8	2,1	1,7	3,3	4,7	6,7	7,2	6,0	4,8	2,8	2,4	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3
efektivní ukazatel cen spotřebitelů cen eurozóny (v %) ²⁾	1,8	1,9	2,1	2,9	3,0	3,2	3,4	2,9	2,7	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	58,1	68,7	74,9	88,8	96,5	122,2	122,0	105,0	108,3	109,9	110,8	111,2	111,5	111,7	111,8	111,9
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	-6,3	-1,5	6,7	48,9	66,1	77,8	62,8	18,3	12,3	-10,1	-9,2	5,9	2,9	1,6	1,0	0,6
cena benzínu (USD/l) ⁴⁾	555,3	742,1	711,1	789,7	840,6	1052,5	1038,8	901,7	910,0	945,0	943,0	934,7	959,9	1048,6	996,5	943,4
mzr. změna ceny benzínu (v %)	-2,3	4,4	4,5	49,5	51,4	41,8	46,1	14,2	8,3	-10,2	-9,2	3,7	5,5	11,0	5,7	0,9

Zahraníční poplávka	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	3,2	2,6	2,6	1,9	2,4	2,0	1,4	1,1	0,1	0,8	1,3	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,310	1,348	1,373	1,448	1,497	1,563	1,525	1,449	1,449	1,431	1,403	1,380	1,370	1,363	1,360	1,359
nominální kurz CZK za 1 USD	21,4	21,0	20,3	18,5	17,1	15,9	15,7	17,1	17,1	17,2	17,4	17,6	17,6	17,5	17,6	17,5
nominální kurz CZK za 1 EUR	28,0	28,3	27,9	26,8	25,6	24,8	24,0	24,8	24,8	24,6	24,5	24,3	24,0	23,9	23,9	23,8
EONIA 3M swap	3,8	4,0	4,1	4,0	4,0	4,1	4,3	4,4	4,2	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9

Poznámky:

- ¹⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celá rok
- ²⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celá rok
- 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 harmonizovaných indexů pro 11 zemí eurozóny na základě sezónně očistěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celá rok
- ⁶⁾ zdrojem předpovědí je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 5. situační zprávu 2008

Zahraníční cenový vývoj	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)					0,8	1,0	0,7	0,7	0,7	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
efektivní ukazatel spotřebitelů cen eurozóny (mzr. v p.b.)					0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
cena ropy Brent (USD/barel)					-19,7	-42,0	-40,0	-38,5	-37,3	-36,5	-35,8	-35,3	-34,8	-34,8	-34,4	-34,4
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b.)					-26,3	-47,3	-41,5	-31,5	-13,7	5,4	3,6	2,6	2,0	1,6	1,6	1,6
cena benzínu (USD/l)					-124,8	-288,3	-302,0	-301,0	-291,0	-290,4	-295,1	-316,2	-295,3	-276,3	-276,3	-276,3
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)					-17,6	-36,5	-35,9	-28,6	-15,3	0,7	1,9	1,4	1,0	1,0	1,4	1,4

Zahraníční poplávka	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1

Devizové kurzy a úrokové sazby	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10
nominální kurz USD za 1 EUR					-0,052	-0,085	-0,066	-0,057	-0,050	-0,045	-0,037	-0,033	-0,033	-0,033	-0,033	-0,034
nominální kurz CZK za 1 USD					0,3	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
nominální kurz CZK za 1 EUR					-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EONIA 3M swap					0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1

Klíčové makroekonomické indikátory

Klíčové makroekonomické indikatory		rok																	čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.		
POPTÁVKA A NABÍDKA	Hrubý domácí produkt	HDP	2116,0	2100,4	2084,5	2112,2	2189,9	2243,5	2288,0	2368,3	2474,3	2630,6	2809,6	2994,2	3117,1	3229,4	3361,9	771,3	778,1	781,4	786,2	795,1	803,2	811,5	819,5	828,3	835,7	844,2	853,6		
		HDP	-0,7	-0,8	1,3	3,7	2,5	1,9	3,8	4,5	6,3	6,8	6,6	4,1	3,6	4,1	3,6	4,1	5,4	4,6	3,6	2,9	3,1	3,2	3,9	4,2	4,2	4,0	4,0	4,2	
		% mezní, rel. sez. očištěno	2,2	-0,8	2,8	1,4	2,3	2,2	6,0	2,9	2,5	5,4	5,9	3,1	3,9	4,1	2,9	3,9	2,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	
		% mezní, rel. sez. očištěno	3,0	-1,9	3,7	1,7	3,6	6,7	7,1	-3,5	2,9	-0,7	0,5	1,2	1,9	2,1	0,7	1,8	2,1	0,4	1,6	1,7	2,1	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	
		% mezní, rel. sez. očištěno	4,3	-0,1	-3,3	10,1	6,7	4,7	-1,5	9,3	-0,9	10,0	9,6	2,9	4,9	4,3	8,4	-4,7	3,5	4,8	4,7	5,4	5,0	4,7	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	
		% mezní, rel. sez. očištěno	8,2	10,4	4,9	17,8	11,0	1,9	7,2	20,3	11,7	16,4	14,6	11,1	7,8	8,7	13,6	13,5	9,6	7,9	7,0	6,8	8,2	8,9	8,7	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
		% mezní, rel. sez. očištěno	14,7	8,8	3,5	17,8	12,6	4,9	8,0	17,8	5,0	14,7	13,8	9,7	8,4	8,6	12,2	8,9	8,2	8,0	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
		% mezní, rel. sez. očištěno	-84,1	-75,9	-60,8	-59,9	-63,9	-64,6	-144,6	-168,7	-152,5	-24,9	10,0	31,8	75,4	60,8	68,7	19,5	36,8	-11,2	27,2	12,5	33,2	15,3	30,3	15,0	36,8	-16,3	33,1	33,1	
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	4,0	-1,3	5,8	5,8	4,0	-1,3	4,0	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
		% mezní, rel. sez. očištěno	-0,8	-0,8	2,9	4,3	4,5	3,0	4,9	2,5	4,0	6,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	6,2	2,5	2,5	4,3	5,4	6,2	6,9	6,2	3,6	3,4	2,7	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	6,2	2,5	2,5	7,1	6,7	6,9	6,2	3,6	3,4	2,7	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5	2,5
CENY	Hlavní cenové ukazatele	Míra inflace	8,0	8,3	10,1	6,7	1,6	4,4	4,2	0,6	0,8	1,9	2,2	1,6	4,3	4,4	2,5	5,1	4,6	5,0	4,4	3,0	3,3	2,7	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5		
		Společenské ceny	10,1	13,8	22,7	20,4	4,2	7,3	11,7	3,3	1,3	4,4	9,0	4,9	6,5	17,0	6,9	7,2	10,0	10,7	10,0	10,4	10,1	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	
		Regulované ceny (16,40)**	7,3	6,6	6,8	1,7	1,5	3,0	2,4	-0,2	1,0	1,5	0,4	0,7	3,8	2,0	1,3	1,8	3,5	2,9	3,1	2,0	1,8	1,9	1,8	1,5	1,7	1,8	1,8		
		Čistá inflace (83,60)**	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	1,5	1,5	1,5	4,9	3,0	3,8	1,5	1,6	2,6	2,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	
		% mezní, rel. sez. očištěno	8,8	6,5	7,7	5,4	1,7	1,9	3,3	1,6	0,2	1,6	0,5	0,8	1,2	1,2	0,3	0,3	2,1	2,3	2,2	1,2	0,6	0,2	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	
		% mezní, rel. sez. očištěno	-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	14,9	15,4	1,9	12,7	9,8	10,1	14,9	19,3	20,2	18,5	15,4	12,0	1,7	2,3	2,6	
		% mezní, rel. sez. očištěno	8,4	11,1	2,8	1,6	4,9	2,8	0,9	4,5	-0,2	1,3	3,3	3,5	4,0	1,9	2,8	2,0	2,8	2,0	4,0	6,1	5,8	5,1	3,9	1,3	1,0	1,7	2,3	2,6	
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	5,8	5,1	5,6	5,1	6,3	6,2	6,7	5,7	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	8,9	7,5	2,7	3,2	-11,3	8,6	9,6	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	-17,9	-8,0	26,7	27,4	17,3	0,3	-10,1	-11,6	-6,9	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	
		% mezní, rel. sez. očištěno	10,6	11,3	11,3	9,3	4,8	4,1	4,0	2,2	2,2	3,0	2,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	
		% mezní, rel. sez. očištěno	20,2	-5,3	-33,4	45,7	71,1	-12,7	4,9	-17,8	33,8	43,2	21,4	12,0	74,7	20,1	-0,9	66,1	77,8	89,2	65,5	53,7	21,5	4,5	0,5	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	18,6	18,3	9,9	9,2	8,4	8,7	7,3	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	10,2	8,0	8,8	7,8	6,6	7,0	6,8	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
% mezní, rel. sez. očištěno	8,7	8,7	1,3	-1,4	6,2	2,4	3,8	5,4	6,5	3,7	3,3	3,9	4,4	2,0	3,5	3,5	2,7	1,1	1,7	1,5	3,0	3,5	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5		
% mezní, rel. sez. očištěno	-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	1,5	-0,5	2,1	1,9	1,5	0,8	0,3	-0,2	-0,7	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4		
VÝROBY A DOVOZ ZBOJÍ	Výroba a dovoz zboží	Výroba zboží	24,2	16,1	17,9	8,9	23,4	13,2	-1,2	9,3	25,7	8,5	14,8	15,3	6,4	12,6	6,1	5,9	5,9	8,6	12,5	13,6	13,0	11,3	13,1	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	
		% mezní, rel. sez. očištěno	3,9	12,5	15,2	6,2	6,1	27,4	11,6	-4,4	8,7	20,5	4,2	14,9	13,2	6,6	13,8	7,5	3,6	5,9	9,1	14,2	16,1	13,0	11,3	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	
		% mezní, rel. sez. očištěno	67,6	154,9	155,2	84,0	-65,8	-120,8	-116,7	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,9	119,7	110,0	41,7	41,4	19,0	27,0	37,0	22,0	20,0	31,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	-4,7	-9,2	-8,6	-4,2	-3,2	-5,5	-5,0	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	3,4	3,0	2,5	2,5	4,7	4,3	1,9	2,6	3,5	1,9	1,7	2,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	48,9	52,2	55,9	61,9	41,5	54,8	58,0	21,9	13,2	16,6	36,9	48,4	56,6	94,7	100,0	24,2	18,7	25,0	19,0	25,0	28,0	27,0	20,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	-39,3	-111,9	-113,0	-40,0	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-82,2	-62,6	-70,0	-100,0	28,8	-61,0	-40,0	-30,0	18,0	-48,0	-41,0	-29,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	
		% mezní, rel. sez. očištěno	-2,5	-6,6	-6,2	-2,0	-2,4	-4,8	-5,3	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,6	-1,8	-1,8	-2,4	3,2	-6,4	-4,1	-3,0	1,8	-4,7	-3,9	-2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	145,0	235,0	22,1	57,8	16,4	16,5	16,9	17,0	17,1	17,1	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	
		% mezní, rel. sez. očištěno	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	16,1	16,7	17,1	17,1	15,9	15,3	16,2	16,4	16,5	16,9	17,0	17,1	17,1	17,2	17,2	
		% mezní, rel. sez. očištěno	11,30	12,40	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	14,75	
		% mezní, rel. sez. očištěno	7,4	1,0	5,2	4,2	-0,9	6,3	0,4	8,8	0,8	3,7	1,5	-1,2	1,3	-1,5	-0,1	0,2	2,0	-4,3	-6,2	-5,8	-4,1	-2,0	-0,5	1,2	2,0	2,3	2,1	1,8	1,6
		% mezní, rel. sez. očištěno	5,8	1,4	5,1	-2,7	1,9	11,9	-1,5	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-4,1	-0,4	1,0	-3,0	-4,4	-4,8	-3,9	-2,3	-1,0	0,6	1,3	1,3	1,0	0,8	0,7	0,7
PENÍZE A UROKOVÉ	Peníze a urokové	M2	18,9	16,6	6,8	6,1	9,0	6,4	11,1	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	8,5	6,4	10,1	7,6	8,9	11,4	9,5	9,3	8,9	6,3	5,8	6,2	6,7	7,0	7,0		
		% mezní, rel. sez. očištěno	11,30																												