

V Praze dne 18. června 2010
Čj. 2010 / 355 / 410

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

4. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah – důvod předložení:

Jedná se o pravidelný podklad pro
měnověpolitické rozhodnutí BR ČNB.
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: Měnová politika a cena ropy
(komodit)

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

Petr Vojtíšek, Petr Král, Tibor Hlédik,
Luboš Komárek, Karel Bauer, Jan Schmidt,
Kateřina Šmídková, Michal Hlaváček,
Jan Hošek, Martin Motl

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 je pravidelný podklad pro měnověpolitické rozhodnutí bankovní rady ČNB. Obsahuje přílohu: Měnová politika a cena ropy (komodit).

O B S A H

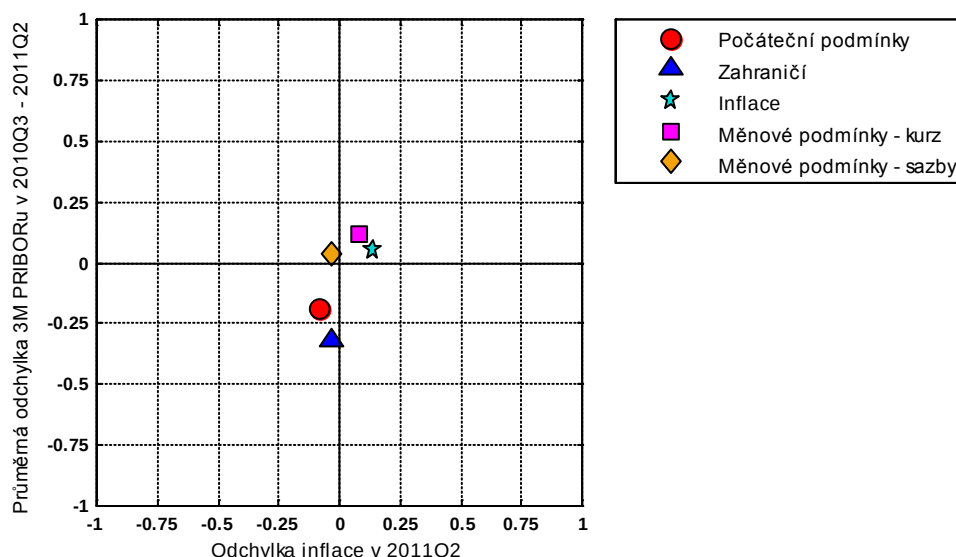
I. SHRNU TÍ	1
1 Graf rizik inflační prognózy a výsledná bilance rizik prognózy	1
2 Prognózy ostatních institucí	3
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů	5
II. PROGNÓZA ZE 3.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY	6
III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY	7
1 Vnější prostředí	7
2 Vývoj veřejných rozpočtů	12
Box: Důchodová reforma – Závěrečná zpráva PES	13
IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN	14
1 Trh práce	14
Box: Rozklad vývoje trhu práce na zaměstnanecké skupiny.....	16
2 Ekonomický růst a jeho složky	18
3 Platební bilance	22
4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy	24
5 Peníze a úvěry	28
V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH	34
1 Domácí úrokové sazby	34
2 Devizový kurz	35

Příloha – Měnová politika a cena ropy (komodit)

Tabulkové a grafické přílohy

I. SHRNU TÍ

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



Výsledky modelových simulací zachycených v GRIPu znamenají zhruba vyrovnanou bilanci rizik prognózy celkové inflace ze 3.SZ 2010 při mírně nižším výhledu úrokových sazeb.¹ Oproti prognóze došlo k nejvýraznější změně u tržních výhledů zahraničních sazeb, jejichž nižší trajektorie implikuje pozdější a pozvolnější nástup zvyšování sazeb v ČR. U domácích veličin se mírně proinflační působení vyšší pozorované inflace a slabšího kurzu zhruba vyrovnává s mírně protiinflačním působením počátečních podmínek (zejména mezd) a vyšších úrokových sazeb.

Nad rámec GRIPu existují především obecné nejistoty, jdoucí potenciálně oběma směry. Rizika spojená s ekonomickým vývojem v zahraničí, která se odrážejí i v slabší hodnotě měnového kurzu, jsou z hlediska prognózy ze 3.SZ nejvýznamnější nejistotou. Z domácích veličin přetrvává nejistota ohledně mzdového vývoje, který v 1.Q výrazně zpomalil. Oproti minulé prognóze také došlo k výraznějšímu poklesu zaměstnanosti, poslední data o vývoji registrované nezaměstnanosti však naznačují dřívější obrat směrem k příznivějšímu vývoji a spotřeba domácností poklesla méně oproti očekáváním prognózy. Celkovou bilanci rizik prognózy inflace ze 3.SZ tak hodnotíme jako zhruba neutrální, resp. jdoucí ve směru mírně nižších úrokových sazeb zejména na delším konci prognózy.

U **zahraničních veličin** dochází k dalšímu výraznému poklesu tržního výhledu sazeb 3M EURIBOR. Trajektorie sazeb je posunuta od 4.Q 2010 oproti prognóze dolů, kdy trhy očekávají jen velmi mírné zvyšování úrokových sazeb v eurozóně. Na konci roku 2011 se tak tržní sazby pohybují jen slabě nad 1 %. Tento posun zobrazuje bod GRIPu „Zahraničí“, který znamená oproti prognóze mírnější zvyšování domácích úrokových sazeb při zhruba stejné inflaci. U zahraniční poptávky došlo k mírnému vyhlazení tvaru asymetrického „W“, kdy vyšší poptávka v roce 2010 přispěje přes apreciaci měnového kurzu k mírnému posunu

¹ Simulace v GRIPu je provedena při zachování stejných předpokladů jako v prognóze ze 3.SZ 2010. Jedinými rozdíly jsou fixace domácích úrokových sazeb pro 2. čtvrtletí 2010 a aktuální změna dat.

domácích sazeb směrem dolů. Změny v zahraničním PPI jsou z hlediska simulace GRIPu zanedbatelné.

Nově zveřejněná data národních účtů za 1.Q 2010 potvrzují pokračování mezičtvrtletního **růstu HDP**. Oproti prognóze ze 3.SZ je však vykázáný růst ekonomické aktivity nižší o 0,7 p.b. v meziročním a 0,3 p.b. v mezičtvrtletním vyjádření. Odchylka od prognózy je dána především nižším než očekávaným příspěvkem čistého vývozu k růstu HDP. Růst vývozu byl mírně nižší než očekávala prognóza, růst dovozů naopak prognózu převýšil. Oproti prognóze byla rovněž výrazně nižší spotřeba vlády. Naopak meziroční pokles spotřeby domácností i celkových investic byl oproti prognóze méně výrazný.

Růst **nominálních mezd** v podnikatelské sféře v 1.Q 2010 dosáhl 2 %, což bylo citelně méně, než očekávala prognóza ze 3.SZ 2010. Výrazně zpomalil růst mezd v průmyslu a současně došlo ke zmírnění růstu či k poklesu mezd v terciární sféře. Růst mezd v nepodnikatelské sféře byl oproti prognóze naopak vyšší. V simulaci GRIPu byly ponechány expertní úpravy z minulosti, kdy jedinou změnou je snížení mezičtvrtletního tempa růstu mezd pro 1.Q 2010 na 0,8 % p.a. Celkově jsou mzdové údaje i nadále zatíženy výraznou nejistotou z titulu odlišností různých mzdových statistik a možné intenzity strukturálních vlivů. Celkově vidíme rizika z hlediska stávající prognózy mezd jako mírně protiinflační. Navíc ve srovnání s prognózou také došlo v 1.Q 2010 k výraznějšímu poklesu obecné zaměstnanosti a vyššímu růstu obecné nezaměstnanosti. Naopak údaje o vývoji sezonně očištěné registrované nezaměstnanosti za první dva měsíce druhého čtvrtletí jsou pod prognózou.

Celkově tak bod „počáteční podmínky“ v simulaci GRIPu působí mírně protiinflačně při mírně nižších úrokových sazbách. Souhrnné působení počátečních podmínek v simulaci GRIPu odráží nižší růst mezd, vyšší růst investic a nižší růst spotřeby vlády.

Aktuální hodnota celkové meziroční **inflace** za první dva měsíce druhého čtvrtletí je oproti prognóze o 0,3 p.b. vyšší. Tento rozdíl je dán vyšším růstem cen pohonných hmot, který odráží vývoj světových cen ropy a benzínů na evropských burzách v předchozích měsících. Mírně vyšší oproti prognóze je také inflace regulovaných cen z důvodu vyššího růstu cen v oblasti zdravotnictví. Výhled inflace regulovaných cen se v letošním roce mírně zvyšuje také vlivem vyšších cen zemního plynu. Korigovaná inflace bez PH, inflace cen potravin a prognóza dopadů změn nepřímých daní jsou v souladu s prognózou. Bod „Inflace“ v GRIPu tak působí mírně proinflačně při nepatrně vyšších úrokových sazbách.

Dosavadní průměr **úrokové sazby** 3M PRIBOR za 2.Q 2010 činil přibližně 1,3 %. Tato hodnota je oproti prognóze ze 3.SZ 2010 (1,1 %) mírně vyšší, což v simulaci GRIPu představuje mírné protiinflační působení domácích úrokových sazeb. Předpoklad dalšího mírného poklesu rizikové premie na 0,4 p.b. se prozatím nenaplní, když rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba mírně vrostlo a aktuálně dosahuje 0,5 p.b.

Měnový kurz je oproti krátkodobé prognóze ze 3.SZ 2010 slabší. Dosavadní průměr činí 25,6 Kč/EUR oproti 25,2 Kč/EUR z dubnové prognózy. Současně byla patrná vyšší volatilita kurzu oproti prvnímu čtvrtletí. Kurzový bod v GRIPu se tak nalézá v mírně proinflační poloze při nepatrně vyšších úrokových sazbách.² Aktuální hodnota měnového kurzu je přitom ještě slabší než dosavadní průměr za čtvrtletí.

² Kurzový bod v simulaci GRIPu je zachycen pomocí jednorázového šoku do rizikové premie.

2 Prognózy ostatních institucí

Analytici očekávají v letošním roce návrat k růstu HDP. Inflační očekávání se mírně zvýšila v obou sledovaných horizontech a nadále se pohybují nad 2% inflačním cílem. Všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb na červnovém zasedání BR ČNB.

Za červen nebyla ke dni odevzdání 4.SZ publikována žádná ze šetření, na základě kterých by bylo možno provést standardní srovnání se základním scénářem prognózy ze 3.SZ. Při srovnání proto využíváme květnová šetření, a to anketní zjišťování ČNB nazývané Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, uzávěrka 14.5.), Foreign Exchange Consensus Forecasts (FECF, uzávěrka 10.5.) a Eastern Europe Consensus Forecasts (EECF, uzávěrka 17.5.).

Srovnání prognóz ČNB s vnějšími prognózami

HDP (%)	rok 2010			rok 2011		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
2/10		1.7	1.4		2.8	2.8
3/10		1.5	1.5		2.6	2.7
4/10	1.4	1.7	1.5	1.8	2.5	2.6
5/10		1.8	1.6		2.7	2.6

mzdy (%)	rok 2010			rok 2011		
	ČNB	IOFT	EECF	ČNB	IOFT	EECF
2/10		2.5	2.6		4.3	4.5
3/10		2.3	2.6		4.2	4.3
4/10	3.0	2.3	2.6	3.2	4.2	4.3
5/10		2.4	2.7		4.1	4.3

kurz CZK/EUR	aktuální čtvrtletí		horizont 1R		
	ČNB	FECF	ČNB	IOFT	FECF
2/10		26.0		25.0	24.8
3/10		26.0		24.7	25.2
4/10	25.2 (2Q10)	25.4	24.9	24.6	24.6
5/10		25.4		24.5	24.2

inflace (%)	horizont 1R			horizont 3R	
	ČNB	IOFT	podniky	IOFT	podniky
2/10		2.3		2.7	
3/10		2.1	2.0	2.5	2.5
4/10	1.8 (2Q11)	2.1		2.5	
5/10		2.2		2.7	

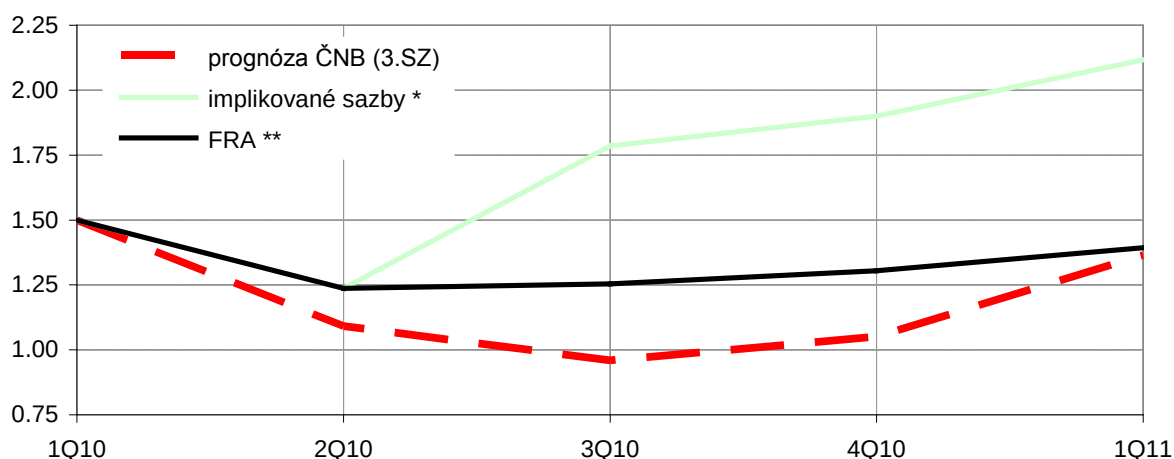
úrokové sazby (%)	horizont 1R				
	ČNB 2T REPO	IOFT 2T REPO	ČNB 3M PRIBOR	EECF 3M PRIBOR	IOFT 12M PRIBOR
2/10		1.7		2.2	2.8
3/10		1.7		2.2	2.8
4/10	1.5 (2Q11)	1.7	1.7 (2Q11)	2.1	2.6
5/10		1.4		1.9	2.4

Analytici v květnu nepatrně zvýšili odhady růstu **HDP** pro letošní i příští rok. Hlavní část příspěvku k růstu HDP by letos měla představovat tvorba zásob, v příštím roce i fixní investice a spotřeba domácností. Rizikem zůstává (vedle vývoje v zahraničí) rozsah připravovaných fiskálních opatření. U očekávaného růstu **mezd** došlo jen k minimálním změnám, oproti letošnímu roku se v příštím roce předpokládá zrychlení tempa jejich růstu. Převážně domácí analytici oslovení v květnu v rámci šetření IOFT očekávají v ročním horizontu silnější **kurz** vůči současným hodnotám (průměr za 2.Q 2010 do 16.6. činí

25,6 CZK/EUR) o 4,3 %, převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF o 5,2 %. Ve srovnání se základním scénářem prognózy analytici oslovení v rámci šetření IOFT předpokládají v ročním horizontu silnější kurz o 1,7 %, analytici oslovení v rámci šetření FECF o 2,7 %. **Inflační očekávání** se v květnu mírně zvýšila v obou sledovaných horizontech, a nadále se tak pohybují nad 2% inflačním cílem. Po květnovém snížení 2T repo sazby se květnové predikce úrokových sazeb posunuly níže. Na červnovém zasedání BR ČNB všech deset analytiků oslovených v rámci květnového šetření IOFT předpokládá stabilitu základních **úrokových sazeb** ČNB. V ročním horizontu se jejich odhady repo sazby pohybují v rozmezí 1,00 až 1,75 %.

Následující graf ukazuje srovnání očekávaných tržních 3M sazeb s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem prognózy. Výhled sazeb FRA i implikovaných sazeb se v celém horizontu pohybuje nad prognózovanými sazbami. Hlavním důvodem je pravděpodobně fakt, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rizikové premie (3M PRIBOR – 2T repo) a nikoliv na prognózou předpokládaném poklesu rizikové premie ze současné výše cca 0,5 p.b. až na hodnotu 0,2 p.b. ve 3.Q 2010. Kromě toho analytici oslovení v květnu v rámci IOFT očekávají v nejbližším období nepatrně vyšší úroveň 2T repo sazby. Celková odchylka je menší u sazeb FRA, protože riziková premie je v nich zakomponována pouze částečně.

Srovnání implikovaných sazeb s trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem (v %)



* 3M implikované sazby ze sazeb PRIBOR očištěné o standardní termínovou premii ve výši 10 b.b. p.a.; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 16.6.2010

** kótované sazby FRA; průměrné hodnoty za 10 posledních obchodních dní k 16.6.2010

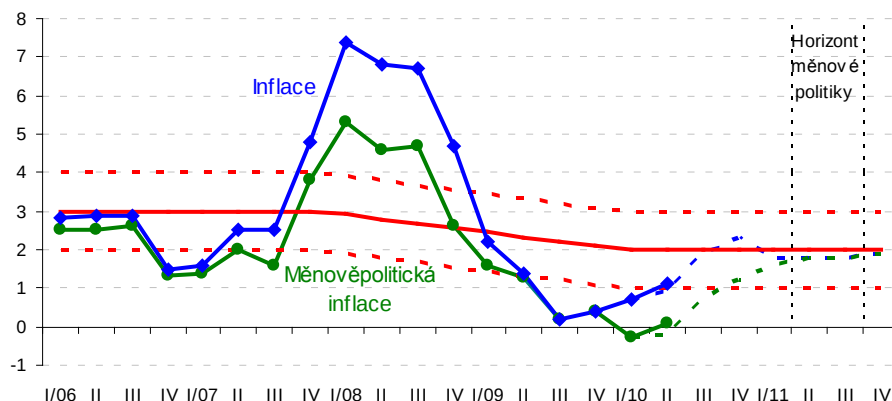
3 Přehledová tabulka nově publikovaných údajů

		meziročně v %	
		predikce 3. SZ	skutečnost
Hrubý domácí produkt	I/10	1.8	1.1
Výdaje domácností na konečnou spotřebu	I/10	-1.8	-0.5
Výdaje vlády na konečnou spotřebu	I/10	5.4	2.0
Tvorba hrubého kapitálu	I/10	-6.0	-4.5
Hrubá tvorba fixního kapitálu	I/10	.	-6.6
Změna stavu zásob a cenností (mld. Kč, s.c.)	I/10	.	15.0
Vývoz zboží a služeb	I/10	13.8	12.9
Dovoz zboží a služeb	I/10	10.3	10.7
Vývoz zboží	4/10	5.2 (Q)	13.0
Dovoz zboží	4/10	6.2 (Q)	12.9
Obchodní bilance (mld. Kč)	4/10	13.0	15.4
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	4/10	.	12.4
Finanční účet plat. bil. (bez změny dev. rezerv) (mld. Kč)	4/10	.	-22.1
Index spotřebitelských cen	5/10	0.9	1.2
Ceny průmyslových výrobců	5/10	0.1 (Q)	1.5
Ceny zemědělských výrobců	5/10	-1.5 (Q)	-1.2
Vývozní ceny	4/10	-2.7 (Q)	-3.1
Dovozní ceny	4/10	-0.2 (Q)	-0.4
Míra nezaměstnanosti celkem - ke konci období dle MPSV (v %)	5/10	9.5 (Q)	9.0
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	5/10	.	8.7
Obecná míra nezaměstnanosti - metodika ILO (ČSÚ)	I/10	7.8	8.1
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS	I/10	-1.5	-2.4
z toho: zaměstnanci vč. členů produkčních družstev	I/10	-1.5	-3.2
ostatní	I/10	-1.7	1.7
Průměrná mzda ve sledovaných organizacích	I/10	3.5	2.2
Průměrná mzda v podnikatelské sféře	I/10	4.2	2.0
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře	I/10	0.4	3.0
Průměrná nominální mzda v průmyslu	4/10	.	5.1
Průměrná nominální mzda ve stavebnictví	4/10	.	-1.3
Peněžní zásoba (M2)	4/10	2.5 (Q)	5.2
Průmyslová produkce	4/10	.	10.9
Stavební produkce	4/10	.	-15.3
Tržby v maloobchodu včetně motoristického segmentu	4/10	.	-4.5

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

II. PROGNÓZA ZE 3.SZ A JEJÍ PŘEDPOKLADY

Na počátku května 2010 byla aktualizována střednědobá prognóza na roky 2010 a 2011. Následující graf zobrazuje dosavadní vývoj inflace, inflační prognózu, bodovou hodnotu inflačního cíle ČNB a horizont měnové politiky. V květnu 2010 byl dosažen mezeroční růst spotřebitelských cen ve výši 1,2 %, což bylo o 0,3 p.b. více, než očekávala prognóza ze 3.SZ.



Aktuální prognóza a její změny oproti 1.SZ 2010 (mzr. v %, v %, sezonečně očištěno)

			2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011
CPI	3.SZ	0,9	1,9	2,3	1,8	1,8	1,8	
	1.SZ	1,2	2,1	2,6	2,0	2,1	2,1	
CPI bez primárních dopadů změn nepřímých daní	3.SZ	-0,2	0,7	1,2	1,6	1,8	1,8	
	1.SZ	0,1	0,9	1,4	1,8	2,0	2,1	
HDP	3.SZ	1,9	1,2	0,8	0,7	1,4	2,3	
	1.SZ	2,0	0,9	0,4	0,6	1,4	2,6	
Nominální mzdy v podnikatelské sféře*	3.SZ	4,3	3,3	2,7	3,1	3,5	3,9	
	1.SZ	4,8	3,4	2,3	2,4	2,8	3,4	
Implikované sazby	3.SZ	1,1	1	1,1	1,4	1,7	2,1	
	1.SZ	1,2	1,4	1,8	2,2	2,5	2,6	
			2009	2010	2011			
Zaměstnanost	3.SZ	-1,4	-0,8	0,0				
	1.SZ	-1,4	-1,1	-0,2				
Míra nezaměstnanosti**	3.SZ	8,3	10,0	10,2				
	1.SZ	8,3	9,8	10,2				
Deficit BÚ a KÚ na HDP v b.c.	3.SZ	0,1	-0,1	-0,3				
	1.SZ	0,6	1,7	2,2				

*) Mzdy očištěné o vliv daňové optimalizace

**) Registrovaná míra nezaměstnanosti (průměr za období)

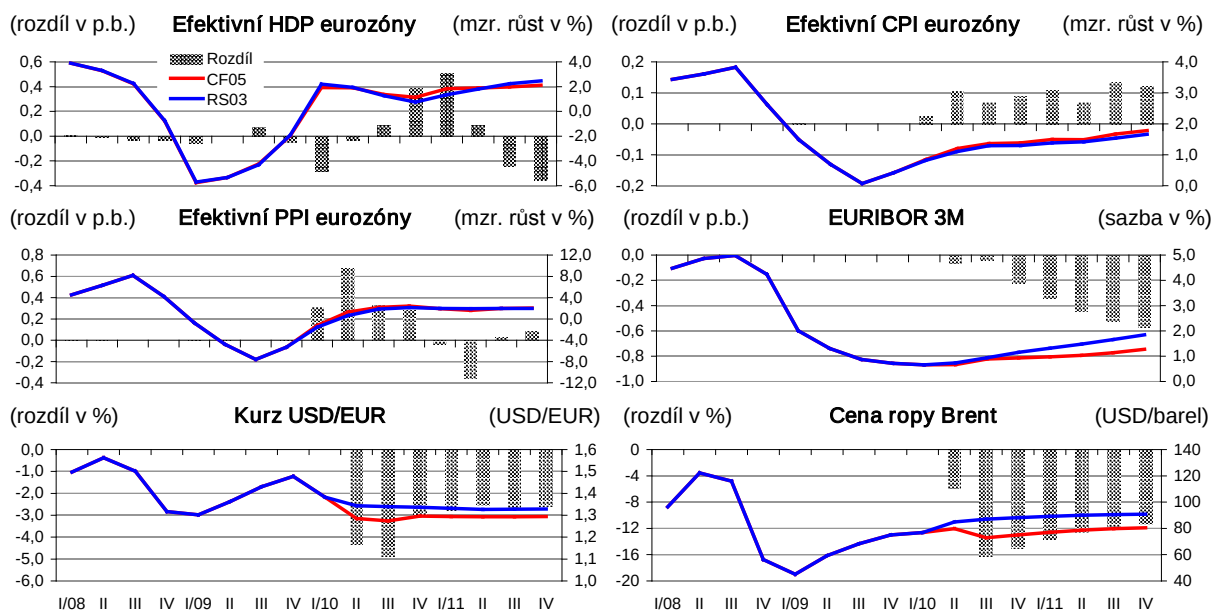
III. EXOGENNÍ FAKTORY PROGNÓZY

1 Vnější prostředí

Výhled zahraničních veličin na základě květnového CF očekává mírně vyšší spotřebitelskou inflaci a pro letošní rok také vyšší inflaci ve výrobním sektoru. Proti tomu však působí aktuální pokles cen ropy a s ním související přehodnocení červnových tržních výhledů cen ropy směrem dolů. V souvislosti s dluhovou krizí v eurozóně došlo od května k nárůstu rizikové premie na krátkodobých eurových sazbách a zároveň se aktuální tržní výhledy sazby 3M Euribor posunuly k nižším hodnotám. Zvýšení základních sazeb ECB se tak odsouvá nejdříve do druhého čtvrtletí 2011. Zároveň došlo oproti minulé prognóze k přehodnocení kurzu USD/EUR ke slabším hodnotám pro euro. Výhled celoroční ekonomické aktivity v efektivní eurozóně však zatím zůstává, i přes horší než predikované výsledky v prvním čtvrtletí a očekávaná úsporná opatření veřejných rozpočtů, v podstatě nezměněn, mění se však její průběh v jednotlivých čtvrtletích.

1.1 Vývoj základních exogenních faktorů

Současný výhled exogenních veličin je založen na publikaci Consensus Forecasts (CF) z 10. května³ a tržních výhledech aktualizovaných k 7. červnu. Výhled **efektivního HDP** zůstává podobný. Mírně se přehodnocuje rozložení růstu do jednotlivých čtvrtletí směrem k vyhlazenějšímu W (viděno optikou meziročních růstů, v mezičtvrtletním vyjádření je rozdíl mnohem výraznější). Celoroční růsty jsou odhadovány na úrovni 1,6 % pro 2010 a 1,9 % pro 2011, což je o 0,1 p.b. výše, respektive níže než předpoklad v prognóze. Výraznější zhoršení výhledů vlivem řecké dluhové krize je omezeno pouze na země s nízkou vahou v celkovém efektivním ukazateli. Letošní propad HDP Řecka (loni -2 %) se očekává -3,6 % a příští rok -1,6 %. Obě čísla jsou oproti minulé prognóze nižší o cca 1 p.b. Dalším zajímavým údajem je výkon Irska v roce 2011, který by měl růst o 2,4 %, což je zvláště pozoruhodné v kontrastu s očekávaným letošním propadem o 1 %. Zemí s velkou vahou v efektivním ukazateli se současná krize z pohledu výhledu ekonomické aktivity zatím dotýká pouze zhoršením indikátorů sentimentu.



³ Červnový CF bude dostupný až 18. června, proto ho nebylo možné do aktuální SZ zapracovat.

Inflační tlaky se přehodnocují směrem k vyšší inflaci v obou sektorech. **Mzr. růst indexu efektivního CPI** je pro oba prognózované roky vyšší o 0,1 p.b., tedy letos by spotřebitelské ceny měly vzrůst o 1,2 % a v roce 2011 o 1,6 %. **Mzr. růst efektivního ukazatele výrobních cen** je pro letošek přehodnocen o 0,4 p.b. nahoru a tedy výrobní ceny letos vzrostou o 1,2 %. Toto přehodnocení je dáno z části rychlejším než očekávaným růstem průmyslových cen za prvních pět měsíců roku, na který reagoval i výhled. Pro rok 2011 se ale oproti prognóze předpokládá cenový růst o 0,1 p.b. nižší (na úrovni 1,9 %).

Trajektorie **3M Euriboru**, která je odvozená od implikovaných tržních sazeb, leží k 7. červnu na celém horizontu níže než byl předpoklad minulé prognózy. Očekávaná tříměsíční sazba roste v současnosti pomaleji ze současných 0,67 % (průměr za dosavadní část čtvrtletí) na 1,27 % na konci roku 2011 (minulá prognóza předpokládala hodnotu 1,85 %). Problémy s financováním řeckého veřejného deficitu a dluhu způsobily pokles likvidity dluhopisového trhu, a ECB se tak rozhodla rozvolnit v čase opouštění nestandardních nástrojů na mezibankovním trhu, bude provádět nákupy vládních obligací vybraných zemí na sekundárním trhu a přistoupila ke znovuoobnovení dočasných dolarových swapových linek s FEDem. V důsledku toho medián analytiků v šetření Reuters přehodnotil načasování růstu základní sazby ECB na druhý kvartál 2011.

Výhled cen **ropy Brent** oproti odhadům minulé prognózy poklesl v průměru o 13 % ve všech čtvrtletích na horizontu prognózy. Ze současných hodnot kolem 72 USD/b. se tedy předpokládá růst ceny Brent na 80 USD/b. na konci roku 2011. Přehodnocení výhledu **cen benzínu** je v podstatě identické jako v případě cen ropy. **Kurz USD/EUR** je na horizontu prognózy silnější asi o 3 % a úzký koridor, ve kterém se pohybují odhady pro jednotlivá čtvrtletí prognózy, vymezují hodnoty 1,29 a 1,30 USD/EUR.

1.2 Eurozóna

V prvním čtvrtletí letošního roku v **eurozóně** mírně zrychlil mezičtvrtletní růst HDP (z 0,1 % na 0,2 %) zejména díky růstu vládní spotřeby a zpomalení poklesu fixních investic. Meziroční přírůstek HDP se po pěti čtvrtletích propadu opět dostal do oblasti růstu (o 0,6 %). Pro celý letošní rok květnový CF očekává meziroční růst 1,1 % s mírným zrychlením na 1,5 % v příštím roce. Obdobný výhled prezentovaly také další instituce (EK, OECD, MMF). Posílení hospodářského růstu souviselo i s rychlejším meziročním nárůstem průmyslové výroby, který v březnu dosáhl 7 %. Výrazněji rostly také nové průmyslové objednávky (o 20 % v březnu) a zvyšuje se využití výrobních kapacit, které však zatím zůstává na nízké úrovni. Příznivý ekonomický vývoj se zatím neprojevil v poklesu míry nezaměstnanosti, ta se v dubnu naopak zvýšila o 0,1 p.b. na 10,1 %. Ve srovnání s dubnem minulého roku byla o 1 p.b. vyšší.

V eurozóně docházelo k pozvolnému narůstání inflace, která se v průběhu letošního roku postupně zvyšovala a v květnu dosáhla 1,6 %. Tento vývoj je hlavně důsledkem růstu světových cen energií a komodit, zatímco inflační tlaky v eurozóně zůstávají utlumené v důsledku vysoké nezaměstnanosti a nízkého využití kapacit. To ukazuje také dosavadní vývoj jádrové inflace, která zůstává pod 1% úrovní. ECB ponechala v průběhu letošního roku svou základní sazbu beze změny na 1 % (od května 2009) vzhledem k nízkým střednědobým inflačním tlakům a ukotveným inflačním očekáváním. Na nízkou inflaci ukazuje také pokračující mírný meziroční pokles agregátu M3 i úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům (v březnu o -0,1 %, resp. -0,2 %).

Dne 10. května ECB v návaznosti na zřízení „stabilizačního fondu“ ve výši 500 mld. EUR (blíže kapitola 1.4) schválila několik opatření směřujících k uklidnění situace na některých segmentech finančních trhů. V rámci „Programu pro trhy cenných papírů (Security Markets Programm)“ bude ECB provádět nákupy vládních obligací vybraných zemí s cílem „obnovit funkčnost transmisního mechanismu“. Současně bude sterilizovat likviditu dodanou v rámci tohoto programu. ECB se dále rozhodla uplatňovat pro své pravidelné dlouhodobé refinanční operace (DRO) 26. května a 30. června fixní úrokovou sazbu při plném uspokojování poptávky. ECB také 12. května obnovila šestiměsíční DRO (poslední se měla uskutečnit 31. března 2010) s plným uspokojením poptávky a úrokovou sazbou stanovenou jako průměr z hlavních refinančních operací za celé období. ECB navíc znovu zavedla swapové linky s Fedem a dodávání dolarové likvidity na 7 a 84 dnů. Tato opatření zklidnila situaci na finančních trzích pouze dočasně. Aktuálně se dále zhoršilo hodnocení ohrožených zemí (Řecka, Španělska a Portugalska), což dokládá mj. i snížení ratingu Řecka a pokles cen akcií bank s vysokou angažovaností v tomto regionu.

V prvním čtvrtletí 2010 pokračovalo oživení **německé** ekonomiky. Podle prvního odhadu Eurostatu dosáhl mezičtvrtletní růst 0,2 % a po pěti čtvrtletích poklesu HDP opět vykázal také meziroční růst (o 1,5 %). Hlavním faktorem oživení zůstal vývoz, který těžil z globálního růstu zejména v rozvíjejících se zemích, USA a Japonsku. Pozitivně působila také spotřeba domácností, jejíž vývoj se zlepšil díky poklesu nezaměstnanosti (v dubnu o 0,2 p.b. na 7,1 %) a snížení počtu pracovníků se zkrácenou pracovní dobou (z 1,5 mil. na 0,8 mil.). Výhled pro druhé čtvrtletí předpokládá urychlení růstu HDP, jehož hlavním hybatelem zůstane vývoz podporovaný navíc proti předchozím obdobím oslabením kurzu eura. Svědčí o tom také převažující růst předstihových indikátorů (přestože některé v květnu stagnovaly nebo mírně klesly). Ve druhé polovině roku lze očekávat mírné oslabení růstu v souvislosti s konsolidací veřejných financí v řadě zemí eurozóny i zbytku EU a zavedením mnohde drastických úsporných opatření, která pravděpodobně negativně ovlivní německý vývoz i v příštím roce.

Pro příští rok květnový CF očekává mírné urychlení růstu HDP na 1,7 % z 1,6 % v letošním roce, stejně jako OECD, MMF i EK. Naproti tomu Deutsche Bank, která pro letošní rok predikuje 2% růst HDP, pro příští rok prognózuje jeho zpomalení na 1 %. Příznivý ekonomický vývoj v prvním čtvrtletí potvrzuje také zrychlení meziročního tempa růstu průmyslové výroby (v březnu na 9 %) a rychlejší růst nových průmyslových objednávek. Meziroční inflace se mírně zvýšila a v dubnu dosáhla 1 %. Domácí inflační tlaky zůstávají slabé, ale na růst cen tlačí ceny energií. Výhled pro inflaci na celý rok 2010 je nízký, podle květnového CF nepřekročí 1 % s mírným nárůstem o 0,2 p.b. v příštím roce.

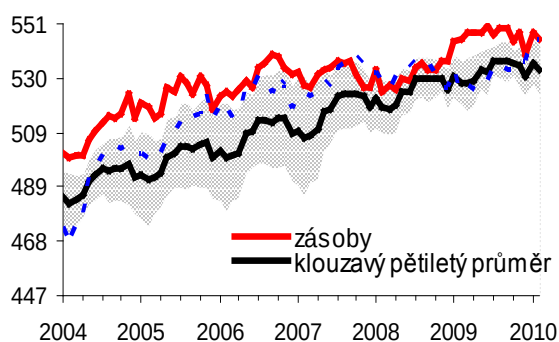
1.3 Cena ropy

Zatímco k růstu ze 70 na téměř 90 USD/b potřebovala **cena ropy Brent** tři měsíce (únor – duben), první tři květnové týdny stačily k tomu, aby se cena opět podívala pod hranici 70 USD/b. Potíže řecké vlády s financováním státního dluhu a obavy z rozšíření dluhové krize i na další zadlužené země eurozóny vedly k prudkému výprodeji na akciových i komoditních trzích a oslabení eura. Poté sice došlo v posledním květnovém a prvním červnovém týdnu ke korekci a růstu cen, když příznivá data z USA naznačovala, že by zvýšená americká poptávka mohla kompenzovat špatný výhled Evropy, ale horší než očekávaná data z amerického trhu práce poslala cenu opět dolů. Směrem dolů tlačí cenu ropy i zprávy o ochlazení průmyslové produkce v Číně a o možném zpřísnění tamější měnové politiky, snížení ratingu Španělska a nevhodně komunikované problémy maďarské fiskální politiky.

V souvislosti s poklesem ceny ropy se snižují i dlouhé pozice velkých spekulantů a hedgeových fondů na komoditních trzích. Přesto OPEC pokračuje v navyšování své těžby a odhaduje se, že v květnu vytěžil nejvíc ropy za posledních 17 měsíců, když dodržování kvót kleslo na 51 %. Dlouhodobější pokles ceny pod 70 USD/b by však patrně vedl opět k větší disciplíně členských zemí OPEC⁴. Rychlý a výrazný pohyb ceny ropy opačným směrem (tedy vzhůru) není příliš pravděpodobný vzhledem k vysokým rezervním těžebním kapacitám (cca 6 mil. b/d), úsporným opatřením ve většině zemí Evropy a nadále vysokým zásobám ropy a ropných produktů v zemích OECD (61 dní spotřeby, což je více než 5 dní nad pětiletým průměrem). Nadbytečné rafinérské kapacity (zejména v Evropě) stlačují rafinérské marže a měly by tedy držet nízko i ceny pohonných hmot.

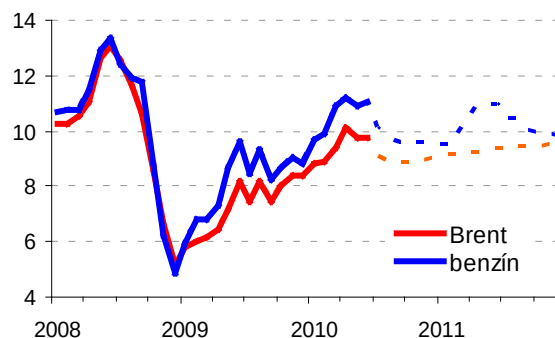
Zatímco vývoj spotových cen je pro spotřebitele aktuálně příznivý, u kontraktů s delší splatností ceny neklesají tak rychle. Zvýrazňující se contango (tedy rozdíl mezi cenou budoucích a spotových kontraktů) je zejména důsledkem havárie a úniku ropy v Mexickém zálivu. Očekávané zpřísnění regulace⁵ může ovlivnit podmínky těžby ropy v pobřežních vodách USA. Ta se přitom podílí na celkové americké produkci z cca 24 %. Navíc IEA se obává, že v příštích pěti letech nedojde k žádnému významnému zvýšení investic do hledání a využívání nových ložisek a obavy z možného budoucího nedostatku dodávek posiluje i předpověď, že letošní hurikánová sezóna by mohla být nejintenzivnější od roku 2005.

Vývoj zásob surové ropy a ropných produktů v zemích OECD (mil. tun)



Pozn.: Šedivá plocha je pásmo dané ± 1 std. odchylkou od klouzavého průměru. Modrá přerušovaná čára znázorňuje stav zásob před rokem.

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



1.4 Úrokové sazby a kurz eura vůči dolaru

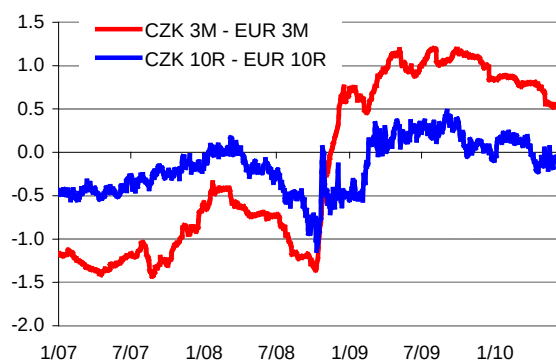
Úroková sazba **3M EURIBOR** od poloviny března do konce první dekády června mírně vzrostla z 0,65 % na 0,71 %. Tento růst byl způsoben především „řeckou krizí“ a rostoucí nejistotou ohledně fiskálního vývoje dalších zemí eurozóny. ECB stále ponechává od května minulého roku základní měnověpolitickou sazbu na nezměněné úrovni (1 %). V květnu ECB rozšířila nouzová opatření v boji proti dluhové krizi a vyslala signál, že počká se zvýšením úrokových sazeb až do pozdějšího období příštího roku. Tato vyjádření se promítla též v průzkumu agentury Reuters, kde medián oslovených analytiků očekává zvýšení sazeb ECB až ve druhém čtvrtletí roku 2011.

⁴ OPEC nadále vidí optimální cenu ropy kolem 75 USD/b a v případě výraznějšího poklesu ceny je připraven svolat mimořádnou schůzku ještě před dalším řádným zasedáním 14. října.

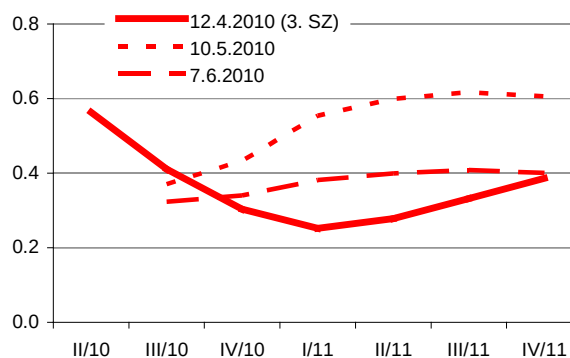
⁵ Americká vláda zatím zastavila na půl roku vydávání povolení na vrty v hlubokých pobřežních vodách a další regulace ve stejném období prakticky znemožňuje provoz 33 průzkumných plošin. Deutsche Bank vyčíslila náklady dodatečné regulace těžby v pobřežních vodách v příštích letech na 5 USD/b.

Diferenciál mezi 3M EURIBOR a bezrizikovou sazbou 3M EONIA Swap Index činil v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí 0,27 p.b. (do začátku dubna klesl až k hodnotě 0,22 p.b., avšak od oznámení konkrétní pomoci Řecku⁶ diferenciál roste, 9. června až k hodnotě 0,31 p.b.). 3M PRIBOR se 6. května po snížení 2T repo sazby (z 1 % na 0,75 %) skokově snížil z 1,36 % na 1,24 %, kde víceméně stagnuje. Diferenciál mezi sazbami 3M PRIBOR a 3M EURIBOR se od poloviny března snižoval a v první dekádě června se pohyboval kolem 0,52 p.b. Ve stejném období dlouhodobý (desetiletý) diferenciál osciloval kolem nuly (0,18 p.b. až -0,22 p.b.) a od začátku dubna se pohyboval většinou v negativních hodnotách. Implikované tržní výhledy z června odvozené z tříměsíčních korunových a eurových sazeb naznačují mírný nárůst do druhého pololetí 2011 k hodnotám 0,4. p.b. a poté jeho mírný pokles.

Rozdíl korunových a eurových výnosů (p.b.)



Výhled implikovaného rozpětí CZK 3M - EUR 3M



Od poloviny března kurz USD/EUR postupně posílil z 1,36 na 1,20 USD/EUR ke konci první dekády června. Nejsilnější úroveň dolaru bylo v tomto období dosaženo 7. června, kdy dolar posílil na hladinu 1,19 USD/EUR. K oslabení eura hlavně přispěly obavy o fiskální zdraví zemí eurozóny, obavy o účinnosti pomoci Řecku a očekávání rychlejšího oživení ve Spojených státech. Květnový CF, který však ještě nemohl zohlednit poslední vývoj, očekává oslabení kurzu USD/EUR v horizontu do jednoho roku na hodnoty kolem 1,30 USD/EUR.

⁶ Ministři financí eurozóny 2. května v Bruselu schválili finanční pomoc pro Řecko výměnou za úsporná opatření. Řecko by mělo v příštích třech letech získat 110 miliard eur (2,8 bilionu korun) prostřednictvím úvěrů od členských států eurozóny a Mezinárodního měnového fondu. Řecká vláda by měla dle dohody do roku 2012 ušetřit 30 miliard eur (767 miliard korun), což představuje 11 % jejího HDP. Řecký rozpočtový deficit by měl do roku 2014 klesnout pod evropský limit 3 % HDP z více než 13 % v roce 2009.

2 Vývoj veřejných rozpočtů

V období od zpracování 3.SZ nebyly zveřejněny žádné nové informace, z nichž by aktuálně vyplývalo riziko výrazného přehodnocení fiskální prognózy pro roky 2010 ze 3.SZ. Ta pro letošní rok předpokládá snížení schodku vládního sektoru proti roku 2009 z 5,9 % HDP na 5,5 % HDP. Vzhledem k výsledku parlamentních voleb, jenž vytvořil podmínky pro zformování koaliční vlády s prioritou „rozpočtové odpovědnosti“, lze očekávat prosazení další konsolidace veřejných financí, která by vedla ke snížení prognózovaného schodku vládního sektoru, zejména v roce 2011.

		2008	2009	2010	2011
		3.SZ			
Saldo vládního sektoru	v % HDP	-2,7	-5,9	-5,5	-5,9
(ESA 95, ČNB)					
Upravené saldo *	v % HDP	-2,7	-6,3	-5,3	-5,7
(ESA 95, ČNB)					
Strukturální saldo (metoda ESCB) **	v % HDP	-4,3	-6,6	-5,0	-5,2
(ESA 95, ČNB)					
Fiskální pozice (ECSCB) ****	v p.b.	-2,1	-2,3	1,6	-0,2
Strukturální saldo (metoda EK) ***	v % HDP	-4,1	-5,7	-4,5	-5,1
(ESA 95, ČNB)					
Fiskální pozice (EK) ****	v p.b.	-2,0	-1,6	1,2	-0,6

* upraveno o mimořádné jednorázové operace

** cyklicky očištěné saldo dle metodiky ESCB (upravené o mimořádné jednorázové operace)

*** cyklicky očištěné saldo dle metodiky EK (metoda založená na produkční funkci, upravené o mimořádné jednorázové operace)

Aktuálně se formující vládní koalice naznačuje, že bude podporovat opatření vedoucí ke snížení schodku veřejných rozpočtů. Určité požadavky na rozpočtové škrtky jsou zmiňovány již v rámci aktuálního roku⁷, a to za účelem dodržení fiskálního cíle ve výši 5,3 % HDP uvedeného pro rok 2010 v aktualizovaném Konvergenčním programu.⁸ Pro rok 2011 však bude třeba přijmout další významnější konsolidační opatření, neboť fiskální cíl pro tento rok v podobě 4,8 % HDP se jeví při aktuálním nastavení fiskální politiky obtížně splnitelný (viz prognóza ČNB ze 3.SZ, která – postavena na tzv. „no-policy-change scénáři“ – předpokládá pro příští rok hodnotu deficitu vládního sektoru na úrovni 5,9 %). Je přitom velmi pravděpodobné, že přijetí konsolidačních opatření novou vládou povede ke snížení naší prognózy deficitu pro příští rok.

Volební agenda ovlivnila i průběh rozpočtového procesu. Stávající vláda dosud (v rozporu s termíny stanovenými v zákoně o rozpočtových pravidlech⁹) neprojednala předběžný návrh střednědobého výdajového rámce na roky 2011 až 2013, ani od MF neobdržela k projednání návrh státního rozpočtu na rok 2011. Podle vyjádření MF souviselo posunutí termínu projednávání rozpočtu na rok 2011 se záměrem neovlivňovat volby a současně vytvořit prostor pro novou vládu, aby měla možnost reálně do tvorby rozpočtu zasáhnout.

⁷ Naproti tomu ve 3.SZ zmiňované riziko směřem k hlubšímu deficitu proti fiskální prognóze pro rok 2010 (v důsledku návratu dočasně snížených mateřských dávek na předchozí úroveň) se těsně před volbami koncem května naplnilo přehlasováním prezidentského veta v PSP ČR. Z tohoto důvodu by se schodek SR v tomto roce prohloubil přibližně o 1,5 mld. Kč.

⁸ Poslední prognóza fiskálního vývoje dle Ministerstva financí z jarních notifikací (resp. z dubnové makroekonomické predikce MF) totiž podobně jako prognóza ČNB naznačovala, že tento cíl nebude dodržen.

⁹ Podle Zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech má vláda projednat předběžný návrh střednědobého výdajového rámce (SDVR) do konce dubna běžného roku a do konce května musí MF předložit vládě první návrh státního rozpočtu a podrobnější návrh SDVR; vláda by je dle zákona měla projednat a schválit do 20. června.

Box: Důchodová reforma – Závěrečná zpráva PES

V lednu 2010 byl ministrem práce a sociálních věcí a ministrem financí založen Poradní expertní sbor (PES, řízením pověřen Vladimír Bezděk), s cílem aktualizovat projekci státního důchodového systému a doporučit takové změny, které by důchodový systém učinily ve středním a dlouhém období odolnějším vůči rizikům.

Počátkem června 2010 zveřejnil PES Závěrečnou zprávu, jejímž jednoznačným závěrem je, že český důchodový systém vyžaduje zásadní reformu, která by zajistila jeho vyšší diverzifikaci, fiskální udržitelnost, větší mezigenerační spravedlnost a vyšší stupeň zásluhovosti¹⁰. Dosud schválené parametrické změny stávajícího průběžně financovaného důchodového systému (tj. zejména postupné prodlužování věku pro odchod do důchodu a valorizace důchodů pouze na úrovni zákonného minima, tj. inflace + 1/3 růstu průměrné reálné mzdy) nezaručí jeho fiskální udržitelnost. Oproti původním předpokladům (závěry tzv. Bezděkovy komise z roku 2005) se důchodový účet místo očekávaných přebytků přibližně do roku 2025 dostal, především v důsledku ekonomické recese, do schodku již v roce 2010. Podle aktuální zprávy PES by se deficit nereformovaného důchodového systému pohyboval přibližně do roku 2035 na úrovni do 1 % HDP, poté však k roku 2055 prudce roste na úroveň 4 % HDP.

Ve zprávě proto PES doporučuje

i/ další parametrické změny I. průběžně financovaného pilíře (PAYG), zejména

- snížit pojistnou sazbu z 28 % na 23 % vyměřovacího základu (výpadek příjmů je navrženo fiskálně kompenzovat sjednocením DPH na úrovni 19 %),
- pokračovat stávajícím tempem (u žen dočasně vyšším tempem) v postupném zvyšování důchodového věku až ke sjednocení věkové hranice žen a mužů na úrovni 65 let v roce 2035,
- odstranit možnosti vlády zvyšovat valorizaci důchodů nad zákonný rámec a nejpozději od roku 2025 přejít pouze na cenovou valorizaci,
- zrušit doživotní výplaty vdovských a vdoveckých důchodů,
- snížit strop sociálního pojistného na úroveň trojnásobku průměrné mzdy.

ii/ založení II. individuálního fondového pilíře, ve dvou variantách

- v první variantě bude současný I. PAYG pilíř financován 20 p.b. z 23% sazby pojistného a II. fondový pilíř bude financován ze zbývajících 3 p.b., účast v tomto pilíři bude povinná pro osoby mladší 40 let, naspořené prostředky budou vypláceny povinně pouze formou doživotní anuity, III. pilíř dobrovolného penzijního připojištění zachová státní podporu,
- ve druhé variantě bude PAYG financován plně z 23% sazby, vstup do II. pilíře bude dobrovolný (po vstupu do něj však již nebude možno vystoupit), financován bude ze 3 p.b. pojistného přímou státní podporou za předpokladu stejného individuálního vkladu účastníka.

Výše uvedené varianty by kromě dopadu do samotného důchodového systému měly rozsáhlé fiskální a makroekonomické konsekvence (dopad na daňové a ostatní příjmy stejně jako na výdajovou stranu veřejných rozpočtů, na chování lidí a jejich rozhodování o spotřebě a úsporách atd.) Tyto dopady zatím nejsme – vzhledem ke stádiu úvah, relativní obecnosti materiálu a komplexnosti problematiky – schopni plnohodnotně posoudit. Situaci budeme pochopitelně dále monitorovat a později předložíme náš názor jak na obecný hospodářskopolitický rozměr chystané reformy, tak na její implikace z hlediska budoucího vývoje ekonomiky, inflace a úrokových sazeb.

K aktuálně navrhovanému sjednocení sazeb DPH jako součásti celého řešení můžeme v tuto chvíli uvést, že toto opatření by znamenalo vedle pozitivního příjmového efektu (ve výši zhruba 50 mld. Kč) též dopad do inflace. Odhad primárního dopadu uvažovaného sjednocení základní a snížené DPH do cenové hladiny (z 10 % na 19 % a z 20 % na 19%) je 1,8 p.b.

¹⁰ Zpráva odkazuje na nález Ústavního soudu ze 16. dubna 2010, kterým zrušil ustanovení § 15 zákona č. 155/1995 Sb., o důchodovém pojištění (upravuje způsob stanovení výpočtového základu pro výpočet důchodu).

IV. VÝVOJ ENDOGENNÍCH VELIČIN

1 Trh práce

Zatímco prognóza předpokládala, že v důsledku ekonomického oživení dojde v 1.čtvrtletí 2010 ke zmírnění meziročního poklesu zaměstnanosti, její propad se podle aktuálních údajů VŠPS naopak ještě dále prohloubil. To se projevilo i ve vyšším než očekávaném růstu míry obecné nezaměstnanosti. Sezonně očištěná registrovaná míra nezaměstnanosti se ale naopak během 2.čtvrtletí zatím mírně snižuje. Při prohlubujícím se poklesu zaměstnanosti byl ve srovnání s prognózou v 1.čtvrtletí zaznamenán nižší mzdový růst, což se projevilo v hlubším poklesu nominálních jednotkových mzdových nákladů. V souladu s prognózou se zvýšila produktivita práce.

Srovnání predikcí se skutečností

UKAZATEL	OBDOBÍ	PREDIKCE	SKUTEČNOST
Míra registrované nezaměstnanosti celkem - metodika MPSV (v %)	5/10	9.5 (Q)	9.0
z toho: míra nezaměstnanosti - dosažitelní uchazeči	2/10	.	8.7
Obecná míra nezaměstnanosti - metodiky ILO (ČSÚ)	I/10	7.8	8.0
Celková zaměstnanost v NH - VŠPS (mzr. změna v %)	I/10	-1.5	-2.4
z toho: zaměstnanci vč. členů prod. družstev	I/10	-1.5	-3.2
ostatní zaměstnaní	I/10	-1.7	1.7
Nominální měsíční mzda ve sled. org. - ČSÚ (mzr. změna v %)	I/10	3.5	2.2
z toho: v podnikatelské sféře (mzr. změna v %)	I/10	4.2	2.0
v nepodnikatelské sféře (mzr. změna v %)	I/10	0.4	3.0
Nominální hodinová mzda v podn. sféře - MPSV (mzr. změna průměru v %)	I/10	.	2.3
Nominální mzda v průmyslu podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/10	.	5.1
Nominální mzda ve stavebnictví podle ČSÚ (mzr. změna v %)	4/10	.	-1.3
NJMN v NH (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/10	-2.8	-3.2
NJMN v průmyslu (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/10	.	-7.0
NJMN ve stavebnictví (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/10	.	7.8
Národohospodářská produktivita práce (mzr. změna v %, metodika ESA 95)	I/10	3.4	3.2

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

Pramen: MPSV, ČSÚ

Jestliže dílčí ukazatele ze závěru roku 2009 (obecná míra nezaměstnanosti, zaměstnanost v průmyslu a v metodice národních účtů) naznačovaly, že míra poklesu zaměstnanosti by mohla na konci loňského roku dosáhnout svého dna, údaje za 1.Q 2010 tento vývoj nepotvrdily. Pokles **celkové zaměstnanosti podle metodiky VŠPS** se naopak v 1.Q 2010 dále prohloubil na -2,4 %¹¹ (prognóza ze 3.SZ -1,5 %). V rámci celkové zaměstnanosti se prohloubil i pokles počtu zaměstnanců včetně členů produkčních družstev na -3,2 % (prognóza ze 3.SZ činila -1,5 %). Růst počtu podnikatelů je nadále kladný, což je v souladu s cyklickou fází poklesu na trhu práce¹². Pokles zaměstnanosti byl v 1.Q 2010 již doprovázen kladným ekonomickým růstem, což se podle očekávání projevilo překmitem produktivity práce do kladných hodnot.

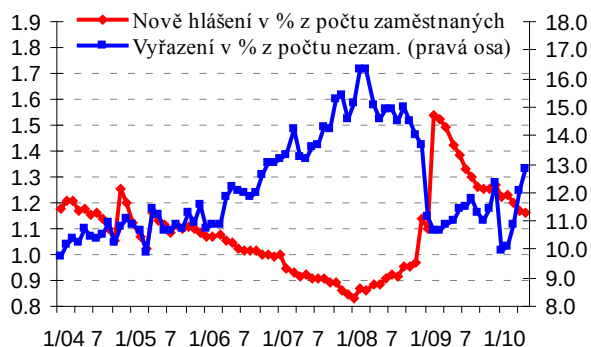
Pokles obecné zaměstnanosti v 1.Q se promítl do růstu míry nezaměstnanosti. Mezičtvrtletní růst **obecné míry nezaměstnanosti (VŠPS)** se po stagnaci v posledním čtvrtletí roku 2009 v 1.Q 2010 opět zrychlil (na 0,6 p.b. v 1.Q 2010). Obecná míra nezaměstnanosti se meziročně zvýšila o 2,3 p.b. na 8,0 % (prognóza ze 3.SZ 7,8 %). K odchylce od prognózy došlo v důsledku většího poklesu zaměstnanosti (cca 0,9 p.b.), jehož vliv byl částečně kompenzován neočekávanou stagnací pracovní síly (která ještě ve 4.Q 2009 vzrostla o 0,9 %). Nižší růst

¹¹ V absolutním vyjádření byl meziroční pokles počtu zaměstnaných osob v metodice VŠPS dokonce nejvyšší od začátku šetření v roce 1993. V metodice národních účtů se celková zaměstnanost snížila o 2,1 %.

¹² V metodice Výběrového šetření pracovních sil je růst počtu podnikatelů v případě ekonomické recese poměrně obvyklým jevem. Metodika VŠPS totiž zachycuje pracovníky v prvním nebo jediném zaměstnání. V případě, že je osoba především zaměstnancem a současně i částečně podniká, je prvním zaměstnáním obvyčejný zaměstnanecký poměr a ve statistice je tedy vykazovaná jako zaměstnanec. V případě, že dojde k propuštění zaměstnance, pak se stává prvním zaměstnáním jeho „druhé“ – podnikání a pracovník je tedy ve statistice vykázán jako podnikatel.

pracovní síly znamená při daném růstu zaměstnanosti menší počet nezaměstnaných. Proto růst nezaměstnanosti nebyl tak výrazný, jak by odpovídalo samotné odchylce od prognózy zaměstnanosti. Sezonně očištěná **míra registrované nezaměstnanosti celkem** (tj. bez očištění o nedosažitelné uchazeče o práci) se sice v 1.Q 2010 mezičtvrtletně zvýšila o 0,3 p.b., ale od března 2010 se její měsíční hodnoty postupně snižují. Aktuální údaje naznačují, že míra registrované nezaměstnanosti by mohla být ve 2.Q 2010 zhruba o 0,5 p.b. nižší, než předpokládala prognóza ze 3.SZ. K poklesu nově hlášených uchazečů o práci se v posledních třech měsících (březen až květen) přidalo i zvýšení míry vyřazení uchazečů z evidence úřadů práce a částečně i míry nově hlášených míst.

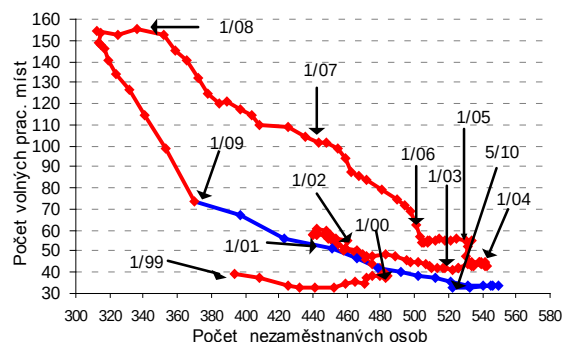
Nově hlášení nezaměstnaní a vyřazení uchazeči z evidence úřadů práce



Poznámka: sezonně očištěné údaje

Pramen: MPSV, propočet ČNB

Beveridgeova křivka



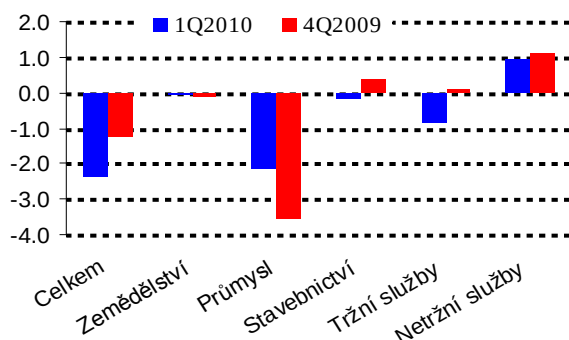
Poznámka: sezonně očištěné počty osob v tisících, roky 2009 a 2010 jsou zvýrazněny modře

Pramen: MPSV, propočet ČNB

Předchozí pokles ekonomické aktivity rozdílným způsobem ovlivnil jednotlivé sektory národního hospodářství, což se projevilo i ve vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti. V roce 2009 byl odbytovou krizí a následným propadem zaměstnanosti zasažen především sekundární sektor, zejména průmysl. Pokles zaměstnanosti v sekundárním sektoru byl částečně kompenzován růstem počtu zaměstnaných osob v terciárním sektoru. V 1.čtvrtletí 2010 již nedocházelo k tak razantnímu propadu zaměstnanosti v sekundárním sektoru, když meziroční úbytek počtu pracujících v něm činil 116,6 tis. osob (ve 4.čtvrtletí 2009 dosáhl 158,8 tis. osob). Oproti roku 2009 se ale už významně nezvyšoval počet osob zaměstnaných v terciárním sektoru, když meziročně vzrostl tento počet pouze o 2,9 tis. (ve 4.Q 2009 o 58,9 tis. osob) a v tržních službách zaměstnanost dokonce meziročně klesala.

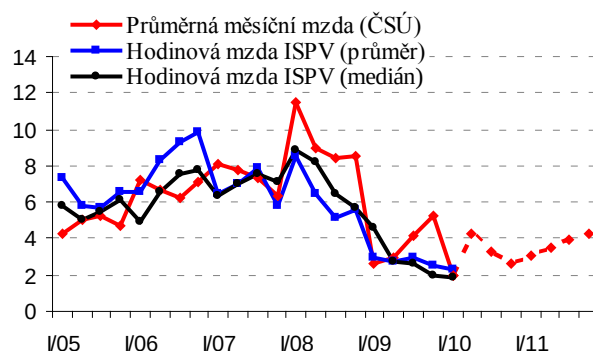
Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře byl v 1.Q o 2,2 p.b nižší, než předpokládala prognóza ze 3.SZ. Ke zvyšování mezd zaměstnanců docházelo spíše výjimečně a růst průměrné mzdy byl nejnižší od roku 2000, kdy začíná srovnatelná časová řada. K odchylce od prognózy přispěl nejen mzdový růst v průmyslu, který byl v 1.Q výrazně nižší (3,9 %), než naznačoval průměr měsíčních údajů ze šetření v průmyslu (6,2 %), ale i nízký nebo záporný mzdový růst v jednotlivých sférách tržních služeb. V souladu s prognózou již dochází k postupnému vyčerpávání strukturálních vlivů (změna struktury zaměstnanosti a nižší nemocnost), které způsobily vysoký meziroční růst průměrné mzdy v loňském roce. Podle statistiky ISPV (MPSV) rostla v 1.Q 2010 průměrná hrubá mzda ještě pomaleji než podle ČSÚ, když se meziročně zvýšila o 1,3 %. Růst mediánu průměrné hodinové mzdy jen mírně zpomalil na 1,9 %. Celkový objem mezd podle ČSÚ poklesl o 2,4 % a počet zaměstnanců o 4,5 %.

Příspěvky k poklesu zaměstnaných v metodice VŠPS (meziroční příspěvky v p.b.)



Pramen: ČSÚ

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



Pramen: ČSÚ, ISPV

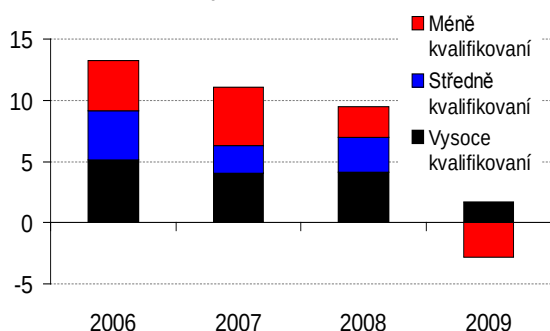
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře vzrostla v 1.Q o 3,0 %, což je výrazně rychlejší růst, než předpokládala prognóza ze 3.SZ. Přitom v nepodnikatelské sféře došlo k nárůstu počtu zaměstnanců o 1,1 %. Nejvíce se na růstu průměrné mzdy podílelo zdravotnictví a sociální péče, kde průměrná mzda meziročně vzrostla o 7,6 %. Ve veřejné správě a obraně se průměrná mzda zvýšila o 3,1 %. Růst zaměstnanosti (1,1 %) a průměrné mzdy (3,0 %) v nepodnikatelské sféře implikuje růst objemu mezd a platů o cca 4 %. Čerpání státního rozpočtu (zachycuje cca 65 % zaměstnanců nepodnikatelské sféry) za období leden až duben 2010 přitom ukazuje jen na 1,5% růst objemu mezd a platů.

Box: Rozklad vývoje trhu práce na zaměstnanecké skupiny

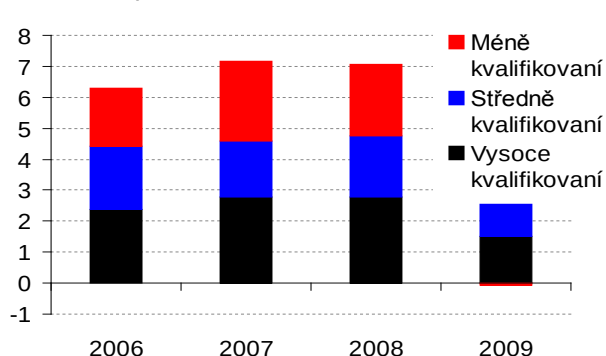
ČSÚ ve spolupráci s MPSV každoročně publikuje výsledky strukturální statistiky mezd zaměstnanců. Tato statistika se odlišuje od mzdových statistik ČSÚ používaných pro výpočet průměrné mzdy. Na rozdíl od nich jde o census, který mapuje individuální data cca 1,7 mil zaměstnanců (z 3,7 mil celkem) a neimplikuje stejnou průměrnou mzdu jako hlavní statistika ČSÚ. Na druhé straně však ukazuje rozdělení zaměstnanosti a průměrných mezd podle řady dílčích kritérií, v případě tohoto boxu podle hlavních skupin klasifikace zaměstnání (KZAM). Pro účely tohoto boxu jsme rozdělili zaměstnance do tří hlavních skupin: první skupina (vysoce kvalifikovaní) zahrnuje třídy KZAM 1000 a 2000, druhá skupina (středně kvalifikovaní) potom třídy KZAM 3000 a 4000 a poslední skupina (méně kvalifikovaní) se skládá ze skupin KZAM 5000 až 9000.

Vývoj celkových mzdových nákladů v ekonomice je patrný z prvního z níže uvedených grafů. S blížící se ekonomickou recesí nejprve došlo ke snížení růstu mzdových nákladů. Ten přešel v meziroční pokles v roce 2009 a byl tažen především výrazným poklesem objemu mzdových prostředků ve skupině méně kvalifikovaných (-8,13 %), jehož příspěvek k celkovému poklesu mzdových prostředků dosáhl 2,8 p.b. Naopak objem mzdových prostředků pro skupinu středně kvalifikovaných stagnoval a v případě vysoce kvalifikovaných vzrostl o 4,8 %, což zmírnilo celkový pokles o 1,7 p.b.

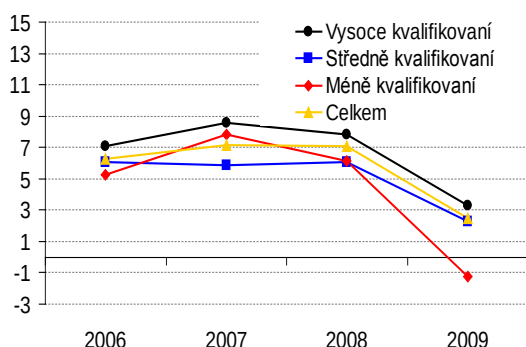
Podíly růstu mzdových nákladů (v p.b. k mizr. změně v %)



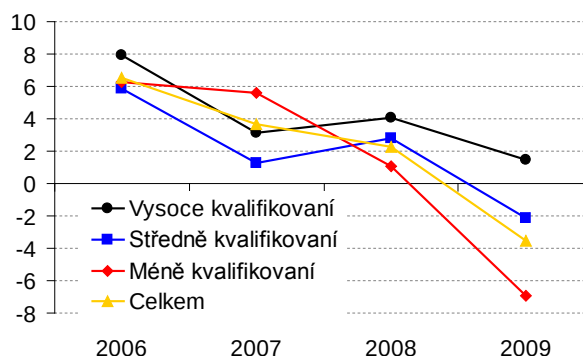
Podíly růstu průměrné mzdy (v p.b. k mizr. změně v %)



Vývoj průměrné mzdy (mizr. změna v %)



Vývoj počtu zaměstnanců (mizr. změna v %)



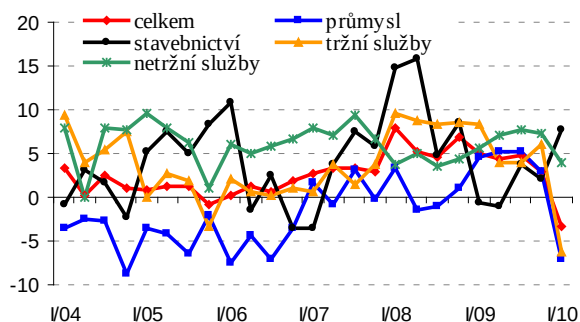
Jak naznačují výše uvedené grafy, na růstu průměrné mzdy se do značné míry podílel pokles zaměstnanosti s výjimkou skupiny vysoce kvalifikovaných. Nejvíce zaměstnanost klesla v segmentu méně kvalifikovaných (-7 %), přičemž v této skupině došlo současně i k mírnému poklesu průměrné mzdy. V ostatních dvou skupinách i celkově však došlo k růstu nominální průměrné mzdy. Příspěvek skupiny s nejnižšími příjmy (méně kvalifikovaných) k růstu průměrné mzdy se v roce 2009 snížil zhruba o 2,5 procentního bodu. Největší část mzdového přizpůsobení táhly nízkopříjmové skupiny, kde docházelo i k poměrně významnému poklesu zaměstnanosti. To nepřímě potvrzuje významné strukturální efekty z titulu změn zaměstnanosti na celkovou průměrnou mzdu. K poklesu příspěvku došlo i v případě vysoce a středně kvalifikovaných, kdy se jejich příspěvek k růstu průměrné mzdy snížil o 1,2 respektive 1 p.b. Výsledkem bylo značné zpomalení meziročního růstu takto spočtené průměrné mzdy na 2,5 % za rok 2009 (růst průměrné mzdy v NH podle mzdových statistik ČSÚ v roce 2009 činil 4 %).

Růst **nominálních jednotkových mzdových nákladů** v důsledku souběhu pokračující recese na trhu práce a nastupujícího ekonomického oživení překmitl v 1.Q 2010 do záporných hodnot (-3,2 %). Pokles NJMN, avšak s mírně nižší intenzitou (-2,8 %), přitom předpokládala i prognóza ze 3.SZ. Na odchylce skutečnosti od prognózy se podílela především nižší průměrná mzda a zaměstnanost. V souvislosti se zveřejněním národních účtů za 1.Q 2010 došlo i k revizi objemu mezd a platů za rok 2009, která zmírnila jejich pokles o 1,6 p.b.. To spolu s revizí dat o HDP vedlo ke zvýšení tempa růstu NJMN v roce 2009 o 1,7 p.b. na 4,4 %. Nejvyšší pokles NJMN byl v 1.Q 2010 v důsledku oživení poptávky zaznamenán v průmyslu (-7,0 %)¹³ a tržních službách (-6,2 %). Naopak nejvyšší růst NJMN byl zaznamenán ve stavebnictví.

¹³ Ve zpracovatelském průmyslu NJMN v 1.Q 2010 poklesly o 9,3 % (objem mezd poklesl o 3,4 % a produktivita se zvýšila o 6,5 %).

Pokles **produktivity práce** v národním hospodářství se ve druhé polovině roku 2009 rychle zmírňoval a v 1.Q 2010 překmitl do kladných hodnot. Národohospodářská produktivita se zvýšila o 3,2 % (prognóza ze 3.SZ byla 3,4 %). K odchylce skutečnosti od prognózy přispěl větší pokles zaměstnanosti ve srovnání s prognózou. Nejvyšší růst produktivity práce byl dosažen v průmyslu (10,6 %). Naopak největší pokles produktivity byl zaznamenán ve stavebnictví (-10,6 %).

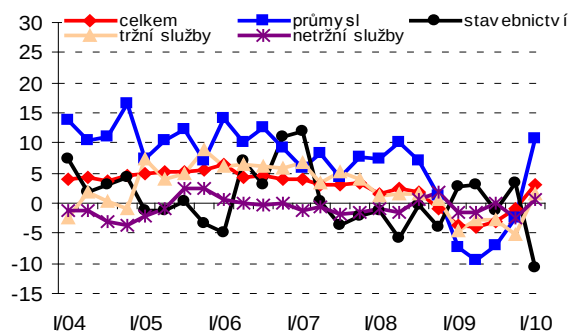
NJMN v metodice ESA 95 (mzr. změny v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

Poznámka: NJMN celkem jsou podílem objemu mezd a HDP v kupních cenách (zohledňují vliv daní a dotací), zatímco NJMN v jednotlivých odvětvích jsou podílem objemu mezd a hrubé přidané hodnoty v daném odvětví v základních cenách

Produktivita práce v metodice ESA 95 (mzr. změny v %)



Pramen: ČSÚ, propočet ČNB

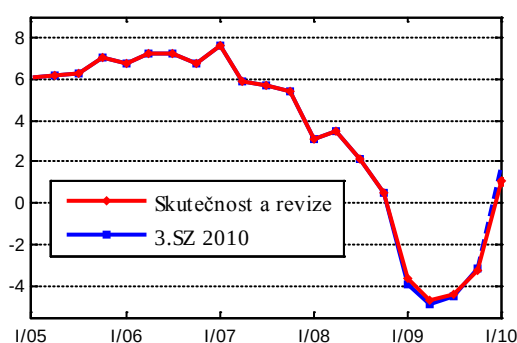
2 Ekonomický růst a jeho složky

Národní účty za první čtvrtletí 2010 v souladu s očekáváním vykazují pokračování mezičtvrtletního růstu reálného HDP, byť na o něco nižší než prognózované úrovni. Tím došlo i k očekávanému překmitu meziročního růstu HDP do kladných hodnot. Na tom se podílel do značné míry čistý export a částečně i spotřeba vlády. Naproti tomu příspěvky hrubé tvorby kapitálu a spotřeby domácností byly stále záporné. Prognóza očekávala příznivější vývoj oproti skutečnosti v případě čistého vývozu a spotřeby vlády. Naproti tomu skutečné údaje o spotřebě domácností a o hrubé tvorbě kapitálu byly oproti prognóze vyšší.

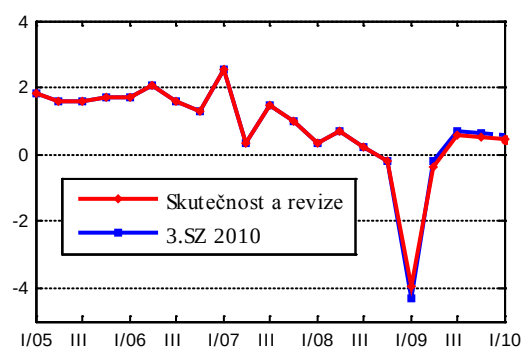
Ukazatel (s. c. 2000, sezonné oč., mzr. změny v %)	Období	Predikce z 3. SZ	Skutečnost
Hrubý domácí produkt	1Q 2010	1.8	1.1
Spotřeba domácností	1Q 2010	-1.8	-0.5
Spotřeba vládních institucí	1Q 2010	5.4	2.0
Hrubá tvorba kapitálu	1Q 2010	-6.0	-4.5
v tom: Hrubá tvorba fixního kapitálu	1Q 2010	.	-6.6
Zásoby vč. cenností (mld. Kč)	1Q 2010	.	15.0
Vývoz zboží a služeb	1Q 2010	13.8	12.9
Dovoz zboží a služeb	1Q 2010	10.3	10.7
Čistý vývoz zboží a služeb (mld. Kč)	1Q 2010	27	10.6
Průmyslová produkce	duben 2010	.	10.9
Stavební produkce	duben 2010	.	-15.3
Tržby v maloobchodě vč. motor. segmentu	duben 2010	.	-4.5

Podle odhadu ČSÚ sezonně očištěný HDP v 1.čtvrtletí 2010 přešel v meziroční růst, a to o 1,1 %. V mezičtvrtletním vyjádření ekonomika zachovala dynamiku růstu na úrovni předchozích dvou revidovaných čtvrtletí (0,5 %). Prognóza ze 3.SZ očekávala vyšší mezičtvrtletní (0,8 %) i meziroční (1,8 %) růst. Se zveřejněním odhadů národních účtů za 1.Q 2010 byla současně provedena revize všech čtvrtletí roku 2009. Na trajektorii celkového mezičtvrtletního i meziročního HDP však měla revize dat relativně malý vliv. Z hlediska jednotlivých složek meziročního HDP došlo v roce 2009 k revizi čistého vývozu a vládní spotřeby směrem dolů. Naopak byl zmírněn pokles u hrubé tvorby kapitálu, v jehož rámci byl zvýšen stav zásob a snížen objem fixních investic.

Vývoj HDP (sez. oč., mizr. v %)



Vývoj HDP (sez. oč., mžč. v %)

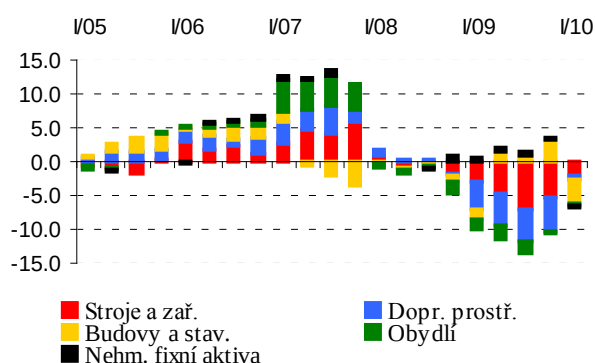


Reálná **spotřeba domácností** v 1.Q meziročně poklesla o 0,5 %, což znamená výrazné zmírnění poklesu po předchozím čtvrtletí. Prognóza ze 3.SZ očekávala pokles o 1,8 %, přičemž u této složky HDP nedošlo za předchozí rok k revizi dat. Oproti prognóze byl méně výrazný propad nominální spotřeby při nižším než očekávaném deflátoru. Národní účty domácností nebyly doposud publikovány, a nelze proto provést podrobnější rozklad aktuálního vývoje reálné spotřeby. Všechny indikátory vývoje spotřeby za 1.čtvrtletí však ve srovnání s 3.SZ míří obráceným směrem než národní účty. Analýza bude provedena v rámci zpracování nové prognózy. Pokles zaměstnanosti se v 1.Q proti očekáváním prognózy dále prohloubil, a to při výraznějším zpomalení tempa růstu nominálních mezd. Ve sledovaném období rovněž došlo k dalšímu prohloubení meziročního poklesu tržeb v maloobchodě (bez motoristického segmentu), na které ČSÚ začal v poslední době přihlížet při sestavování výdajů domácností na konečnou spotřebu.

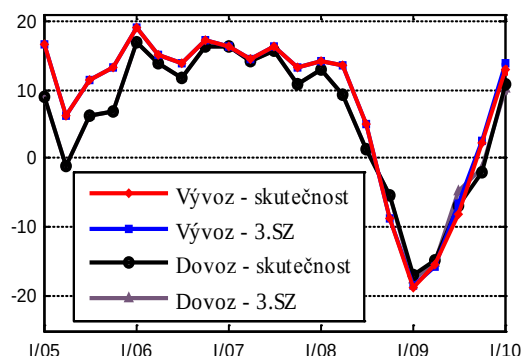
Reálná **spotřeba vlády** v 1.Q výrazně zpomalila, a to na 2,0 %, a její příspěvek k meziročnímu růstu HDP se snížil na 0,4 p.b. ČSÚ blíže nespecifikoval složky vládní spotřeby, které nejvíce přispěly ke zpomalení jejího růstu. Prognóza ze 3.SZ předpokládala rychlejší růst spotřeby vlády (4,8 % mizr.). Nižší růst reálné vládní spotřeby oproti 3.SZ byl způsoben především nižší nominální spotřebou.

Meziroční pokles **hrubé tvorby kapitálu** se v 1.Q 2010 opět výrazně zmínil a dosáhl -4,5 %. V mezičtvrtletním vyjádření však došlo již potřetí za sebou k růstu, když v 1.Q mezičtvrtletní růst HTK výrazně zrychlil, a to na 7,4 %. K meziročnímu propadu HTK přispěly fixní investice, naopak zásoby měly v 1.Q již kladný příspěvek. Meziroční pokles **fixních investic** o 6,7 % byl na téměř shodné hodnotě jako v předchozím období. Z hlediska věcného členění fixních investic se meziroční pokles objemově nejvýznamnějších položek, jako jsou stroje, zařízení a dopravní prostředky, sice dále zmínil, avšak žádná z významných položek nevykázala v 1.Q růst.

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



Vývoz a dovoz (mzd. v %)



Reálný **vývoz zboží a služeb** v 1.Q výrazně vzrostl, a to o 12,9 % meziročně. Prognóza přitom předpokládala ještě o 0,8 p.b. vyšší růst. V mezičtvrtletním vyjádření došlo po přechodném poklesu v závěru loňského roku k opětovnému očekávanému oživení exportů (růst o 3 %). Tento průběh vývozu navazuje na vývoj zahraniční poptávky, kde se do dat za 1.Q ještě nepromítlo odeznění efektu stimulačních opatření v zahraničí. Podobně jako v případě vývozu výrazně rostl i reálný dovoz (meziročně o 10,7 %). Oproti prognóze šlo jen o mírně vyšší růst. Příspěvek **čistého vývozu** k meziročnímu růstu HDP v 1.Q byl podruhé za sebou v kladných hodnotách (1,7 p.b.). Prognóza ze 3.SZ však očekávala ještě o 1 p.b. příznivější hodnotu.

Průmyslová produkce pokračovala v 1.Q 2010 v růstu, mezičtvrtletně (po sezonním očištění) se zvýšila o 3,1 %. Ve srovnání s velmi nízkými hodnotami ze dna svého propadu v první polovině loňského roku zaznamenala průmyslová produkce v 1.Q meziroční růst o 7,5 % (po sezonním očištění o 7,0 %). Vliv nízké srovnávací základny se promítl také do rychlého meziročního růstu nových průmyslových zakázek. V souladu s vývojem produkce vzrostly v 1.Q 2010 také tržby za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy. V dubnu 2010 se průmyslová produkce meziměsíčně dále zvýšila a při pokračujícím vlivu nízké srovnávací základny zaznamenala meziroční růst o 10,9 % (po sezonním očištění o 9,9 %), ke kterému opět nejvíce přispělo odvětví výroby motorových vozidel, přívěsů a návěsů. Úroveň průmyslové produkce však nadále zůstává hluboko pod svými předkrizovými hodnotami.

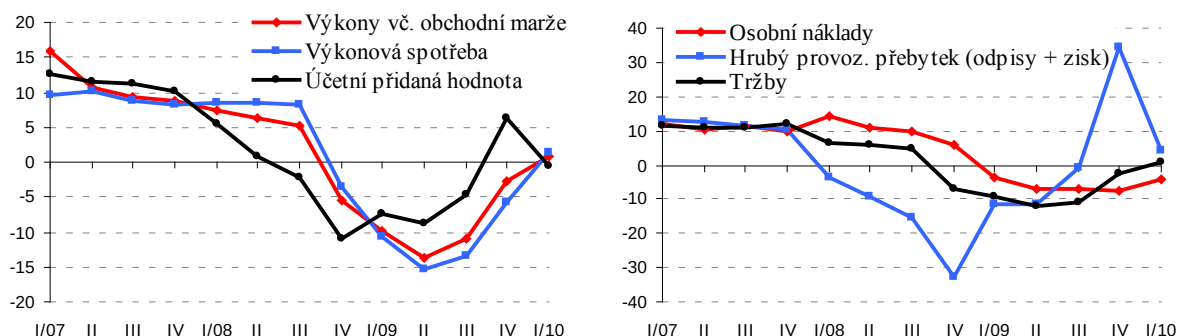
U **stavební produkce** se v 1.Q 2010 nejen dále prohloubil dlouhodobý meziroční pokles v sektoru pozemního stavitelství, ale do výrazného meziročního poklesu produkce přešlo i inženýrské stavitelství. Celková stavební produkce tak výrazně propadla, a to meziročně o 21,4 %, po sezonním očištění o 18,7 %. V 1.Q 2010 se rovněž prohloubil meziroční pokles počtu vydaných stavebních povolení a po půlročním růstu opětovně poklesla i orientační hodnota stavebních ohlášení a povolení. Pokračoval rovněž pokles nových zakázek stavebních prací v tuzemsku. V dubnu se propad stavební produkce poněkud zmírnil (na -15,3 %, po sezonním očištění -14,7 %), když se zmírnil pokles pozemního stavitelství, ale dále se prohluboval pokles produkce v oblasti inženýrského stavitelství. Zmírnil se také meziroční pokles počtu vydaných stavebních povolení. Orientační hodnota stavebních ohlášení a povolení v dubnu meziročně výrazně vzrostla, což však bylo dle ČSÚ způsobeno nízkou srovnávací základnou a také povolením finančně nákladných staveb dopravní infrastruktury, výrobních budov a fotovoltaických elektráren.

Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu v 1.Q 2010 zmírnily svůj meziroční pokles na -0,8 % (po sezonním očištění -1,8 %), k čemuž přispěly tržby za prodej a opravy motorových vozidel¹⁴, zatímco meziroční pokles tržeb v maloobchodě (bez motoristického segmentu) se mírně prohloubil. V dubnu však opět došlo k prohloubení poklesu tržeb v obou segmentech. V rámci tržeb v maloobchodě bez motoristického segmentu v dubnu navíc poklesly i doposud rostoucí tržby za prodej potravinářského zboží.

Souhrnný indikátor důvěry ve 2.Q 2010 navázal na růst z předchozího čtvrtletí a v květnu dosáhl hodnoty 90,6 bodu. Zatímco nálada spotřebitelů je rozkolísaná a od počátku roku příliš neroste (v květnu 91,0 bodu), indikátor důvěry podnikatelů pokračoval v růstu (v květnu 90,6 bodu). Nejvýrazněji rostl optimismus v průmyslu, kde od dubna převažují pozitivní vyhlídky nad negativními. Mírné zlepšení nálady bylo zaznamenáno také ve službách a v obchodu. Naopak ve stavebnictví není pozorováno žádné zlepšení a negativní vyhlídky nadále výrazně převažují nad pozitivními.

Výsledky finančního hospodaření nefinančních podniků (s 50 a více zaměstnanci) ukázaly, že v 1.Q 2010 došlo k mírnému meziročnímu růstu tržeb (o 0,6 %) a výkonů (0,9 %). Ten však byl doprovázen rychlejším růstem výkonové spotřeby (o 1,5 %) a tak došlo k mírnému poklesu účetní přidané hodnoty (o 0,4 %). Osobní náklady se vlivem pokračujícího rychlého poklesu počtu zaměstnanců opět snížily (o 4,2 %) a přispěly tak k růstu hrubého provozního přebytku (o 4,4 %).

Vybrané absolutní ukazatele podniků s 50 a více zaměstnanci (mzr. změna v %) ¹⁵



¹⁴ Prodej a opravy motorových vozidel (NACE 45) zahrnuje velkoobchod, maloobchod s novými a ojetými vozidly, opravy a údržbu motorových vozidel, velkoobchod a maloobchod se součástkami a příslušenstvím motorových vozidel, zprostředkování obchodu s motorovými vozidly, velkoobchodní aukce a velkoobchod přes internet.

¹⁵ Údaje do 1.Q 2009 jsou semidefinitivní, od 2.Q 2009 předběžné.

3 Platební bilance

Přebytek běžného účtu platební bilance byl v 1.Q 2010 oproti predikci ze 3.SZ o necelých 17 mld. Kč nižší. Odchylka od predikce byla způsobena především vývojem bilance služeb, která skončila oproti očekávání vlivem velmi vysokých výdajů u ostatních služeb schodkem. V rámci finančního účtu byl v 1.Q 2010 ve srovnání s celoroční predikcí patrný vyšší čistý příliv přímých investic, který však byl výhradně spojen s čistým přílivem zdrojů ve formě obchodních úvěrů. Naopak vyšší čistý odliv kapitálu ve srovnání s predikcí byl zaznamenán v sektoru podniků; vzhledem k omezeným finančním zdrojům podniků jej však již zřejmě nelze v dalších čtvrtletích v podobném rozsahu předpokládat.

V 1.Q 2010 dosáhl **běžný účet** platební bilance přebytku 16,1 mld. Kč a roční klouzavý poměr schodku běžného účtu k HDP se prohloubil na -1,3 % (roční klouzavý poměr běžného a kapitálového účtu k HDP činil -0,5 %). Saldo běžného účtu se na rozdíl od předchozího čtvrtletí meziročně zhoršilo (o necelých 9 mld. Kč). Pokles celkového přebytku souvisel především s vývojem bilance služeb.

V 1.Q 2010 skončila **výkonová bilance** podobně jako v průběhu minulého roku vysokým přebytkem (55,3 mld. Kč), který se však na rozdíl od předchozích třech čtvrtletí meziročně mírně snížil (o 1,1 mld. Kč). Zmírnění přebytku výkonové bilance bylo důsledkem meziroční změny salda bilance služeb, která přešla z přebytku do schodku, a mírně tak převážila pokračující růst přebytku obchodní bilance.¹⁶ Historicky první čtvrtletní schodek **bilance služeb** (-7,4 mld. Kč) byl způsoben vysokým schodkem bilance ostatních služeb, ovlivněným pokračujícím velmi rychlým růstem výdajů ostatních služeb obchodní povahy. Meziroční růst přebytku **obchodní bilance** byl výhradně spojen s vývojem v reálném vyjádření. Cenový vliv – při meziroční záporné změně směnných relací – dopad reálných veličin zhruba z poloviny kompenzoval. Obnovení růstu vnější poptávky se odrazilo v oživeném růstu vývozu zboží a současně i ve vysokém růstu dovozu pro mezispotřebu. Mírný pokles celkové domácí poptávky nicméně doposud působil proti rychlejšímu zvyšování dovozu zboží.¹⁷

Bilance výnosů dosáhla schodku 38 mld. Kč, který se meziročně mírně zvýšil. Prohloubení celkového schodku bylo zejména spojeno s růstem schodku dividend z přímých investic a zmírněním přebytku výnosů z ostatních investic. V opačném směru působil především pokles schodku náhrad zaměstnancům.

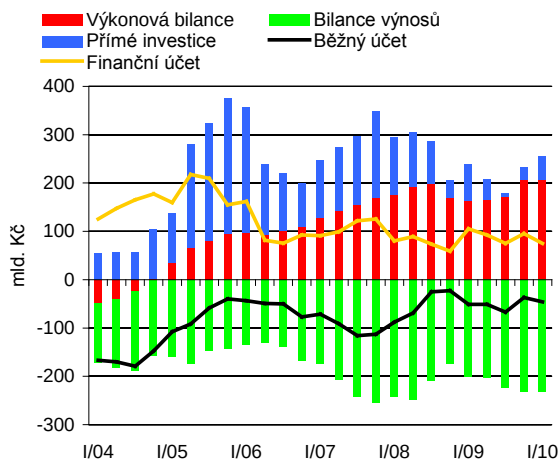
Ke schodku **finančního účtu** ve výši 28,9 mld. Kč nejvýznamněji přispěl čistý odliv ostatních investic. Téměř z poloviny byl však vyvážen přebytkem přímých investic. Čistý příliv **přímých investic** (ve výši 36,2 mld. Kč) i jeho meziroční růst byly výsledkem vyššího přílivu přímých zahraničních investic do ČR nežli odlivu tuzemských investic do zahraničí. Jeho nejvýznamnější složku v 1.Q představoval čistý příliv ostatního kapitálu, který dosáhl téměř 20 mld. Kč. Souvisel s čistým přílivem zdrojů ve formě obchodních úvěrů ve vztazích

¹⁶ Rychlý růst přebytku obchodní bilance a současný výrazný pokles přebytku bilance služeb jsou patrné od druhého čtvrtletí 2009. Souvisejí s vyššími odhady rozsahu obchodních operací nadnárodních firem (nerezidentů) registrovaných na území ČR k platbě DPH, které svými operacemi – v důsledku přecenění vyváženého zboží – přispívají k růstu přebytku obchodní bilance. Jedná se o tzv. branding, tedy obchodní operace nadnárodních firem, spojené se zhodnocením zboží dovezeného do ČR a jeho následným vývozem do zahraničí. Vliv brandingů je však ze strany ČSÚ (provizorně) eliminován ve výdajích bilance služeb. Celkový dopad na saldo výkonové bilance je tak neutrální.

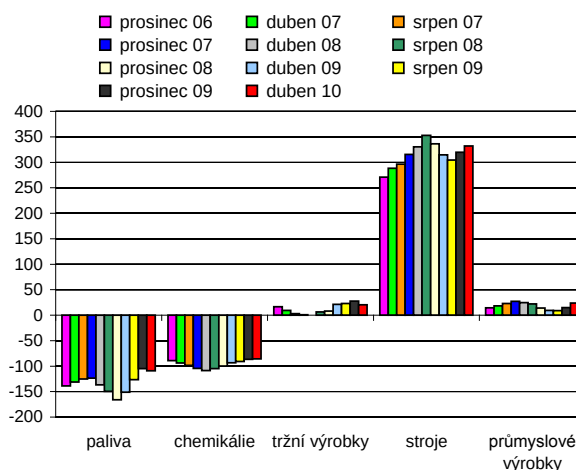
¹⁷ V prvním čtvrtletí 2010 se dovoz pro mezispotřebu meziročně zvýšil o 15,4 %. Současně došlo i k obnovení růstu dovozu pro investice (5,7 %), s čímž může částečně souviset obnovení růstu zásob. Pokračující pokles zaznamenal pouze dovoz pro konečnou spotřebu (-5,4 %).

mezi tuzemskými dceřinými podniky a zahraničními mateřskými společnostmi. Přebytek investic do základního kapitálu byl jen velmi mírný.

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



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



Portfoliové investice dosáhly čtvrté čtvrtletí v řadě přebytku, tentokrát 13,6 mld. Kč. Při vyrovnaném obchodování tuzemských investorů se zahraničními majetkovými i dluhovými cennými papíry představovaly významné operace pouze nákupy vládních dluhopisů nerezidenty a dále emise podnikových dluhopisů na zahraničních trzích. K meziroční změně v tocích portfoliových investic (ve výši téměř 15 mld. Kč) přispělo především obnovení zájmu zahraničních investorů o tuzemské dluhopisy. **Ostatní investice** skončily v 1.Q vysokým schodkem 78,1 mld. Kč, který byl zejména ovlivněn čistým odlivem zdrojů podnikového sektoru v důsledku poskytování obchodních a finančních úvěrů nerezidentům a současného splácení úvěrů do zahraničí. Významný byl i čistý odliv kapitálu sektoru finančních institucí, spojený se splácením přijatých vkladů do zahraničí.

Na základě předběžných měsíčních údajů skončila **obchodní bilance v dubnu 2010** opět vysokým přebytkem (15,4 mld. Kč, při propočtu dovozu v metodice CIF). Na rozdíl od předchozího měsíce se obchodní přbytek meziročně zvýšil (o 1,9 mld. Kč). Zvýšení celkového přebytku bylo především ovlivněno růstem přebytku skupiny různých průmyslových výrobků. Obrat zahraničního obchodu se vlivem oživující se vnější poptávky pátý měsíc v řadě zvyšoval. Je však třeba upozornit, že měsíční údaje obchodní bilance nejsou očištěny o vliv „brandingu“, a mohou tedy zkreslovat skutečný čtvrtletní přbytek obchodní bilance v metodice FOB v rámci platební bilance směrem nahoru.

4 Spotřebitelské ceny a ostatní cenové okruhy

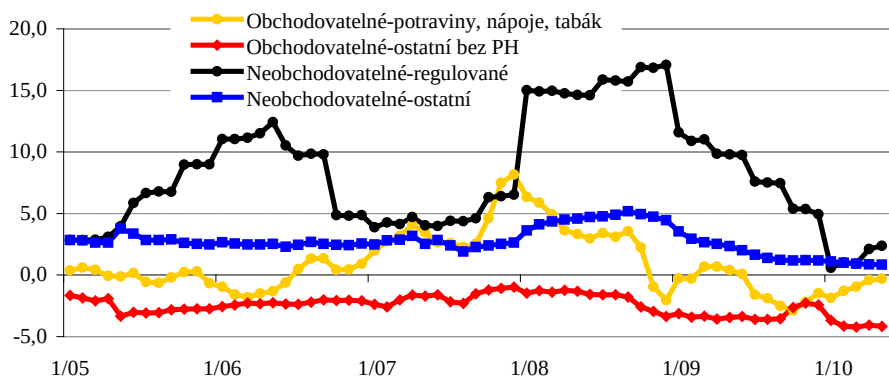
Rizika stávající krátkodobé prognózy inflace na nejbližší období jsou mírně proinflační. Hlavní příčinou je zvýšení predikce regulovaných cen a dočasně vyšší výhled cen pohonných hmot, přičemž však z dlouhodobějšího hlediska má predikce cen pohonných hmot mírně protiinflační rizika. Rizika krátkodobé predikce vývoje cen potravin jsou vyrovnaná, u korigované inflace bez PH jsou mírně proinflační. Meziroční změny dovozních cen a cen průmyslových výrobců jsou oproti prognóze o něco vyšší, meziroční pokles cen zemědělských výrobců naopak nepatrně hlubší.

4.1 Spotřebitelské ceny

květen 10	meziměsíčně v %		meziročně v %		dopad odchylky v p.b. do inflace
	predikce 3.SZ	skutečnost	predikce 3.SZ	skutečnost	
Index spotřebitelských cen	0,0	0,1	0,9	1,2	0,25
Regulované ceny	0,0	0,4	1,8	2,4	0,10
Primární dopady změn daní v REGULOVANÝCH cenách v p.b.	0,00	0,00	0,11	0,11	0,00
Primární dopady změn daní v NEREGULOVANÝCH cenách v p.b.	0,08	0,10	0,96	0,98	0,02
Čistá inflace	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	0,14
Z toho:					
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,03
Korigovaná inflace bez PH	0,0	0,0	-1,2	-1,2	0,01
Ceny pohonných hmot - čisté	-0,1	1,5	10,7	14,9	0,15
Měnověpolitická inflace	-0,1	0,0	-0,1	0,1	

Celková meziroční inflace se ve 2.čtvrtletí 2010 zvýšila z 0,7 % v březnu 2010 na 1,2 % v květnu 2010. Oproti prognóze ze 3.SZ 2010 byla v květnu o 0,3 p.b. vyšší. Odchylka predikce byla způsobena vyšším růstem cen pohonných hmot a regulovaných cen. Predikce ostatních složek se naplnila.

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



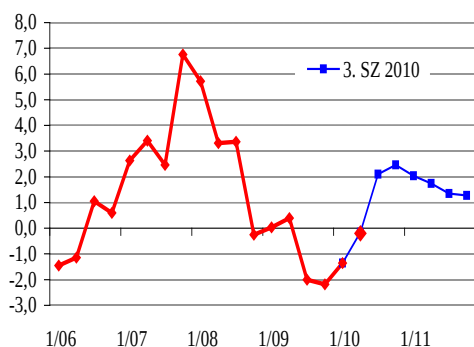
Regulované ceny během dubna a května vzrostly oproti minulé prognóze více. Odchylka byla způsobená růstem doplatků za léky předepsané lékařem (za duben a květen celkem vzrostly o 11 %) a poplatků za ústavní zdravotní péči (celkem o 3,4 %). Nově je od července 2010 očekáván vyšší růst cen zemního plynu pro domácnosti o cca 4,5 %, zatímco prognóza ze 3.SZ byla 2,8 %. Po zahrnutí všech výše uvedených změn by nová predikce mizr. růstu regulovaných cen v roce 2010 činila 4,3 % s dopadem do inflace 0,73 p.b., což je o 1,3 % resp. o cca 0,2 p.b. více oproti 3.SZ.

Výhled **primárních dopadů změn nepřímých daní** ze 3.SZ 2010 se nemění. Naplnil se předpoklad, že od dubna 2010 se začne v maloobchodních cenách cigaret se zpožděním promítat lednové zvýšení daní. Oproti predikci se pouze mírně lišilo rozložení dopadů do jednotlivých měsíců, což vedlo k drobné úpravě predikce v dalších měsících.

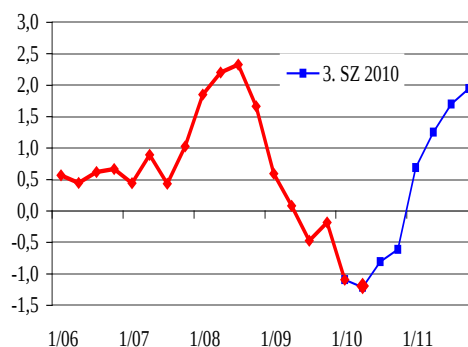
Ceny pohonných hmot v návaznosti na zvýšení cen ropy a oslabování kurzu Kč vůči dolaru rostly v dubnu a květnu rychleji, než jsme předpokládali. Cena ropy (i v Kč po zohlednění vlivu kurzu dolaru) se však již snížila pod úroveň předpokládanou ve 3.SZ. Stejně tak aktuální tržní výhledy očekávají v celém predikovaném období nižší ceny ropy oproti 3.SZ. Dosavadní odchylka predikce by tedy měla být vykompenzována a v dlouhodobějším horizontu jsou rizika predikce spíše protiinflační. Zpomalení růstu cen pohonných hmot potvrzují i zatím neúplná týdenní šetření cen pohonných hmot za červen, ze kterých vyplývá, že v červnu v průměru oproti květnu porostou ceny PH již jen mírně (přibližně o 0,4 %, predikce ze 3.SZ je -0,3 %).

Predikce meziročního poklesu **cen potravin** se naplnila. Neúplná týdenní šetření cen potravin ukazují v souladu se stávající prognózou na mírný meziměsíční pokles cen v červnu (v predikci 3.SZ je -0,1 %). Ceny zemědělských výrobců meziročně klesaly o něco více, než jsme očekávali, dovozní ceny potravin naopak méně. V souhrnu proto považujeme rizika krátkodobé predikce cen potravin ze 3.SZ za vyvážená.

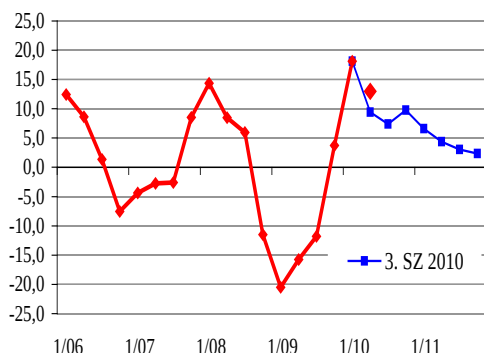
Vývoj cen potravin (čistých, mizr. v %)



Korigovaná inflace bez PH (mizr. v %)



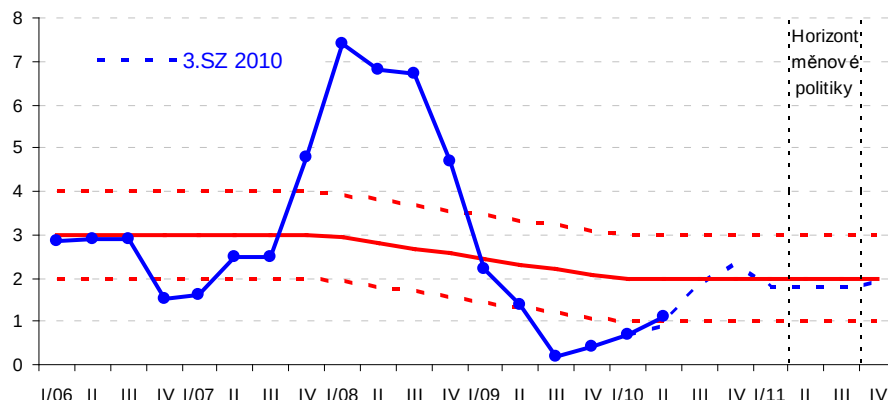
Vývoj cen pohonných hmot (čistých, mizr. v %)



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

Květnová predikce meziroční **korigované inflace bez PH** se rovněž naplnila. Ve srovnání s předpoklady 3.SZ se ale nákladové faktory vyvíjejí v souhrnu více proinflačně. Z nákladových faktorů je především slabší kurz Kč k euru i k dolaru a vyššího růstu dosahují ceny průmyslových výrobců v ČR i v EU. Z pohledu krátkodobé predikce tak považujeme rizika predikce za mírně proinflační. Nové údaje však přinášejí obecné nejistoty ze strany spotřebitelské poptávky, kdy na jedné straně v 1.Q byla oproti 3.SZ vyšší spotřeba domácností, na druhé straně vývoj trhu práce ve stejném období šel protiinflačním směrem a převládal nepříznivý vývoj v oblasti maloobchodu.

Minulý vývoj a predikce meziroční inflace (v %)



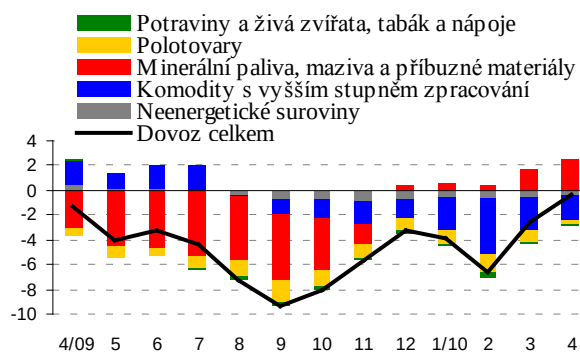
4.2 Ostatní cenové okruhy

Meziroční pokles **dovozních cen** se v dubnu 2010 zmírnil na -0,4 %. Jejich vývoj byl ovlivněn zejména výrazným zrychlením cen dovážených minerálních paliv, jejichž meziroční růst v dubnu činil 25,9 %, což představuje pětinasobek tempa zaznamenaného v únoru. Dovozní ceny energetických surovin vzrostly v návaznosti na vysoký meziroční růst světových cen ropy, který se v 1Q2010 a v dubnu pohyboval kolem 70 %. Tento vliv byl však částečně kompenzován jak meziročně stále klesajícími cenami zemního plynu, tak meziročním posílením kurzu CZK/USD. Na druhé straně pokračovaly ceny ostatních skupin dovozu v meziročním poklesu – ve všech se nicméně prosadilo jeho zmírnění. To bylo zřetelné především u cen dovážených potravin, jejichž meziroční pokles oslabil cca na pětinu únorových hodnot. Výrazné snížení cen v meziročním srovnání bylo nadále patrné u dovozu neenergetických surovin a průmyslového spotřebního zboží, které se odvíjelo zvláště od meziročního posílení kurzu koruny. Meziroční pokles dovozních cen na počátku 2.Q 2010 byl mírně slabší, než předpokládala prognóza ze 3.SZ, a to zejména vlivem mírnějšího než očekávaného poklesu cen dovážených potravin.

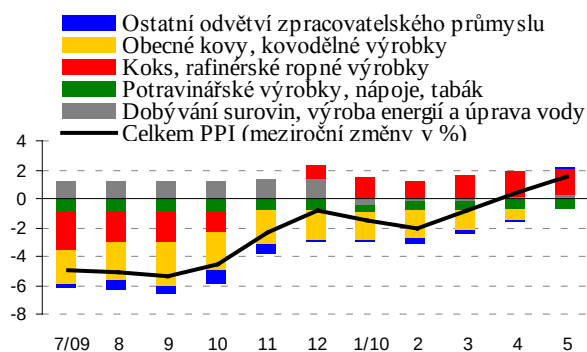
Ceny průmyslových výrobců vykázaly na začátku 2.Q 2010 obnovený meziroční růst, který v květnu dosáhl 1,5 %. Na tomto vývoji se nejvýznamněji podílel obnovený meziroční růst cen jak v odvětví nerostných surovin, jehož příspěvek se přiblížil extrémním hodnotám zaznamenaným v průběhu roku 2008, tak v odvětví obecných kovů, kde se ceny v květnu meziročně zvýšily po více než ročním poklesu. Na ceny v průmyslu působil meziroční růst světových cen ropy a cen dovážených minerálních paliv, který se promítl zejména do zrychlení cenového růstu v odvětví koksů a rafinérských ropných produktů a v chemickém průmyslu. Příspěvek těchto odvětví dosáhl v květnu 1,8 p.b., resp. 0,7 p.b. Oživení cenové dynamiky v uvedených odvětvích patrně navazovalo na zvýšenou světovou poptávku jak po

energetických, tak neenergetických surovinách. Naopak v potravinářském a farmaceutickém průmyslu bylo patrné prohloubení cenového poklesu. Významné snížení cen v meziročním srovnání pokračovalo v odvětví strojů a dopravních prostředků – zde bylo nicméně patrné jeho zmírnění. Meziroční růst cen průmyslových výrobců se začátkem 2.Q 2010 nacházel nad prognózou ze 3.SZ, a to zejména z důvodu vyššího než očekávaného růstu cen v odvětví nerostných surovin a mírnějšího meziročního poklesu cen v odvětví elektřiny, plynu a páry.

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

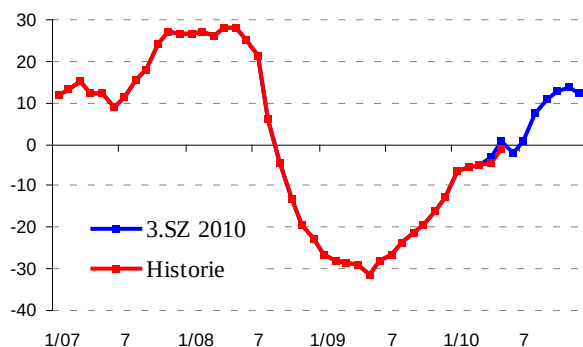


Ceny průmyslových výrobců (mzr. v %, resp. příspěvky v p.b.)



Pokles cen zemědělských výrobců se v květnu dále zmírnil, a to na -1,2 %. Ceny v rostlinné výrobě klesly o 5,2 % zejména v důsledku nižších cen obilovin, brambor a ovoce. V živočišné výrobě se ceny zvýšily meziročně o 2,9 %, když podobně jako v předchozích měsících rostly ceny mléka. Ceny většiny ostatních položek v meziročním srovnání stále klesaly. Pokles cen zemědělských výrobců v dubnu a květnu je oproti očekáváním ze 3.SZ mírně hlubší.

Ceny zemědělských výrobců (mzr. v %)



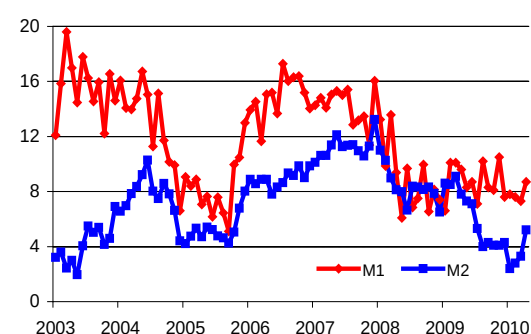
5 Peníze a úvěry

Dynamika peněžní zásoby se v dubnu poněkud zvýšila, meziroční růsty peněžních agregátů a úvěrů však zůstávají mírné. Vklady nefinančních podniků pokračují ve svém nedávno zahájeném růstu, zatímco dynamika vkladů domácností dále zpomaluje. Celkové úvěry meziročně zhruba stagnují, když úvěry poskytnuté nefinančním podnikům nadále meziročně klesají a dynamika úvěrů domácnostem zpomaluje, a to i přes snížení úrokových sazeb z úvěrů na bydlení. Podíly nesplacených úvěrů dále rostou, jejich tempa růstu se však zmírňují. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů většinou nepatrně klesaly či stagnovaly.

1. Peníze

Meziroční růst **peněžního agregátu M2** se v dubnu 2010 oproti předchozímu měsíci zvýšil o 1,9 p.b. na 5,2 %. Aktuální růst peněžní zásoby je tak na počátku 2.Q vyšší oproti prognóze ze 3.SZ 2010, která pro celé čtvrtletí předpokládala průměrný meziroční růst M2 ve výši 2,5 %. Dynamika peněžní zásoby je nad úrovní svého referenčního tempa růstu zohledňujícího odhad růstu potenciálního produktu a inflační cíl.

Peněžní agregáty M1 a M2 (mzr. v %)

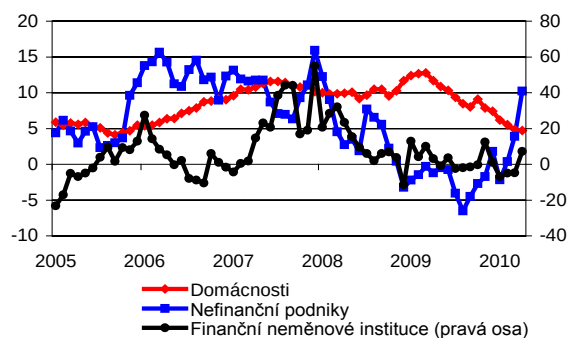


Meziroční růst vysoce likvidních transakčních peněz zahrnutých v **peněžním agregátu M1** se zvýšil na 8,7 %. V jejich vývoji se nadále projevovala nízká úroveň úrokových sazeb. Hlavní příspěvek k vyššímu růstu M2 však měly kvazi-peníze v důsledku zpomalení poklesu vkladů s dohodnutou splatností do dvou let, a to zejména u nefinančních podniků. Dynamika vkladů nefinančních podniků se zvýšila na 10,2 % vlivem přílivu zdrojů získaných z emisí dluhopisů některých velkých podniků (ve výši cca 38 mld. Kč, z toho 33 mld. Kč bylo získáno od nerezidentů). Podniky si zřejmě dále průběžně vytvářejí vyšší polštář likvidity v počáteční fázi ekonomického oživení. Naopak růst vkladů domácností dále zpomalil na 4,7 %. V uvedeném vývoji se zřejmě projevuje zpoždění vývoje příjmů za vývojem hospodářského cyklu, ale i skutečnost, že mohlo dojít ke změně struktury aktiv domácností. To však bude možné posoudit až dle národních účtů domácností, které zatím nejsou k dispozici.

Struktura peněžních agregátů (mzr. v %)

	II/09	III/09	IV/09	I/10	3/10	4/10	Podíly na M2 v %
M1	8,9	8,5	8,7	7,5	7,3	8,7	59,5
Oběživo	9,4	6,8	-3,4	-2,4	-2,1	-2,0	12,6
Jednodenní vklady	8,7	9,0	12,6	10,6	10,1	12,0	46,9
M2-M1 (kvazi-peníze)	5,5	-0,9	-2,2	-3,7	-2,4	0,4	40,5
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-11,4	-17,8	-12,8	-7,7	-4,8	-0,4	22,3
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	-1,4	-14,1	-16,9	-19,9	-17,9	-12,3	16,1
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	41,9	34,0	16,5	3,6	2,6	1,4	17,3
Repo operace	47,3	32,9	10,3	-5,7	-7,5	-7,5	13,5
Repo operace	-11,4	-26,9	-35,4	-37,2	-32,0	-1,0	0,9
M2	7,5	4,6	4,1	2,8	3,3	5,2	100,0

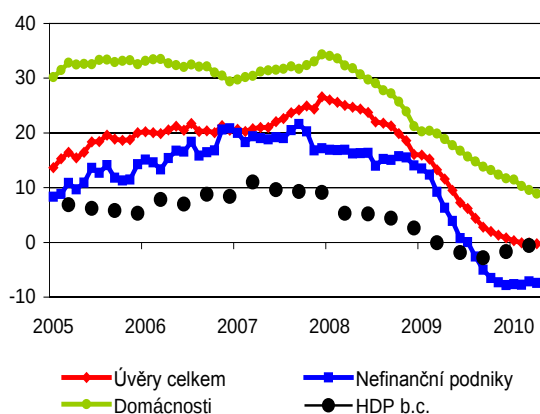
Vklady v rámci M2 dle sektorů (mzr. v %)



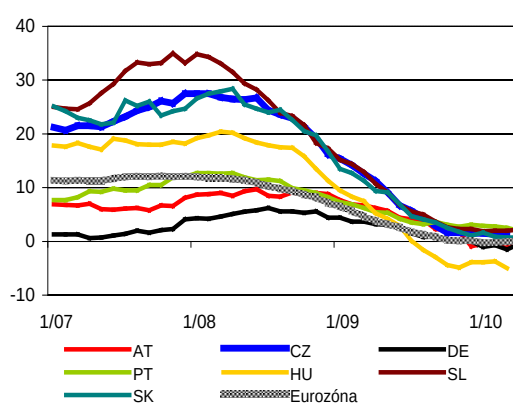
2. Úvěry

Stav **úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem** se v dubnu 2010 meziročně snížil o 0,3 %, roční míra růstu úvěrů upravená o netransakční vlivy činila 0,6 %. Přestože vývoj úvěrů v posledních několika měsících naznačuje začínající stabilizaci úvěrového trhu, aktuální data ukazují rovněž nejistoty ohledně síly a načasování oživení ekonomiky v jednotlivých segmentech a odvětvích ekonomiky. Stále slabý realitní trh, trh práce a nižší ochota domácností se zadlužovat se odráží ve snižování – byť nadále kladného – příspěvku úvěrů domácnostem k meziroční změně celkových úvěrů. Na druhou stranu záporný příspěvek úvěrů nefinančním podnikům stagnuje. Nízká tempa růstu úvěrů blízká nule jsou nadále zaznamenávána i v eurozóně.

Úvěry podnikům a domácnostem
(stavy, mzd. v %)

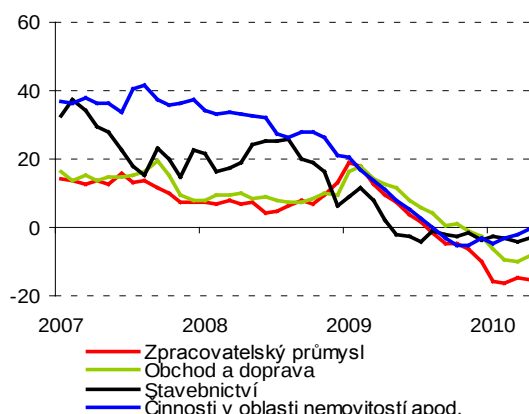


Porovnání vývoje úvěrů ve vybraných zemích EU
(roční míra růstu v %)

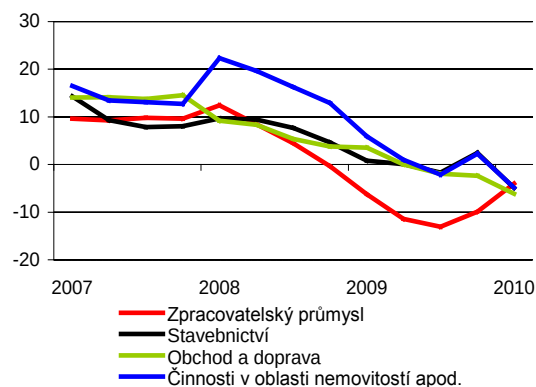


Úvěry nefinančním podnikům v dubnu 2010 meziročně poklesly o 7,4 %. Měsíční tok úvěrů upravený o sezonní vlivy byl záporný. Krátkodobé a střednědobé úvěry nefinančním podnikům se dále snižovaly, pouze dlouhodobé úvěry mírně rostly. Pokles nových úvěrů podnikům pokračoval nezměněným tempem. Propad úvěrů podnikům tudíž zůstává přes výhled oživení reálné ekonomické aktivity a květnový růst důvěry podnikatelů stále významný. Zpoždění úvěrů za vývojem ekonomické aktivity je zaznamenáno ve zpracovatelském průmyslu, úvěry nadále klesají i v odvětví obchodu. Stále slabý realitní trh zřejmě ovlivňuje vývoj úvěrů do odvětví developerů a stavebnictví. V důsledku tohoto vývoje zatím nepředpokládáme výraznější oživení růstu úvěrů nefinančním podnikům. Očekáváme nicméně, že koncem roku 2010 by mělo dojít k zastavení jejich meziročního poklesu. Případný horší ekonomický vývoj v zahraničí oproti původním očekáváním se však může odrazit v opětovném zhoršení poptávky podniků po úvěrech.

Úvěry vybraným odvětvím (mzr. v %)



Účetní přidaná hodnota vybraných odvětví (mzr. v %)

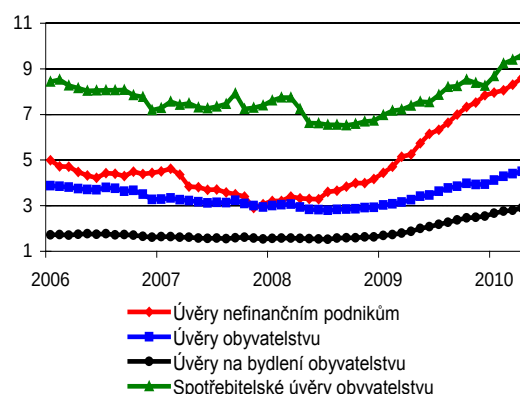


Poznámka: Časové řady úvěrů stavebnictví a developerům byly od roku 2009 upraveny tak, aby eliminovaly vliv nové odvětvové klasifikace ekonomických činností.

Meziroční tempo růstu **úvěrů domácnostem** v dubnu 2010 dále zpomalilo na 8,9 %, k čemuž přispěly úvěry na bydlení i spotřebitelské úvěry. Měsíční tok úvěrů upravený o sezonní vlivy přetrvával na umírněných kladných hodnotách. Pokles nových úvěrů se však prohloubil. Ani další snížení úrokových sazeb tudíž zatím nevedlo k oživení v oblasti úvěrů na bydlení. Uvedený vývoj je ovlivňován (i přes aktuálně pozorovaný mírný pokles míry nezaměstnanosti) stále slabým vývojem trhu práce, trhu s nemovitostmi a nižší ochotou domácností se zadlužovat.¹⁸ Nabídkové ceny bytů v 1.Q 2010 meziročně klesaly. Výraznější obrat v jejich vývoji se dle analytiků realitního trhu očekává až ve druhé polovině letošního roku. Obnovení poptávky domácností po úvěrech lze tudíž předpokládat se zpožděním za vývojem hospodářského cyklu, růst těchto úvěrů se bude v závěru roku 2010 pohybovat kolem aktuálních hodnot, tj. maximálně do 10 %.

Podíl **úvěrů se selháním** na celkových úvěrech se v dubnu 2010 u nefinančních podniků dále zvýšil na 8,6 %, u spotřebitelských úvěrů vzrostl na 9,6 % a u úvěrů na bydlení na 2,9 %. Vysoká meziroční tempa růstu nesplácených úvěrů se od počátku roku 2010 začala pozvolna snižovat, i když růst ekonomiky pod potenciálem stále implikuje riziko vyššího nesplácení úvěrů. Celkový objem defaultních úvěrů dosahuje zhruba 110 mld. Kč, což je dvojnásobek oproti stavu v polovině roku 2008 (z toho u podniků činí 65 mld. Kč a u domácností 45 mld. Kč).

Úvěry se selháním (podíly na celku v segmentu, v %)



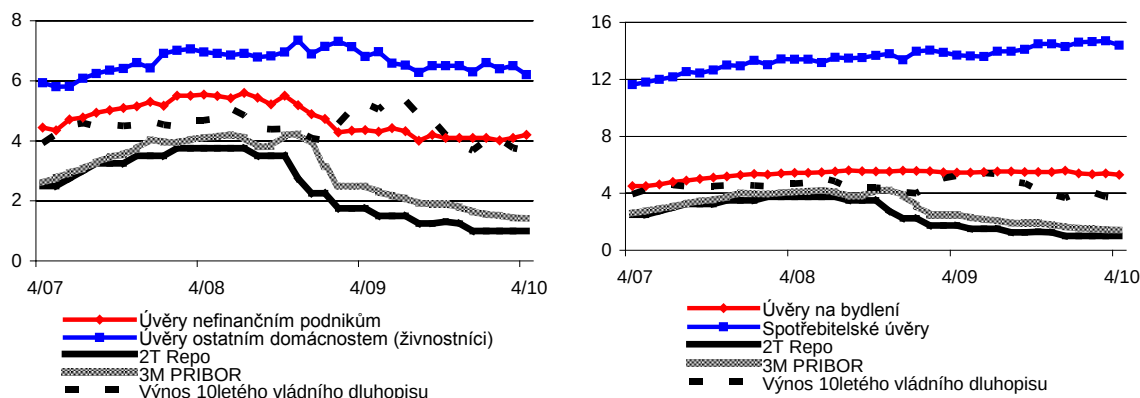
3. Klientské úrokové sazby

Úrokové sazby z nových úvěrů a vkladů domácností v dubnu 2010 stagnovaly či nepatrně klesaly a většinou odrážely minulý a aktuální vývoj úrokových sazeb finančního trhu. Průměrná sazba z vkladů nefinančních podniků rovněž stagnovala, zatímco sazba z nových

¹⁸ Údaje *Hypindexu* za květen 2010 však poprvé v tomto roce ukazují mírný meziroční růst objemu hypoték.

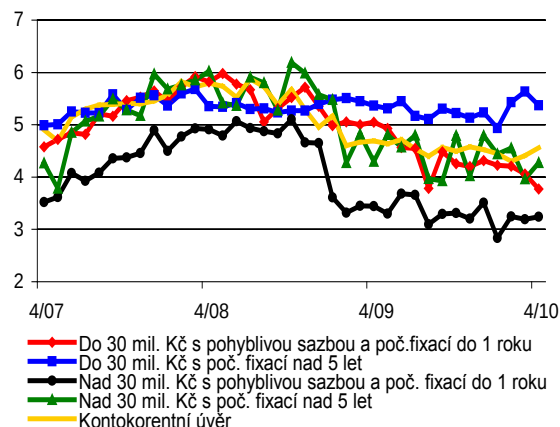
podnikových úvěrů lehce vzrostla. Úroková sazba 3M PRIBOR v dubnu zůstala na úrovni 1,4 % a výnos desetiletého vládního dluhopisu se snížil o 8 b.b. na 3,7 %. Klientské úrokové sazby se v současnosti pohybují na úrovních let 2006 až 2008 a jsou zejména u krátkodobých fixací vyšší než v eurozóně.¹⁹

Měnověpolitické, tržní a klientské úrokové sazby (nové obchody, v %)



Úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům se v dubnu v průměru zvýšila o 9 b.b. na 4,2 %. Rostla sazba z kontokorentních úvěrů, krátkodobé sazby z malých úvěrů pokračovaly ve snížení, z velkých úvěrů stagnovaly, dlouhodobé sazby poklesly u malých úvěrů a kolísaly okolo minulých hodnot u velkých úvěrů. Krátkodobé sazby se tak pohybují na nejnižších hodnotách od roku 2004, jsou však vyšší než v eurozóně. Úroková sazba z úvěrů živnostníkům se naopak snížila o 28 b.b. na 6,2 %.

Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům (nové obchody, v %)



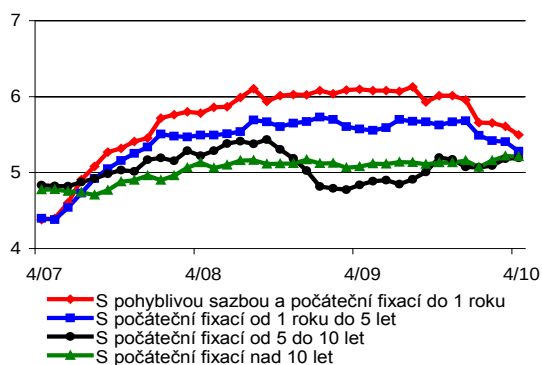
V dubnu pokračoval mírný pokles průměrné **úrokové sazby z úvěrů poskytnutých domácnostem na bydlení**, a to o 8 b.b. na 5,3 %. Klesaly sazby s kratšími fixacemi do jednoho roku a do pěti let, zatímco sazby s delšími fixacemi stagnovaly. Tento vývoj zaznamenáváme od závěru roku 2009 a projevuje se v něm snaha bank o další uvolnění úvěrových standardů úrokového charakteru a podle anekdotických evidencí i některých neúrokových podmínek, jako je např. vyšší poměr LTV. Další snížení úrokových sazeb z úvěrů na bydlení avizovaly některé banky v souvislosti s květnovým poklesem měnověpolitických sazeb.

Záporné spready mezi sazbami z úvěrů na bydlení s delšími fixacemi a sazbou s fixací do jednoho roku se vlivem uvedeného vývoje přiblížily k nulovým hodnotám. To se projevuje zvýšením podílu úvěrů s fixací sazby od jednoho roku do pěti let na téměř 50 % na úkor doposud dlouhodobě rostoucího podílu úvěrů s fixacemi sazeb nad deset let a podílů úvěrů

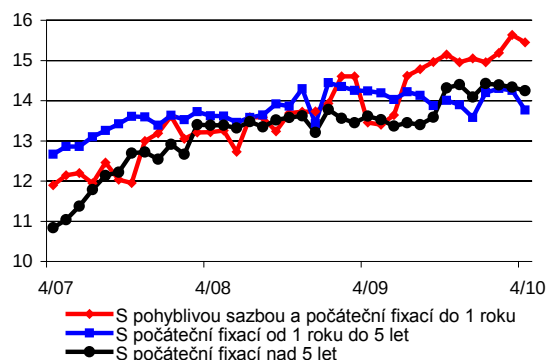
¹⁹ V eurozóně podle dubnového přehledu „Bank lending survey“, publikovaného v květnovém Bulletinu ECB, procento bank, které v 1.Q 2010 zpřísnily úvěrové podmínky, se nezměnilo u úvěrů nefinančním podnikům a u spotřebitelských úvěrů, zatímco u úvěrů na bydlení vzrostlo (což souviselo se změnami v řízení rizik bank a nikoliv s výhledem realitního trhu eurozóny). Dále je z přehledu patrné, že banky očekávají zvýšení poptávky nefinančních podniků a domácností po úvěrech ve 2.Q 2010.

s ostatními fixacemi (úvěry do 1 roku na 14 %, úvěry nad 10 let na 30 % a úvěry od 5 do 10 let na 6 %). Za **změnou struktury úvěrů na bydlení** stojí dle *Hypoindexu* zejména refixace a refinancování dříve poskytnutých hypoték. V eurozóně krátkodobé sazby z úvěrů na bydlení stagnovaly na historických minimech a dlouhodobé sazby dále klesaly, což je trend patrný od závěru roku 2009. **Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů** se v dubnu 2010 snížila o 31 b.b. na 14,4 %, k čemuž přispěly sazby s krátkodobou i dlouhodobou fixací. Tyto sazby však nadále dosahují historicky vysokých hodnot.

Úrokové sazby z úvěrů na bydlení (nové obchody, v %)



Úrokové sazby ze spotřebitelských úvěrů (nové obchody, v %)



Určité **riziko** ve směru růstu klientských úrokových sazeb představuje nárůst výnosu desetiletého vládního dluhopisu od poloviny dubna vlivem zvyšující se averze k riziku spojené s nejistotami ohledně problémů evropských zemí s veřejnými dluhy.

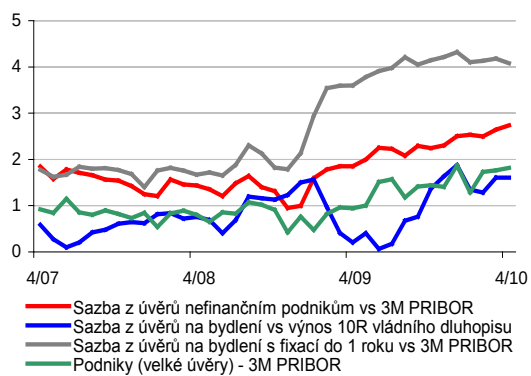
Úroková sazba z nových vkladů přetrvávala v dubnu 2010 u domácností na úrovni 1,1 % a u vkladů nefinančních podniků ve výši 0,6 %. U domácností stagnovala sazba z vkladů s výpovědní lhůtou do tří i nad tři měsíce, zatímco sazba z vkladů s dohodnutou splatností do dvou let poklesla. Úroková sazba z dlouhodobějších vkladů se splatností nad dva roky v dubnu nepatrně vzrostla.²⁰

Marže mezi úrokovými sazbami z nových úvěrů a vkladů se v dubnu 2010 vlivem poklesu sazby z úvěrů a stagnace sazby z vkladů snížila. Marže však zůstávají vysoké.

Rozpětí vybraných klientských a tržních úrokových sazeb stagnovala či nepatrně klesala s výjimkou rozpětí u úvěrů nefinančním podnikům. Ve srovnání s historickými hodnotami jsou rozpětí u většiny sazeb relativně vysoká. Rozpětí sazby z úvěrů na bydlení s fixací do jednoho roku a 3M PRIBORu se vlivem snahy bank o uvolňování úvěrových standardů začalo mírně snižovat. Rozpětí mezi celkovou sazbou z úvěrů na bydlení a desetiletým výnosem vládního dluhopisu přetrvávalo na úrovni předchozího měsíce.

Rozpětí klientských a tržních úrokových sazeb (v p.b.)

²⁰ Úroková sazba z dlouhodobějších vkladů se splatností nad dva roky po nárůstu na přelomu let 2008 a 2009 a stagnaci na vyšších hodnotách v roce 2009 začala na začátku roku 2010 klesat. To se projevovalo i v minulém vývoji dlouhodobých vkladů domácností zahrnutých v M2.



V. NAPLŇOVÁNÍ PROGNÓZY V MĚNOVÝCH PODMÍNKÁCH

Úrokové sazby klesly ve všech splatnostech v reakci na květnové snížení repo sazby. Průměrná výše sazby 3M PRIBOR za 2.Q 2010 se pohybuje mírně nad prognózou; její tržní výhled v nejbližším období je stabilní, v delším horizontu je rostoucí. Kurz koruny převážně oslaboval, v průměru za dosavadní průběh 2.Q 2010 je slabší o cca 1,4 % v porovnání s prognózou.

Srovnání nominálních úrokových sazeb a kurzu: prognóza a skutečnost

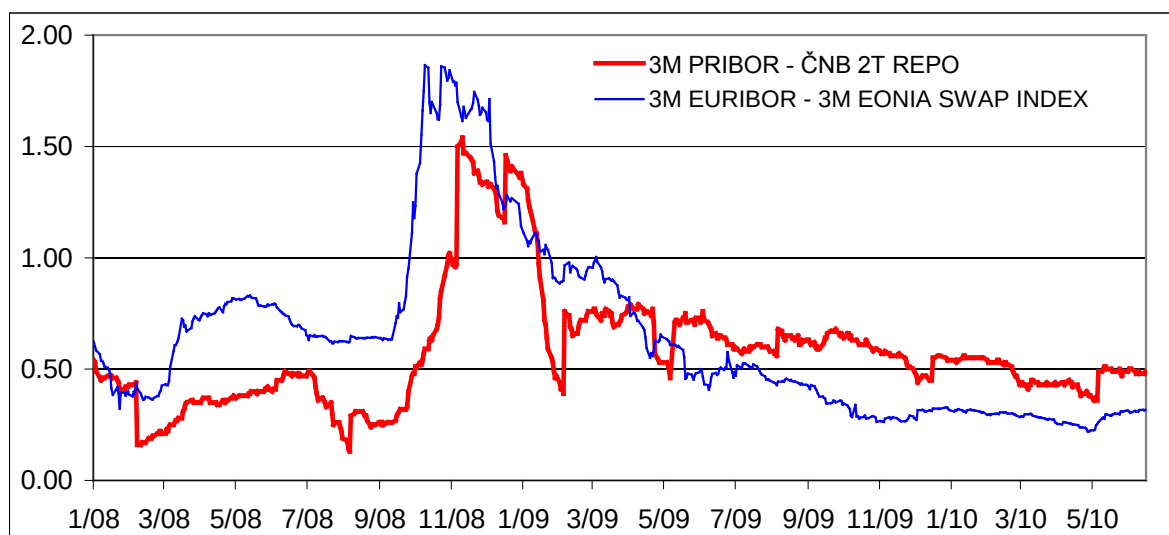
	2.Q 2010 – základní scénář	2.Q 2010 – skutečnost *	16.6. – skutečnost
3M PRIBOR	1.1	1.3	1.2
Kurz – CZK/EUR	25.20	25.56	25.75

* průměr za čtvrtletí do 16.6.2010

1 Domácí úrokové sazby

Úrokové sazby PRIBOR se po (trhem neočekávaném) květnovém snížení repo sazby snížily, ke snížení sazeb v rozsahu 0,25 p.b. však došlo pouze na nejkratším konci výnosové křivky (do 2T). Rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo sazba proto mírně vrostlo. Toto rozpětí aktuálně dosahuje 0,5 p.b., přičemž prognóza ze 3.SZ pro 2.Q 2010 předpokládá hodnotu 0,4 p.b. Derivátové sazby FRA a IRS se také mírně snížily; jejich vyšší volatilita souvisela s pohybem kurzu koruny. Tržní výhled 3M sazeb FRA je až do konce letošního roku stabilní, v celém horizontu se pohybuje mírně nad trajektorií konzistentní se základním scénářem stávající prognózy. Na trhu panuje shoda, že dna základních sazeb ČNB již bylo dosaženo a jejich další úprava bude směrem nahoru. Tento okamžik analytici postupně posouvají do vzdálenějšího horizontu.

Průměrná výše sazby **3M PRIBOR** za dosavadní průběh 2.Q 2010 (do 16.6.) činila 1,3 %, aktuální prognóza předpokládá hodnotu 1,1 %. Výnosová křivka peněžního trhu má pozitivní sklon, spread 1R PRIBOR – 3M PRIBOR aktuálně dosahuje 0,5 p.b.

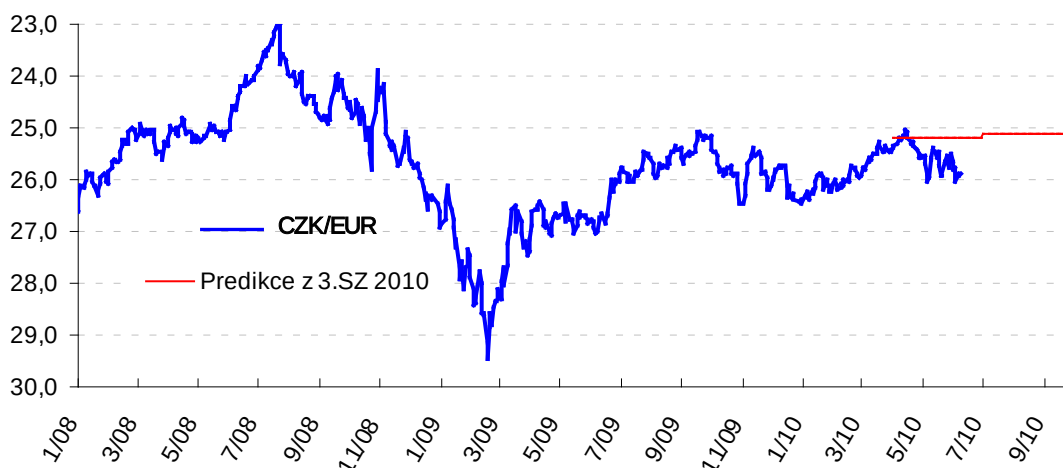


Klientské úrokové sazby se vyvíjely různorodě. Průměrná sazba z nově poskytnutých úvěrů se v dubnu snížila na 6,9 %, sazba z termínovaných vkladů stagnovala na 1,6 %. Klientské úrokové sazby z nových úvěrů v **reálném vyjádření** z pohledu ex post dosahují 5,7 %, z pohledu ex ante 4,7 %.

2 Devizový kurz

V průběhu druhého čtvrtletí 2010 jevil kurz koruny vůči euru tendenci k mírnému oslabování z hodnoty cca 25,4 na počátku čtvrtletí až k 26,0 CZK/EUR v první červnové dekádě. Zároveň byla patrná vyšší volatilita kurzu než v prvním čtvrtletí. Průměrná hodnota kurzu v dosavadním průběhu čtvrtletí činila zhruba 25,6 CZK/EUR, což představuje meziroční posílení koruny o cca 4,0 % a mezičtvrtletní posílení o cca 1,0 %. Oproti prognóze ze 3.SZ na 2. čtvrtletí 2010 (25,2 CZK/EUR) byl kurz koruny dosud v průměru slabší o cca 1,4 %. Na začátku druhé červnové dekády koruna posílila na 25,7.

Vývoj měnového kurzu CZK/EUR



Určujícím faktorem vývoje kurzu koruny vůči euru zůstává nadále zahraniční vývoj ovlivňující sentiment na finančních trzích. Ve druhém čtvrtletí převažovaly spíše zprávy zvyšující averzi finančních investorů vůči riziku zejména v Evropě. Nejistota ohledně fiskální stability se z Řecka postupně rozšiřovala i na další evropské země, zejména Španělsko, a na počátku června, díky nešťastným prohlášením nastupujících maďarských politiků, i na Maďarsko. Ze situace profitoval především japonský jen, americký dolar a čínské renmimbi. Vůči evropským měnám však posiloval i kanadský dolar a některé asijské měny. Oslabování některých evropských měn (CHF, SEK, NOK) vůči dolaru bylo nižší než v případě eura. Středoevropské měny naopak klesaly výrazněji než euro, přičemž investoři zohledňovali rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Koruna klesla nejméně a forint nejvíce. Vliv domácích faktorů, s výjimkou úrokových sazeb, nebyl nadále na vývoji kurzu koruny příliš patrný. Krátce před volbami došlo zhruba k 1% oslabení koruny, které však bylo eliminováno okamžitě po volbách.

Příloha: Měnová politika a cena ropy (komodit)

Jan Hošek, Luboš Komárek a Martin Motl¹

Tato příloha je věnována analýze obousměrného vztahu měnové politiky a cen ropy, resp. v širším smyslu cen komodit. Příloha sumarizuje tyto poznatky: (a) zdaleka největší část světových zásob ropy se stále nachází na Blízkém východě, (b) ceny většiny komodit se pohybují podobným směrem jako ceny ropy, (c) až v roce 2005 byl překonán rekord v úrovni reálné ceny ropy, jehož „držitelem“ byl tzv. první ropný šok (1973), (d) významná část ekonomů se domnívá, že dramatický růst cen komodit v poslední době není jen výsledkem reálných poptávkových tlaků po komoditách (včetně ropy), ale z velké části rovněž i politiky „levných peněz“ centrálních bank, (e) samotný růst/pokles cen ropy, resp. jeho sekundární dopady do inflace, by naopak měly, ceteris paribus, vést ke zvýšení/snížení sazeb centrální banky.

Příloha přináší tyto závěry: (i) nejvyšší procentní nárůst spotřeby ropy (od roku 1965) byl zaznamenán v regionu Asie-Pacifik (růst téměř o 700 %); spotřeba v Evropě naopak zaznamenala jen nepatrný růst, (ii) v Grangerově smyslu existuje statisticky významná kauzalita od cen průmyslových kovů směrem k cenám ropy (a nikoliv obráceně), zatímco u zemědělských komodit a cenných kovů můžeme naopak pozorovat kauzalitu od ceny ropy k cenám těchto komodit (a nikoliv obráceně), (iii) od konce 50. let většinou platí negativní závislost mezi vývojem kurzu USD a cenou ropy (slabší dolar – vyšší cena ropy), (iv) půlroční zpoždění ceny plynu za cenou ropy z hlediska dopadu do maloobchodních cen znamená, že celkový dopad energií se rozkládá do delšího období, je pozvolnější a v absolutní hodnotě má menší amplitudu, (v) efekt reálných úrokových sazeb na nabídku a poptávku po skladovatelných komoditách je ovlivňován třemi hlavními kanály – produkcí, zásobami a finančními spekulacemi, (vi) do prognostického procesu ČNB v období nepodmíněné prognózy v drtivé většině případů vstupovaly nižší výhledy ceny ropy, než byla následná skutečnost – potvrzení domněnky o zpěthledicích výhledech cen ropy, zejména z Concensus Forecast (CF), (vii) dopady jednorázového, ale i trvalého šoku do cen ropy (růst o 30 USD/b) nejsou pro světovou, ale ani českou ekonomiku fatální.

1. Úvod

Současná debata centrálních bank (CB) se stále více zaměřuje na roli cen aktiv v procesu měnověpolitického rozhodování a péče o finanční stabilitu. Permanentní pozornost většiny malých otevřených ekonomik však poutá nejen vývoj na finančních trzích (ceny akcií, obligací a měnových kurzů), cen nemovitostí, ale i vývoj cen komodit, zejména ropy (a z ní vyrobených ropných produktů). Příloha byla sepsána s ambicí přinést komplexní pohled na význam, který ropa hrála a hraje ve světovém ekonomickém systému. Text přílohy je strukturován následovně. Druhá kapitola ukazuje vývoj cen ropy a ropných produktů, jejich vztah k vývoji základních makroekonomických veličin a cen ostatních komodit (zejména plynu). Ve třetí kapitole je diskutován vztah měnové politiky (MP) a ceny ropy, včetně vývoje ropné produkce, prokázaných zásob a efektu finanční spekulace. Čtvrtá kapitola nejprve vymezuje optimalitu reakce CB na vývoj cen ropy, poté retrospektivně ukazuje, jaké ceny ropy vstupovaly do prognostického procesu ČNB a následně přináší výsledky simulovaného kladného dočasného a permanentního šoku do cen ropy ve výši 30 USD/b z úrovně hodnot z první květnové dekády 2010. Závěrečná kapitola patří shrnutí a doporučení.

2. Základní empirická fakta

2.1 Ropa a ropné produkty

Ropa je základní surovinou petrochemického průmyslu. Kromě využití jako palivo v dopravních prostředcích slouží též jako surovina pro výrobu plastů, hnojiv a pesticidů.

¹ Odbor vnějších ekonomických vztahů (414); autoři děkují M. Klímovi a D. Kocourkovi za simulace počátečních podmínek ropného šoku v modelu NIGEM, J. Tonnerovi za modelové odezvy ropných šoků v modelu g3. Za řadu podnětných připomínek děkujeme zejména T. Holubovi, P. Královi, T. Hlédikovi, J. Cimburkovi, F. Novotnému, R. Šnoblvi a řadě dalších kolegů z odboru 414 a SMS.

Zejména v chudších zemích se používá ropa také k výrobě elektřiny. Před vlastním zpracováním se ropa odsoluje, tzn. že se míchá s vodou, obsažené soli se ve vodě rozpustí a spolu s ní se oddělí. V rafinériích se poté ropa rozdestiluje na jednotlivé frakce, které se pak odsiřují a následně se samostatně zpracovávají na konečné produkty (viz Appendix 1). Jednotlivé druhy ropy se liší kvalitou, která závisí zejména na hustotě a obsahu síry. Dle hustoty se ropa člení na lehkou-*light*, středně těžkou-*intermediate* a těžkou-*heavy*. Rafinérie často také používají označení sladká-*sweet*, tzn. že obsahuje relativně málo síry, nebo kyselou-*sour* v případě, obsahuje-li více než 0,5 % síry a tudíž je náročnější na zpracování. Jako kvalitativní standardy jsou nejvíce sledovány následující druhy ropy: severoamerická WTI (*West Texas Intermediate*) obchodovaná na newyorské burze (New York Mercantile Exchange, NYMEX), směsná ropa *Brent*, zahrnující 15 druhů ropy z nalezišť v Severním moři a obchodovaná na Mezinárodní burze (ICE Futures Europe) v Londýně. Často kotovaná je i tzv. ropa Dubaj nebo Ural.

Ceny ropných produktů se odvíjejí primárně od ceny ropy a jejich trendy jsou tak těsně korelovány. Do značné míry jsou však ceny jednotlivých ropných produktů závislé i na okamžité poptávce (např. v závislosti na hospodářském cyklu²) a mají oproti ropě výraznější sezónní vývoj. V závislosti na změně struktury poptávky sice existuje do určité míry možnost úpravy technologie (a tedy změna poměru jednotlivých frakcí), to ale není krátkodobá záležitost. Podíl frakcí se liší dle použitého druhu ropy a technologie zpracování. Přibližnou výtěžnost jednotlivých produktů shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1: Výtěžnost produktů při zpracování ropy (v %)

frakce	podíl	produkt	použití
plyny	10%	metan, etan	vytápění, vaření
		propan, butan	chem. pr., pohonné hmoty, vytápění
lehké frakce	35%	lehký benzín	petrochemický průmysl
		těžký benzín	motorová paliva
střední destiláty	35%	petrolej	letecké palivo
		nafta	motorové palivo (diesel)
		LTO	vytápění domácností
reziduální těžké frakce	20%	mazut, topný olej	palivo v elektrárnách, na lodích
		asfalt	silnice, stavebnictví
		ropný koks	výroba oceli
		síra	chemický průmysl

Zdroj: Vlastní zpracování z údajů IEA.

Celkové prokázané světové zásoby ropy ke konci roku 2008 činily 1,26 bil. barelů (graf 1). Největší část světových zásob se nachází na Blízkém východě. Zatímco zásoby v Severní Americe postupně od konce 80. let vykazují klesající trend, v Africe, Evropě (včetně asijské části) a Střední a Jižní Americe postupně rostou, zejména díky objevování stále nových nalezišť.

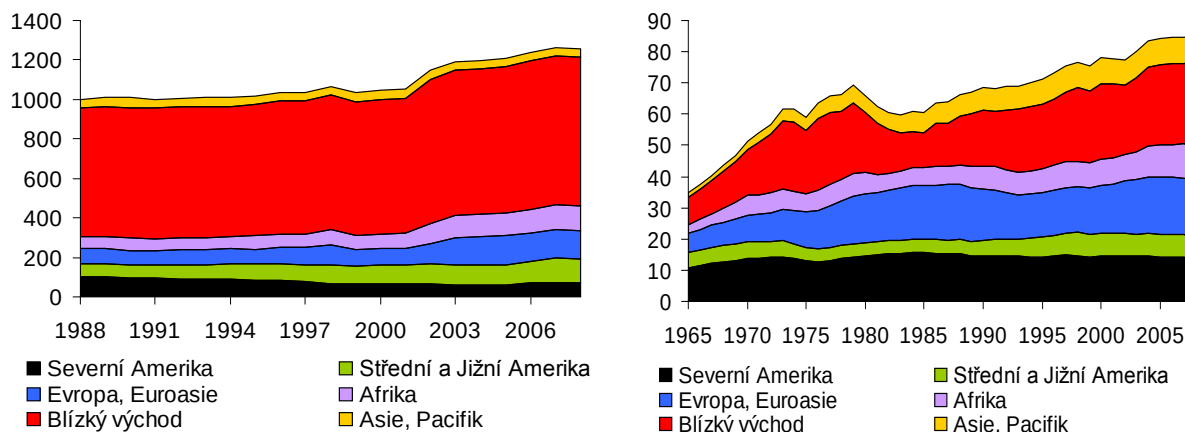
Objemu ropných rezerv v jednotlivých světových regionech odpovídají i údaje o vývoji světové produkce ropy uvedené v grafu 2. Nejvyšší podíl na celkové těžbě ropy 84,9 mil. b/den v roce 2008 měl region Blízkého východu (26,2 mil. b/den), následovaný Evropou (17,6 mil. b/den) a Severní Amerikou, kde se podíl produkce postupně snižuje, avšak stále představuje nezanedbatelnou část, tj. 13,1 mil. b/den. Produkce na Blízkém východě je ovládána zeměmi sdruženými v ropném kartelu OPEC (*Organisation of Petroleum Exporting Countries*). Mezivládní organizace OPEC koordinuje produkci (kvóty) členských zemí³ za

² Např. s růstem globální ekonomiky roste podíl nákladní dopravy a spotřeba nafty relativně ke spotřebě benzínu. Následně můžeme pozorovat relativní růst ceny nafty vůči ceně benzínu.

³ Alžírsko, Angola, Ekvádor, Irák, Írán, Katar, Kuvajt, Libye, Nigérie, Saudská Arábie, Spojené Arabské Emiráty, Venezuela, Indonésie ukončila členství v roce 2008, o vstupu naopak uvažují Bolívie, Súdán, Sýrie a Brazílie. Sídlo organizace je ve Vídni.

účelem dosažení žádané ceny na trhu. Členské země OPEC dnes kontrolují 75 % veškerých světových ropných zásob, v celosvětovém měřítku zajišťují jednu třetinu veškeré ropné produkce a celou polovinu z objemu vývozu ropy.

Graf 1: Prokázané světové zásoby ropy (v mld. b) **Graf 2: Světová produkce ropy (v mil. b/den)**

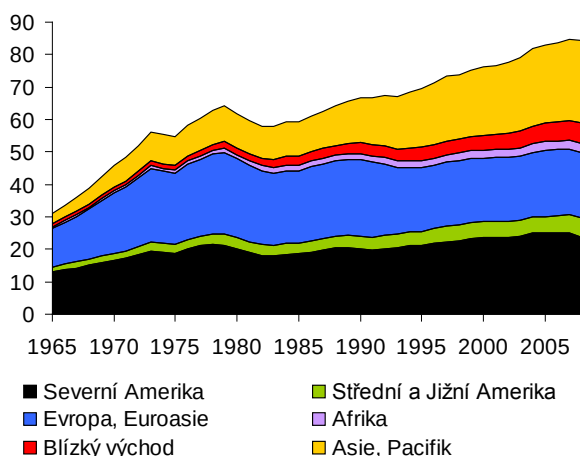


Poznámka: Údaje ke konci roku 2008.

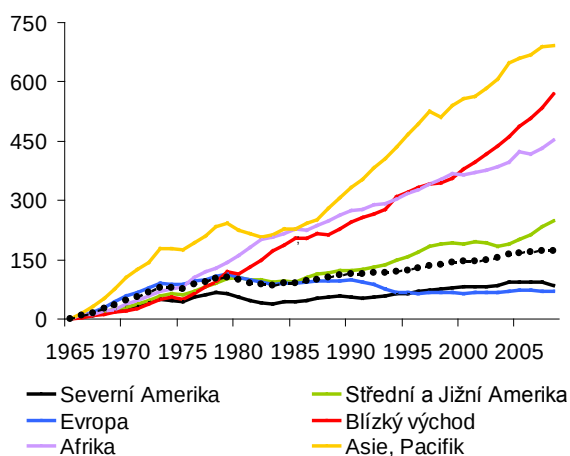
Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat British Petroleum Statistical Review a Bloomberg.

V rámci stále rostoucí celosvětové spotřeby ropy (84,5 mil. b/den ke konci roku 2008), dominuje jak úrovní, tak dynamikou asijsko-pacifická oblast s průměrnou spotřebou přibližně 26 mil. b/den (viz graf 3). Významný podíl má také Severní Amerika (23,7 mil. b/den) a Evropa (20 mil. b/den). Region Blízkého východu má zatím „zanedbatelnou“ spotřebu přibližně 6 mil. b/den.

Graf 3: Světová spotřeba ropy (v mil. b/d)



Graf 4: Dynamika růstu spotřeby ropy (v %)



Poznámka: Graf 3: Údaje ke konci roku 2008; Graf 4: v %, 1965=100, svět znázorněn tečkovanou čarou.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat British Petroleum Statistical Review a Bloomberg.

Graf 4 ukazuje nárůst spotřeby ropy v jednotlivých regionech oproti roku 1965. Nejvyšší růst (téměř o 700 %) vykazuje asijsko-pacifická oblast. Další významné nárůsty (ale s mnohem nižší úrovní) vykazují region Blízkého východu (o 570 %) a Afrika (o 450 %). V Severní Americe (83 %) a Evropě (70 %) se spotřeba za posledních 43 let zvýšila jen relativně málo. Vysvětlením je prudký ekonomický rozvoj původně málo rozvinutých a v současnosti konvergujících regionů, zatímco Evropa a Severní Amerika⁴ se po ropných šocích „poučily“

⁴ Bazický rok 1965 může zkreslovat výsledky, neboť oba tyto regiony byly na vrcholu hospodářského cyklu.

a začaly snižovat svoji energetickou náročnost. Svoji „zkreslující“ roli však sehrál i přesun velkého objemu produkce z vyspělých regionů do rozvíjejících se zemí, přičemž většina těchto výrob je energeticky značně náročná a zboží se nadále spotřebovává ve vyspělých zemích. Na základě výše uvedených čísel (platných ke konci roku 2008) a při čistě účetním pohledu můžeme odvodit, že při tempu růstu spotřeby (resp. celkové produkce) ropy a úrovni celosvětových zásob, by světové zásoby ropy měly vystačit přibližně na 40 let.⁵ V „realitě“ se však budou zásoby v důsledku nových technik dobývání a objevování nových nalezišť pravděpodobně postupně zvyšovat, zatímco na straně spotřeby se budou zapojovat stále více obnovitelné a alternativní zdroje energie. Velkou pozornost je třeba přikládat zejména lidnatému regionu Asie-Pacifik, kde se s růstem životní úrovně bude zvyšovat i spotřeba ropy a dalších surovin tempem, které je v současnosti těžké odhadnout.

Box 1: Přehled ropných krizí ve 2. polovině 20. století

Suezská krize (Sinajská válka) – červenec až listopad 1956. Egypt znárodnil The Suez Canal Company, která byla do té doby v rukou britských a francouzských investorů. Do následného válečného konfliktu se zapojil Izrael, Francie a Británie. Konflikt byl ukončen intervencí OSN za podpory USA a SSSR a posílil vliv Egypta a SSSR v oblasti.

Jomkipurská (ramadánová) válka – říjen 1973. Začala útokem Egypta a Sýrie na Izrael v oblasti Suezského průplavu a na Golanských výšinách. Později se připojily i Irák, Jordánsko, Kuwait a SAE. Ukončena byla diplomatickým zapojením USA na straně Izraele a SSSR na opačné straně.

Íránská islámská revoluce – podzim 1978. Na počátku byl boj široké opozice (vč. levicových a liberálních sil) proti režimu šáha Muhammada Rezy Pahlavího, výsledkem bylo svržení šáha a nastolení vlády islámských šiitských fundamentalistů.

Irácko-Íránská válka – září 1980 až srpen 1988. Začala invazí Iráku do Íránu z důvodů historicko-územních a náboženských. Roli pravděpodobně sehrála i bohatá ropná naleziště.

Invaze Iráku do Kuwajtu – srpen 1990. Vojenský konflikt (bývalých spojenců) o ropu. Ukončen vojenským zásahem mezinárodních sil.

Poslední tři výše uvedené krize vyústily v okamžitý a dramatický pokles dodávek ropy od globálně důležitých producentů ropy. Vojenské akce jomkipurské války sice dodávky ropy přímo neovlivnily, ale země OAPEC (*Organization of Arab Petroleum Exporting Countries*) pohrozily, že sníží těžbu o 5 %, dokud se Izrael úplně nestáhne z okupovaných arabských území, která obsadil v červnu 1967. Každá z uvedených krizí (kromě Suezské, pro kterou nejsou spolehlivá data) vedla ke snížení světové produkce ropy o 7–9 %, a to i přesto, že v letech 1990–91 byl výpadek produkce států OAPEC do značné míry kompenzován vyšší produkcí ostatních států. Následně došlo k výraznému růstu cen ropy. Vzhledem k existenci cenových regulací v 70. letech nebyly cenové šoky tak výrazné, ale zato byly rozloženy do delšího období. Za všemi uvedenými krizemi tedy stály primárně geopolitické konflikty, které vedly ke snížení nabídky ropy a následnému růstu její ceny. Z tohoto pohledu se ropný šok 2007–08 liší od předchozích tím, že mu nepředcházela výrazná nabídka (ale pouze neschopnost těžbu dostatečně rychle zvyšovat); roli zde sehrály zejména poptávkové a spekulativní faktory (Hamilton, 2009).

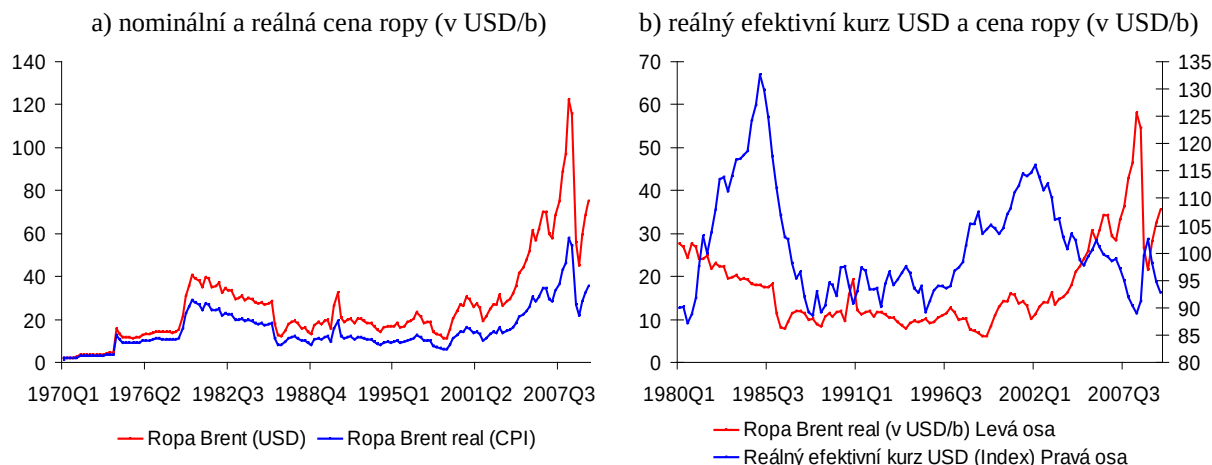
2.2 Ropa a základní makroekonomické veličiny

Dlouhodobý vývoj nominální a reálné ceny ropy deflované US-CPI⁶ přináší graf 5a. Reálná cena ropy z období tzv. prvního a druhého ropného šoku byla překonána až na počátku roku 2005. Graf 5b dále ukazuje převážný inverzní vztah mezi reálným efektivním kurzem USD a cenou ropy (v USD/b).

⁵ Dle našeho názoru je vše týkající se ropy (tj. ropných zásob, technologií, produkce a spotřeby) endogenní, a proto extrapolace vývoje zásob ropy bez zohlednění efektů druhého a vyšších řádů, je krajně nezodpovědná.

⁶ Výsledky pro US-PPI byly téměř totožné.

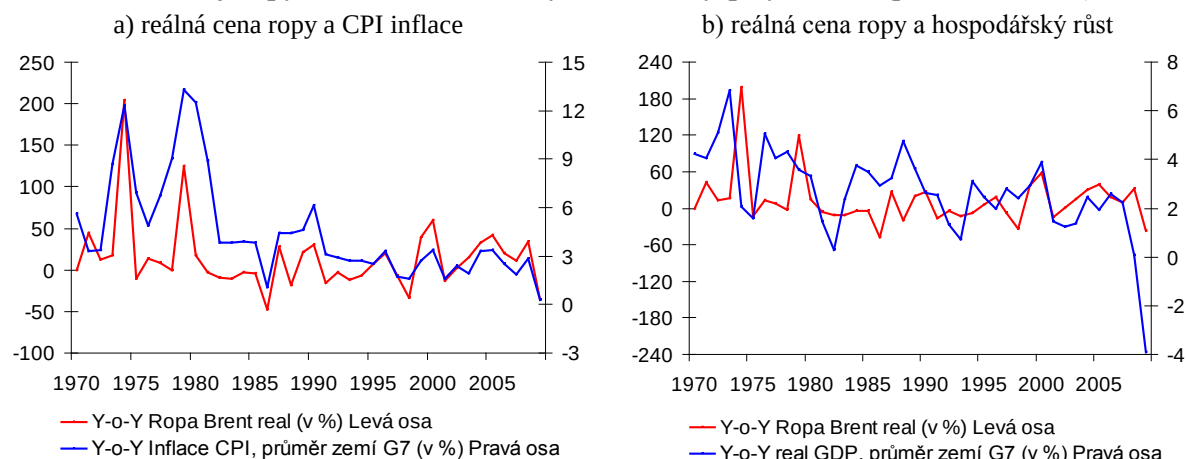
Graf 5: Nominální, reálné veličiny a cena ropy



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat Thomson Reuters.

Vzájemný vztah vývoje cen ropy a základních makroekonomických veličin popisuje graf 6. Cena ropy a CPI inflace ve vyspělých zemích (G7) ukazuje jednoznačnou závislost (graf 6a); obdobné výsledky byly získány i v případě PPI inflace. Známky inverzního vztahu po většinu sledovaného období mezi cenou ropy a hospodářským růstem ilustruje graf 6b.

Graf 6: Vztah ceny ropy a makroekonomických veličin vyspělých zemí (průměr zemí G7)



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat Thomson Reuters.

2.3 Ropa a plyn

V globálním měřítku rostla spotřeba ropy od roku 1985 tempem cca 1,6 % za rok a růst byl koncentrován zejména v asijských rozvíjejících se ekonomikách (viz výše). Spotřeba plynu ve stejném období rostla tempem cca 2,6 % za rok, a to rovnoměrně po celém světě. Lze předpokládat, že v budoucnosti se toto tempo nebude snižovat, neboť zásoby plynu by měly vydržet déle než zásoby ropy a ekologické požadavky favorizují spotřebu plynu nad ostatními fosilními palivy.

V EU pokrývá zemní plyn cca 25 % spotřeby primárních energií. Zhruba 60 % je dováženo, zejména z Norska, Ruska a Alžírska. V EU jsou největšími producenty Velká Británie a Nizozemsko. Evropský trh s plynem není transparentní, likvidní ani otevřený. Jen zhruba 10 % obchodů se uzavírá na burzách, zbytek na OTC (*Over the Counter*) trzích nebo ve formě bilaterálních kontraktů. Tyto kontrakty jsou dlouhodobé (15 – 25 let) a jsou indexovány k cenám ropy a ropných produktů. Uzavírají se mezi několika velkými evropskými importéry a velkými společnostmi v exportních zemích (Gazprom v Rusku, Sonatrach v Alžírsku nebo

Statoil v Norsku). Smlouvy obsahují i tzv. kompetitivní doložky, které zaručují, že cena se může odchýlit od ropných fundamentů v případě, že je na trhu přebytek suroviny.

Cena plynu je odvozována od ceny ropy, opačná vazba neexistuje. Zatímco cena ropy je určována na globálním trhu, trhy s plynem jsou segmentovány dle regionů a mezi jednotlivými trhy je jen slabá korelace. Na americkém trhu burzovní cena plynu odráží prakticky bez zpoždění cenu ropy WTI. V Evropě je vývoj méně předvídatelný. Při tvorbě ceny plynu zde hrají roli četné, často protichůdné mechanismy. Na straně poptávky to jsou ropa a substituty plynu.. Zvýšená poptávka po ropě zdražuje ropu a roste poptávka po plynu, což přispívá i k růstu ceny plynu. Tento mechanismus tak přispívá k větší korelaci cen ropy a plynu. Na straně nabídky jsou však obě suroviny (částečně) komplementy. Při vyšší těžbě ropy tak současně roste (v některých nalezištích) i produkce plynu, což může při nezměněné poptávce po plynu vést k poklesu jeho ceny. Prudce se rozvíjející technologie zkapalňování plynu (LNG) umožňuje snadnější lodní přepravu a do budoucnosti tak lze očekávat určitou konvergenci cen ropy a plynu i na straně nabídky a rovněž konvergenci cen plynu v globálním měřítku. Spotřeba plynu vykazuje nejen výrazný sezónní charakter, ale rovněž značnou závislost např. na počasí. Omezené rezervní kapacity vedou ke vzniku „špiček“ a to má za následek, že krátkodobé ceny plynu jsou velice volatilní.

Cena plynu⁷ na českém trhu je určována dlouhodobými kontrakty. Přesné parametry mechanismu⁸ cenové tvorby u těchto kontraktů nejsou veřejně dostupné. Velice dobře se nám však při vysvětlování vývoje ceny plynu v tuzemsku osvědčil jako vysvětlující proměnná klouzavý průměr ceny ropy (Uralské i Brent) za předchozích dvanáct měsíců. To je v souladu s pozorovaným v průměru zhruba půlročním zpožděním ceny plynu za cenou ropy na tuzemském trhu. Uvedenou závislost využíváme i v našem prognostickém mechanismu. Půlroční zpoždění ceny plynu za cenou ropy z hlediska dopadu do maloobchodních cen znamená, že celkový dopad energií se rozkládá do delšího období, je pozvolnější a v absolutní hodnotě má menší amplitudu.

Box 2: Plyn z nekonvenčních zdrojů

Ve světě (zejména v USA) začíná nabývat na významu těžba plynu z břidličnatých hornin. Jedná se o plyn obsažený v prasklinách horniny (též v pískovcových a uhelných horninách) ve velkých hloubkách pod zemí. Jeho podíl na americké produkci plynu dosahuje již 20 % a odhaduje se, že jeho zásoby by mohly vystačit na 100 let. USA se tak staly nezávislé na dovozu a těžba nekonvenčního plynu vedla k poklesu cen plynu ve světě. V Evropě by se ve větším množství mohl těžit tímto způsobem plyn ve Švédsku, Rakousku, Polsku, Německu, Francii, Maďarsku a dalších zemích. To by mohlo snížit závislost evropských zemí na dovozu z Ruska. Těžbu plynu z břidličnatých hornin umožnil pokrok v technologii vrtání, zejména možnost tzv. „horizontálních“ vrtů ve velké hloubce. Hornina se nejprve po navrtání rozpraská vysokým tlakem vody, vháněné do vrtů, následně uvolněný plyn se pak jímá do zásobníků. V Evropě je však těžba tímto způsobem v počátcích, chybí dostatek vrtných zařízení a očekávají se i legislativní problémy.

2.4 Ropa a ostatní komodity

Ceny většiny komodit se pohybují převážně stejným směrem jako ceny ropy. To potvrzuje i tabulka 2, která uvádí korelační koeficienty mezi průměrnými ročními cenami ropy a vybraných komodit od roku 1960. Je vidět, že největší korelaci s cenami ropy vykazují ceny

⁷ Zde máme na mysli velkoobchodní cenu plynu. Zdrojem dat je statistika IMF pro ceny ruského plynu na hranicích s Německem. Nová čísla jsou k dispozici většinou jen s čtvrtletní frekvencí. Maloobchodní ceny pro drobné spotřebitele jsou v ČR stále regulovány, vývoj velkoobchodních cen však do značné míry reflektují.

⁸ RWE uvádí, že při tvorbě ceny zemního plynu pro velkoobchodní zohledňuje vývoj ceny lehkého a těžkého topného oleje, černého (i energetického) uhlí (tedy ceny poměrně těsně spjaté s cenou ropy), dále pak úrokové sazby Pribor, Libor a kurz EUR/USD.

železné rudy a uhlí. Kromě cen rýže však všechny ostatní uvedené komodity mají vysoký korelační koeficient (tj. nad 0,8). Podíváme-li se však na vývoj jednotlivých korelačních koeficientů v čase (mezi ročními průměry pro pětileté rolované období – data a grafy možno zaslat na požádání), zjistíme, že jejich vývoj od roku 1960 byl značně volatilní a lišil se napříč jednotlivými komoditami. Od roku 2003, kdy začal nepřetržitý růst cen ropy, jsou však korelační koeficienty vysoké, což znamená, že postupný růst cen vykazovaly i trhy ostatních komodit. Nelze však tvrdit, že by ropa ovlivňovala vývoj ostatních komodit či naopak. U žádné ze sledovaných komodit není časová řada cenového vývoje stacionární, u uhlí a železné rudy dokonce ani po první diferenciaci. Analýza případné závislosti cenového vývoje jednotlivých komodit na vývoji ceny ropy (či naopak) tedy vyžaduje provedení kointegračních testů. Ty však (s výjimkou páru ropa-nikl) kointegraci (a tedy dlouhodobý vzájemný vztah) nepotvrzují. Lze se tedy domnívat, že (většinou) společné cenové pohyby ropy a sledovaných komodit jsou důsledkem společné závislosti na nějaké jiné veličině. V úvahu přichází např. americká měnová politika (viz níže) nebo globální hospodářský cyklus. Ty zvyšují nebo snižují poptávku (ať již reálnou, či spekulativní) po všech surovinách, což při více méně nedokonalé konkurenci na straně nabídky vede ke kolísání cen jednotlivých surovin. Vlivem rozdílné dynamiky a zpoždění cenového vývoje komodit za hospodářským cyklem pak můžeme pozorovat (byť zdánlivou) závislost mezi cenami jednotlivých komodit a cenou ropy. Tu v tabulce 2 vyjadřujeme pomocí tzv. Grangerovy kauzality⁹.

Tabulka 2: Vztah ceny ropy a makroekonomických veličin vyspělých zemí

komodita	korelace ceny komodity s cenou ropy	Grangerova kauzalita směrem	
		od ceny ropy k ceně komodity	od ceny komodity k ceně ropy
uhlí	0.904	0.001	0.001
hliník	0.803	0.836	0.095
měď	0.877	0.349	0.015
železná ruda	0.941	0.100	0.003
nikl	0.830	0.011	0.000
pšenice	0.858	0.031	0.232
rýže	0.669	0.046	0.214
kukuřice	0.802	0.044	0.258
zlato	0.886	0.001	0.644
stříbro	0.819	0.010	0.294

Poznámka: Šedou barvou zvýrazněny výsledky Grangerova testu kauzality statisticky významné na 5% hladině.
Zdroj: Vlastní výpočty na základě dat z Thomson Reuters.

Je vidět, že v Grangerově smyslu existuje statisticky významná obousměrná kauzální souvislost mezi cenou ropy a cenami uhlí, resp. niklu. Významná je rovněž kauzalita od cen ostatních průmyslových kovů směrem k cenám ropy (a nikoliv obráceně), zatímco u zemědělských komodit a cenných kovů můžeme naopak pozorovat kauzalitu od ceny ropy k cenám těchto komodit (a nikoliv obráceně). Pro přesnější popis dynamiky by bylo nutné specifikovat složitější model, přesto se můžeme na základě našich výsledků domnívat, že hospodářské oživení se nejprve projevuje na růstu cen průmyslových kovů, poté rostou ceny energií a jako poslední se hospodářský růst promítá do cen zemědělských komodit a drahých kovů (což již může být výsledkem inflace nebo zvýšených inflačních očekávání).

⁹ Grangerova kauzalita nemusí znamenat, že mezi dvěma veličinami (v našem případě cenou ropy a cenou vybrané komodity) existuje skutečná kauzální závislost. Je to statistický koncept, který se ptá, zda minulé hodnoty veličiny X statisticky významně přispívají k vysvětlení vývoje veličiny Y, i když k vysvětlení použijeme rovněž minulé hodnoty veličiny Y. Pokud ano, říkáme, že veličina X způsobuje veličinu Y v Grangerově smyslu. Tabulka 2 udává pravděpodobnost tzv. nulové hypotézy, tedy že veličina X nezpůsobuje veličinu Y. Čím je pravděpodobnost menší, tím je statisticky významnější kauzalita od veličiny X k veličině Y v Grangerově smyslu.

2.5 Ropa a vývoj kurzu USD

Mezi kurzem dolaru a cenami ropy tradičně existuje záporná korelace, i když se vzájemný vztah těchto dvou veličin v minulosti značně měnil (viz graf 7). Breitenfellner a Cuaresma (2008) dělí historii od roku 1950 do současnosti na zhruba čtyři období dle volatility obou veličin a jejich vzájemné korelace. Zároveň tato období odpovídají různým režimům na ropném a měnovém trhu.

První období (1950 – 1970) je charakteristické nízkou volatilitou cen ropy a silnou negativní korelací (-0,62). Funguje zde bretonwoodský systém pevných měnových kurzů a dalšími charakteristikami jsou nízká inflace, nízké úrokové sazby a vysoký hospodářský růst. Ceny ropy byly pod kontrolou sedmi velkých mezinárodních společností kontrolujících těžbu, zpracování ropy i distribuci ropných produktů.

Od roku 1971 do roku 1984 následuje období vysoké volatility a záporná korelace není příliš výrazná (-0,18)¹⁰. V srpnu 1971 oznámil prezident Nixon zrušení směnitelnosti dolaru za zlato v důsledku zhoršování platební bilance USA. To odstartovalo prudkou depreciaci dolaru jak vůči zlatu, tak vůči ostatním světovým měnám. Země OPEC, kterým se snížila kupní síla, zareagovaly na depreciaci dolaru se zpožděním. Až v souvislosti s jomkipurskou válkou (říjen 1973) snížily produkci ropy a uvalily embargo na vývoz ropy do západních zemí. Cena ropy se během jednoho roku zvýšila čtyřnásobně, zatímco dolar pokračoval v oslabování. Další ropná krize vypukla na podzim roku 1978 v souvislosti s íránskou revolucí, která vedla k dočasnému omezení tamější produkce ropy. Následný růst cen ropy byl ještě umocněn postupnou deregulací cen ropy administrativou prezidenta Cartera. Cena ropy opět během jednoho roku vzrostla téměř čtyřnásobně. V závěru druhého období (1981 – 1984) došlo k opětovnému prudkému zpevnění dolaru v důsledku restriktivní měnové politiky Fedu (Paul Volker) a cena ropy mírně klesala, přestože nabídka ropy rovněž klesala v souvislosti s probíhajícím irácko-íránským konfliktem. Silnější roli patrně sehrál posilující dolar a ekonomická recese v USA.

Ve třetím období (1985 – 1998) došlo ke snížení volatility jak kurzu dolaru, tak ceny ropy. Přestává platit záporná korelace (+0,44). OPEC ztrácí svou cenotvornou sílu, když Saudská Arábie v srpnu 1985 téměř zdvojnásobila svou produkci. Následoval propad cen ropy a země OPEC nebyly schopny po celé období podniknout efektivní akci ke zvýšení cen ropy. V září 1985 je v USA podepsán tzv. Plaza Accord za účelem oslabení kurzu dolaru. To mělo zredukovat deficit běžného účtu a vyvést zemi z recese. V následujících dvou letech se centrálním bankám podařilo koordinovanými intervencemi dolar oslabit o 50 %. Cena ropy dočasně vzrostla v srpnu 1990 následkem invaze iráckých vojsk do Kuvajtu, ale poté vytrvale klesala, což je dáváno do souvislosti s transformační recesí v zemích bývalého Sovětského Svazu a Střední Evropy. Nejnížší hodnoty zaznamenala cena ropy v důsledku Asijské krize (1997 – 1998).

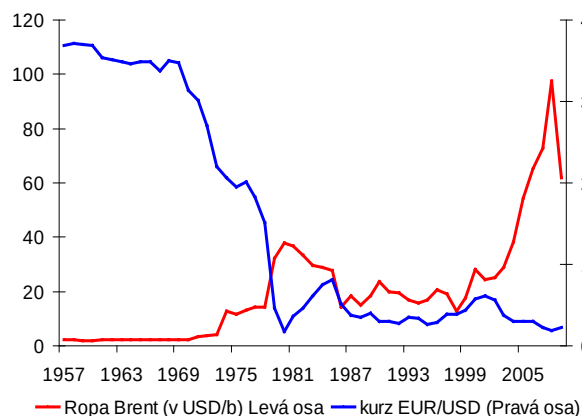
Poslední období (od roku 1999) je charakteristické vysokou volatilitou a obnovením silné záporné korelace (-0,80). Producenti ropy kvůli nízkým investicím z předchozího období nebyli schopni dostatečně držet krok s rostoucí spotřebou ropy v důsledku rychlého růstu poptávky v rozvíjejících se (asijských) ekonomikách. Rezervní těžební kapacity poklesly a cena ropy začala dramaticky růst. Vzhledem k tomu, že v zemích mimo OPEC již byla těžba za vrcholem, vzrostla cenotvorná síla ropného kartelu. Jak fundamentální faktory a geopolitická rizika, tak přebytek likvidity v důsledku uvolněné měnové politiky vedly k přílivu spekulativních peněz na trh s ropou, což zesilovalo růst cen ropy a vedlo ke vzniku spekulativní bubliny. Ta sice v srpnu 2007 praskla a cena ropy dočasně zkolabovala, ale díky obnovené tržní síle kartelu OPEC se cena velice rychle vrátila na úroveň, kterou OPEC

¹⁰ Rozdílný údaj korelace (-0,97) z našich propočtů za dané období, může být způsoben použitím odlišných metod ve výpočtu kurzu EUR/USD před rokem 1999.

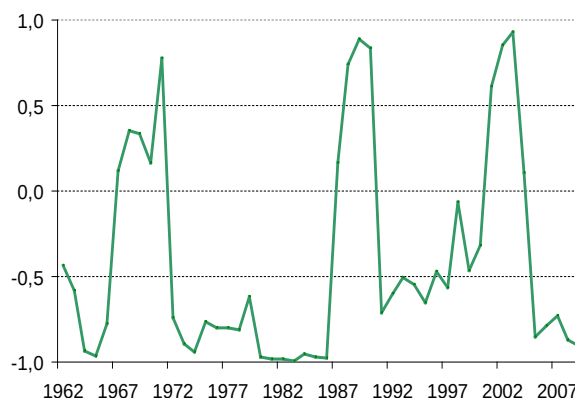
považuje za příznivou jak pro producenty ropy (z hlediska efektivnosti investic), tak pro spotřebitele.

Graf 7: Empirický vztah vývoje kurzu EUR/USD a ceny ropy

a) Vývoj kurzu EUR/USD a ceny ropy



b) Klouzavý korelační koeficient kurzu EUR/USD a ceny ropy (perioda = 5 let)



Poznámka: Před rokem 1999 tzv. syntetické euro, před rokem 1979 přepočten z DEM/USD.

Zdroj: Zpracováno na základě dat z Thomson Reuters a IMF-IFS.

Negativní korelace mezi kurzem USD a cenou ropy po většinu výše popsaného časového úseku není náhodná a je přisuzována pěti možným kanálům (viz Breitenfellner a Cuaresmo, 2008): (i) Na nabídkové straně je to kupní síla příjmů z exportu ropy – vývozci ropy mají snahu stabilizovat kupní sílu svých (dolarových) příjmů z exportu ropy v situaci, kdy jejich dovozy jsou placeny převážně v eurech. Předpokladem fungování tohoto kanálu je, že země vyvážející ropu mají alespoň částečně sílu ovlivnit změnou nabídky cenu ropy. Ve skutečnosti síla ropného kartelu OPEC v minulosti značně kolísala, ale s rostoucí poptávkou Číny a dalších rozvíjejících se zemí a vyvrcholením těžby ve většině zemí mimo kartel se v poslední době význam kartelu OPEC značně zvýšil. (ii) Na poptávkové straně jsou to lokální ceny v nedolarových oblastech – oslabení dolaru zlevňuje ropu v zemích, jejichž měna vůči dolaru posílila, a zvyšuje tak poptávku po ropě a tedy i její dolarovou cenu. (iii) Investice na trzích spojených s ropou – oslabování dolaru snižuje pro zahraniční investory výnosnost finančních aktiv denominovaných v USD, a zvyšuje tak atraktivnost ropy a ostatních komodit, jako alternativní investice pro zahraniční investory. Investice do komodit rovněž slouží jako zajištění amerických investorů proti domácí inflaci, jejíž riziko se s oslabováním dolaru zvyšuje. (iv) Měnověpolitický a kurzový režim – oslabování dolaru implikuje uvolnění měnověpolitických podmínek v zemích, které mají svůj měnový kurz navázaný na USD (včetně exportérů ropy a Číny). Zde pak roste poptávka včetně poptávky po ropných produktech¹¹. V tomto případě však může jít o zdánlivý vztah, kdy jak kurz USD/EUR tak cena ropy jsou ve skutečnosti ovlivněny společně třetí veličinou, kterou je při platnosti nekryté úrokové parity reálná úroková míra. (v) Efektivnost měnových trhů – měnové trhy jsou zřejmě efektivnější než trh s ropou a proto předvídají vývoj reálné ekonomiky, který následně ovlivňuje poptávku a nabídku ropy.

Uvedené kanály předpokládají kauzalitu ve směru od kurzu dolaru k ceně ropy. Proti tomu stojí množství studií, které připouštějí i opačnou kauzalitu, tedy od ceny ropy ke kurzu dolaru

¹¹ Pevné navázání měn ropných exportérů na americký dolar je kritizováno z hlediska světových obchodních nerovnováh (přebytky běžných účtů exportérů ropy se do značné míry kryjí s deficitem běžného účtu USA). Není však jisté, že vyšší spotřeba v zemích exportujících ropu by vedla ke snížení deficitu USA, neboť tyto země dovážejí především z Evropy a Asie. Větší dovoz by tak mohl naopak ještě zvýšit spotřebu ropy v Evropě, kde díky zhodnocení eura v minulosti nebyl růst ceny ropy tak dramatický. Další dolarový růst ceny ropy by pak vedl k dalšímu zhoršení deficitu běžného účtu USA.

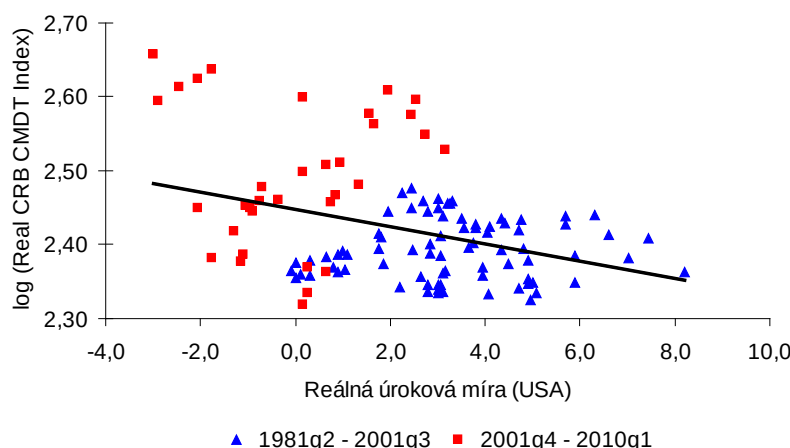
a zejména ke kurzu tzv. komoditních měn, tedy měn zemí, které jsou významným vývozcem nějaké komodity. Breitenfellner a Cuaresma (2008) v empirické části své studie konstatují nejasnou kauzalitu, ale i poměrně silný závěr, že zahrnutí kurzu EUR/USD mezi modelové vysvětlující proměnné zlepšuje schopnost modelu předpovídat budoucí ceny ropy.

3. Vztah měnové politiky a cen ropy (komodit)

Zvyšující se tempo růstu cen ropy a ostatních komodit, které můžeme pozorovat od roku 2003, vede různé subjekty k hledání odpovědi na otázku, jaké faktory tento růst způsobují. Mezi hlavní důvody bývá obvykle označován přetrvávající ekonomický „boom“ v Asii, rostoucí poptávka rozvíjejících se ekonomik, politická nestabilita (Venezuela, nepokoje na Blízkém východě), postupně se vyčerpávající zásoby ropy (komodit) a rostoucí náklady na jejich dobývání apod. V rozporu s touto hypotézou je vývoj posledních tří let, kdy od konce roku 2007 začala světová ekonomika zpomalovat do recese. Tento vývoj následně umocnil pád banky Lehman Brothers 15. září 2008. Mezitím však cena ropy od konce roku 2007 prudce vzrostla téměř o 100 %. Růst cen byl dále zaznamenán prakticky u všech minerálních a zemědělských komodit. K silné korekci cen ropy a ostatních komodit došlo na konci roku 2008. Od roku 2009 ceny komodit opět prudce rostou. Otázkou je, co způsobuje tento rozdílný vývoj, kdy ceny komodit prudce rostou, zatímco se ekonomika stáčí do recese? Jsou nabídkové a poptávkové faktory vázané na ekonomický růst dostatečným zdůvodněním prudkého růstu cen komodit? Pokud světový ekonomický růst od roku 2002 nevysvětluje prudký nárůst cen komodit, pak kde tedy hledat příčiny?

Určitá skupina ekonomů¹² se domnívá, že dramatický růst cen komodit v poslední době v takovém rozsahu nemohl být způsoben působením pouze nabídky a poptávky po komoditách včetně ropy (jak předpokládá tradiční hypotéza), ale z velké části „levnými penězi“. Možné vysvětlení lze tedy nalézt ve způsobu provádění měnové politiky, resp. výši reálných úrokových sazeb, které jsou velmi důležitým faktorem tvorby reálných cen komodit.

Graf 8: Reálné ceny komodit v období vysokých a nízkých reálných úrokových sazeb



Zdroj: Zpracováno na základě dat z Bloomberg.

Graf 8 popisuje vztah reálných úrokových sazeb v USA (deflovány CPI) a vývoj cenového komoditního indexu (*Commodity Research Bureau Index*¹³) v reálném vyjádření, kdy v období relativně vyšších úrokových sazeb – přísnější měnové politiky Fedu (znázorněno

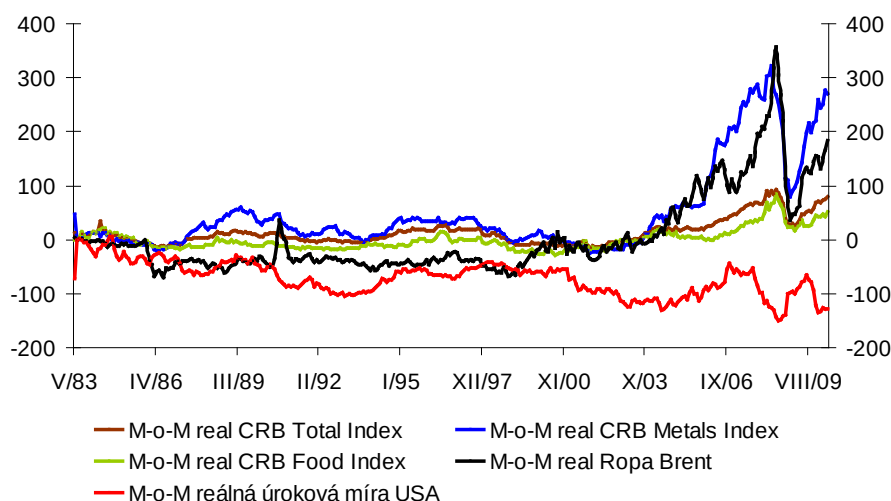
¹² Viz např. Frankel 2006.

¹³ CRB Index popisuje celkový směr vývoje cen komodit. Index sleduje pohyby cen 19-ti hlavních komodit, přičemž nejvyšší váhu má ropa (23 %), měď, kukuřice, zlato, živý skot, sója, zemní plyn (6 %), kakao, káva, bavlna, topný olej, bezolovnatý benzín, cukr (5 %), nikl, pomerančový džus, stříbro, pšenice a vepř. maso (1 %).

modře) – se ceny komodit pohybovaly na nízkých hodnotách a naopak. To by znamenalo, že úrokové sazby mají větší vliv na ceny ropy a ostatních komodit, než se dosud všeobecně přepokládalo.

Příčinou současných vysokých cen komodit tedy může být dlouhodobě uvolněná měnová politika Fedu, která započala rokem 2001¹⁴. Od října 2007 následovala druhá vlna agresivního snižování sazeb, kdy Fed snížil základní úrokovou sazbu z 4,75 % během pouhých 14 měsíců na 0,25 % ke konci roku 2008. Na jednu stranu bylo toto jednání logickým vyústěním situace, před kterou byla americká ekonomika postavena (tj. technologická bublina a teroristické útoky 2001, pokles ekonomiky, atd.), na druhou stranu dlouhodobě uvolněná měnová politika pravděpodobně vedla k celkovému růstu cen aktiv, z nichž komodity tvoří jednu část. Graf 9 znázorňuje dynamický vývoj změn reálných cen komoditních indexů (tj. index cen kovů, zemědělských komodit, a index celkového komoditního koše), reálných cen ropy Brent a reálných úrokových sazeb USA. V období rostoucích sazeb (tj. v 80. a 90. letech) ceny komodit nedosahovaly takových přírůstků jako po roce 2000, kdy úrokové sazby prudce klesaly. Rozdílný vývoj v obou obdobích je viditelný zejména v případě zemědělských komodit (neskladovatelných – podléhajících zkáze) a minerálních (skladovatelných) komodit, tj. ropy a průmyslových kovů.

Graf 9: Dynamika vývoje reálných úrokových sazeb a cen komodit (% změna oproti průměru)



Zdroj: Zpracováno na základě dat z Bloomberg.

Efekt reálných úrokových sazeb na nabídku/poptávku po skladovatelných komoditách může být v zásadě přenášen: (i) produkcí, (ii) zásobami a (iii) prostřednictvím finančních spekulací.

3.1 Produkce

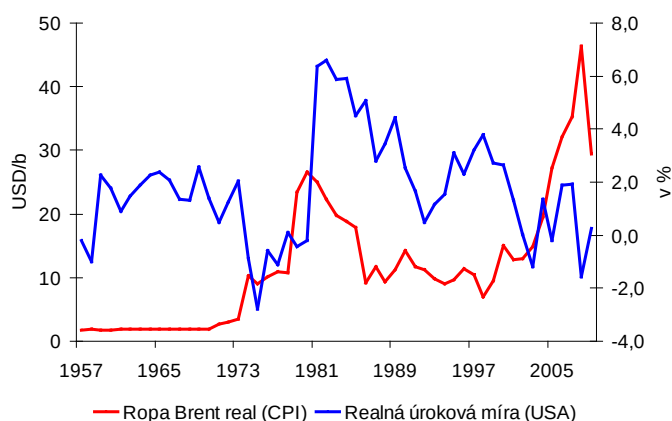
Producenti při nízkých úrokových sazbách namísto těžby ropy a ukládání surovin do zásobníků drží ropy v zemi. V tom případě je prakticky nemožné, aby došlo u skladovatelných komodit (ropa, zemní plyn, kovy) k převisu nabídky nad poptávkou. Následně dochází k růstu cen, kdy nové dodávky ropy nejsou uskutečněny dostatečně rychle, aby udržely krok s růstem poptávky ve světě. To by znamenalo, že některé zjevné stagnace v oblasti dodávek ropy v důsledku nízkých kapacit jsou pouhou iluzí, kdy producenti ropy jsou schopni držet krok s rostoucí poptávkou, ale nízké úrokové sazby je přimějí držet více nevytěžené ropy v zemi a tím vytváří dojem stagnující nabídky ropy¹⁵.

¹⁴ Základní úroková sazba byla postupně snižována od 3. ledna 2001 z 6,50 % na 1,00 % k 25. červnu 2003.

¹⁵ To platí také pro ostatní skladovatelné komodity nepodléhající zkáze, tj. rozhodování kolik mědi vytěžit, jak velkou část lesa pokácet apod.

Box 3: Empirický vztah reálných cen ropy a reálné úrokové míry (Hotellingův model)

Vlastníci zásob ropy se rozhodují, zda ropu netěžit (ponechají ji v zemi) nebo těžit a prodávat. Pokud cena ropy roste tak rychle, že ropa v zemi zaručuje vyšší výnosy než peníze získané z jejího prodeje, vlastníci raději nechají ropu v zemi – odloží produkci při snaze realizovat vyšší ceny v budoucnosti. To snižuje aktuální nabídku a zvyšuje aktuální ceny a zároveň zvyšuje budoucí nabídku a snižuje budoucí ceny. Ve světě jistých vlastnických práv a dokonalých informací tato situace pokračuje, dokud odhadovaná cena ropy očištěná o náklady těžby neroste stejně rychle jako tržní úroková sazba. Pokud dojde



k poklesu úrokových sazeb, vzniká za ostatních neměnných okolností podnět zpomalit aktuální těžbu ropy a realizovat vyšší ceny. V tomto smyslu by měla vzniknout negativní korelace mezi úrokovými sazbami a cenami ropy. Pokud dáme dohromady rychlý růst poptávky po ropě v posledních letech a nízké reálné sazby, tak je prudký růst cen ropy logickým výsledkem Hotellingova modelu.

Poznámka: Hotellingův vztah předpokládá negativní korelaci úrokových sazeb (pravá osa) a reálných cen ropy.
Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat Thomson Reuters.

3.2 Zásoby

Nízké reálné úrokové sazby vedou k očekávání o budoucích rostoucích cenách ropy. To dává podnět zpracovatelům (firmám) ke zvýšení ropných zásob, protože skladovaná ropa může být prodána později za vyšší cenu. Motivace firem k přepravě zásob do distribuční sítě se tak snižuje, zatímco poptávka po skladovatelných komoditách roste. Zásoby ropy jsou tak drženy v zásobnících a rozhodnutí kolik ropy prodat je předmětem zvažování výše úrokových sazeb oproti očekávanému budoucímu růstu cen. Pokud je míra návratnosti finančních aktiv mimořádně nízká, je tedy lepší držet ropu v zásobnících, než prodat dnes a výnos z prodeje následně investovat.

3.3 Finanční spekulace

Nízké úrokové sazby motivují spekulanty k přesunu investičního zájmu (kapitálu) od krátkodobých úročených finančních instrumentů (např. pokladniční poukázky) směrem k uzavírání komoditních kontraktů, které přinášejí možný vyšší výnos. Klíčovou částí růstu cen komodit jsou tedy v rámci efektu finanční spekulace racionálně uvažující investoři, spekulanti (tj. krátkodobí investoři) a hedgeové fondy, hledající výnos v nízko-úročeném prostředí.

Všechny tyto tři zmíněné mechanismy mohou tedy přispívat k růstu reálných cen komodit. Teoretický model lze pak sumarizovat následovně: expanzivní měnová politika dočasně snižuje reálné úrokové sazby (ať již prostřednictvím poklesu nominálních sazeb, či zvýšením inflačních očekávání), to stimuluje růst cen komodit v reálném vyjádření. Ceny komodit následně mohou růst do té doby, dokud jejich úroveň nedosáhne stavu, kdy jsou všeobecně považovány za „nadhodnocené“. Za takové situace začínají převažovat očekávání o budoucím snížení ceny (a dalších nákladů, tj. skladovacích, transakčních, rizikové prémie apod.), které jsou dostačující k vyrovnání nízkých úrokových sazeb (a dalších výhod vyplývajících z držení

zásob - tzv. *convenience yield*¹⁶). Pokud si představíme logiku vycházející např. za teorií tzv. *exchange rate overshooting* (viz Dornbusch 1976) a měnový kurz nahradíme cenou komodit, pak v dlouhém období, kdy se cenová hladina přizpůsobuje změně nabídky peněz, by se reálná úroková míra a reálná cena komodit měla vrátit zpět na výchozí úroveň.

Kromě vztahu reálné úrokové míry a světových reálných cen komodit je nutné ještě upozornit na vztah úrokových sazeb jednotlivých zemí a cen komodit vyjádřený v ostatních měnách. V zemi, která uvolňuje měnovou politiku v porovnání s USA, bude docházet k depreciaci měny vůči USD a tudíž ke zvyšování cen komodit vyjádřených v této měně. Pro země s komoditními trhy dokonale integrovanými na světové trhy přichází efekt zvýšení (snížení) cen pouze přes kanál měnového kurzu. Ale trhy minerálních komodit a zejména zemědělských komodit v praxi většinou nejsou dokonale centralizované, tzn. většina efektů není podmíněna „místní“ měnovou politikou a měnovým kurzem, ale spíše faktorem zásob popř. dalšími kanály. Výše úrokových sazeb a kurz USD vůči ostatním měnám mohl ovlivnit růst cen ropy a ostatních komodit, avšak pravděpodobně ne příliš výrazně. Tedy argument, že vlivem poklesu úrokových sazeb v USA v porovnání se zahraničím docházelo k depreciaci USD, což mělo vliv na růst cen komodit (které se běžně oceňují v USD), je zřejmě zavádějící. To potvrzuje i skutečnost, že ceny komodit vzrostly i v ostatních měnách a ne pouze v USD.

4. Ceny ropy (komodit) v prognostickém procesu ČNB

4.1 Jak by měla centrální banka reagovat na ropný šok?

Napříč ekonomickou literaturou existuje jednoznačná shoda, že centrální banka by měla vývoj na trzích aktiv (tj. i ropy a ostatních komodit) bedlivě monitorovat a analyzovat.¹⁷ V případě cen ropy (oproti např. cenám akcií nebo nemovitostí) je však tato debata více méně omezena na její dopad do CPI, zejména na to, do jaké míry tyto nabídkové šoky výjimkovat. Zkušenost z posledních let vede spíše k tomu, že výjimkování resp. cílování jadrové inflace může být chybou, protože růst cen komodit je součástí protisměrně jdoucích pohybů relativních cen a navíc je odrazem nastavení měnové politiky (nejde o klasický výjimkovatelný exogenní šok).

Samotný růst cen ropy, resp. jeho sekundární dopady do inflace, by měly, *ceteris paribus*, vést ke zvýšení sazeb centrální banky. Jde o negativní nabídkový šok. Pokud by zůstala poptávka zachována, musela by alespoň dočasně vzrůst inflace. Zde existují dva zásadní problémy. Prvním problémem je to, že obvykle nevíme, zda půjde o permanentní či tranzitorní šok. Tranzitorní šoky (zejména ty vyvolané světovou poptávkou) mohou vyvolat růst cen vstupů, ale jejich ovlivnění spotřebitelských cen je nižší (přes efekt růstu pohonných hmot, cen potravin, atd.). Je-li tedy šok považován za tranzitorní, může být optimální reakcí centrální banky mírné zvýšení reálných sazeb za účelem mírného poklesu poptávky. Je-li tento šok permanentní, snižuje potenciál ekonomiky a reálné sazby by také měly vzrůst, *ceteris paribus*. Pokud ovšem očekávání permanentního poklesu produktivity sníží permanentní důchod, klesne spotřeba a následně i investice. Optimální měnovou politikou pak může být v konečném souhrnu třeba i dočasné snížení reálných úrokových sazeb ve snaze zabránit nadměrnému poklesu poptávky. Dočasné může být z toho důvodu, že po určité době by mělo dojít k obnovení původní úrovně čistých investic (při absolutně nižší úrovni kapitálové zásoby). Pokud do úvah přidáme intertemporální rámec, je situace ještě složitější. Dočasný pokles reálných sazeb by totiž přenesl část poptávky z budoucnosti do současnosti a tím by buď pouze odložil problémy na určitou dobu nebo si vynucoval ještě výraznější snížení

¹⁶ Prospěch či výnos spojený s držením určité komodity ve fyzických jednotkách, který je vyšší než výnos plynoucí z držení derivátu vázaného na danou komoditu.

¹⁷ Podrobněji k této debatě viz příloha 4. SZ/2008 Kubicová, I. – Komárek, L.: „Měnová politika a ceny aktiv“.

reálných sazeb v budoucnosti. Celkově je tedy vidět, že optimální reakci měnové politiky na ropný šok je obtížné v rámci převládající teorie definovat, z části z toho důvodu, že významná část ropného šoku nemusí být exogenní, ale naopak endogenní.

Druhý problémem je, že růst cen ropy či jiných komodit není izolovaným šokem, neplatí podmínka *ceteris paribus*. Naopak probíhá na pozadí výrazných změn ve světové ekonomice a samozřejmě i v ekonomice české. V ní dochází ke strukturálním změnám, které pravděpodobně zvyšují potenciální růst. To je protiinflační prvek, který působí protisměrně vůči efektům rostoucích cen ropy a komodit. Ve světové ekonomice se pak projevují další významné procesy, např. oslabení USD. To působí v malých otevřených ekonomikách (tedy i v ČR) přímo na pokles korunové hodnoty dovozních cen, což má potenciálně primární i sekundární dopady do inflace. Existují i další významné efekty. Při daných pozicích eura a dolaru v českých exportech a importech dojde ke zlepšení směnných relací, což zvyšuje dostupné zdroje pro domácí ekonomiku. Další efekty mohou vyplývat z poklesu korunových cen technologií dovážených z dolarových oblastí. To lze považovat za pozitivní nabídkový šok, který snižuje náklady investic a zvyšuje potenciál ekonomiky. Znehodnocení dolaru by mělo dále působit nepřímo přes potenciální dopady do evropských exportů. Ekonomové mají dosti odlišné názory ohledně síly tohoto efektu. Přes všechny problémy v určení optimální reakce měnové politiky lze ukázat, jak na šoky do cen ropy reaguje měnová politika v modelovém aparátu ČNB.¹⁸

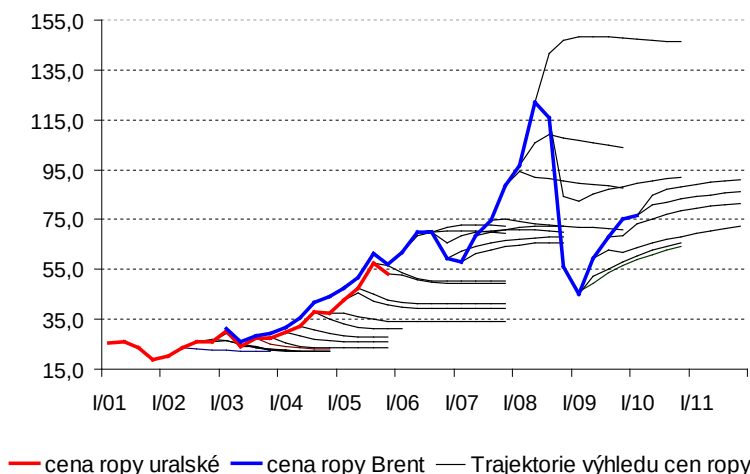
4.2 Jaký výhled cen ropy vstupoval do prognostického procesu?

Počínaje prognózou z července 2006 používá prognostický aparát ČNB cenu ropy Brent, jejíž výhled je odvozován z termínovaných kontraktů. Ropa Brent nahradila dříve využívanou ropu uralskou. Předpověď ceny uralské ropy byla odvozována od předpovědi pro cenu ropy WTI, kterou pravidelně publikuje Consensus Forecasts (CF). Navíc jsou od dubna 2006 nově v prognostickém aparátu využívány i ceny pohonných hmot, jejichž výhledy jsou odvozovány ze swapových kontraktů na burzách v severozápadní Evropě (tzv. burzy ARA: Amsterdam-Rotterdam-Antverpy).

V současné době jsou ceny ropy i benzínu odvozovány od kotace termínových kontraktů, zjištěných v zájmu konzistence s ostatními ukazateli zahraničního vývoje vždy ke dni průzkumu referenčního CF. Zatímco předpověď CF je dostupná pouze pro tříměsíční a roční horizont (a vývoj v ostatních horizontech je tedy nutné dopočítávat), kotace termínových kontraktů jsou dostupné na několik let dopředu v měsíční frekvenci. Očekávaný budoucí vývoj ceny ropy a benzínu vypočtený na základě těchto kotací je tak lépe definován. Navíc analýza ČNB ukázala, že od roku 2004 předpovídaly termínované kontrakty budoucí cenu ropy WTI (jediný ukazatel vývoje ceny ropy obsažený v CF) lépe než odhady analytiků, dotazovaných v rámci průzkumu CF, a to především v delším horizontu. Výsledky simulovaných předpovědí vývoje indexu dovozních cen energetických surovin na základě cen různých druhů ropy prokázaly, že největší vysvětlovací schopnost má ropa typu Brent. Stejně tak cena benzínu na burzách v severozápadní Evropě (ARA) je nejlepším dostupným indikátorem pro odhad maloobchodní ceny pohonných hmot na čerpacích stanicích v ČR.

¹⁸ Modelový aparát však do značné míry zanedbává dlouhodobé dopady změn ceny ropy na nabídkovou stranu ekonomiky; ty by mohly být při tvorbě reálné prognózy zohledňovány expertně.

Graf 10: Skutečné ceny ropy a jejich trajektorie dle Consensus Forecasts a tržních výhledů
(v USD/b)



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat Consensus Forecasts a Thomson Reuters.

Graf 10 porovnává skutečný vývoj ceny ropy uralské a ceny ropy Brent v USD/b oproti jejím jednotlivým prognózám vstupujícím do prognostického procesu ČNB (tenké černé čáry). Jak je z grafu 10 patrné, do prognostického procesu v drtivé většině případů vstupovaly nižší ceny ropy, než byla následná skutečnost, což potvrzuje domněnku o zpěthledících výhledech cen ropy shromážděných v CF resp. plynoucích z tržních výhledů. Výše uvedené však souvisí s tím, že ceny po většinu sledovaného období výrazně rostly. Také je vidět, že s výjimkou posledního období nechytají výhledy moc dobře ani směr vývoje, ani body obratu.

4.3 Dopad ropného šoku do světové a tuzemské ekonomiky

Dopad ropného šoku (zvýšení cen ropy o 30 USD/b) na českou ekonomiku byl modelován ve dvou základních variantách – dočasné jednorocní zvýšení a trvalé zvýšení. Dopad na ekonomiku eurozóny byl konzistentně zpracován simulací modelu NIGEM. Tabulky 3 a 5 obsahují předpoklady o vývoji exogenních veličin, tabulky 4 a 6 pak výstupy z modelu g3 (viz též Appendix 2 a 3).

a) dočasný jednorocní ropný šok (+30 USD/b)

V případě růstu cen ropy dochází k růstu zahraničních úrokových sazeb (po dobu trvání daného šoku, tj. 1 rok), poté k jejich poklesu. Simultánně klesá zahraniční poptávka a roste zahraniční PPI inflace (vyjma zpoždění v prvním kvartálu). Šok po ročním období vyprchává, následný vývoj veličin je inverzní, než výše popisovaný.

Tabulka 3: Zahraniční vývoj dle NIGEM - jednorocní ropný šok ve výši 30 USD/b

	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
zahr. HDP	-	-0,08	-0,11	-0,15	-0,22	-0,08	-0,03	0,03	0,13	0,12	0,14	0,14
zahr. PPI	-	-0,16	0,13	0,36	0,54	1,03	0,66	0,28	-0,05	-0,51	-0,54	-0,48
3M Eonia	-	0,45	0,68	0,79	0,05	-0,16	-0,23	-0,25	-0,26	-0,25	-0,24	-0,22

Poznámka: hodnoty vyjadřují změny oproti baseline; zahraniční HDP a PPI (mzr. v p.b.); cena ropy v USD/b;
Zdroj: Simulace v modelu NIGEM.

Efekty dočasného jednorocního ropného šoku na ekonomiku ČR přináší tabulka 4. Růst cen ropy generuje vyšší inflační tlaky přes růst dovozních cen a domácích regulovaných cen energií. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb se proto posouvá mírně nahoru s cílem působení proti inflačním tlakům (skrže pokles domácí reálné ekonomické aktivity). Nejvýraznější vliv na úrokové sazby má vyšší trajektorie zahraničních úrokových sazeb.

Tabulka 4: Odchylka od základního scénáře - jednoroční ropný šok ve výši 30 USD/b

	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
Inflace CPI	0	0	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-	-	-	-	-
3M Pribor	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
HDP	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0	-0,1	0	0	-	-	-
CZK/EUR	0	0	0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-	-	-

Poznámka: Inflace CPI, 3M Pribor a HDP (mzr. v p.b.).

Zdroj: Simulace v modelu g3.

b) permanentní ropný šok (+30 USD/b)

Permanentní ropný šok přináší obdobné výsledky jako šok dočasný, ovšem reakce všech klíčových zahraničních i domácích veličin je silnější.

Tabulka 5: Zahraniční vývoj dle NIGEM - permanentní ropný šok ve výši 30 USD/b

	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
zahr. HDP	-	-0,15	-0,30	-0,43	-0,57	-0,54	-0,50	-0,46	-0,41	-0,37	-0,33	-0,30
zahr. PPI	-	-0,10	0,24	0,50	0,72	1,01	0,84	0,71	0,60	0,51	0,42	0,35
3M Eonia	-	0,52	0,76	0,86	0,88	0,87	0,84	0,79	0,74	0,69	0,64	0,59

Poznámka: hodnoty vyjadřují změny oproti baseline; zahraniční HDP a PPI (mzr. v p.b.); cena ropy v USD/b;

Zdroj: Simulace v modelu NIGEM.

Tabulka 6: Odchylka od základního scénáře - permanentní ropný šok ve výši 30 USD/b

	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11	I/12	II/12	III/12	IV/12
Inflace CPI	0	0	0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	-	-	-	-
3M Pribor	0	0,2	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3	-	-	-
HDP	0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-	-	-
CZK/EUR	0	0	0,1	0	0	-0,1	0	-0,1	-0,1	-	-	-

Poznámka: Inflace CPI, 3M Pribor a HDP (mzr. v p.b.).

Zdroj: Simulace v modelu g3.

4.4 Cena ropy v predikčním modelu ČNB

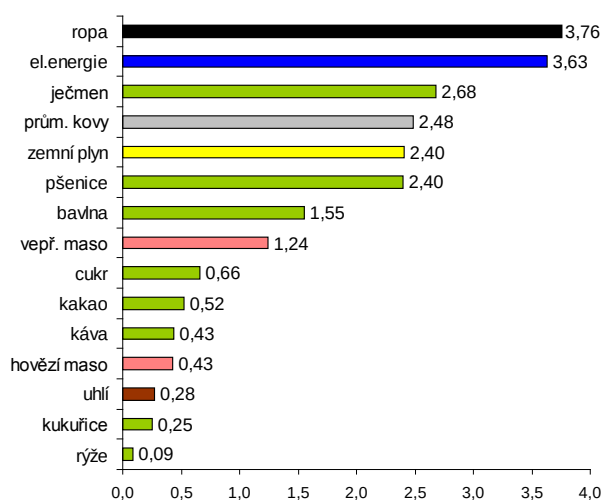
Stávající modelový rámec (g3) nezachycuje přímý vliv cen ropy do dovozního deflátoru. Tento vliv je zachycen pouze nepřímě přes zahraniční PPI. V obdobích s velkými výkyvy cen ropy proto vzniká otázka, zda je model schopen adekvátně bez použití expertních úprav zachytit vliv změn dovozních cen energií do celkových dovozních cen. Z tohoto důvodu byla vytvořena satelitní verze modelu, která explicitně kvantifikuje vliv ceny ropy Brent na celkovou prognózu. V této verzi modelu g3 jsou reálné mezní náklady importního sektoru, které ovlivňují vývoj dovozního deflátoru, váženým průměrem zahraničního PPI a ceny ropy vyjádřených v domácí měně. Kalibrace podílu vlivu cen ropy do reálných mezních nákladů importního sektoru je zvolena na úrovni 5 %. Na základě vyhodnocení predikčních schopností je zřejmé, že v obdobích výrazného výkyvu ceny ropy je rozšířený model schopen lépe předpovídat vývoj endogenních modelových veličin. V periodách se stabilním vývojem ceny ropy neposkytuje horší predikční výsledky. Z těchto důvodů je rozšířený model používán jako satelitní verze jádrového predikčního rámce v situacích zvýšené volatility ceny ropy na světových trzích.

Box 4: Ceny komodit versus koš CPI a PPI pro ČR

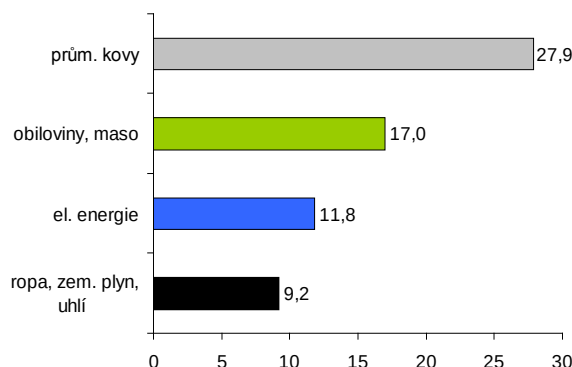
Ceny energetických, zemědělských a průmyslových komodit představují velmi významnou nákladovou položku, a proto je třeba této oblasti věnovat velkou pozornost. Graf 1 Box 4 představuje komoditní strukturu z hlediska vah dle zastoupení v českém spotřebním koši pro rok 2010. Váhy u komodit byly sečteny napříč celým spotřebním košem v závislosti na charakteru (povahy) jednotlivých položek vztahujícím se k vybraným komoditám. Nejvyšší podíl v českém spotřebním koši mají energetické komodity, kdy největší vliv připadá na ropu. Avšak jedná se pouze o vliv primární. Lze očekávat, že skutečný vliv včetně sekundárního vlivu ropy i na ostatní položky je daleko vyšší. Jedná se zejména o náklady na dopravu apod. Empirický odhad sekundárního dopadu ropy na ceny ostatních položek ve spotřebním koši činí přibližně dalších 5 %. Významně zastoupené v českém CPI jsou také obiloviny, zejména ječmen a pšenice.

V rámci koše cen výrobců tvoří největší podíl průmyslové kovy. Vybrané komodity reprezentují 65 % všech surovin, obsažených v koši PPI (Graf 2 Box 4). Ostatní suroviny zahrnují dřevo, suroviny pro keramický, chemický a textilní průmysl a dále stavebnictví.

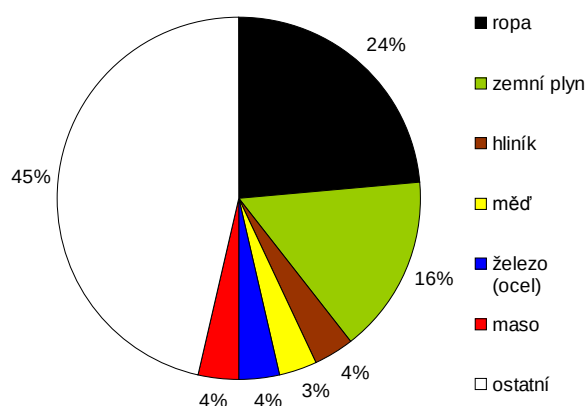
Graf 1 Box 4: Komoditní váhová strukt. CPI-ČR
(přímá vazba na vývoj cen komodit v %)



Graf 2 Box 4: Komoditní váhová strukt. PPI-ČR
(přímá vazba na vývoj cen komodit v %)



Graf 3 Box 4: Komoditní strukt. dovozu ČR (2009)



Z hlediska celkového dovozu a tedy tvorby dovozních cen představují nejvyšší podíl energetické komodity (s dominantním podílem ropy) a průmyslové kovy. V roce 2009 došlo v důsledku zpomalení tempa růstu ekonomiky a snížení ekonomické aktivity k poklesu dovozu těchto komodit. Přes pokles poptávky napříč odvětvími však struktura a podíl vybraných komodit na celkovém dovozu zůstává neměnná. Výjimku v roce 2009 tvořil pouze rostoucí podíl dovezeného zemního plynu a masa na celkovém dovozu, kdy se podíl v této kategorii zvýšil na úkor ostatních komodit (viz Graf 3 Box 4).

Zdroj: Vlastní výpočty na základě dat z ČSÚ (pro všechny grafy).

5. Shrnutí

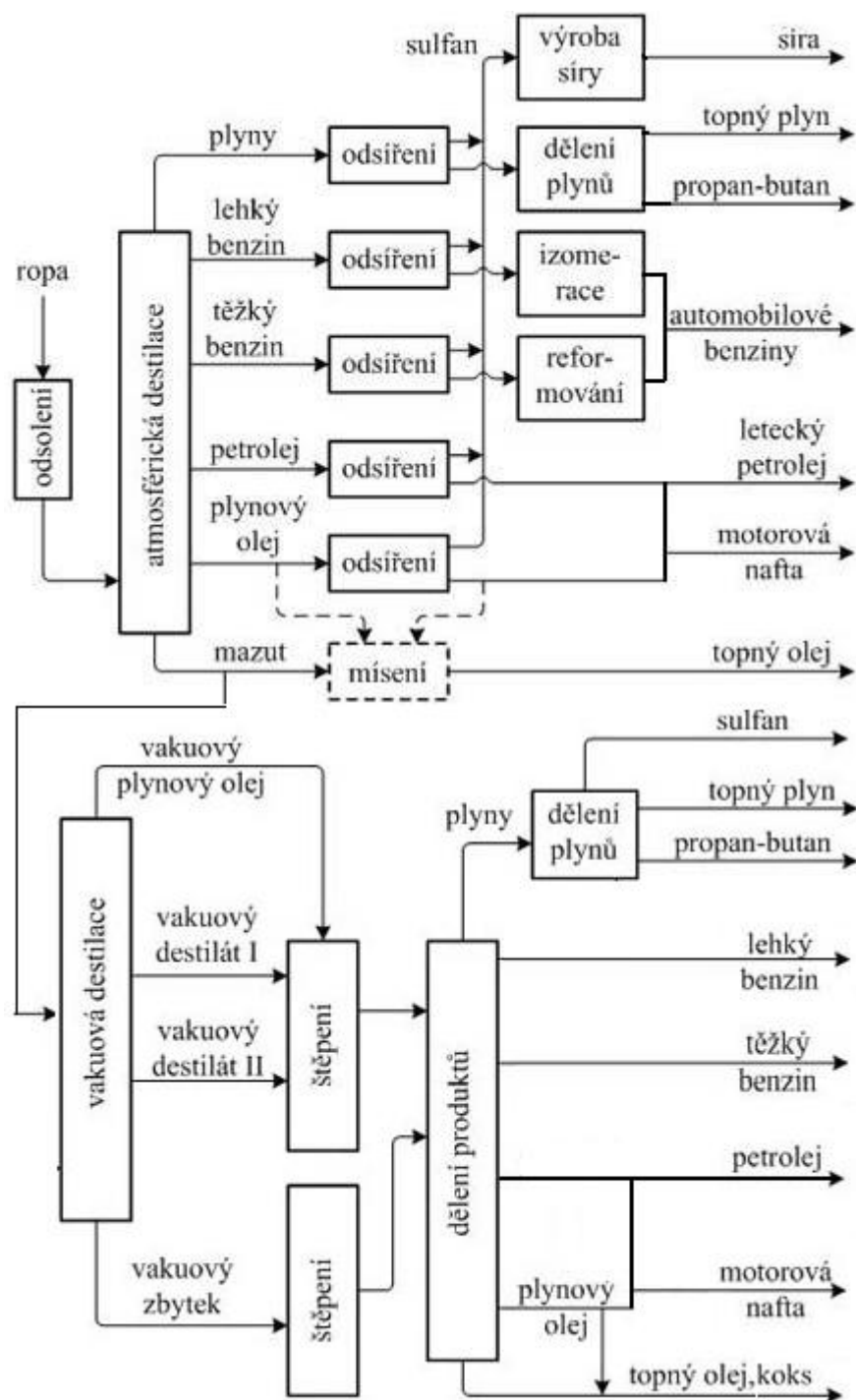
Tendence výrazně rostoucích cen komodit v posledních letech, které mají obecně velmi významný vliv na cenotvorbu, představují pro měnovou politiku velkou výzvu. Zatímco tradiční ekonomický názor říká, že nabídkové a poptávkové faktory jsou obvykle těmi hlavními, jež určují změny ceny ropy a dalších komodit; vliv měnové politiky nemůže být v tomto ohledu přehlížen. Z výsledků pozorování vyplývá, že reálné ceny komodit s rostoucí úrokovou sazbou mají tendenci klesat a naopak. Uvolněná měnová politika Fedu během posledních 10-ti let, byla důležitým aspektem rostoucích cen komodit, tzn. reálné úrokové sazby spolu s dalšími faktory představují významné determinanty vývoje reálných cen komodit. Spekulativní poptávka podpořená nízkými úrokovými sazbami „uměle“ zvyšuje ceny nad úroveň, které by odpovídaly klasickým tržním cenám vytvořeným na základě působení nabídky (dodavatelé surovin) a poptávky (zpracovatelé). Dlouhodoběji uvolněná měnová politika pak předznamenává přesun investorů (spekulantů) do komodit. S postupem času a vývojem (modernizací) finančních trhů směrem k široké nabídce instrumentů (především různých druhů derivátů vázaných na podkladové aktivum – komoditu) jsou finanční toky čím dál tím více citlivější na změny úrokových měr. To je také důvod, proč ceny komodit stále pokračují i přes současný celosvětový pokles poptávky ve strmém rostoucím trendu. Výše uvedené argumenty tedy směřují ve prospěch všeobecně přísnější měnové politiky. Centrální banky by tedy měly ceny komodit bedlivě monitorovat jako indikátor budoucích inflačních tlaků a tudíž i směřování měnové politiky.

V současné době lze v souvislosti s dalším vývojem cen ropy a komodit spatřovat rizika především v postupném mírném oživení světové ekonomiky a očekávaném opětovném růstu poptávky. Dalším rizikem může být nadbytek peněz napumpovaných do světové ekonomiky v rámci stimulačních opatření během krize. V případě pozdního a nedostatečného „exitu“ ze stávající expanzivní měnové politiky, by se mohly „nepotřebné“ peněžní prostředky (neodpovídající potřebám reálné ekonomiky) přesunout prostřednictvím nákupu derivátových finančních instrumentů právě do ropy a ostatních komodit. Následný růst cen přesahující inflační cíle centrálních bank, by v tomto případě nebylo možné považovat za nabídkový šok a absence odpovídající měnověpolitické reakce by tak byla v tomto případě neopodstatněná, protože původcem cenového šoku byla samotná měnová politika.

Literatura

- Breitenfellner, A., Cuaresmo, J. C. (2008): [Crude Oil Prices and the USD/EUR Exchange Rate, Monetary Policy & the Economy](#), Oesterreichische Nationalbank, issue 4, pp. 102–121, January 2008.
- Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy* 84, pp. 1161–76.
- Frait, J. (2006): Ropné šoky a měnová politika, Konference: Očekávaný vývoj cen fosilních paliv, Hotel Holiday Inn, Brno, Březen 2006.
- Frankel, J. A. (2006): The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices, NBER WP 12713, December 2006.
- Hamilton, J. D. (2009): Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007 – 08, *Brookings Papers on Economic Activity*, spring 2009.
- Komárek, L., Kubicová, I. (2008): Měnová politika a ceny aktiv, ČNB, Příloha 4.SZ/2008.
- Rademaekers K., Slingenberg A., Morsy, S. (2008): Review and analysis of EU wholesale energy markets, European Commission, December 2008.

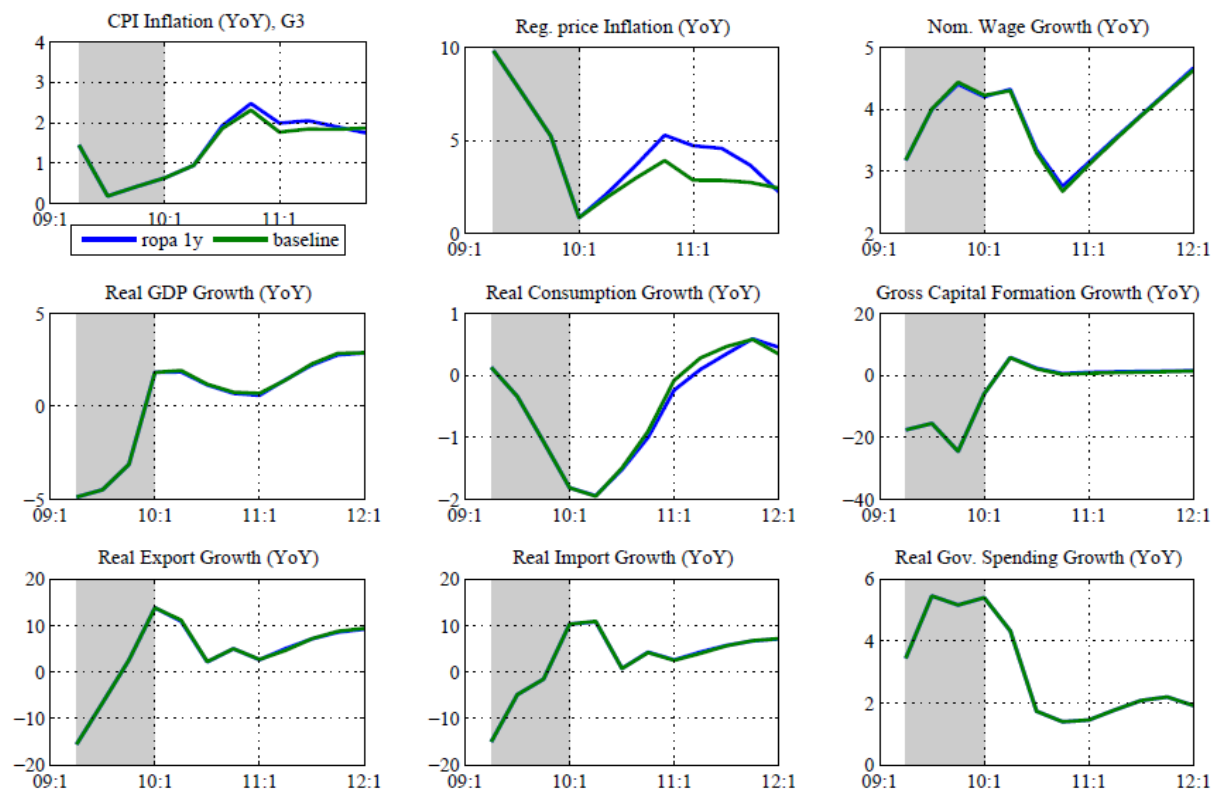
Appendix 1: Zjednodušené schéma zpracování ropy



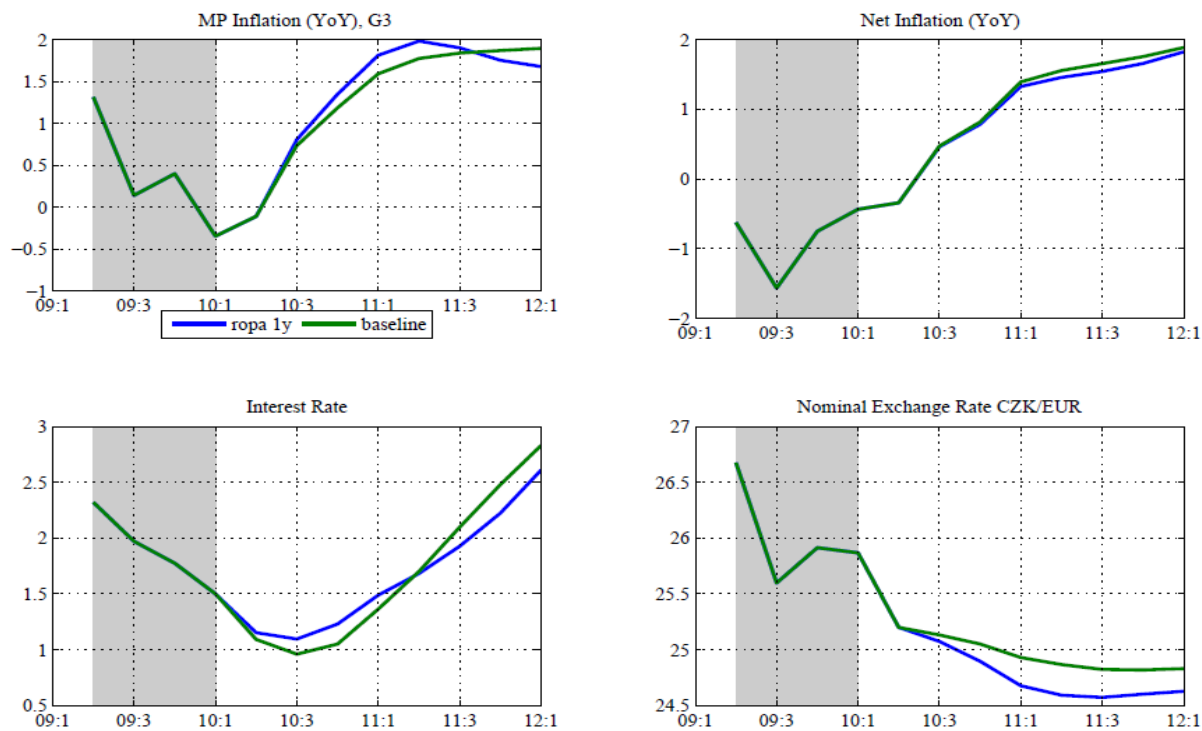
Zdroj: Vlastní zpracování z údajů www.petroleum.cz

Appendix 2: Odezvy modelu g3 na jednoroční ropný šok ve výši 30 USD/b

Compare G3 and G3 old Forecasts

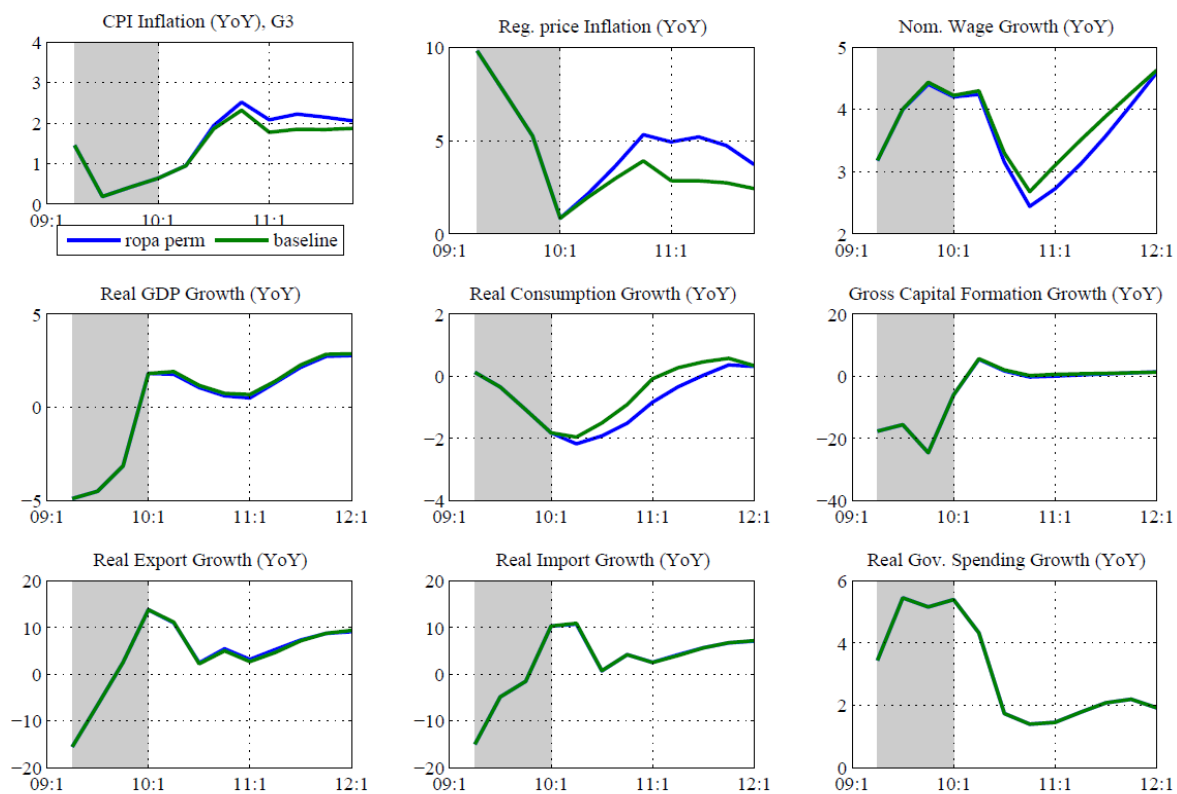


Compare G3 and G3 old Forecasts

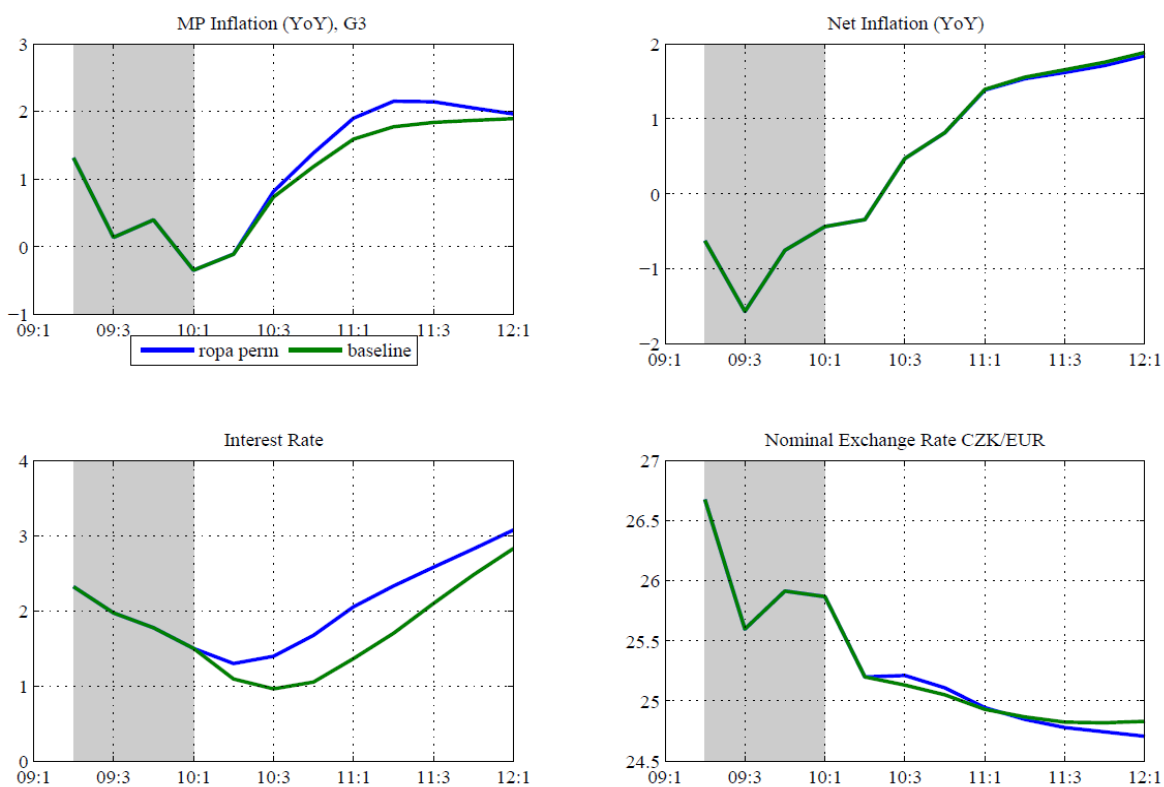


Appendix 3: Odezvy modelu g3 na permanentní ropný šok ve výši 30 USD/b

Compare G3 and G3 old Forecasts



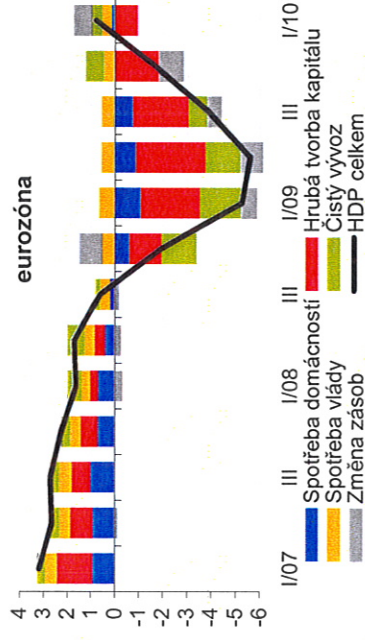
Compare G3 and G3 old Forecasts



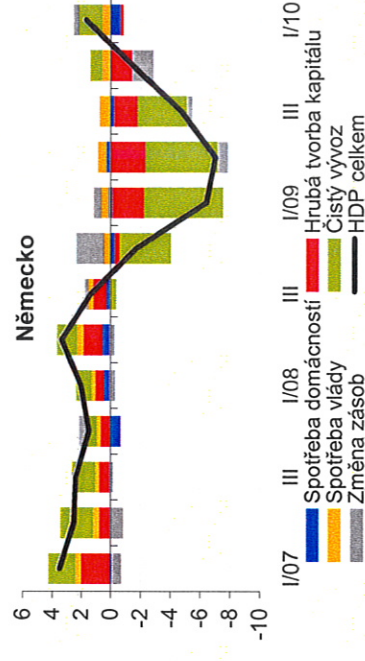
TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Vyspělé země

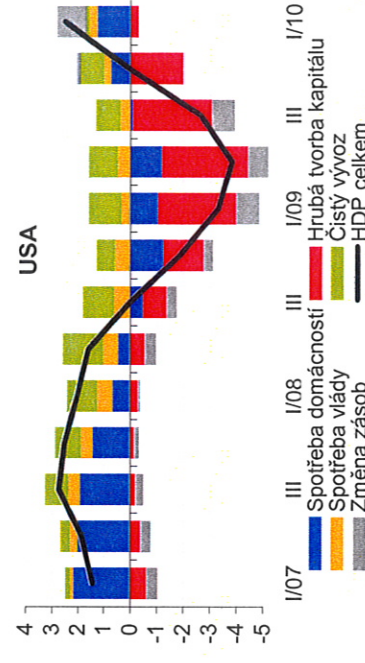
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



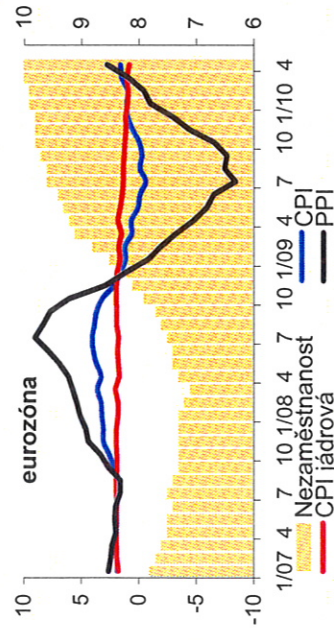
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



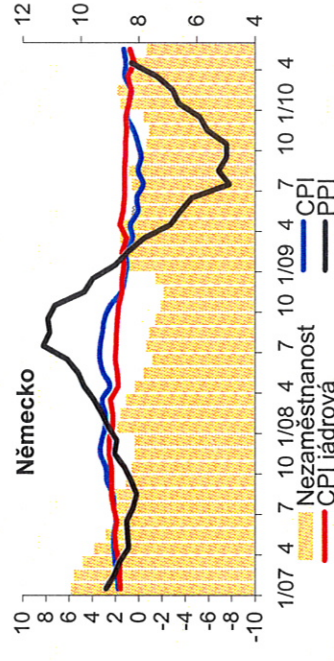
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



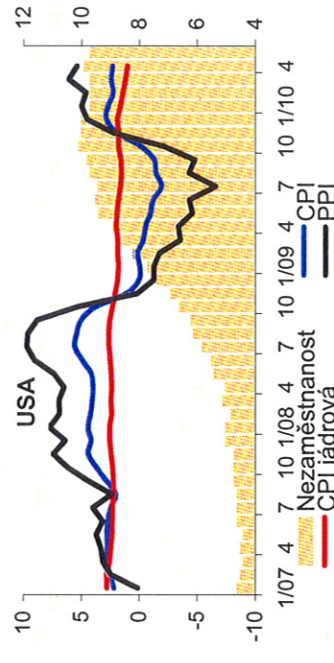
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



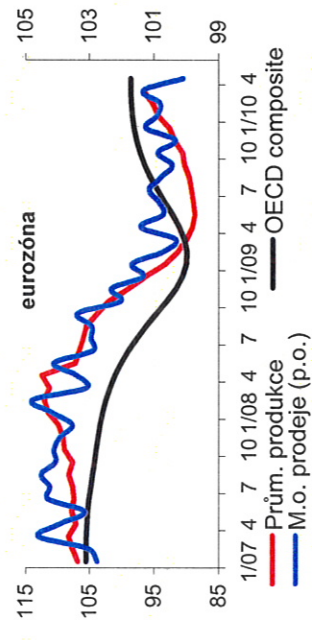
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



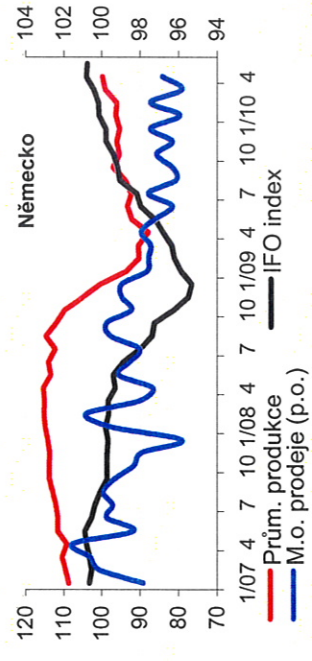
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



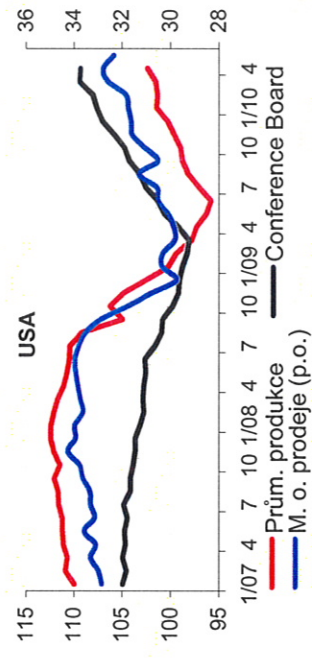
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

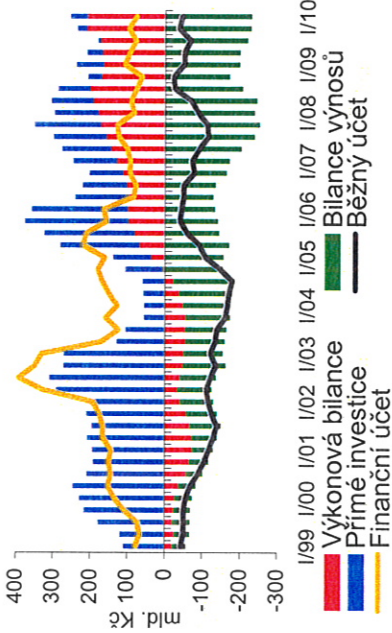


Předstihové ukazatele

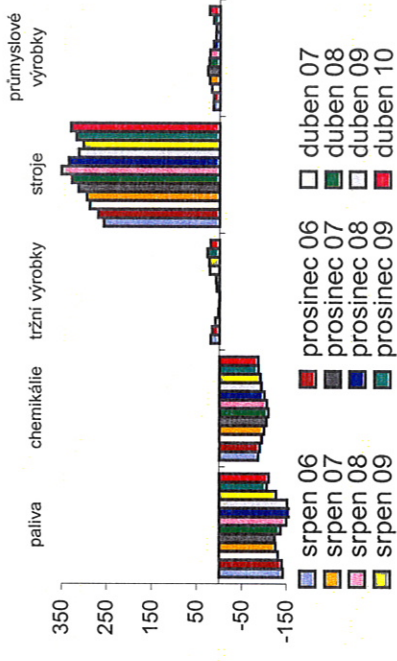


Platební bilance ČR, ceny komodit a měnové veličiny

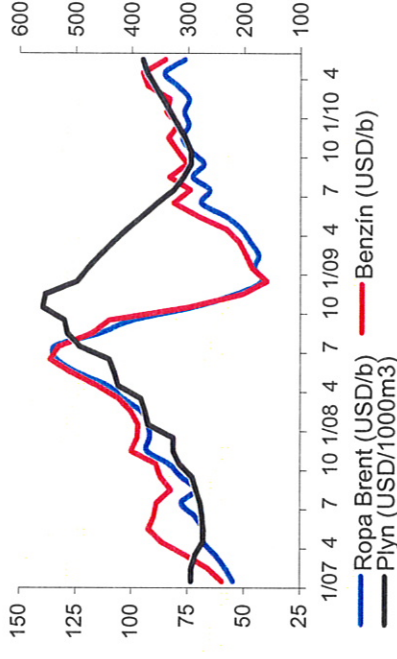
Roční klouzavé úhrny komponent PB ČR (mld. Kč)



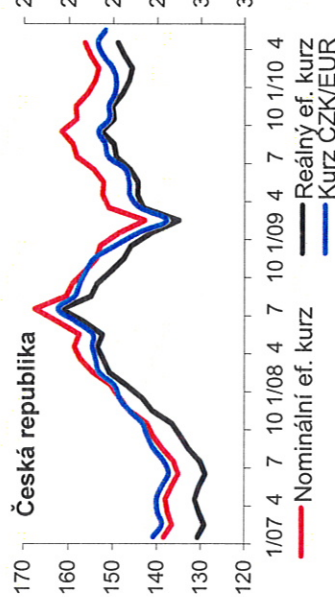
Roční klouzavé úhrny salda OB ČR podle SITC (mld. Kč)



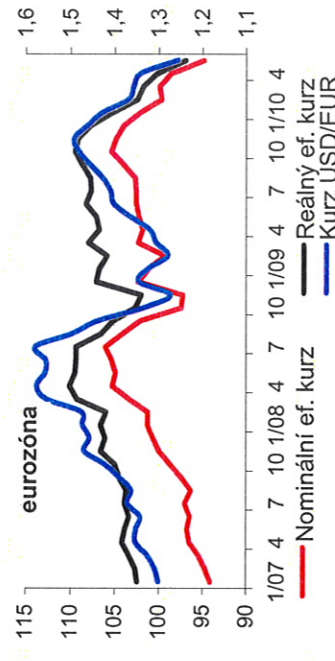
Ceny ropy, benzinu a plynu (práva osa)



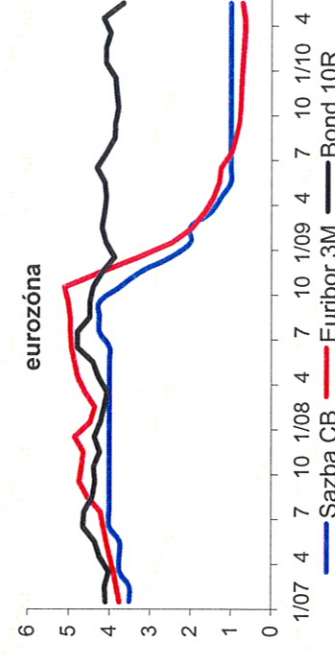
Efektivní kurzy a měnový kurz CZK/EUR (práva osa)



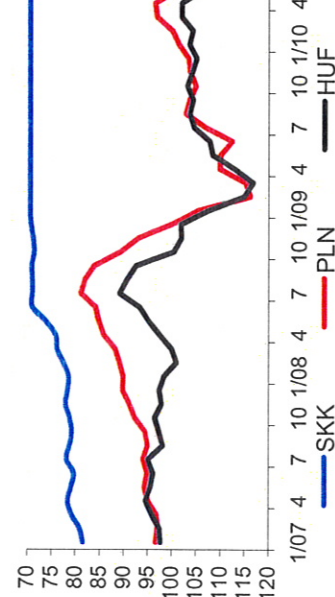
Efektivní kurzy a měnový kurz USD/EUR (práva osa)



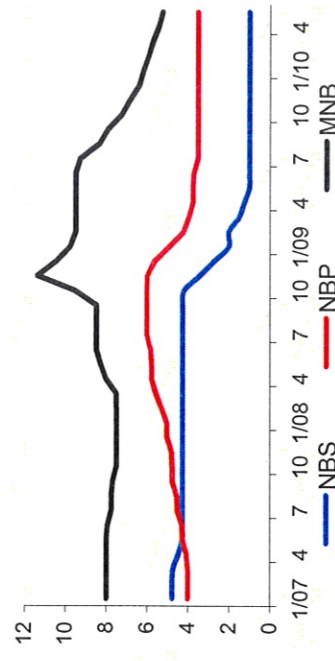
Úrokové sazby (%)



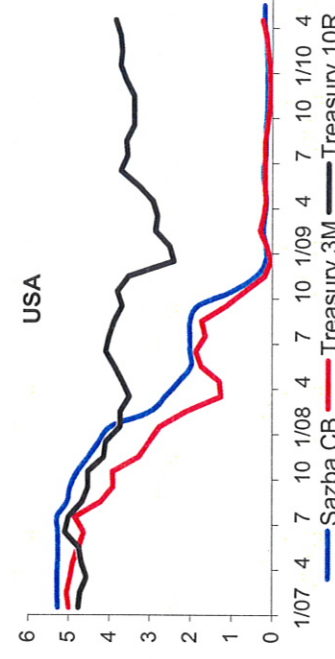
Měnové kurzy stř. evropských zemí k EUR (r.2000 = 100)



Úrokové sazby středoevropských centrálních bank (%)

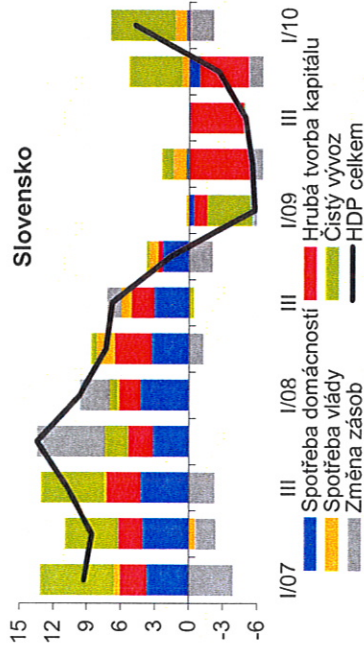


Úrokové sazby (%)

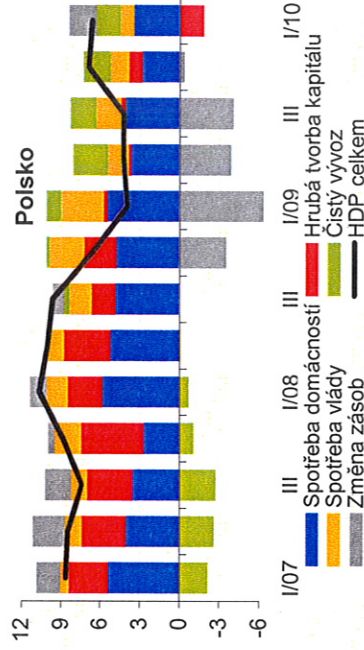


Středoevropsské země

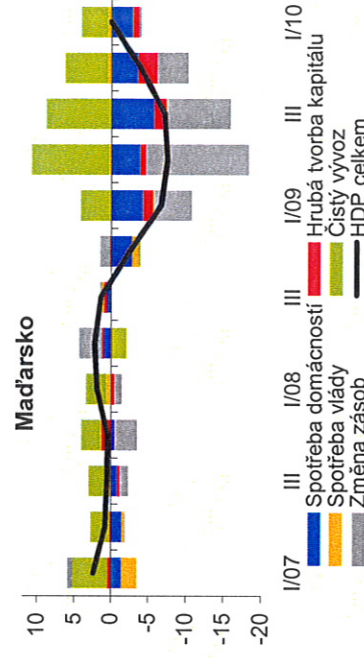
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



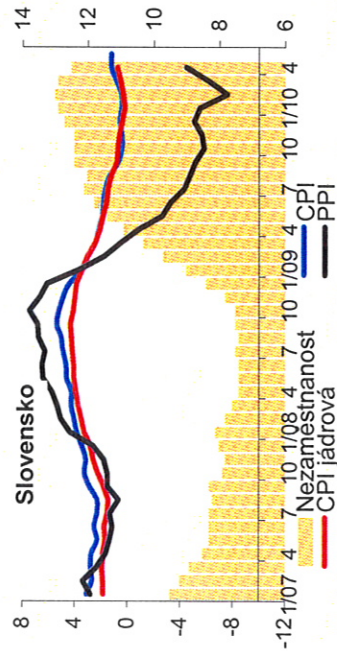
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



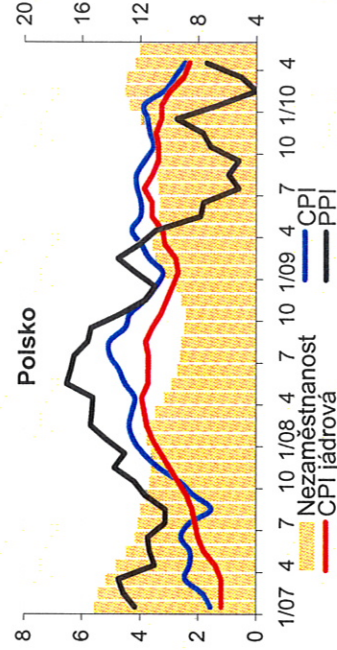
Příspěvky složek k meziročnímu růstu HDP (p.b.)



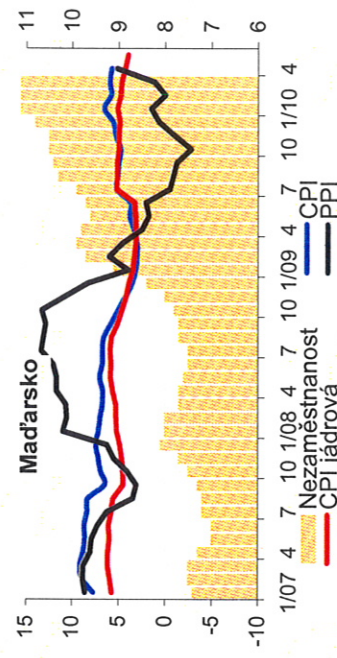
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



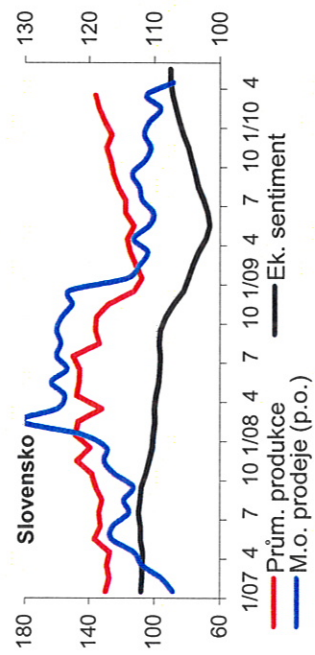
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



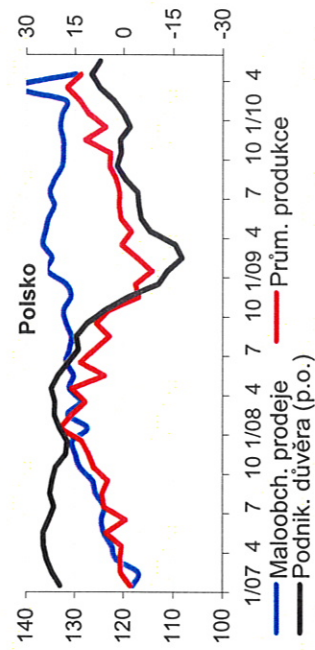
Inflace a nezaměstnanost (pravá osa) (%)



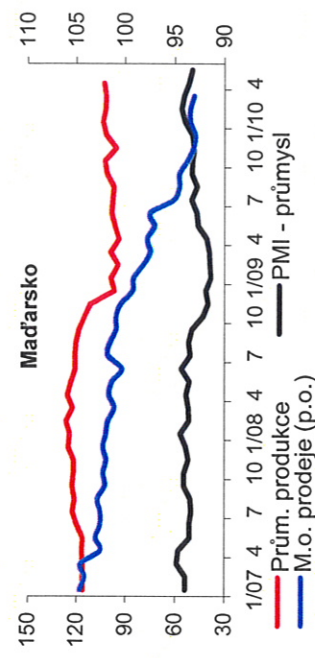
Předstihové ukazatele



Předstihové ukazatele

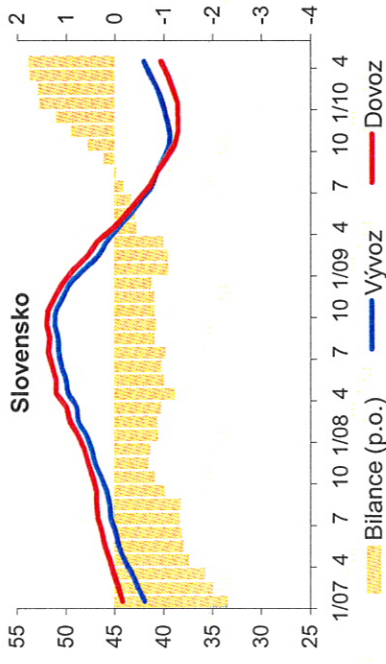


Předstihové ukazatele

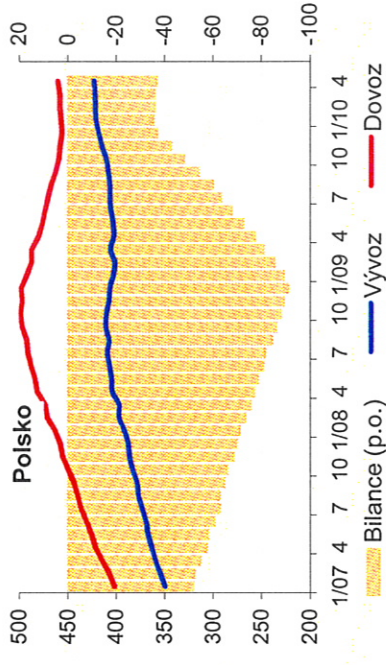


Středoevropské země

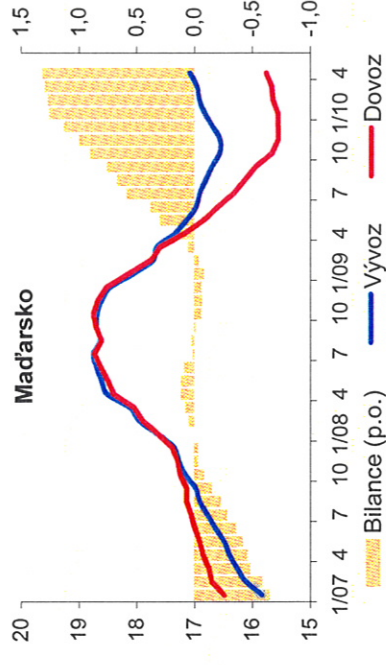
Obchodní bilance (mld. EUR)



Obchodní bilance (mld. PLN)



Obchodní bilance (tril. HUF)



Fiskální politika

Hospodaření vládního sektoru - metodika ESA 95

Údaje dle ČNB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Saldo vládního sektoru (v % HDP) (v mld. Kč)	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,5	-5,9
Upravené saldo ^{a)} (v % HDP)	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-213,7	-196,9	-223,4
Strukturalní saldo ^{b)} (v % HDP)	-6,1	-2,3	-2,4	-2,5	-0,4	-2,7	-6,3	-5,3	-5,7
Fiskální pozice ^{c)} (v p.b.)	-6,0	-1,8	-2,3	-3,3	-2,1	-4,3	-6,6	-5,0	-5,2
KOPR únor 2010 - MF ČR	-3,2	4,2	-0,4	-1,0	1,2	-2,1	-2,3	1,6	-0,2
Saldo vládního sektoru (v % HDP)	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,6	-2,1	-6,6	-5,3	-5,6
Návrh SR 2010 (září 2009)						-2,0	-6,6	-5,3	-5,6
Saldo vládního sektoru (v % HDP)									
Notifikace k 1.4. 2010 - ČSU									
Saldo vládního sektoru - EDP (v % HDP)	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,9	-5,9
Dluh vládního sektoru - EDP (v % HDP)	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,4	38,0	38,0

^{a)} Upraveno o mimořádné jednorázové operace; ^{b)} cyklicky očištěné saldo (metoda ESCB) upravené o mimořádné jednorázové operace; ^{c)} měří meziroční změnu strukturalního salda, kladná hodnota indikuje fiskální restriktci zatímco záporná hodnota fiskální expanzi;

Celostátní daňové příjmy - metodika GFS 1986

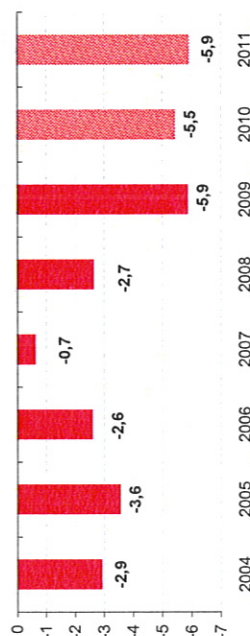
V mld. Kč:	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1-5/2009	1-5/2010
- DPH	164,8	184,2	208,4	217,8	236,4	255,2	253,6	99,3	106,2
- spotřební daň	84,3	96,0	110,5	119,6	139,0	133,0	131,1	47,2	54,4
- daně z příjmů PO	110,4	112,0	142,3	135,4	162,8	182,5	119,6	32,6	31,5
- daně z příjmů FO	124,0	133,2	143,7	136,9	152,0	143,3	126,7	42,8	43,6
- ostatní daně, cla a poplatky	36,1	32,4	26,4	28,3	31,8	32,8	29,5	13,6	15,7
Celkem	519,6	557,9	631,3	638,0	721,9	746,9	660,6	235,5	251,5
Meziroční změny v %:									
- DPH	6,4	11,8	13,2	4,5	8,5	8,0	-0,6	-1,7	7,0
- spotřební daň	5,6	13,9	15,1	8,2	16,2	-4,3	-1,5	-4,2	15,2
- daně z příjmů PO	9,5	1,5	27,0	-4,8	20,2	12,1	-34,5	-21,2	-3,3
- daně z příjmů FO	7,6	7,5	7,8	-4,7	11,0	-5,7	-11,6	-13,7	2,0
- ostatní daně, cla a poplatky	4,3	-10,2	-18,6	7,2	12,4	3,1	-10,0	-11,4	15,0
Celkem	7,1	7,4	13,2	1,1	13,2	3,5	-11,6	-8,2	6,8

Pokladní plnění státního rozpočtu - metodika GFS 1986

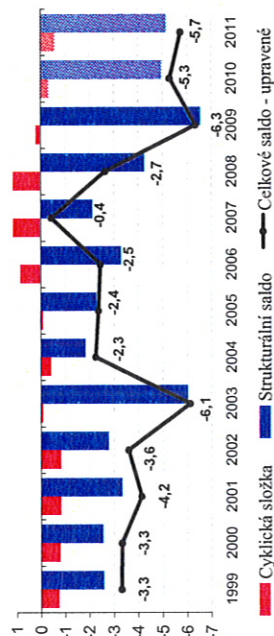
SR 2010 zak. 487/2009	Skutečnost		Rozdíl	
	1-5/2009	1-5/2010	3-2	3-1
1	2	3	4	5
SR běžné hospodaření v mld. Kč	-162,9	-71,4	-95,4	67,5
v tom: operace státních aktiv	3,2	1,6	1,7	-1,5
vliv rezervních fondů ^{a)}	0,0	38,4	3,7	3,7
vlastní běžné hospodaření SR	-166,1	-111,4	-100,8	65,3

^{a)} Vliv rezervních fondů v roce 2009 zahrnuje i převod prostředků z rezervních fondů v únoru 2009 ve výši 31,7 mld. Kč do příjmů SR v kapitole Všeobecná pokladniční správa na základě usnesení vlády č. 122/2009

Saldo vládního sektoru
metodika ESA 95 (v % HDP)

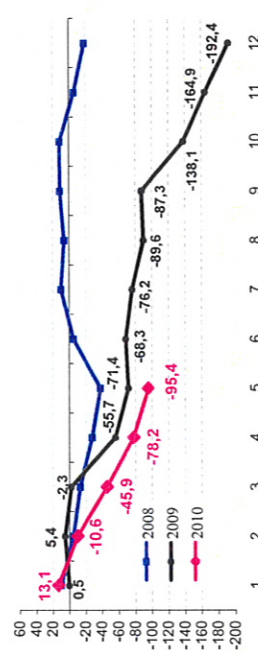


Strukturalní, cyklické a celkové saldo vládního sektoru,
metodika ESA 95 (v % HDP)



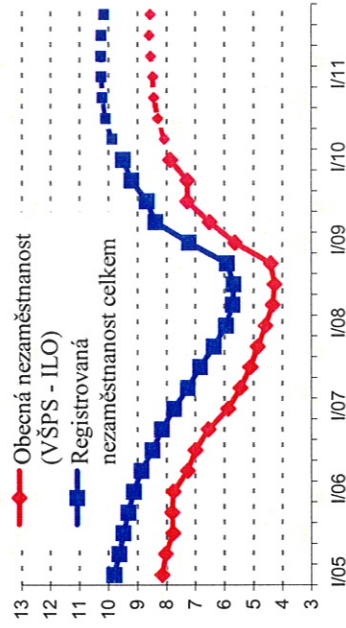
Pozn.: Salda upravená o mimořádné jednorázové operace; metoda výpočtu dle ESCB.

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

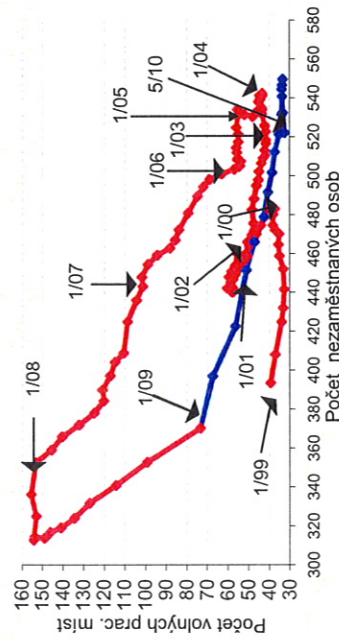


Trh práce (1)

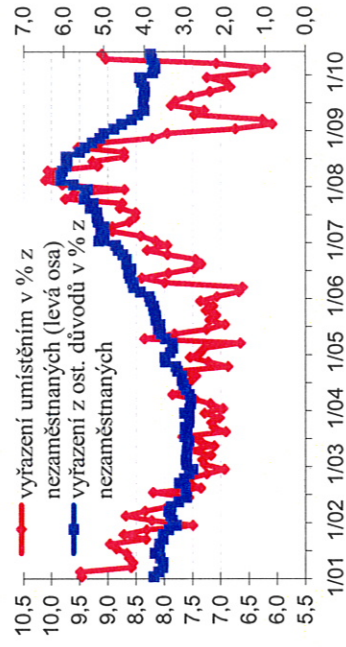
Míra nezaměstnanosti (v procentech)



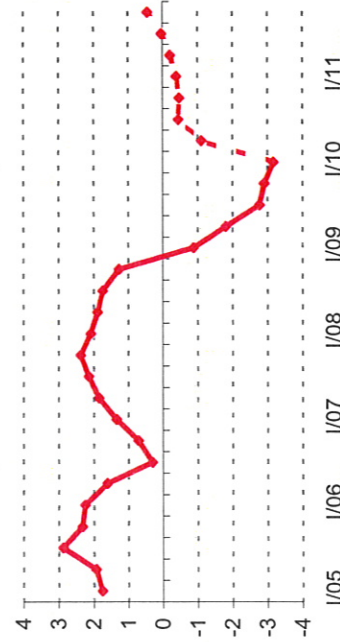
Beveridgeova křivka



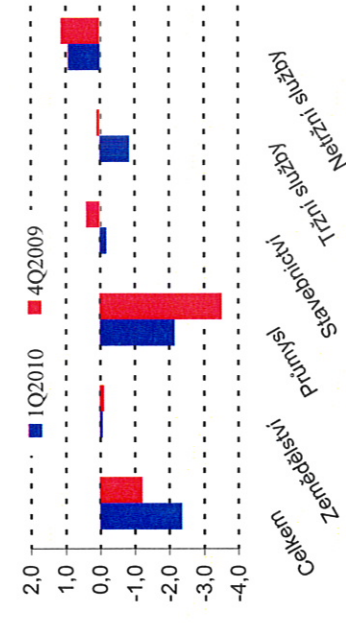
Toky nezaměstnaných



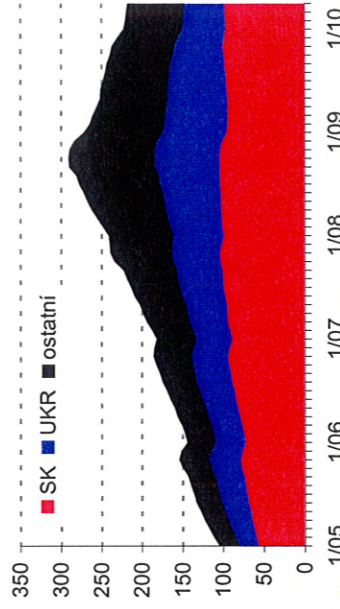
Růst počtu zaměstnanců včetně ČPD (meziroční změna v %)



Příspěvky k růstu počtu zaměstnaných (v procentních bodech)



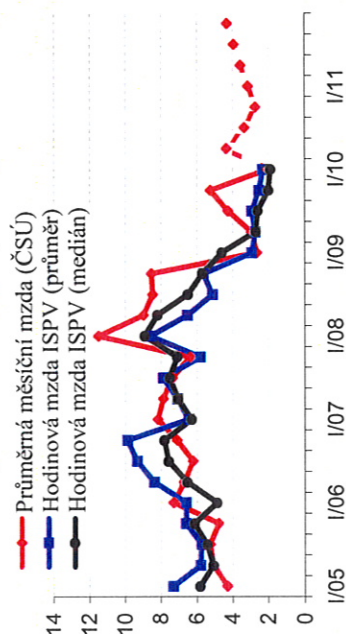
Evidovaná zaměstnanost cizinců (počty osob v tisících)



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

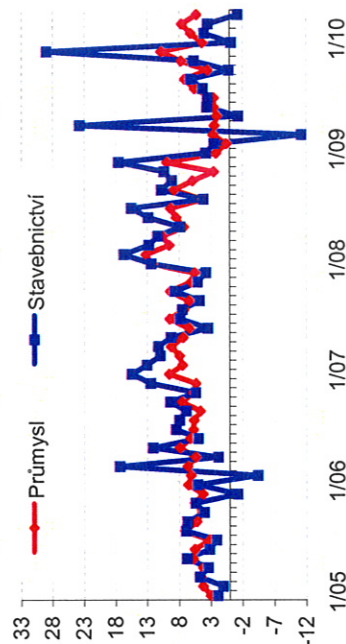
Trh práce (2)

Nominální mzda v podnikatelské sféře (meziroční změny v %)



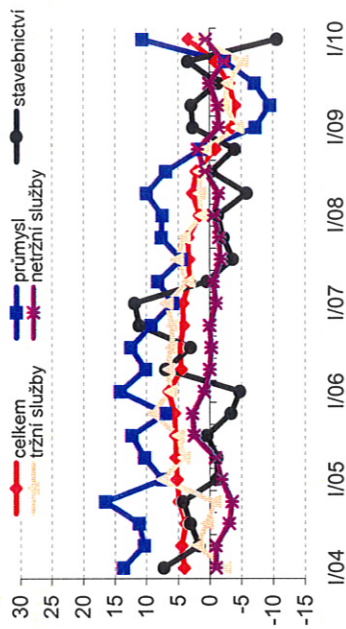
Pramen: ČSÚ, MPSV

Nominální mzda v průmyslu a stavebnictví

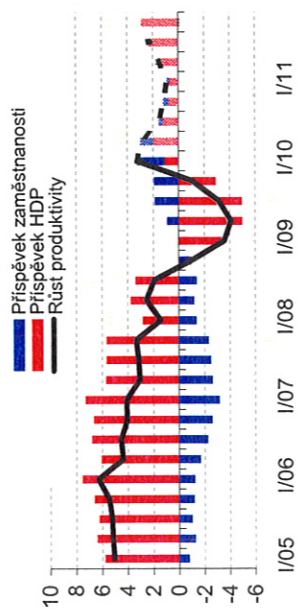


Poznámka: ESA 95

Produktivita práce (meziroční změny v %)



Příspěvky k růstu produktivity



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

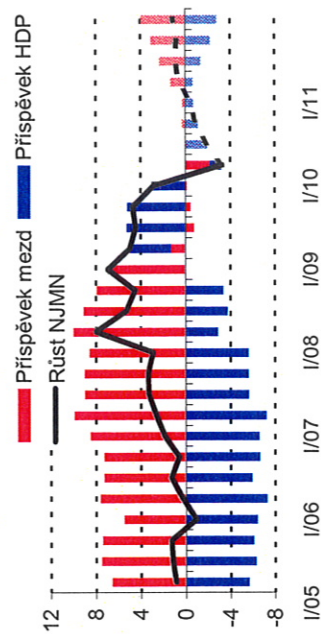
UKAZATEL		I/08	II/08	III/08	IV/08	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009	I/10	II/10	III/10	IV/10	2010	I/11	II/11	III/11	IV/11	2011
Zaměstnanost celkem		1.9	1.8	1.5	1.3	1.6	-0.2	-1.2	-1.9	-2.1	-1.4	-2.4	-1.0	-0.3	-0.4	-0.8	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0
z toho : zaměstnanci a)		2.1	1.9	1.7	1.2	1.7	-0.9	-1.8	-2.8	-2.9	-2.1	-3.2	-1.1	-0.5	-0.5	-0.9	-0.4	-0.2	0.0	0.4	-0.1
ostatní zaměstnani		1.2	1.6	0.2	1.8	1.2	3.2	1.8	3.0	2.2	2.5	1.7	-0.4	0.4	0.1	-0.4	1.0	0.3	0.0	-1.2	0.0
Registovaná míra nezaměstnanosti v % - průměr za období		6.3	5.5	5.6	5.8	5.8	7.5	8.1	8.7	9.0	8.3	10.1	9.5	10.1	10.1	10.0	10.5	9.9	10.3	10.0	10.2
Obecná míra nezaměstnanosti v % - průměr		4.7	4.2	4.3	4.4	4.4	5.8	6.3	7.3	7.2	6.7	8.0	7.9	8.4	8.4	8.1	8.6	8.3	8.7	8.5	8.5
Průměrná mzda v ČR celkem (nominální)		10.0	7.9	7.5	8.1	8.3	3.1	3.1	4.7	5.2	4.0	2.2	3.6	2.8	2.3	3.0	2.7	3.1	3.4	3.7	3.2
Průměrná mzda v ČR celkem (reálná)		2.4	1.0	0.8	3.2	1.9	1.0	1.7	4.6	4.8	3.0	1.5	2.6	0.9	-0.1	1.6	0.9	1.2	1.5	1.8	1.4
z toho: podnikatelská sféra		11.5	8.9	8.4	8.5	9.2	2.9	2.8	4.4	5.2	3.8	2.0	4.3	3.3	2.7	3.7	3.1	3.5	3.9	4.3	3.7
(nominální)		3.2	3.2	3.5	6.5	4.2	4.3	4.5	5.6	4.5	4.7	3.0	0.4	0.4	0.4	0.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
nepodnikatelská sféra		11.1	9.3	8.0	6.9	8.7	1.2	-0.8	-0.5	-0.2	-0.1	-2.2	-0.1	0.3	0.2	-0.1	1.3	2.3	3.1	4.0	2.7
Mzdy a platy v NH		8.0	5.3	4.5	6.9	6.1	5.0	4.4	4.7	2.9	4.4	-3.2	-0.1	-0.9	-0.5	-1.5	0.6	0.9	0.8	1.1	0.9
NJMN (nominální mzdy a platy celkem podle NÚ na HDP v s.c.)		1.4	2.5	1.9	-1.0	1.2	-3.6	-4.1	-3.1	-1.0	-3.1	3.2	3.0	1.5	1.2	2.2	0.9	1.6	2.3	2.7	1.9
NHPP (HDP v s.c. na zaměstnané podle NÚ)																					

Pramen: ČSÚ, MPSV, propočty ČNB

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

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

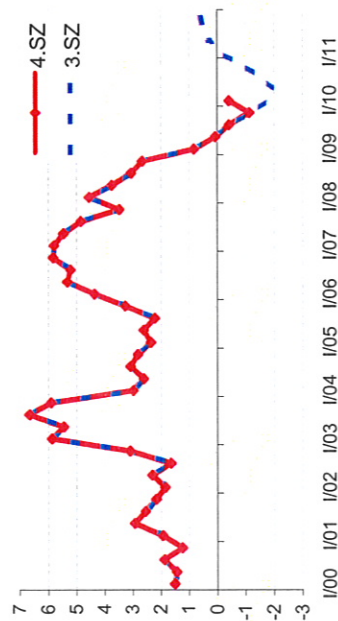
Příspěvky k růstu NJMN



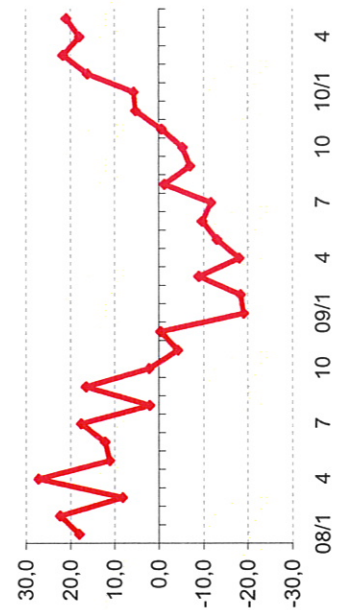
Poznámka: meziroční změny pro NJMN, příspěvky pro
HDP a zaměstnanost v p.b.

Ekonomický růst (1)

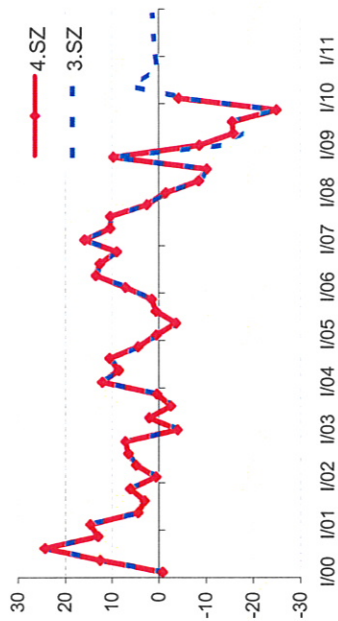
Spotřeba domácností (s.o. mizr. v %)



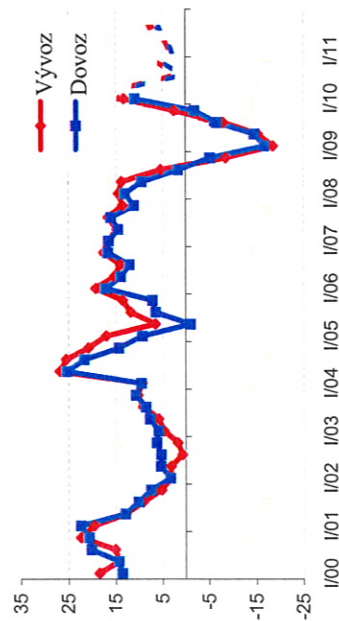
Vybrané mýtné (mizr. v %)



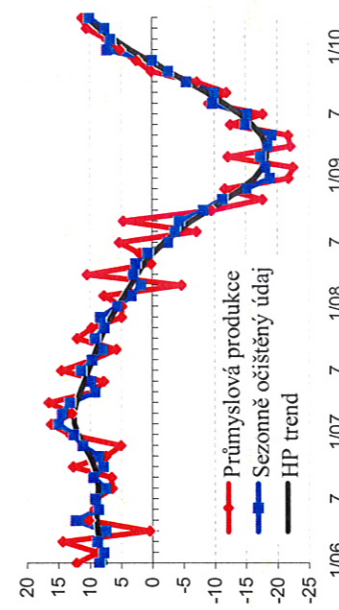
Hrubá tvorba kapitálu (s.o. mizr. v %)



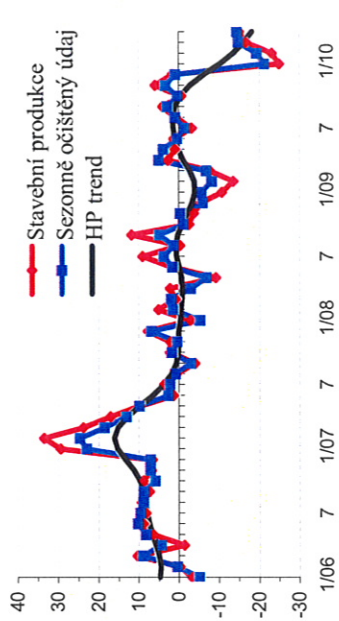
Vývoz a dovoz (s.o. mizr. v %)



Index průmyslové produkce (mizr. v %)



Index stavební produkce (mizr. v %)

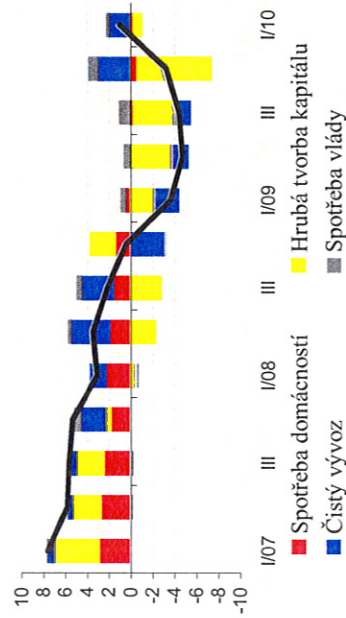


HDP a jeho složky (s.c., sez. oč., mizr. změny v %, pokud není uvedeno jinak) - skutečnost a prognóza

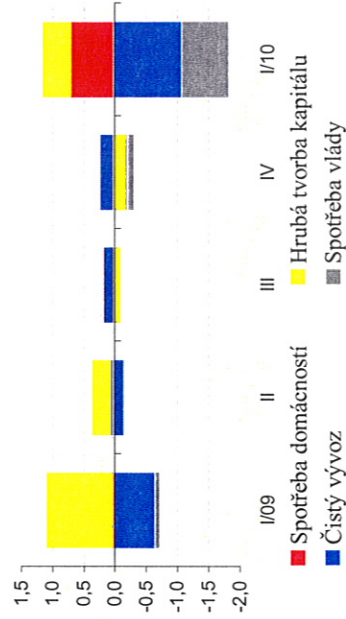
	2004	2005	2006	2007	2008	I/09	II/09	III/09	IV/09	2009	I/10	II/10	III/10	IV/10	2010	I/11	II/11	III/11	IV/11	2011
Hrubý domácí produkt	4.3	6.4	7.0	6.1	2.3	-3.6	-4.7	-4.4	-3.2	-4.0	1.1	1.9	1.2	0.8	1.4	0.7	1.4	2.3	2.8	1.8
Spotřeba domácností	2.8	2.6	5.2	4.8	3.5	0.8	0.0	-0.5	-1.2	-0.2	-0.5	-2.0	-1.5	-0.9	-1.5	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.3
Spotřeba vlády	-3.5	2.9	1.2	0.7	1.0	3.1	3.4	5.5	4.8	4.2	2.0	3.8	3.1	3.8	3.2	6.2	1.9	0.0	0.0	1.9
Tvorba hrubého kapitálu	8.4	-0.6	10.2	9.3	-3.1	-8.9	-16.2	-16.0	-25.3	-16.8	-4.5	5.6	2.0	0.2	0.3	0.6	0.8	1.0	1.1	0.9
Vývoz zboží a služeb	20.3	11.8	16.2	15.0	5.7	-18.8	-15.5	-8.2	2.3	-10.5	12.9	11.2	2.2	5.0	7.8	2.7	4.7	7.1	8.8	5.8
Dovoz zboží a služeb	17.5	5.2	14.7	14.2	4.3	-16.9	-14.7	-6.8	-2.1	-10.4	10.7	10.9	0.7	4.2	6.3	2.5	4.0	5.6	6.7	4.7
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo, mld. Kč)	-152.5	-26.1	3.6	24.5	65.8	-4.2	21.0	16.7	21.5	55.1	10.6	25.3	28.0	28.6	106.6	12.4	31.6	41.1	46.4	146.0
Podíl čistého vývozu na HDP (%)	-6.2	-1.0	0.1	0.8	2.2	-0.6	2.9	2.3	2.9	1.9	1.4	3.4	3.8	3.9	3.6	1.7	4.2	5.4	6.1	4.8

Ekonomický růst (2)

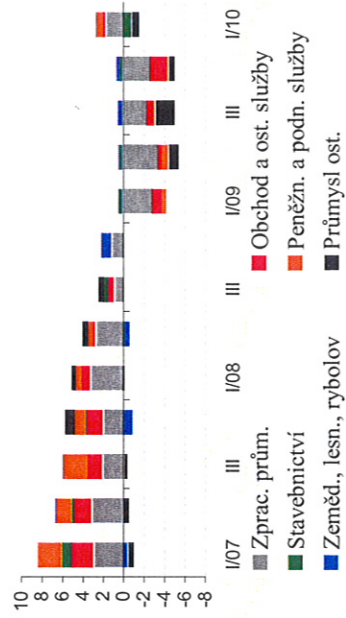
Přísp. k mizr. růstu HDP - skutečnost



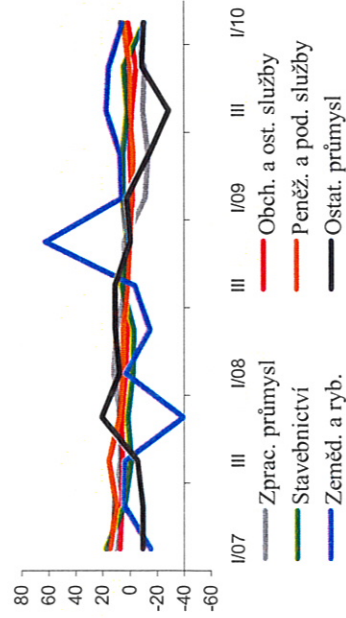
Růst HDP 4.SZ - 3.SZ, rozdíl příspěvků v p.b.



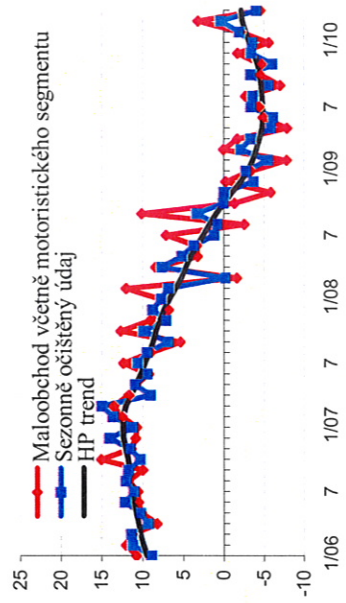
Příspěvky odvětví k mizr. růstu HPH, sez. oč.



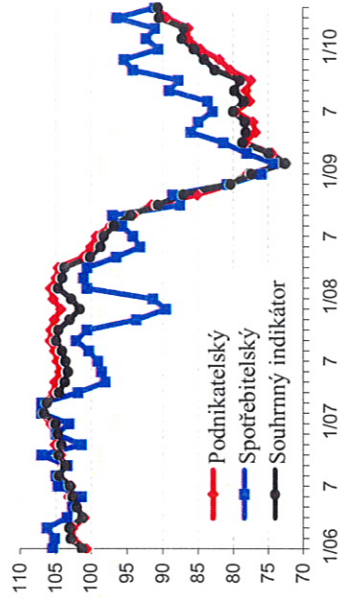
Růst HDP v odvětvích (sez. oč., mizr. v %)



Tržby v maloobchodě (s.c. mizr. v %)

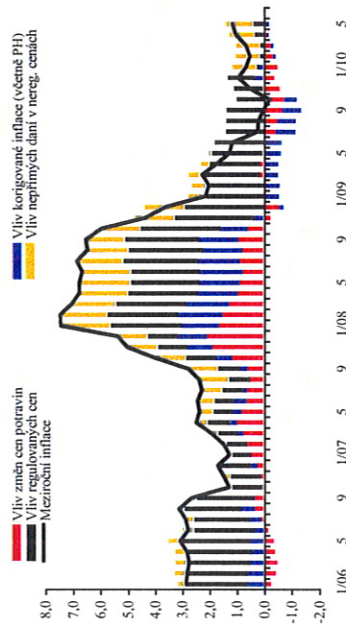


Indikátory důvěry (2005 = 100)

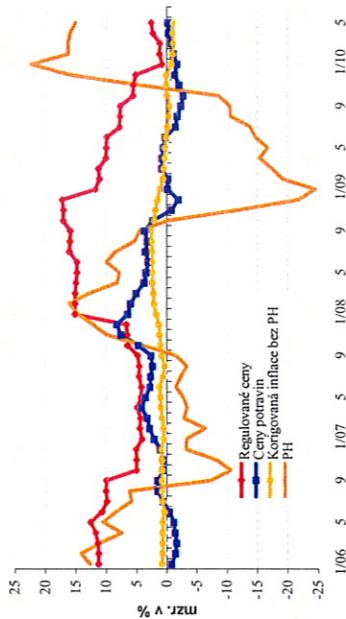


Inflace (1)

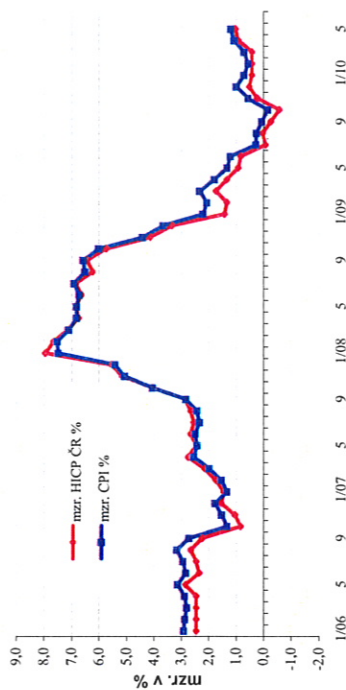
Struktura mizr. růstu spotřebitelských cen



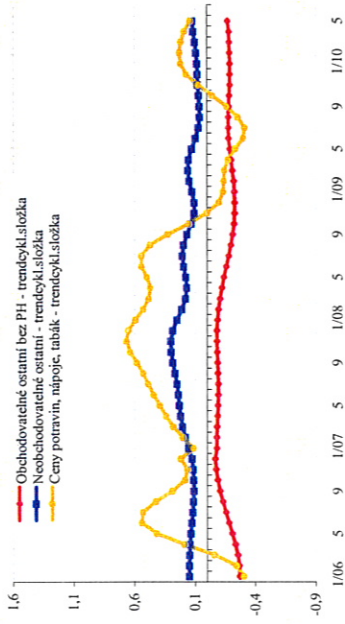
Vývoj složek inflace



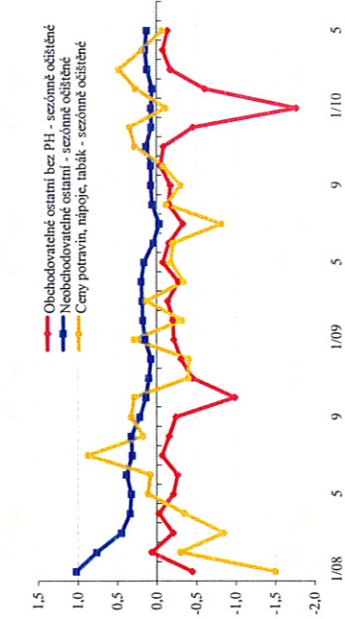
HICP a CPI v ČR



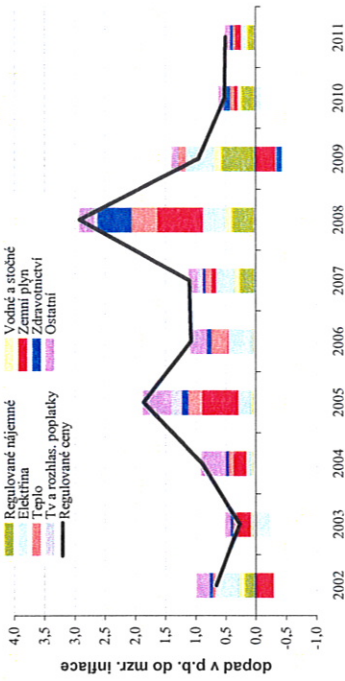
Trendové složky tržních částí inflace



Sezonně očištěné tržní části inflace



Struktura mizr. růstu regulovaných cen - Predikce 3. SZ 2010



Index spotřebitelských cen

Regulované ceny

Primární dopady změn daní v REGUL. cenách v p.p.

Primární dopady změn daní v NEREGUL. cenách v p.p.

ČISTÁ INFLACE

Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté

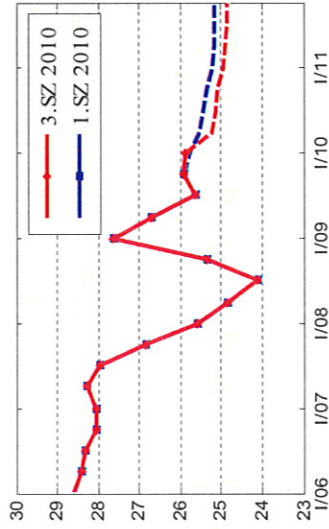
Korigovaná inflace bez PH

Ceny pohonných hmot - čisté

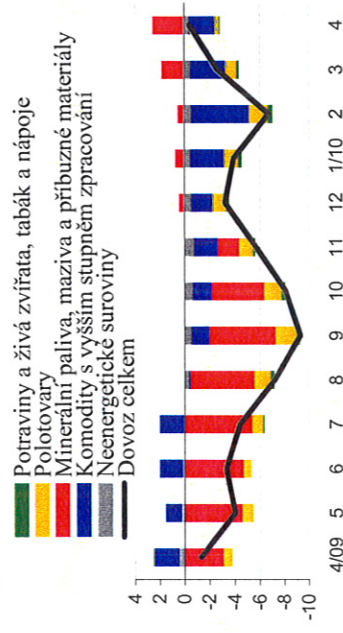
Ménověpolitická inflace

	Skutečnost		Průměrné mizr. růsty (dopady) za dané období												Predikce 3. SZ 2010							
	2008	2009	1.Q 09	2.Q 09	3.Q 09	4.Q 09	1.Q 10	březen 10	duben 10	květen 10	duben 10	květen 10	červen 10	2.Q 10	3.Q 10	4.Q 10	1.Q 11	2.Q 11	3.Q 11	4.Q 11		
Index spotřebitelských cen	6,4	1,1	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	0,7	1,1	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	1,9	2,3	1,8	1,8	1,8	1,9		
Regulované ceny	15,6	8,4	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	0,9	2,1	2,4	1,9	1,8	1,8	1,9	2,6	2,9	3,0	2,6	2,8	2,9		
Primární dopady změn daní v REGUL. cenách v p.b.	0,39	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00		
Primární dopady změn daní v NEREGUL. cenách v p.b.	1,61	0,17	0,57	0,12	0,00	0,00	0,84	0,84	0,88	0,98	0,88	0,96	1,00	0,95	1,02	1,02	0,18	0,07	0,00	0,00		
ČISTÁ INFLACE	2,4	-0,9	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	0,5	0,8	1,4	1,6	1,7	1,8		
Ceny potravin, nápoje, tabák - čisté	3,0	-0,9	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-0,9	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,2	2,1	2,5	2,0	1,7	1,3	1,3		
Korigovaná inflace bez PH	2,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-0,6	0,7	1,3	1,7	1,9		
Ceny pohonných hmot - čisté	4,3	-11,1	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	16,1	15,8	14,9	13,3	10,7	4,3	9,4	7,4	9,8	6,6	4,4	3,0	2,4		
Ménověpolitická inflace	4,4	0,9	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,7	1,2	1,6	1,8	1,8	1,9		

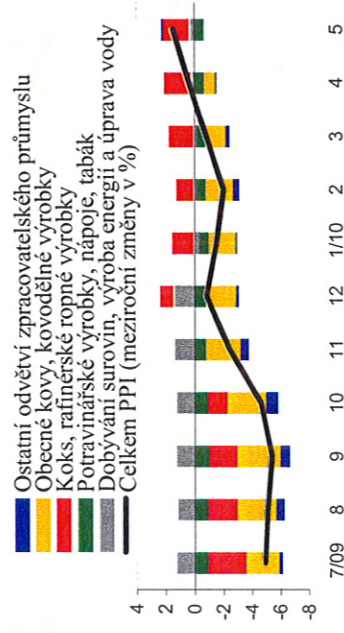
Nominální kurz CZK/EUR



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

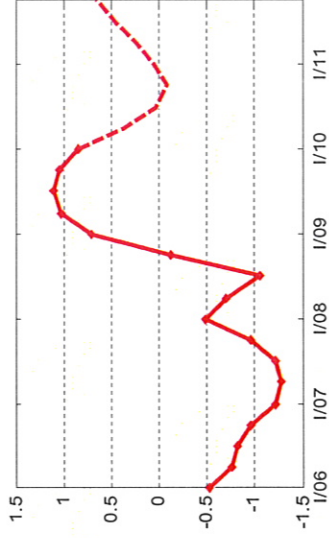


Struktura mzd. růstu cen průmyslových výrobců (v p.b., resp. v %)

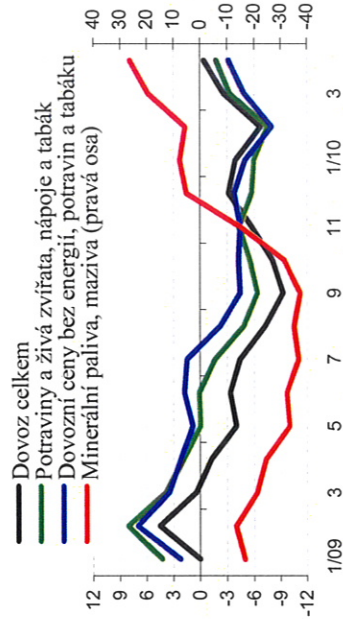


Inflace (2)

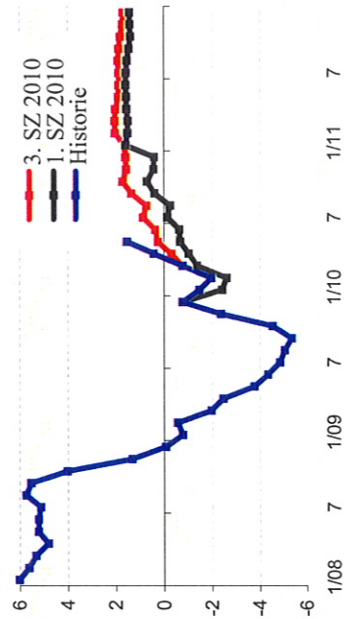
Úrokový diferenciál 3M domácích a zahraničních nominálních sazeb



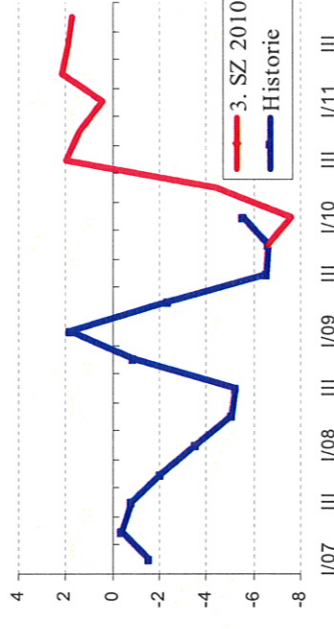
Mzr. růst dovozních cen (v %)



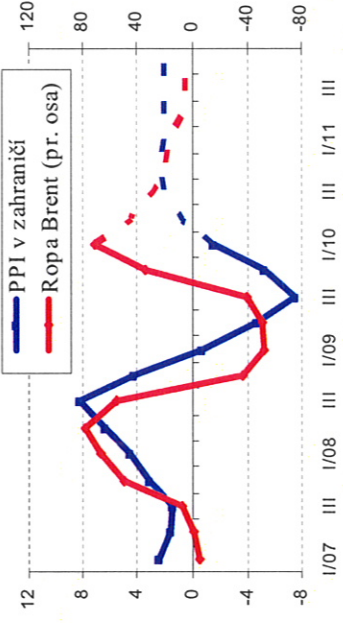
Predikce cen průmyslových výrobců (mzr. v %)



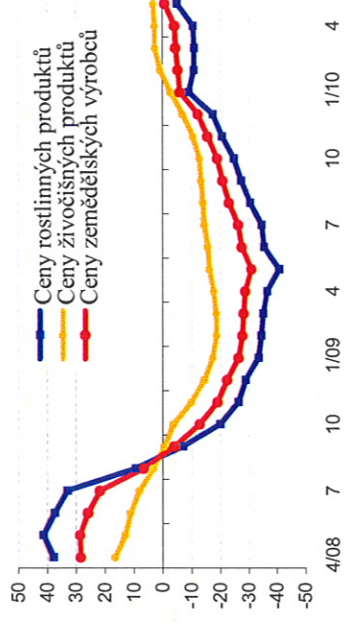
Deflátor dovozu (mzr. v %)



Determinanty dovozních cen (mzr. v %)

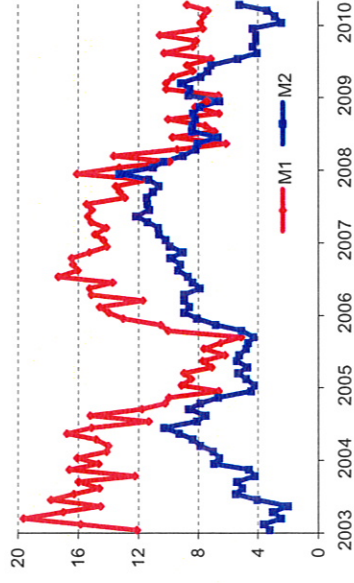


Mzr. růst cen zemědělských výrobců (v %)

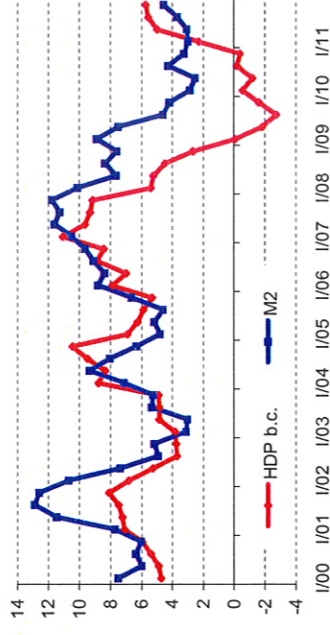


Peníze a úvěry (1)

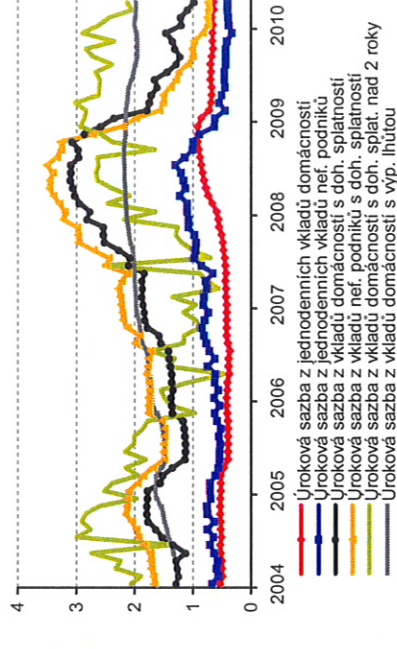
Peněžní agregáty M1 a M2
(mzr. v %)



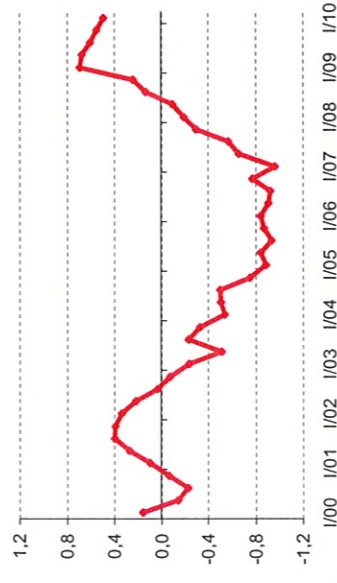
M2 a nominální HDP
(mzr. v %)



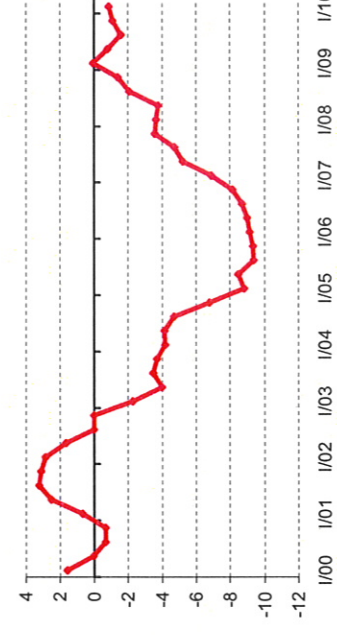
Úrokové sazby z vkladů zahrnutých v M2
(nové obchody, v %)



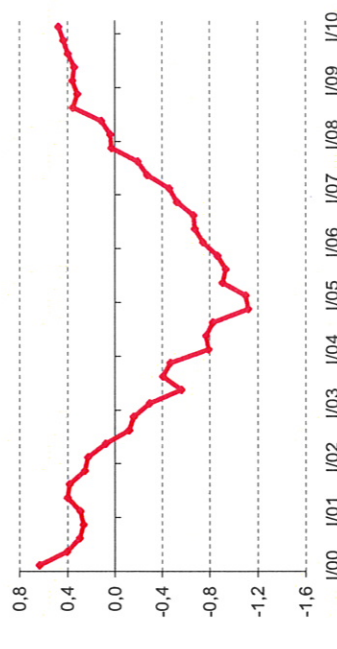
Peněžní převis (v %)



Nominální peněžní mezera (v %)



Reálná peněžní mezera (v %)



Struktura peněžních agregátů

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

	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	3/10	4/10	Podíly na M2 v % 4/10
M1	8,9	8,9	8,5	8,7	7,5	7,3	8,7	59,5
Oběživo	12,3	9,4	6,8	-3,4	-2,4	-2,1	-2,0	12,6
Jednodenní vklady	7,9	8,7	9,0	12,6	10,6	10,1	12,0	46,9
M2-M1 (kvazi-peníze)	8,7	5,5	-0,9	-2,2	-3,7	-2,4	0,4	40,5
Vklady s dohod. splatností do 2 let	-9,5	-11,4	-17,8	-12,8	-7,7	-4,8	-0,4	22,3
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců	44,7	41,9	34,0	16,5	3,6	2,6	1,4	17,3
Repo operace	56,8	47,3	32,9	10,3	-5,7	-7,5	-7,5	13,5
M2	58,0	-11,4	-26,9	-35,4	-37,2	-32,0	-1,0	0,9
	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	3,3	5,2	100,0

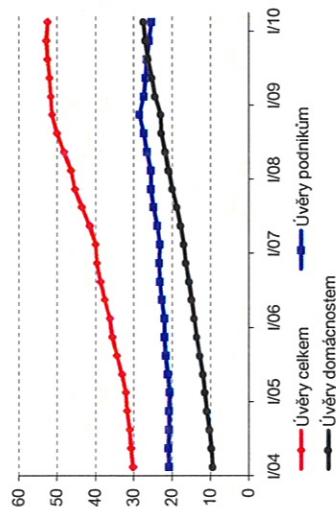
Struktura úvěrů

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

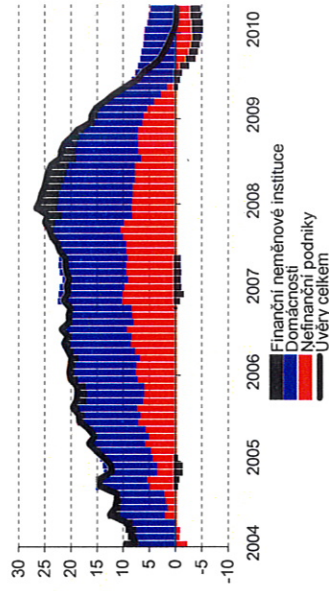
	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	3/10	4/10	Podíly na celkových úvěrech v % 4/10
Nefinanční podniky	11,7	3,6	-2,6	-7,2	-7,5	-7,1	-7,4	40,3
Úvěry do 1 roku	0,3	-12,8	-20,0	-24,6	-15,5	-15,3	-15,6	13,1
Úvěry od 1 roku do 5 let	16,8	15,2	5,7	-0,8	-11,6	-11,3	-15,4	8,2
Úvěry nad 5 let	20,9	15,7	12,7	7,9	1,7	2,2	3,8	19,0
Domácnosti	20,2	17,8	14,7	12,4	10,4	9,6	8,9	52,6
Spotřebitelské úvěry	20,8	17,7	14,4	11,4	8,5	7,6	6,5	9,9
Úvěry na bydlení	18,8	16,6	13,9	11,8	10,6	10,0	9,5	37,0
Ostatní	28,9	26,0	21,4	18,6	13,0	10,3	9,5	5,7
Finanční neměn. instituce	3,9	-2,7	-11,7	-12,3	-18,6	-18,9	-16,0	7,1
Úvěry celkem	14,8	9,4	4,4	1,4	0,0	-0,1	-0,3	100,0

Peníze a úvěry (2)

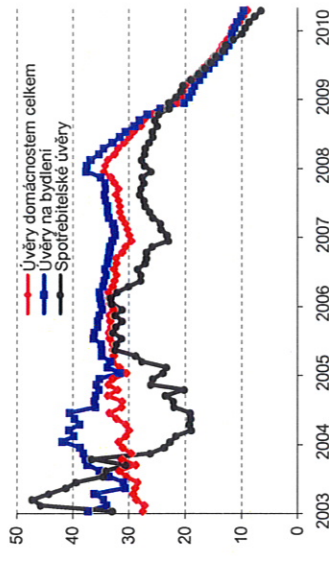
**Poměry úvěrů k HDP
(úvěry od MFI, v %)**



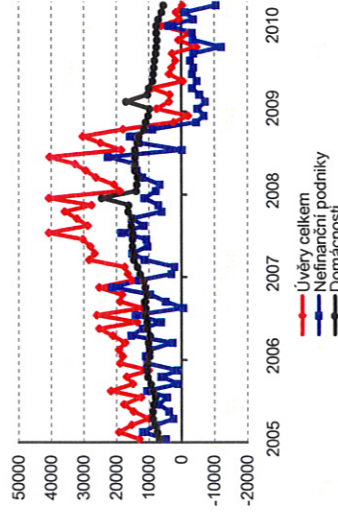
**Struktura meziročního růstu úvěrů
(příspěvky v p.b. a m.zr. v %)**



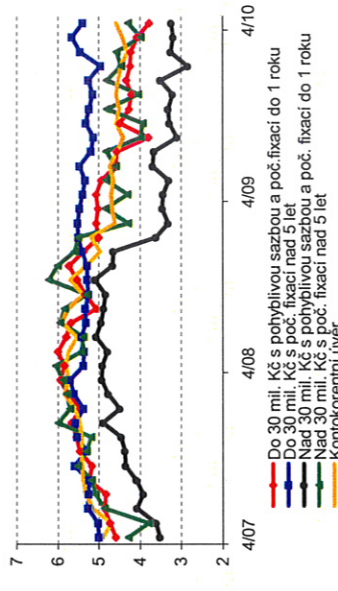
**Úvěry domácnostem
(m.zr. v %)**



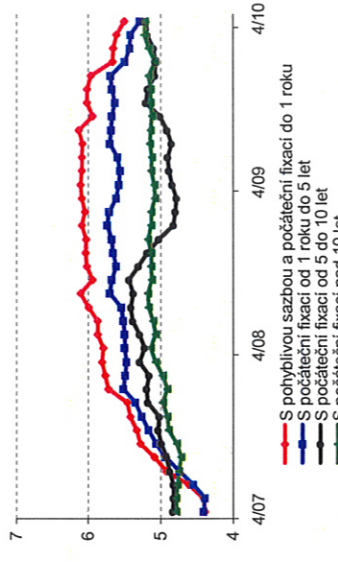
**Úvěry nefinančním podnikům a domácnostem
(měsíční toky v mil. Kč, sezónně očištěné)**



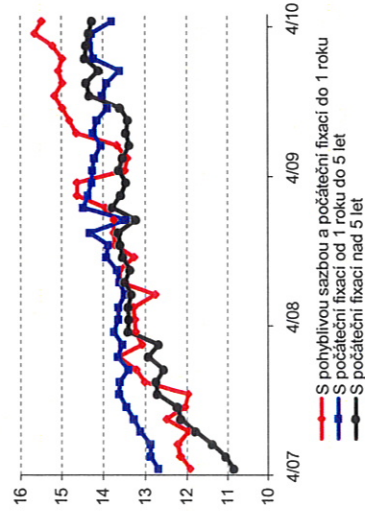
**Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům v ČR
(nové obchody, v %)**



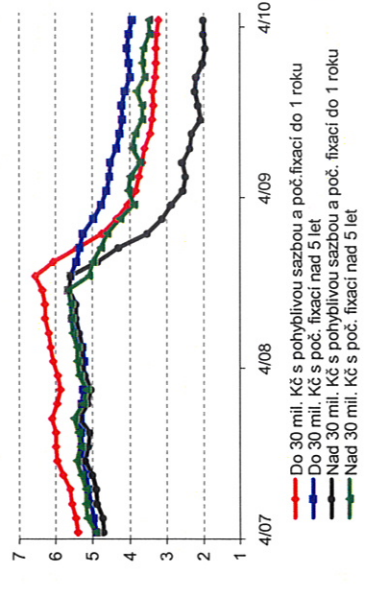
**Úrokové sazby z úvěrů na bydlení v ČR
(nové obchody, v %)**



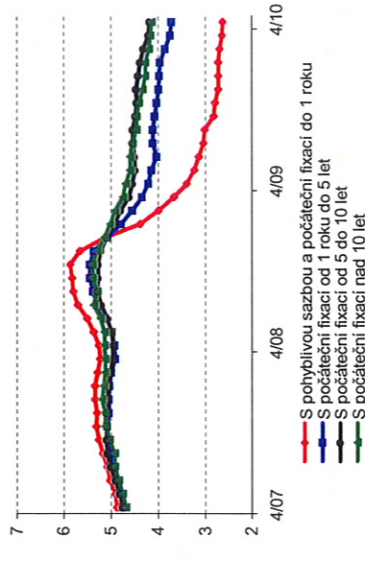
**Úrokové sazby ze spotřebitelských úvěrů v ČR
(nové obchody, v %)**



**Úrokové sazby z úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně
(nové obchody, v %)**

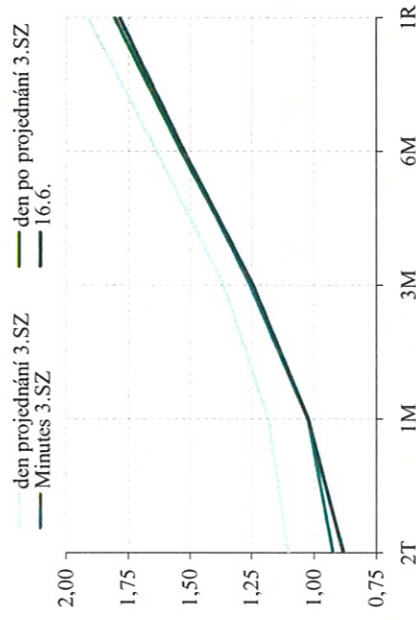


**Úrokové sazby z úvěrů na bydlení v eurozóně
(nové obchody, v %)**

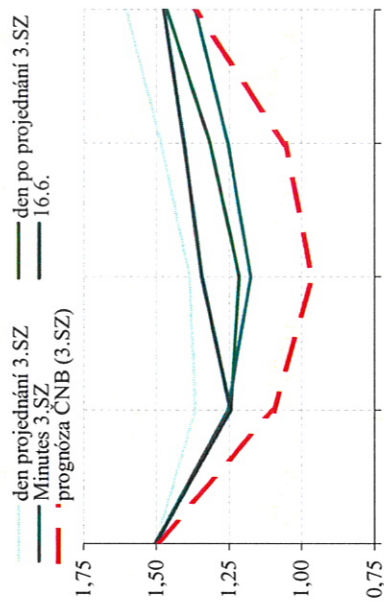


Úrokové sazby

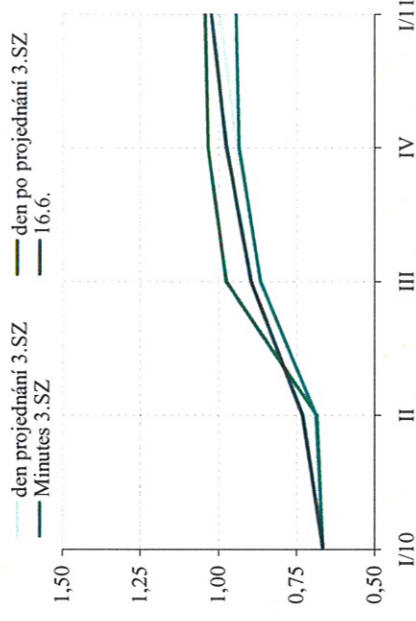
Výnosové křivky PRIBOR (v %)



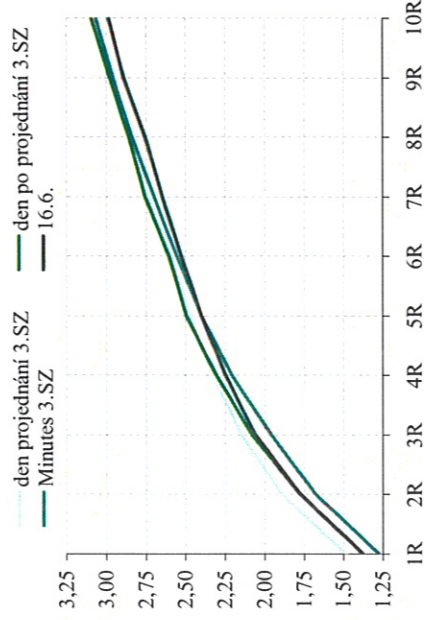
FRA CZK (v %)



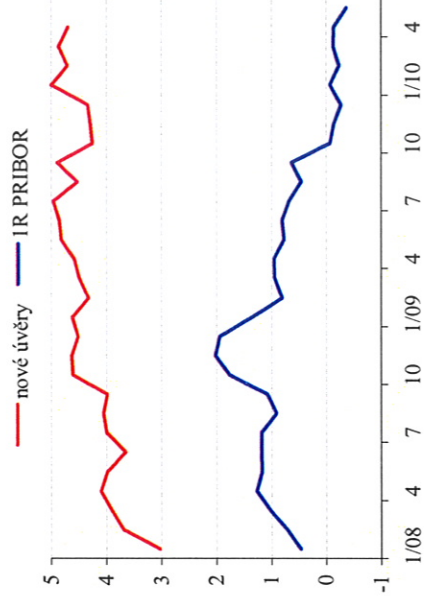
FRA EUR (v %)



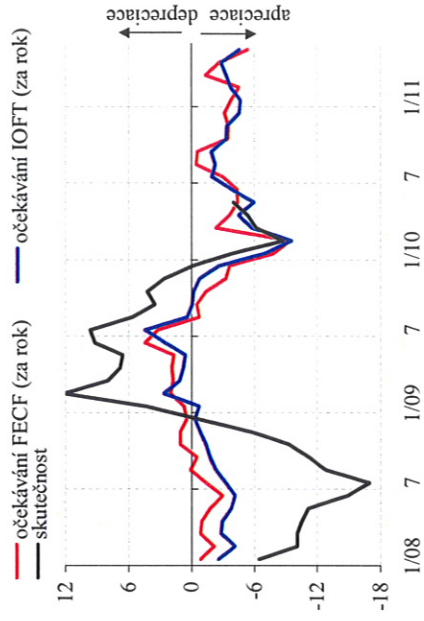
Výnosové křivky IRS CZK (v %)



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 5. Consensus Forecasts z 10. května 2010 a tržních výhledů ze 7. června 2010

Zahraníční cenový vývoj	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (v %) ¹⁾	4,5	6,3	8,2	4,3	-0,7	-4,8	-7,6	-5,3	-1,3	1,3	2,2	2,4	1,9	1,6	2,0	2,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (v %) ²⁾	3,4	3,6	3,8	2,6	1,5	0,7	0,1	0,4	0,8	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,8
cena ropy Brent (USD/barel) ³⁾	96,5	122,2	115,9	56,2	45,0	59,3	68,3	75,0	76,8	79,8	72,9	75,0	77,0	78,6	79,8	80,5
mzr. změna ceny ropy Brent (v %)	66,1	77,8	54,7	-36,7	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,6	34,6	6,8	0,1	0,2	-1,4	9,6	7,4
cena benzínu (USD/l) ⁴⁾	840,6	1052,5	1004,8	464,5	410,0	584,1	645,5	675,3	727,5	745,8	670,0	669,5	688,0	772,3	731,3	702,4
mzr. změna ceny benzínu (v %)	51,4	41,8	41,3	-41,2	-51,2	-44,5	-35,8	45,4	77,4	27,7	3,8	-0,9	-5,4	3,6	9,2	4,9

Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v %) ⁵⁾	3,9	3,3	2,2	-0,8	-5,8	-5,3	-4,2	-2,0	1,9	1,9	1,4	1,1	1,8	1,9	2,0	2,1

Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR ⁶⁾	1,497	1,563	1,501	1,317	1,302	1,362	1,430	1,478	1,382	1,285	1,274	1,296	1,295	1,293	1,293	1,294
3M Euribor ⁷⁾	4,5	4,9	5,0	4,2	2,0	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,3

Poznámky:

- ¹⁾ vážený průměr harmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ²⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ³⁾ výhled cen ropy Brent je odvozen z kontraktů futures ke dni zjišťování Consensus Forecasts
- ⁴⁾ předpověď je odvozena ze swapových kontraktů ke dni zjišťování Consensus Forecasts.
- ⁵⁾ vážený průměr neharmonizovaných indexů pro 14 zemí eurozóny na základě sezónně očištěných řad, odhady pro čtvrtletí odvozeny z predikce Consensus Forecasts pro celoroč
- ⁶⁾ zdrojem předpovědi je výhled Consensus Forecasts v horizontu 3 měsíců a 1 roku
- ⁷⁾ předpověď je odvozena od implikovaných tržních sazeb

Porovnání aktualizovaných údajů s referenčním scénářem pro 3. situační zprávu 2010

Zahraníční cenový vývoj	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10	IV/10	I/11	II/11	III/11	IV/11
efektivní ukazatel cen výrobců eurozóny (mzr. v p.b.)								0,0	0,3	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,1
efektivní ukazatel spotřebitelských cen eurozóny (mzr. v p.b.)								0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
cena ropy Brent (USD/barel)									0,1	-5,1	-14,1	-13,2	-12,2	-11,3	-10,6	-10,3
mzr. změna ceny ropy Brent (v p.b)									0,1	-8,5	-20,7	-17,7	-16,0	-7,5	5,6	4,5
cena benzínu (USD/l)									0,7	-50,1	-120,0	-117,5	-112,8	-106,8	-92,9	-85,3
mzr. změna ceny benzínu (v p.b.)									0,2	-8,6	-18,6	-17,4	-15,6	-6,9	4,8	4,8

Zahraníční poptávka																
efektivní ukazatel HDP eurozóny (mzr. v p.b.)					-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,2	-0,4

Devizové kurzy a úrokové sazby																
nominální kurz USD za 1 EUR									0,000	-0,058	-0,065	-0,041	-0,037	-0,034	-0,035	-0,035
3M Euribor									0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6

Odbor vnějších ekonomických vztahů (414)

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011				
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	I.	II.	III.	IV.	I.	I. S.52	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
POPTÁVKA A NABÍDKA																								
Hrubý domácí produkt																								
HDP	2244,9	2286,0	2368,4	2470,8	2628,5	2812,2	2984,6	3053,3	2931,3	2968,9	3022,5	732,5	729,2	732,8	736,8	740,4	743,2	741,9	740,7	743,0	748,4	752,3	757,6	764,2
HDP	2,4	1,8	3,6	4,3	6,4	7,0	6,1	2,3	-4,0	1,4	1,8	-3,6	-4,7	-4,4	-3,2	1,1	1,8	1,9	1,2	0,8	0,7	1,4	2,3	2,8
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	2,4	2,2	5,9	2,8	2,6	5,2	4,8	3,5	-0,2	-1,5	0,3	0,8	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,1	0,3	0,5	0,6
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	3,6	6,7	7,1	-3,5	2,9	1,2	0,7	1,0	4,2	3,2	1,9	3,1	3,4	5,5	4,8	2,0	5,4	4,3	1,7	1,4	1,5	1,8	2,1	2,2
Tvorba hrubého kapitálu	6,6	4,5	-1,4	8,4	-0,6	10,2	9,3	-3,1	-16,8	0,3	0,9	-8,9	-16,2	-16,0	-25,3	-4,5	-6,0	5,6	2,0	0,2	0,6	0,8	1,0	1,1
Vývoz zboží a služeb	11,2	2,0	7,2	20,3	11,8	16,2	15,0	5,7	-10,5	7,8	5,8	-18,8	-15,5	-8,2	2,3	12,9	13,8	11,2	2,2	5,0	2,7	4,7	7,1	8,8
Dovoz zboží a služeb	12,7	4,9	8,0	17,5	5,2	14,7	14,2	4,3	-10,4	6,3	4,7	-16,9	-14,7	-6,8	-2,1	10,7	10,3	10,9	0,7	4,2	2,5	4,0	5,6	6,7
Čistý vývoz	-97,1	-146,4	-170,7	-152,5	-26,1	3,6	24,5	65,8	55,1	106,6	146,0	-4,2	21,0	16,7	21,5	10,6	27,0	27,3	25,8	26,4	29,3	33,7	39,0	44,1
Koincidenční ukazatele																								
Průmyslová produkce	7,4	4,1	1,6	10,4	3,9	8,3	10,6	-1,8	-13,6			-19,0	-19,0	-13,2	-2,1	7,5								
Stavební produkce	10,4	3,0	9,3	8,8	5,2	6,0	7,1	0,0	-0,9			-10,8	1,2	0,3	2,0	-21,4								
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	8,5	1,7	7,3	3,9	8,1	10,9	9,9	2,7	-4,7			-4,3	-5,1	-5,4	-4,0	-0,8								
CENY																								
Hlavní cenové ukazatele																								
Míra inflace	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0			5,0	3,7	2,1	1,0	0,7	0,7							
Spotřebitelské ceny	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,4	1,8	2,2	1,4	0,2	0,4	0,7	0,7	0,9	1,9	2,3	1,8	1,8	1,8	1,9
Regulované ceny (17,15 %)*	11,1	5,7	0,6	3,5	5,7	9,3	4,8	15,6	8,4	2,1	2,8	11,2	9,8	7,5	5,2	0,8	0,8	1,9	2,6	2,9	3,0	2,6	2,8	2,9
Čistá inflace (82,85 %)*	3,3	0,8	0,0	1,8	0,7	0,4	1,7	2,4	-0,9	0,1	1,6	-0,6	-0,6	-1,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	0,5	0,8	1,4	1,6	1,7	1,8
Ceny potravin (25,63 %)*	4,6	-0,9	-1,2	2,8	0,0	-0,2	3,8	3,0	-0,9	0,8	1,6	0,0	0,4	-2,0	-2,2	-1,4	-1,4	-0,2	2,1	2,5	2,0	1,7	1,3	1,3
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (53,52 %)*	3,0	2,4	0,6	1,2	0,7	0,6	0,7	2,0	0,0	-0,9	1,4	0,6	0,1	-0,5	-0,2	-1,1	-1,1	-1,2	-0,8	-0,6	0,7	1,3	1,7	1,9
Ceny pohonných hmot (3,70 %)*	-4,9	-9,3	1,5	4,5	7,8	3,7	-0,3	4,3	-11,1	11,2	4,1	-20,5	-15,7	-11,8	3,7	18,1	18,1	9,4	7,4	9,8	6,6	4,4	3,0	2,4
Měnovépolitická inflace (bez vlivu změn daní)	4,7	1,8	0,1	2,0	1,8	2,3	2,2	4,4	0,9	0,4	1,8	1,6	1,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	1,2	1,6	1,8	1,8	1,9
Deflátor HDP	4,9	2,8	0,9	4,5	-0,3	1,1	3,4	1,8	2,6	-2,1	2,7	3,6	3,3	2,2	1,3	-1,7	-2,5	-3,1	-1,4	-1,2	1,5	3,5	3,1	2,7
Díličí cenové ukazatele																								
Ceny průmyslových výrobků	3,0	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-3,1	0,3	1,8	-1,1	-3,6	-5,2	-2,6	-1,4	-1,4	0,1	0,9	1,6	1,8	1,9	1,8	1,7
Ceny zemědělských výrobků	9,6	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	10,8	-24,3	3,1	3,1	-27,8	-29,5	-23,8	-16,0	-5,6	-5,6	-1,5	6,4	12,9	7,6	3,8	0,7	0,4
Ceny stavebních prací	4,0	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	1,3			2,8	1,4	0,5	0,3	0,3	0,3							
Ceny tržních služeb v podnikatelské sféře	3,9	3,2	1,6	2,4	2,0	3,3	1,6	3,8	1,5			2,1	1,7	1,2	0,9	-1,2	-1,2							
Cena ropy Brent	-14,1	2,2	15,5	32,7	42,3	20,0	11,1	34,5	-36,7	36,1	7,0	-53,3	-51,5	-41,1	33,3	70,5	70,5	43,1	27,5	17,7	16,2	6,0	4,0	2,9
TRH PRÁCE																								
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	8,8	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	8,3	4,0	3,0	3,2	2,9	3,2	4,6	5,2	2,2	3,5	3,6	2,8	2,3	2,7	3,1	3,4	3,7
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	3,9	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,9	3,0	1,6	1,4	0,8	1,8	4,5	4,8	1,5	2,9	2,6	0,9	-0,1	0,9	1,2	1,5	1,8
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	0,3	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,7	-2,1	-0,9	-0,1	-0,9	-1,8	-2,8	-2,9	-3,2	-3,2	-1,5	-1,1	-0,5	-0,2	0,0	0,4	0,4
Nominální jednotkové mzdové náklady	6,2	4,6	2,3	1,8	0,6	1,0	3,0	6,1	4,2	-1,5	0,9	5,0	4,4	4,7	2,9	-3,2	-2,8	-2,0	-0,9	-0,5	0,6	0,9	0,8	1,1
Nominální jednotkové mzdové náklady v průměru	11,0	0,6	3,4	-4,4	-4,1	-5,6	1,0	0,5	4,5			4,5	5,2	5,1	3,0	-7,0								
Souhrnná produktivita práce	2,5	1,9	3,6	4,1	5,2	4,8	3,4	1,2	-3,0	2,2	1,9	-3,6	-4,1	-3,1	-1,0	3,2	3,4	3,0	1,5	1,2	0,9	1,6	2,3	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)			7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	8,1	8,5	5,8	6,3	7,3	7,2	8,0	7,8	7,9	8,4	8,4	8,6	8,3	8,7	8,5
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)				10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	8,3	10,0	10,2	7,5	8,1	8,7	9,0	10,1	10,1	9,5	10,1	10,1	10,5	9,9	10,3	10,0
VEŘEJNÉ FINANCE																								
Saldo veřejných financí (ESA 95)	-131,8	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-84,5	-23,2	-98,6	-213,7	-196,9	-223,4													
Saldo veřejných financí / HDP**	-5,6	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,5	-5,9													
Vládní dluh (ESA95)	584,7	695,0	768,3	847,8	885,4	948,3	1023,8	1104,9	1282,3	1425,3	1636,7													
Vládní dluh / HDP**	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,4	39,6	43,4													

Klíčové makroekonomické indikátory

	roky											čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010				čtvrtletí roku 2011					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	I.	II.	III.	IV.	I.	I. 3.SZ	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	
VNĚJŠÍ VZTAHY																									
Vývoz a dovoz zboží																									
Vývoz zboží		13,2	-1,2	9,3	25,7	8,5	14,8	15,6	-0,2	-13,8	3,2	6,8	-19,1	-19,4	-13,0	-2,1	10,5	5,3	5,2	1,0	1,5	1,8	6,3	8,5	10,6
Dovoz zboží		11,6	-4,4	8,7	21,4	4,6	15,0	13,6	0,6	-17,7	3,9	6,7	-20,2	-22,8	-16,7	-10,5	8,9	2,8	6,2	2,6	4,0	1,7	6,1	8,2	10,5
Běžný účet platební bilance																									
Obchodní bilance		-116,7	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	102,7	180,6	175,0	190,0	41,7	52,4	44,2	42,2	62,6	56,0	51,0	38,0	30,0	58,0	55,0	42,0	35,0
Obchodní bilance / HDP		-5,0	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	5,0	4,9	5,0	4,8	5,7	4,9	4,6	7,2	6,5	5,6	4,2	3,3	6,5	5,8	4,4	3,6
Bilance služeb		58,0	21,9	13,2	16,6	36,9	45,1	49,7	65,9	27,0	25,0	25,0	14,7	9,4	2,7	0,2	-7,4	5,0	8,0	7,0	5,0	5,0	8,0	7,0	5,0
Běžný účet platební bilance		-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0	-40,0	-50,0	25,0	-30,7	-23,7	-7,5	16,1	33,0	-33,0	-25,0	-15,0	25,0	-29,0	-30,0	-16,0
Běžný účet platební bilance / HDP		-5,3	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,4	-3,2	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	2,8	-3,3	-2,6	-0,8	1,8	3,8	-3,6	-2,8	-1,6	2,8	-3,1	-3,1	-1,6
Příjmé zahraniční investice																									
Příjmé investice		208,3	270,9	53,5	101,8	279,6	90,3	179,1	36,3	26,5	55,0	75,0	14,7	-0,3	-17,9	30,0	36,2	.	.	.	.	.	.	.	.
Měnové kurzy																									
Kč/USD		38,0	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,1	18,7	18,7	21,2	19,6	17,9	17,5	18,7	18,7	18,7	18,8	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Kč/EUR		34,1	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	26,5	25,3	24,9	27,6	26,7	25,6	25,9	25,9	25,9	25,2	25,1	25,1	24,9	24,9	24,8	24,8
Kč/EUR, reálné (CPI eurozóna), průměr		.	.	.	0,0	-6,3	-5,1	-2,2	-12,5	5,6	-4,3	-1,5	7,4	6,7	6,1	2,2	-6,1	-6,1	-5,4	-2,0	-3,6	-3,6	-1,0	-0,7	-0,5
Kč/EUR, reálné (PPI eurozóna), průměr		.	.	.	-3,1	-5,6	-1,3	-3,9	-8,9	4,4	-3,8	-1,7	8,6	6,1	3,4	-0,6	-6,4	-6,4	-5,0	-0,9	-2,8	-3,6	-1,3	-1,1	-0,7
Ceny zahraničního obchodu																									
Vývozní ceny		0,4	-6,6	0,8	3,6	-1,5	-1,2	1,4	-4,6	0,2	-1,8	0,5	5,2	1,3	-2,2	-3,5	-6,5	-6,5	-2,7	1,4	0,6	-0,3	0,7	0,7	0,8
Dovozní ceny		-1,5	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,3	-3,5	0,8	1,0	1,6	-2,9	-7,0	-5,7	-4,4	-4,5	-0,2	4,4	3,3	1,3	1,2	0,8	0,7
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY																									
M2		11,1	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,4	6,2	3,1	3,5	8,8	7,5	4,6	4,1	2,8	2,6	2,5	4,2	3,2	2,9	3,0	3,6	4,5
2T repo sazba		4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	.	.	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	.	.	.	.	.	.	.
3M PRIBOR		5,2	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,2	1,1	1,9	2,7	2,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,1	1,0	1,1	1,4	1,7	2,1	2,5

Legenda: * v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši, ceny potravin jsou včetně alkoholických nápojů a tabáku

** kalkulace ČNB