



národní
úložiště
šedé
literatury

Zpráva o inflaci / I, 2009

Česká národní banka
2009

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123837>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 28.06.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní nusl.cz .

ZPRÁVA O INFLACI / I

2009

ZPRÁVA O INFLACI / I

Počínaje rokem 1998 přešla Česká národní banka k přímému cílování inflace. V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci.

Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12 - 18 měsíců v budoucnosti). Zpráva o inflaci v kapitole II informuje o hospodářském a měnovém vývoji v uplynulém čtvrtletí, který představuje výchozí podmínky pro prognózu budoucího vývoje české ekonomiky. Prognóza vývoje české ekonomiky, sestavená Sekcí měnovou a statistiky ČNB, je pak popsána v kapitole III. Počínaje touto Zprávou o inflaci začíná ČNB zveřejňovat prognózu měnového kurzu CZK/EUR v číselné podobě formou vějířového grafu stejně, jak tomu od roku 2008 činí u prognózy celkové inflace, měnověpolitické inflace, trajektorie úrokových sazeb a růstu HDP.

Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy. O průběhu diskuzí bankovní rady na posledních dvou zasedáních a o důvodech, které ji v tomto období vedly k přijetí měnověpolitických opatření, informují na konci této Zprávy o inflaci záznamy z jednání bankovní rady.

Přílohou této Zprávy o inflaci je materiál, který analyzuje současné a očekávané plnění maastrichtských kritérií a míru ekonomické sladění ČR s eurozónou a na základě těchto analýz doporučuje nestanovovat prozatím cílové datum vstupu do eurozóny, a tudíž neusilovat v průběhu roku 2009 o vstup do mechanismu ERM II. Materiál zpracovalo Ministerstvo financí ČR a Česká národní banka a schválila jej vláda ČR na svém zasedání 16. prosince 2008.

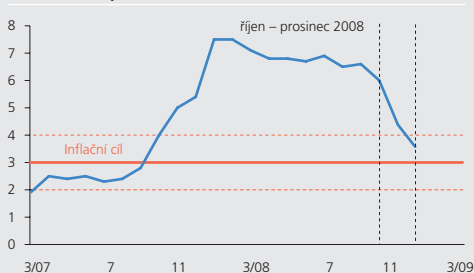
Tato Zpráva o inflaci byla schválena bankovní radou České národní banky dne 12. února 2009 a obsahuje informace dostupné k 23. lednu 2009.

Není-li uvedeno jinak, zdrojem ve Zprávě obsažených dat jsou ČSÚ nebo ČNB. Všechny dosud publikované Zprávy o inflaci jsou k dispozici na internetové adrese <http://www.cnb.cz>. Na stejné internetové adrese jsou uveřejněna podkladová data k tabulkám a grafům v textu této Zprávy o inflaci.

PŘEDMLUVA	1
OBSAH	3
I. SHRNU TÍ	4
BOX 1 Publikování číselné prognózy měnového kurzu	6
II. SOUČASNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ	8
II.1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ	8
II.2 MĚNOVÉ PODMÍNKY	10
II.2.1 Úrokové sazby	10
II.2.2 Měnový kurz	11
II.3 POPTÁVKA A NABÍDKA	12
II.3.1 Domácí poptávka	12
II.3.2 Čistá zahraniční poptávka	14
II.3.3 Nabídka	15
II.3.4 Finanční hospodaření nefinančních podniků	16
II.4 TRH PRÁCE	17
II.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost	17
II.4.2 Mzdy a produktivita	19
II.5 PLATEBNÍ BILANCE	20
II.5.1 Běžný účet	20
II.5.2 Kapitálový účet	21
II.5.3 Finanční účet	21
II.6 MĚNOVÝ VÝVOJ	22
II.6.1 Peníze	22
II.6.2 Úvěry	23
II.7 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ	24
II.7.1 Dovozní ceny	24
II.7.2 Ceny výrobců	25
II.8 INFLACE	27
II.8.1 Současný vývoj inflace	27
II.8.2 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle	29
III. MAKROEKONOMICKÁ PROGNÓZA A JEJÍ PŘEDPOKLADY	31
III.1 SHRNU TÍ POČÁTEČNÍCH PODMÍNEK	31
III.2 PROGNÓZA	32
III.2.1 Předpoklady prognózy	32
III.2.2 Vyznění prognózy	33
BOX 2 Vývoj měnového kurzu v modelu g3	34
III.3 PROGNÓZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ	36
PŘÍLOHA	38
VYHODNOCENÍ PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ A STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI ČR S EUROZÓNOU	38
ZÁZNAMY Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB	58
ZÁZNAM Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB ZE DNE 17. PROSINCE 2008	58
ZÁZNAM Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB ZE DNE 5. ÚNORA 2009	60
SEZNAM GRAFŮ POUŽITÝCH V TEXTU	62
SEZNAM TABULEK POUŽITÝCH V TEXTU	64
POUŽITÉ ZKRATKY	65
SEZNAM BOXŮ A PŘÍLOH OBSAŽENÝCH VE ZPRÁVÁCH O INFLACI	66
GLOSÁŘ POJMŮ	68
TABULKOVÁ PŘÍLOHA	70
SEZNAM TABULEK V TABULKOVÉ PŘÍLOZE	89

GRAF I.1 PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE

Inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 snížila a v prosinci se již nacházela opět uvnitř tolerančního pásma inflačního cíle
(meziroční změny v %)



Meziroční inflace se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 výrazně snížila a po třinácti měsících se vrátila zpět do tolerančního pásma inflačního cíle (Graf I.1). Ve třetím čtvrtletí 2008 pokračoval postupný pokles tempa ekonomického růstu. Aktuální ukazatele však naznačují zlom směrem k výraznému ekonomickému útlumu ve čtvrtém čtvrtletí v důsledku světové finanční a hospodářské krize. Bankovní rada ve čtvrtém čtvrtletí snížila měnověpolitické úrokové sazby ve dvou krocích celkově o 1,25 procentního bodu. Aktuální prognóza předpokládá prudké zpomalení ekonomického růstu vlivem světové finanční a hospodářské krize. Spolu s tím inflace poklesne až k nulovým hodnotám v polovině letošního roku, poté se začne navracet k 2% inflačnímu cíli. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb. Na svém únorovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná a rozhodla většinou hlasů snížit úrokové sazby o 0,50 procentního bodu.

Měnověpolitické rozhodování bankovní rady ČNB ve čtvrtém čtvrtletí 2008 vycházelo z prognózy inflace zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci. Celková i měnověpolitická inflace se na horizontu měnové politiky měla podle prognózy nacházet na úrovni 2% inflačního cíle platného od roku 2010. Se základním scénářem prognózy a jejími předpoklady byl konzistentní pokles úrokových sazeb, následovaný jejich mírným růstem na přelomu let 2009 a 2010.

Bankovní rada v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 přistoupila ke dvojímu snížení měnověpolitických úrokových sazeb. S účinností od 7. listopadu je snížila o 0,75 procentního bodu a o dalších 0,50 procentního bodu s účinností od 18. prosince. Členové bankovní rady se v obou případech shodovali, že bilance rizik je výrazně vychýlena protiinflačním směrem, respektive směrem k výraznějšímu snižování úrokových sazeb. Jednalo se zejména o zhoršující se výhled eurozóny, pokles úrokových sazeb ve světě a výrazný propad cen komodit, energetických surovin a potravin. Na prosincovém zasedání bankovní rady se k argumentům pro razantnější snížení úrokových sazeb připojila i potřeba stabilizace inflačních očekávání při vědomí rizika prudké dezinflace.

Listopadové i prosincové snížení měnověpolitických úrokových sazeb se postupně promítlo do snížení tržních úrokových sazeb v kratších splatnostech a v menší míře i do sazeb v delších splatnostech. Tržní sazby reagovaly se zřetelným zpožděním, neboť zároveň došlo k nárůstu kreditní premie v důsledku nedůvěry na finančních trzích. Jejich pokračující pokles v lednu letošního roku odrážel očekávané další snižování měnověpolitických úrokových sazeb.

Ačkoli úrokový diferencál se vlivem výraznějšího poklesu zahraničních než domácích úrokových sazeb posunul do kladných hodnot, kurz koruny k euru i dolaru od počátku listopadu 2008 oslabil zhruba o 15 %. Hlavním důvodem byl pokles držby tuzemských portfoliových aktiv nerezidenty. Podepsaly se na tom likviditní problémy mnohých zahraničních subjektů vyvolané zářijovým prohloubením finanční krize v USA a západní Evropě. Poptávku po investicích do korunových instrumentů tlumilo rovněž zhoršení sentimentu vůči středoevropskému regionu odrážející problémy některých zemí (zejména Maďarska a pobaltských republik) se zahraničním financováním a nepříznivý výhled pro všechny ekonomiky v regionu v důsledku prudkého poklesu zahraniční poptávky.

Meziroční tempo růstu české ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2008 pokračovalo v postupném poklesu. Zpomalení růstu se projevilo ve všech složkách HDP s výjimkou spotřeby vlády. K růstu HDP nadále nejvíce přispíval čistý vývoz, rostly i spotřeba domácností, fixní investice a spotřeba vlády. Pokračující výrazné meziroční snížení stavu zásob přispělo k růstu HDP negativně. Dostupné měsíční údaje signalizují dramatické zpomalení hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008. Hlavním důvodem je propad zahraniční poptávky, nepříznivě působí i zpřísnění úvěrových podmínek a s ním související zpomalení růstu úvěrů.

TAB. I.1 HLAVNÍ MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE

Kurz koruny k euru ve čtvrtém čtvrtletí 2008 oslaboval
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	9/08	10/08	11/08	12/08
Růst spotřebitelských cen	6,6	6,0	4,4	3,6
Růst cen průmyslových výrobců	5,5	3,9	1,2	-0,2
Růst peněžní zásoby (M2)	8,2	8,3	7,9	-
3M PRIBOR ^{a)} , v %	3,8	4,2	4,2	3,9
Kurz CZK/EUR ^{a)} , úroveň	24,50	24,79	25,18	26,11
Kurz CZK/USD ^{a)} , úroveň	17,05	18,58	19,77	19,48
Saldo st. rozpočtu od ledna ^{b)} , mld. Kč	10,5	10,9	-6,5	-19,4
Růst HDP ve stálých cenách ^{c)} , d)	4,2	-	-	-
Průměrná nominální mzda ^{d)}	7,9	-	-	-
Míra nezaměstnanosti ^{e)} , v %	5,3	5,2	5,3	6,0

a) průměrná úroveň za daný měsíc

b) vč. OSFA, stav ke konci měsíce

c) údaj za čtvrtletí končící daným měsícem

d) sezonně očištěno

e) dle MPSV, stav ke konci měsíce

Meziroční růst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2008 se v podmínkách zpomalování ekonomického růstu dále snížil, stejně jako počet volných pracovních míst. Výsledkem byl obrat ve vývoji míry nezaměstnanosti v závěru roku. Zhoršené podmínky na trhu práce se do vývoje mezd ve třetím čtvrtletí výrazněji nepromítly a meziroční růst nominálních mezd v podnikatelské sféře oproti předchozímu čtvrtletí zpomalil jen mírně. Růst reálných mezd byl ve třetím čtvrtletí nadále výrazně tlumen vlivem přetrvávající vysoké meziroční inflace.

Pokles cen potravin a energetických surovin společně se zmírněním domácích inflačních tlaků vedl v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 k výraznému zpomalení inflace. V prosinci se snížila celková inflace pod horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle a měnověpolitická inflace výrazně pod inflační cíl. Oba tyto ukazatele přitom byly v průměru za čtvrtletí o zhruba jeden procentní bod nižší, než předpokládala prognóza v předchozí Zprávě o inflaci. Došlo k výraznému poklesu čisté inflace, a na inflaci se tak v rozhodující míře podílely regulované ceny a změny nepřímých daní.

Kapitola III Zprávy o inflaci popisuje aktuální prognózu ČNB zohledňující informace získané od sestavení minulé prognózy. Současný ekonomický vývoj je nadále hodnocen jako sestup z vrcholu hospodářského cyklu s tím, že tento sestup je rychlejší než předpokládala minulé prognóza. V ekonomice dochází k rychlému odezdnívání domácích proinflačních tlaků. Zároveň však v důsledku znehodnocení měnového kurzu odezdnívají protiinflační tlaky plynoucí ze zhodnocení kurzu v prvních třech čtvrtletích roku 2008. V souhrnu jsou aktuální inflační tlaky hodnoceny jako protiinflační, avšak jejich intenzita se vlivem oslabujícího kurzu významně snížila.

Celková inflace bude v letošním roce pokračovat ve svém poklesu a v polovině roku se dostane blízko nulovým hodnotám (Graf I.2). Ve čtvrtém čtvrtletí však začne znovu růst a blížit se 2% inflačnímu cíli, platnému od začátku roku 2010. V horizontu měnové politiky, tj. v prvním pololetí roku 2010, se celková inflace již bude nacházet přibližně na úrovni inflačního cíle.

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude od celkové inflace odlišovat pouze v první polovině letošního roku, poté je již prognóza měnověpolitické inflace shodná s prognózou celkové inflace.

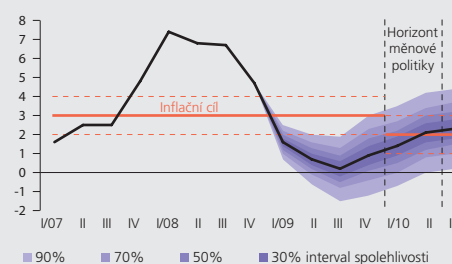
Prognóza očekává prudké zpomalení ekonomického růstu (Graf I.3). Po téměř 4% růstu v roce 2008 česká ekonomika vlivem světové finanční a hospodářské krize zbrzdí na zhruba nulový či mírně záporný průměrný růst v letošním roce. V roce 2010 pak prognóza v souladu s mírným oživením zahraniční poptávky předpokládá návrat ekonomiky k růstu. Ten by však měl být v průměru pouze 1%, i když se bude v průběhu roku postupně zrychlovat.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb (Graf I.4). Měnový kurz koruny vůči euru, který v prvním čtvrtletí letošního roku oslabuje, by měl ve druhém čtvrtletí korigovat své ztráty a ve zbytku prognózy být zhruba stabilní (Graf I.5).

Počínaje touto Zprávou o inflaci začíná ČNB zveřejňovat prognózu měnového kurzu CZK/EUR v číselné podobě formou vějířového grafu stejně, jak tomu od roku 2008 činí u prognózy celkové inflace, měnověpolitické inflace, trajektorie úrokových sazeb a růstu HDP. Box 1 vysvětluje motivaci tohoto kroku, upozorňuje na podmíněný charakter zveřejňované prognózy měnového kurzu a stručně rekapituluje metodologii tvorby vějířových grafů.

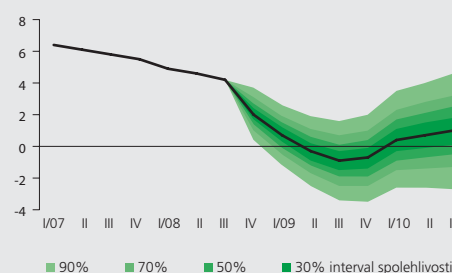
GRAF I.2 PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se na horizontu měnové politiky nachází na úrovni 2% inflačního cíle platného od roku 2010 (meziroční změny v %)



GRAF I.3 PROGNÓZA RŮSTU HDP

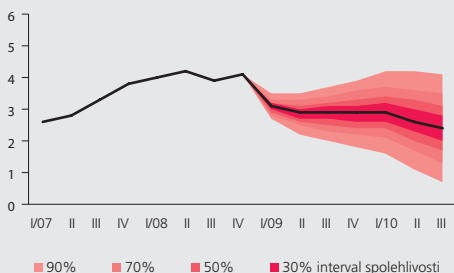
V roce 2009 dojde k mírnému poklesu ekonomické aktivity (meziroční změny v %, sezonně očištěno)



GRAF I.4 PROGNÓZA ÚROKOVÝCH SAZEB

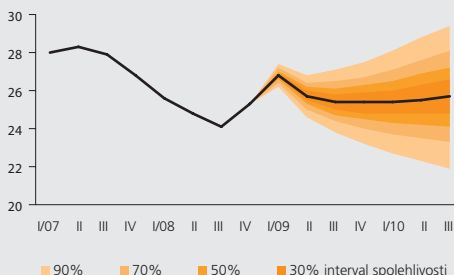
S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb

(3M PRIBOR v %)

**GRAF I.5 PROGNÓZA MĚNOVÉHO KURZU**

Nominální měnový kurz bude nejprve korigovat své oslabení ze začátku roku 2009 a poté bude přibližně stabilní

(CZK/EUR)



Na svém únorovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná. Proinflačně podle bankovní rady může působit další oslabování kurzu koruny, protiinflačně naopak hlubší a déletrvající propad ekonomické aktivity v zahraničí. Bankovní rada v souladu s prognózou rozhodla většinou hlasů snížit úrokové sazby o 0,50 procentního bodu. Pro toho rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, jeden člen hlasoval pro snížení o 0,25 procentního bodu a jeden člen hlasoval pro snížení o 0,75 procentního bodu.

Tato Zpráva o inflaci přináší v příloze plné znění materiálu „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou“, na jehož vypracování se podílela ČNB a který dne 16. prosince 2008 schválila vláda ČR. Účelem tohoto materiálu je každoročně informovat vládu ČR o současném a očekávaném budoucím plnění maastrichtských kritérií a míře sladění české ekonomiky s ekonomikou eurozóny. Poslední vyhodnocení vyústilo do doporučení nestanovovat prozatím cílové datum vstupu do eurozóny, a tedy neusilovat v průběhu roku 2009 o vstup do mechanismu ERM II.

BOX 1

Publikování číselné prognózy měnového kurzu

Počínaje první prognózou v roce 2009 začíná ČNB zveřejňovat prognózu měnového kurzu CZK/EUR v číselné podobě formou vějířového grafu. Tento box vysvětluje motivaci uvedeného kroku, upozorňuje na podmíněný charakter zveřejňované prognózy měnového kurzu a stručně rekapituluje metodologii tvorby vějířových grafů.

Do současnosti byl prognózovaný vývoj měnového kurzu prezentován ve Zprávách o inflaci pouze formou slovního popisu, podobně jak tomu bylo až do začátku roku 2008 i v případě prognózy úrokových sazeb. Pozitivní zkušenost se zveřejňováním prognózy úrokových sazeb v číselné podobě formou vějířových grafů vedla k rozhodnutí publikovat ve stejné podobě také prognózu měnového kurzu. Zveřejňování predikce kurzu tak umožní uživatelům prognóz ČNB získat úplnou informaci o očekávaném vývoji domácích ekonomických veličin, posoudit vnitřní konzistenci celého předkládaného makroekonomického výhledu a případně si udělat obrázek o bilanci rizik této prognózy s ohledem na kurzový vývoj. Uvedeným krokem se ČNB stane jedinou centrální bankou na světě, která zveřejňuje prognózu nominálního kurzu ke konkrétní měně (přitom jen několik málo nejvyspělejších centrálních bank cílujících inflaci v současnosti zveřejňuje svou prognózu kurzu v efektivním vyjádření). ČNB se tak dostává na samý vrchol v komunikační otevřenosti a transparentnosti měnové politiky.

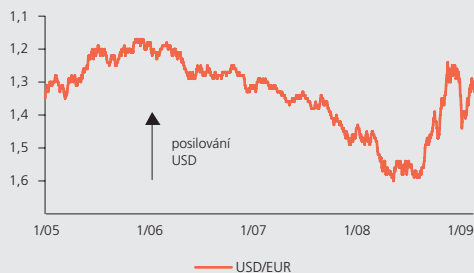
Jak však bylo zdůrazňováno již v případě prognózy úrokových sazeb, je důležité, aby si všichni uživatelé prognóz ČNB uvědomovali, že zveřejněná prognóza měnového kurzu je podmíněna přijatými předpoklady a nemůže být v žádném případě chápána jako závazek centrální banky ovlivňovat měnový kurz ani jako jí preferovaný vývoj měnového kurzu. Výhledu měnového kurzu je nutno rozumět jako popisu jeho nejpravděpodobnějšího vývoje v budoucnosti za daných předpokladů makroekonomické prognózy ČNB a informací dostupných v čase jejího vzniku. Nové informace přicházející po uzavření prognózy mohou výhled měnového kurzu změnit, a to včetně od prognózy odlišného vývoje domácích úrokových sazeb, např. na základě toho, jak bankovní rada vyhodnotí bilanci rizik této prognózy. Navíc měnový kurz podléhá více než jiné prognózované veličiny významným výkyvům, a jeho hodnoty se tak mohou od prognózovaných výrazně odlišovat.

Od roku 2008 používá ČNB pro ilustraci obecné nejistoty zveřejňované prognózy celkové inflace, měnověpolitické inflace, trajektorie úrokových sazeb a růstu HDP tzv. vějířové grafy. Tak tomu bude od této Zprávy o inflaci i v případě zveřejňovaného výhledu měnového kurzu. Konstrukce a interpretace vějířových grafů byla podrobně popsána ve Zprávě o inflaci I/2008, v Boxu 2. Pro připomenutí uvádíme, že středová čára na vějířovém grafu představuje trajektorii zobrazované veličiny konzistentní se základním scénářem prognózy, na obě strany symetricky rozložená pásma kolem středové čáry pak znázorňují obecnou nejistotu této prognózy. Postupně se zesvětlující pásma představují rozšiřující se intervaly spolehlivosti odpovídající vývoji, který nastane s pravděpodobností 30 %, 50 %, 70 % a 90 %. Šíře intervalů spolehlivosti pro každou veličinu je odvozena od chyb minulých prognóz a je aktualizována jednou ročně vždy u příležitosti první Zprávy o inflaci v daném roce.

Vedle obecné nejistoty prognózy klíčových veličin včetně měnového kurzu, kterou ilustrují vějířové grafy, mohou uživatelé prognóz ČNB při posuzování konkrétních nejistot, identifikaci celkové bilance rizik prognózy a pro lepší pochopení měnověpolitického rozhodování bankovní rady využívat také zpracovaných alternativních scénářů, zápisů z jednání bankovní rady či veřejných prohlášení jejích členů.

GRAF II.1 KURZ DOLARU VŮČI EURU

V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 a ledna 2009 kurz amerického dolaru silně posílil proti předchozímu čtvrtletí



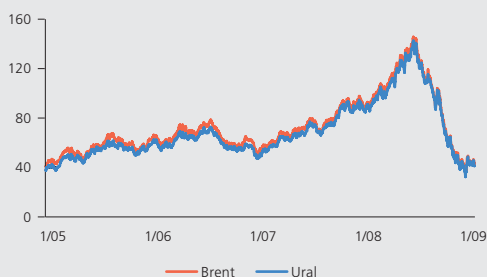
II.1 VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Světová finanční krize, která propukla v srpnu 2007 a prohloubila se v září 2008, způsobila zpomalení temp růstu HDP ve všech rozvinutých ekonomikách. Výhled na čtvrté čtvrtletí 2008 i celý rok 2009 je přitom velmi nepříznivý. Krize vedla také k poklesu cen ropy. Cena ropy Brent se z úrovně téměř 143 USD/barel v červenci 2008 snížila na průměrnou úroveň 45 USD/barel v lednu 2009. Kurz USD se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a lednu 2009 pohyboval v širokém rozmezí a proti třetímu čtvrtletí v průměru posílil o 12 %. Také středoevropský region postihla ekonomická krize.

Meziroční růst americké ekonomiky ve třetím čtvrtletí dále zpomalil o 1,4 procentního bodu na 0,7 %. Reálný HDP mezičtvrtletně poklesl o 0,5 % v anualizovaném vyjádření, zatímco v předcházejícím čtvrtletí ekonomika ještě rostla o 2,8 %. Na tomto vývoji se podílela spotřeba domácností, fixní investice i zahraniční poptávka. Nepříznivý vývoj řady ukazatelů (meziroční pokles maloobchodních tržeb v prosinci o 9,8 %, průmyslové výroby o 4,5 % v říjnu a 5,5 % v listopadu a prosincový velmi rychlý meziroční růst míry nezaměstnanosti o 2,3 procentního bodu na 7,2 %) navíc naznačuje, že výrazné snižování meziročního tempa růstu HDP bude pokračovat i ve čtvrtém čtvrtletí. V říjnu americký Kongres oprávnil ministra financí použít 700 mld. USD na záchranu ohroženého amerického finančního systému. Prezident Obama žádá Kongres o dalších 825 mld. USD, které by měly širší použití a byly určeny ke zmírnění hospodářské recese.

GRAF II.2 CENY ROPY BRENT A URAL

Cena ropy Brent se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a lednu 2009 dále výrazně snížila (USD/barel)

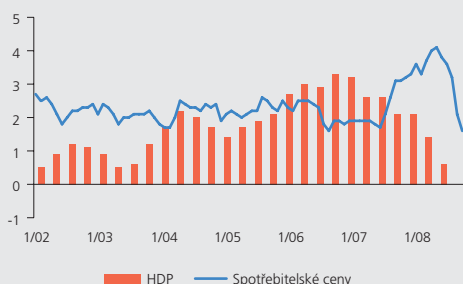


Od července 2008 se v USA snižuje meziroční inflace. V prosinci se hladina spotřebitelských cen meziročně dokonce snížila o 0,1 % (meziměsíčně o 0,7 %) po 1 % růstu v listopadu, hlavně díky poklesu cen energií a dopravy. Také ceny průmyslových výrobců se v prosinci meziročně snížily, a to o 1,2 %, zejména z důvodu poklesu dovozních cen energetických surovin. Negativní ekonomický výhled a rychlý pokles inflace vedly Fed k dalšímu snižování základní úrokové sazby - v říjnu o 0,5 procentního bodu na 1 % a v prosinci do intervalu 0–0,25 %.

V eurozóně se meziroční růst HDP ve třetím čtvrtletí 2008 dále snížil na 0,6 % z 1,4 % ve druhém čtvrtletí. Růst spotřeby se zastavil a růst investic výrazně zpomalil. Mezičtvrtletně ekonomická aktivita ve druhém i třetím čtvrtletí klesla shodně o 0,2 %. Běžný účet platební bilance se meziročně zhoršil o 30 mld. EUR hlavně kvůli zhoršení obchodní bilance. Prohloubení krize finančního sektoru od září 2008 způsobilo další meziroční pokles průmyslové i stavební výroby a zvýšení míry nezaměstnanosti v říjnu a listopadu. V říjnu došlo rovněž ke snížení maloobchodního obrátu. Výrazné zhoršení zaznamenaly ukazatele podnikatelského i spotřebitelského sentimentu. To ukazuje na další mezičtvrtletní, ale i meziroční pokles HDP ve čtvrtém čtvrtletí.

GRAF II.3 HDP A INFLACE V EUROZÓNĚ

V eurozóně se ve třetím čtvrtletí 2008 dále snížilo tempo růstu HDP a v průběhu čtvrtého čtvrtletí klesala inflace (meziroční změny v %)



Meziroční inflace měřená HICP se v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí 2008 v důsledku poklesu cen komodit a tempa hospodářského růstu dále snižovala až na 1,6 % v prosinci. Pokračovalo rovněž oslabování tempa růstu peněžní zásoby M3 (na 7,8 % v listopadu) i úvěrů soukromému sektoru (8,2 %). Od října minulého roku snížila ECB svou základní sazbu ve čtyřech krocích celkově o 2,25 procentního bodu na 2 %. Poslední úpravu o 0,5 procentního bodu provedla 15. ledna. Důvodem bylo rychlé snižování meziroční inflace, očekávání jejího dalšího poklesu a prognóza záporného růstu HDP v letošním roce. Prezident Trichet přitom nevyloučil možnost, že v budoucnu se sazby dostanou pod současnou historicky nejnižší hodnotu. Kromě toho bylo od 21. ledna opět rozšířeno pásmo mezi záůjční a depozitní sazbou na 2 procentní body.

Meziroční tempo růstu německé ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2008 dále zpomalilo na 0,8 % z 1,4 % v předchozím čtvrtletí, když se kvůli globálnímu hospodářskému oslabení snížil růst německého vývozu a investic. Začínající krize se na německém

trhu práce ve třetím čtvrtletí 2008 zatím plně neprojevila a zaměstnanost se ještě zvyšovala a nezaměstnanost snižovala. Ve čtvrtém čtvrtletí měl na vývoj reálné ekonomiky silný vliv pokles globální poptávky. Meziročně i meziměsíčně klesla průmyslová a stavební výroba a v prosinci se zvýšila nezaměstnanost. Výrazně se zhoršily výsledky šetření podnikatelské i spotřebitelské důvěry. V reakci na rychlý pokles ekonomické aktivity přijala spolková vláda sérii podpůrných opatření v celkovém rozsahu 50 mld. eur. Vlivem poklesu cen komodit a zpomalení hospodářského růstu se německá inflace od července, kdy se vyšplhala na 3,3 %, snížila až na 1,1 % v prosinci.

Také střeoevropský region postihla ekonomická krize. Hospodářský růst ve všech zemích regionu oslabil. Kurzy měn (s výjimkou slovenské koruny) vůči euru oslabily kvůli zhoršenému ekonomickému výhledu a nárůstu averze k riziku na hlavních finančních trzích.

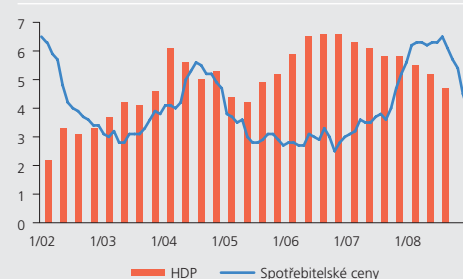
Meziroční růst polské ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2008 mírně zpomalil o 0,2 procentního bodu na 5,8 %. Snížil se růst investic a vývozu (na 6 %, resp. 7 %), ale meziroční přírůstek zaměstnanosti dosáhl 4,4 % a dále se snížila míra nezaměstnanosti. Je patrné, že krize v tomto období polskou ekonomiku ještě plně nepostihla. Ve čtvrtém čtvrtletí se ale množily signály ukazující na zpomalení hospodářského růstu. Nezaměstnanost se v prosinci zvýšila proti listopadu o 0,4 procentního bodu na 6,9 % a průmyslová výroba se v říjnu i listopadu meziročně snížila. Růst maloobchodního obrátu však zůstal silný díky vysokým meziročním přírůstkům mezd a zaměstnanosti. Tempo růstu spotřebitelských cen v průběhu čtvrtého čtvrtletí zpomalovalo a v prosinci kleslo na 3,3 %. NBP v průběhu čtvrtého čtvrtletí dvakrát snížila svou základní sazbu (v listopadu a v prosinci) celkově o 1 procentní bod na 5 %. Důvodem byly zhoršující se výhled polské ekonomiky a klesající inflace.

Tempo růstu maďarského HDP ve třetím čtvrtletí 2008 zpomalilo o 0,6 procentního bodu na 1 %. Růst exportu, který byl dosud hlavním zdrojem růstu maďarské ekonomiky, klesl na 3,9 % z 9,3 % v předchozím čtvrtletí. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo k meziročnímu poklesu průmyslové i stavební výroby a maloobchodního obrátu. Pokles cen pohonných hmot, potravin a služeb vedl v Maďarsku ve čtvrtém čtvrtletí ke snížení celkové i jádrové inflace. HICP se v prosinci snížil na 3,4 % z 5,1 % v říjnu. Globální finanční krize způsobila v říjnu masivní odliv kapitálu, což vedlo k prudkému oslabení forintu a destabilizaci finančního systému. MNB byla nucena na konci října razantně zvýšit svou základní sazbu z 8,5 % na 11,5 % a vláda požádala o finanční podporu EU a MMF. Tyto instituce spolu se Světovou bankou poskytly Maďarsku úvěry v celkové výši 25 mld. USD. Vláda se zavázala k přijetí stabilizačních fiskálních opatření (mj. snížení růstu důchodů a mezd ve státním sektoru), pomoci bankovnímu sektoru a strukturálním reformám. Klesající ekonomický výhled a inflace vedly MNB v období listopadu 2008 až ledna 2009 ke čtyřem snížením základní úrokové sazby vždy o 0,5 procentního bodu celkově z 11,5 % na 9,5 %.

Tempo růstu slovenské ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2008 sice zpomalilo proti předchozímu čtvrtletí o 1 procentní bod na 7,6 %, ale zůstalo po Rumunsku nejvyšší v EU. Zpomalení způsobilo pokles růstu všech složek agregátní poptávky s výjimkou spotřeby domácností, jejíž růst naopak mírně zrychlil v důsledku zvýšení zaměstnanosti (meziročně o 4,5 %) a reálných mezd (o 3,5 %). Další oslabení hospodářského růstu ve čtvrtém čtvrtletí je signalizováno meziročním poklesem průmyslové výroby, zpomalením růstu maloobchodního obrátu a prosincovým meziročním nárůstem míry nezaměstnanosti. Také výsledky šetření podnikatelské a spotřebitelské důvěry se zhoršily. Inflace díky cenám komodit a potravin postupně zpomaluje a v prosinci se snížila na 3,5 % (HICP). V průběhu čtvrtého čtvrtletí NBS třikrát snížila svou základní sazbu celkem o 1,75 procentního bodu vždy v návaznosti na ECB. Od 1. ledna 2009 se Slovensko stalo součástí eurozóny.

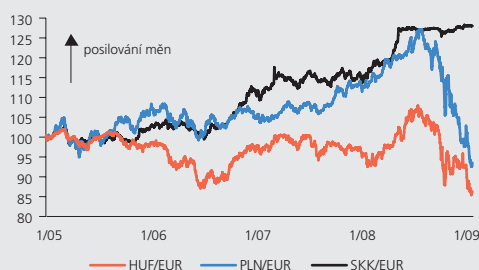
GRAF II.4 HDP A INFLACE V NOVÝCH ZEMÍCH EU

Také v "nových" členských zemích EU se ve třetím čtvrtletí 2008 dále snížilo tempo růstu HDP a ve čtvrtém čtvrtletí klesala inflace (meziroční změny v %)



GRAF II.5 MĚNY STŘEEOEVROPSKÉHO REGIONU

Maďarský forint a polský zlotý ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a v lednu 2009 výrazně oslabily (průměr za leden 2005 = 100)



II.2 MĚNOVÉ PODMÍNKY

Úrokové i kurzové podmínky se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 vlivem globální finanční krize poměrně výrazně změnily. Úrokové sazby po říjnovém nárůstu rychle klesaly, měnový kurz postupně oslaboval.

II.2.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby na finančním trhu během října ještě rostly pod vlivem globální finanční krize. Kromě nárůstu kreditní prémie se na tuzemském peněžním trhu výrazně snížila likvidita a rozšířila se rozpětí nákup-prodej na mezibankovním trhu. Proto ČNB ve snaze podpořit likviditu na mezibankovním trhu zavedla dodávací repo operace¹.

Obrat směrem dolů nastal po snížení klíčových sazeb ČNB o 0,75 procentního bodu na počátku listopadu. Snížení sazeb bylo očekáváno, překvapením pro finanční trh byl však jeho rozsah. Tržní sazby začaly postupně klesat vlivem obav z výrazného zpomalení ekonomického růstu a v očekávání dalšího snížení klíčových sazeb ČNB. Nejednalo se však o pokles jednorázový, nýbrž postupný s různou dynamikou v jednotlivých splatnostech. U derivátových sazeb FRA a IRS se navíc projevovala vysoká volatilita.

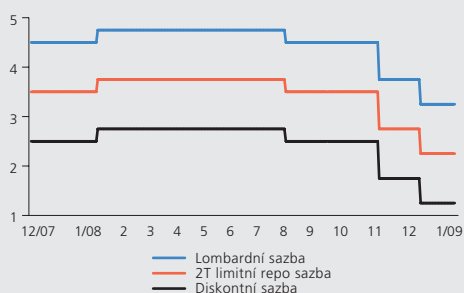
Pokles úrokových sazeb pokračoval i po dalším snížení klíčových sazeb ČNB o 0,50 procentního bodu v polovině prosince. S platností od 18. 12. 2008 byla limitní 2T repo sazba nastavena na 2,25 %, lombardní sazba na 3,25 % a diskontní sazba na 1,25 %. V porovnání se začátkem října úrokové sazby PRIBOR klesly v závislosti na splatnosti o 0,9 až 1,2 procentního bodu, sazby FRA o 1,4 až 1,6 procentního bodu a sazby IRS o 0,7 až 1,4 procentního bodu. Vzhledem k pokračujícímu zhoršujícímu se výhledu domácí ekonomiky většina účastníků finančního trhu na konci ledna 2009 očekávala další snížení základních sazeb ČNB.

Výnosová křivka PRIBOR se na počátku čtvrtého čtvrtletí 2008 posunula výše a mírně zestmřel její rostoucí tvar. Po snížení základních sazeb ČNB počátkem listopadu výnosová křivka začala klesat a zároveň se dále zvýraznil její kladný sklon. Rozpětí mezi sazbami 1R PRIBOR a 2T PRIBOR v prosinci činilo 1,27 procentního bodu. Během ledna pokles výnosové křivky na peněžním trhu pokračoval, začal se snižovat i její sklon. Výnosová křivka IRS se také snižovala téměř v celém sledovaném období, pokles v jednotlivých splatnostech byl rovnoměrnější než na peněžním trhu. Průměrný spread 5R – 1R činil v prosinci -0,18 procentního bodu, spread 10R – 1R dosáhl 0,20 procentního bodu.

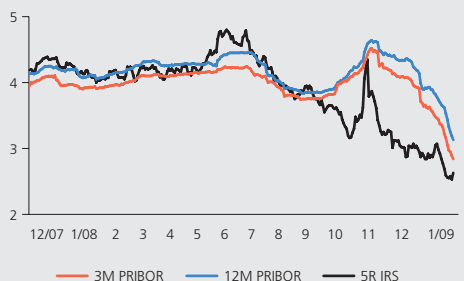
Vývoj úrokových diferenciálů na peněžním trhu (PRIBID/CZK – EURIBOR/EUR, resp. LIBOR/USD) byl ovlivněn úpravou základních sazeb a výrazným poklesem tržních sazeb na peněžních trzích. ECB snížila svou refinanční sazbu ve čtyřech krocích o 2,25 procentního bodu na 2,00 %. Fed snížil cílovanou úroveň O/N sazby z federálních fondů až na 0 – 0,25 %. Úrokové diferenciály vůči eurovým i dolarovým sazbám se během čtvrtého čtvrtletí dostaly do kladných hodnot.

Na primárním trhu státních dluhopisů se ve sledovaném období uskutečnily 4 aukce dluhopisů s proměnlivou úrokovou sazbou se splatností 8R. Celkový objem emitovaných dluhopisů dosáhl 30,1 mld. Kč. Na sekundárním trhu se výrazně snížila

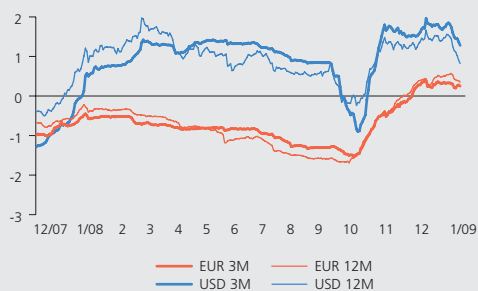
GRAF II.6 ZÁKLADNÍ SAZBY ČNB
ČNB snižovala základní úrokové sazby (v %)



GRAF II.7 TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY
Úrokové sazby rychle klesaly (v %)



GRAF II.8 ÚROKOVÉ DIFERENCIÁLY
Úrokové diferenciály se posunuly do kladných hodnot (v procentních bodech)



¹ ČNB zahájila dne 15.10.2008 dodávací repo operace se splatností 2 týdny. Objednávky bank jsou plně uspokojovány za fixní sazbu odpovídající dvoutýdenní repo sazbě + 0,1 procentního bodu. Zajištěním v těchto operacích jsou kromě SPP a pokladničních poukázek ČNB i státní dluhopisy, čímž ČNB napomohla ke zmiřnění napětí na sekundárním trhu státních dluhopisů (viz níže). Dne 26.11.2008 ČNB zavedla i dodávací repo operace se splatností 3 měsíce, úroková sazba je rovna dvoutýdenní repo sazbě + 0,3 procentního bodu.

likvidita, obchody se uskutečňovaly pouze prostřednictvím brokerů a tvůrci trhu dokonce po určitou dobu přestali kótovat ceny. Agentura Standard&Poor's oznámila, že zachovává rating České republiky pro závazky v cizí měně na úrovni A a v domácí měně na A+ se stabilním výhledem. Za udržení současného ratingu stojí poměrně nízké zahraniční zadlužení a dostatečná konkurenceschopnost ekonomiky. Agentura Moody's snížila výhled ratingu České republiky z pozitivního na stabilní, česká ekonomika však podle agentury bude schopna přečkat globální finanční krizi v lepším stavu než jiné země střední a východní Evropy.

Nominální úrokové sazby z nových úvěrů v listopadu dosáhly 7,1 %, sazby z nových termínovaných vkladů 2,4 %. Reálné úrokové sazby² jsou kromě výše nominálních sazeb ovlivněny také tím, jak se vyvíjí očekávání budoucího cenového vývoje. Očekávání růstu spotřebitelských cen se během čtvrtého čtvrtletí 2008 mírně snížilo, klesl i očekávaný růst cen průmyslových výrobců. Reálné sazby z nových úvěrů dosáhly v listopadu 4,9 %, reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů 0,0 %.

II.2.2 Měnový kurz

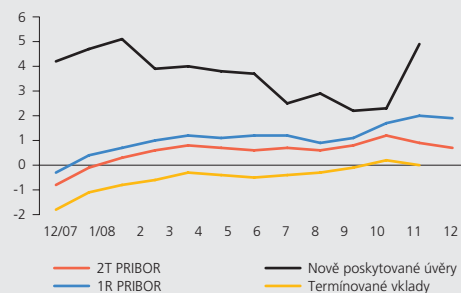
Průměrný kurz koruny vůči euru dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí 2008 hodnoty 25,3 CZK/EUR (Graf II.10) a meziročně posílil o 5,6 %. Mezičtvrtletně však došlo k oslabení koruny o 5,2 %. Pokračovala tak korekce předcházejícího, přibližně jeden rok trvajících, prudkého posilování koruny³, nastoupená koncem července 2008. Na konci prosince 2008 se koruna pohybovala mírně pod hranicí 27 CZK/EUR a oproti své nejsilnější hodnotě na přelomu druhé a třetí červencové dekády ztratila přibližně 15 %.

Pokračující rychlé oslabování kurzu CZK/EUR ve čtvrtém čtvrtletí 2008 bylo doprovázeno velkou volatilitou odrážející značnou nejistotu na světových finančních trzích. Na rozdíl od třetího čtvrtletí, kdy byly hlavními faktory oslabování koruny měnová politika ČNB a obecné zvýšení zájmu krátkodobých investorů o dolarová aktiva, byl vývoj kurzu koruny ve čtvrtém čtvrtletí ovlivňován faktory souvisejícími s nastupující světovou recesí. Jednalo se především o obecné zhoršení sentimentu finančních trhů vůči rozvíjejícím se trhům, resp. jejich měnám, a příklon investorů k rezervním světovým měnám (s výjimkou britské libry). V ČR měl zejména podobu odlivu zahraničního kapitálu z portfoliových investic. Vývoj kurzu mohl být částečně ovlivněn též nižší než obvyklou nabídkou deviz na trhu ze strany vývozních firem v důsledku výrazného poklesu exportního výkonu české ekonomiky. V lednu 2009 kurz koruny vůči euru pokračoval v oslabování a na přelomu druhé a třetí lednové dekády se pohyboval, při nadále vysoké volatilitě, mezi 27,5 až 27,9 CZK/EUR. K lednovému oslabování přispívaly významněji též domácí faktory, když se dopady světové recese na českou ekonomiku začaly odrážet v domácích statistikách.

Koruna ztrácela ve čtvrtém čtvrtletí 2008 i vůči dolaru, přičemž v průběhu čtvrtletí bylo oslabení koruny vůči dolaru přechodně ještě výraznější než k euru vlivem dočasně posílení dolaru vůči většině světových měn. Meziročně koruna ve čtvrtém čtvrtletí 2008 oslabila vůči dolaru o 3,9 % na 19,3 CZK/USD. Mezičtvrtletně dosáhlo oslabení koruny rekordních 20 % vlivem souběhu posílení dolaru na světových trzích a oslabování koruny. V lednu oslabování koruny vůči dolaru pokračovalo (až na 21,3 CZK/USD na přelomu druhé a třetí lednové dekády).

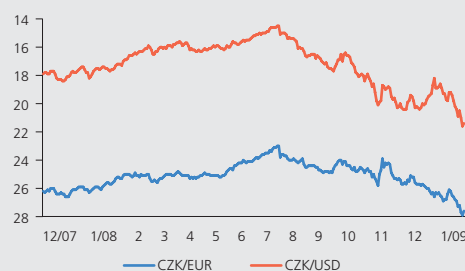
GRAF II.9 EX ANTE REÁLNÉ SAZBY

Ex ante reálné úrokové sazby z nových úvěrů vzrostly (v %)



GRAF II.10 DEVIZOVÝ KURZ CZK/EUR A CZK/USD

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 i v lednu 2009 koruna vůči euru i dolaru nadále oslabovala

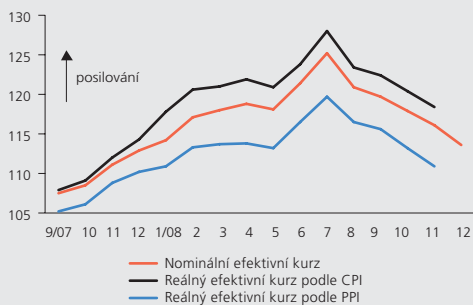


² Ex ante reálné úrokové sazby: nominální úrokové sazby z úvěrů jsou deflovány růstem cen průmyslových výrobců prognózovaným ČNB; nominální úrokové sazby z vkladů a sazby PRIBOR jsou deflovány spotřebitelskou inflací očekávanou analytiky finančního trhu.

³ Během něho koruna posílila vůči euru o více než 20 %, tj. cca o 5,8 Kč.

GRAF II.11 EFEKTIVNÍ KURZ CZK**Nominální i reálný efektivní kurz pokračoval ve čtvrtém čtvrtletí 2008 v oslabování**

(rok 2005 = 100)



Nastoupená korekce ve vývoji nominálního i reálného efektivního kurzu započatá v srpnu 2008 pokračovala i ve čtvrtém čtvrtletí 2008 a oproti předcházejícímu čtvrtletí výrazně zrychlila (Graf II.11). Nominální efektivní kurz meziročně posílil již jen o 4,5 %, zatímco ve třetím čtvrtletí 2008 činilo meziroční posílení ještě 15,0 %. V případě reálného efektivního kurzu deflovaného podle CPI bylo jeho meziroční posilování ve srovnání s vývojem v nominálním vyjádření výraznější (8,0 %) v důsledku vyšší inflace v tuzemsku než v zahraničí. Meziroční posilování reálného efektivního kurzu deflovaného podle PPI bylo naopak vlivem mírně vyššího růstu cen výrobců v zahraničí než v ČR oproti nominálnímu vyjádření mírnější (4,3 %).

II.3 POPTÁVKA A NABÍDKA

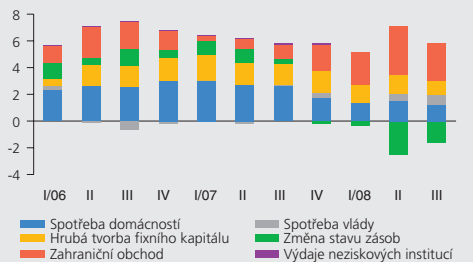
Hospodářský růst ve třetím čtvrtletí 2008 dále zpomalil a dosáhl 4,2 %.⁴ Nejvíce se na dosaženém hospodářském růstu podílel zahraniční obchod, přestože tempo růstu jeho obrátu se výrazně zmírnilo. Také rostoucí výdaje na konečnou spotřebu přispěly k hospodářskému růstu ve třetím čtvrtletí. Pouze tvorba hrubého kapitálu již druhé čtvrtletí v řadě meziročně klesala. Vývoj ve čtvrtém čtvrtletí 2008 však již byl podle dostupných údajů výrazně nepříznivý.

II.3.1 Domácí poptávka

Meziroční růst domácí poptávky ve třetím čtvrtletí 2008 dále zpomalil. Podobně jako v předchozím čtvrtletí k tomuto vývoji nejvíce přispěla tvorba hrubého kapitálu a v jejím rámci zejména meziročně výrazně klesající investice do zásob. Fixní investice pokračovaly v růstu, avšak pomalejším tempem než v předchozím čtvrtletí (4,5 %). Zpomalil také růst výdajů na konečnou spotřebu domácností (na 2,5 %). Pouze meziroční růst výdajů vlády na konečnou spotřebu se zvýšil (na 3,7 %).

GRAF II.13 STRUKTURA RŮSTU HDP**K růstu HDP nejvíce přispěl zahraniční obchod**

(příspěvky v procentních bodech)

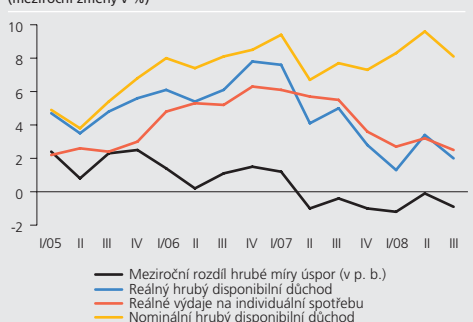
**Spotřebitelská poptávka**

Zmírnění růstu spotřebitelských výdajů domácností ve třetím čtvrtletí 2008 (o 0,7 procentního bodu na 2,5 %) znamenalo návrat ke klesajícímu trendu z předchozích čtvrtletí (Graf II.14). Hlavní příčinou již nepříliš vysokého růstu spotřeby domácností byla vysoká inflace⁵, která výrazně snižovala reálnou kupní sílu stále rychle rostoucích nominálních příjmů domácností. Důvěra domácností se vlivem zhoršujících očekávání budoucího hospodářského vývoje a nezaměstnanosti rychle snižovala podle posledních prosincových údajů až na své devítileté minimum.

Ke zpomalení reálného růstu spotřebitelských výdajů domácností ve třetím čtvrtletí 2008 přispělo především zmírnění růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu (na 8,1 %) a v menší míře také zrychlení inflace měřené deflátořem spotřeby. Meziroční růst nominálního disponibilního důchodu se ale nadále s výjimkou jednoho čtvrtletí pohyboval nad úrovní předchozího roku 2007. Podobně jako v předchozích čtvrtletích byl vysoký růst příjmů domácností tažen růstem objemu mezd a platů (o 6,8 %), který přispěl k růstu jejich běžných příjmů téměř polovinou. K udržení dynamiky růstu disponibilního důchodu nad úrovní roku 2007 však především přispělo zřetelné snížení tempa růstu běžných výdajů domácností v roce 2008 (na 1,8 % ve třetím čtvrtletí). K nejvýznamnější změně došlo u běžných důchodo-

GRAF II.14 VÝDAJE DOMÁCNOSTÍ NA SPOTŘEBU**Růst spotřeby domácností ve třetím čtvrtletí 2008 opět zvolnil**

(meziroční změny v %)



4 Hodnocení vývoje výdajů na HDP a zdrojů HDP vychází ze sezonně očištěných údajů národních účtů ČSÚ.

5 Ve třetím čtvrtletí 2008 dosáhl deflátoř spotřeby domácností meziročně 5,8 %.

vých daní, jejichž meziroční pokles v prvních třech čtvrtletích roku 2008 po rychlém růstu v roce 2007 souvisel se zavedením rovné daně z příjmů fyzických osob s 15% sazbou.

Disponibilní důchody sloužily nadále jako hlavní zdroj financování spotřebních výdajů domácností. Při rychlejším růstu spotřebních výdajů než disponibilního důchodu domácností ve třetím čtvrtletí však zároveň došlo k meziročnímu poklesu tvorby hrubých úspor (o 2,8 %) i míry úspor (o 0,9 procentního bodu na 7,8 %). Část domácností využívala k financování svých spotřebních výdajů i úvěrové zdroje, avšak dynamika jejich růstu se dále snížila (blíže viz část II.6 Měnový vývoj).

Při pokračujícím zřetelně nižším reálném růstu disponibilního důchodu ve srovnání s předchozími roky byly i ve třetím čtvrtletí 2008 pozorovány změny ve spotřebním chování domácností. Ty byly patrné zejména u výdajů na předměty krátkodobé spotřeby a služby, kde výrazně vzrostly ceny v předchozích čtvrtletích. Z Grafu II.16 vyplývá, že domácnosti svoji spotřebu v běžných výdajových položkách na krátkodobou spotřebu v roce 2008 víceméně nezvyšovaly a rovněž ve výdajích na služby byl patrný sklon k oslabování růstu spotřeby. Domácnosti tak své zvýšené výdaje realizovaly spíše nákupem předmětů střednědobé a dlouhodobé spotřeby, zejména v souvislosti s rostoucími investicemi do nového bydlení.⁶ S přihlédnutím k pokračujícímu zřetelnému zhoršování důvěry spotřebitelů ve čtvrtém čtvrtletí nelze v nejbližším období očekávat změnu ve spotřebním chování domácností. Tomu nasvědčují i poslední říjnové a listopadové údaje o klesajících tržbách v maloobchodě, zejména v segmentu potravin.

Spotřeba vlády se ve třetím čtvrtletí 2008 meziročně zvýšila o 3,7 % (v běžných cenách o 7,3 %), zejména v důsledku vyšších výdajů zdravotních pojišťoven, které jsou součástí sektoru vládních institucí. Celkové výdaje státního rozpočtu ve třetím čtvrtletí rovněž vzrostly, meziročně v běžných cenách o více než 5 %, a ještě rychlejším tempem pak rostly běžné výdaje státního rozpočtu, především zásluhou vyšších výdajů na neinvestiční nákupy.

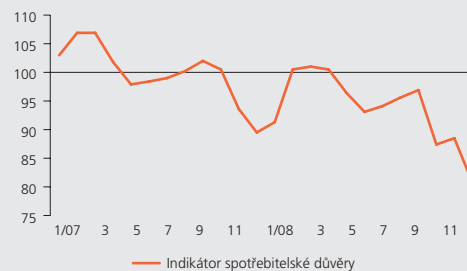
Ve čtvrtém čtvrtletí i za celý rok 2008 výdaje státního rozpočtu meziročně poklesly (za celý rok o 0,8 %), ale do tohoto výsledku se promítla především změna pravidel o nakládání s nespotřebovanými rozpočtovými prostředky v rezervních fondech. Po zohlednění tohoto vlivu se u položek souvisejících se spotřebou vlády projevil ve čtvrtém čtvrtletí výraznější nárůst u výdajů na platy zaměstnanců ve státní sféře (o 4,3 %), jejich přírůstek za celý rok 2008 však byl mírný (o 1,6 %).

Investiční poptávka

Vývoj investiční poptávky ve třetím čtvrtletí 2008 potvrdoval trend ke zpomalení růstu z vysokých hodnot dosahovaných v letech 2006 a 2007 (Graf II.17). V samotném třetím čtvrtletí již bylo zřetelné zmírnění jejich meziročního růstu (na 4,5 %) a poprvé od počátku roku 2005 bylo doprovázeno i jejich mezičtvrtletním poklesem. Jak ukazuje Graf II.17, na tomto vývoji se podílela většina složek fixních investic. Významné bylo zejména snížení investic do obydlí, a také u investic do nebytových staveb a strojů došlo k zřetelnému oslabení oproti předchozím čtvrtletím. Pouze investice do dopravních prostředků se podle revidovaných údajů ČSÚ meziročně zvyšovaly a v posledních dvou čtvrtletích se nejvíce podílely na dosaženém růstu investic.

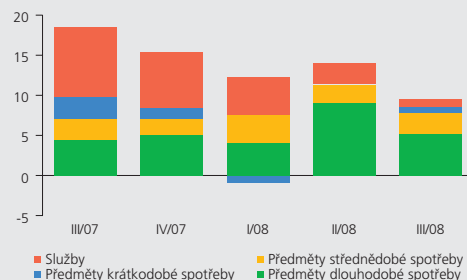
GRAF II.15 SPOTŘEBITELSKÁ DŮVĚRA

Důvěra spotřebitelů se ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2008 dále prudce snižovala
(průměr roku 2005 = 100)



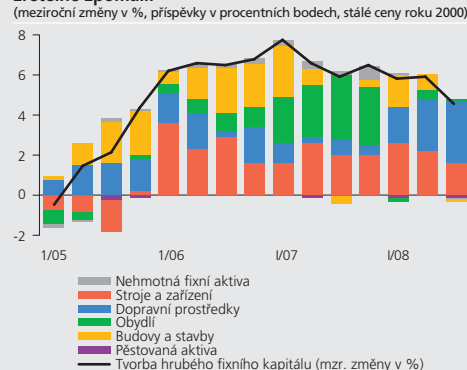
GRAF II.16 STRUKTURA RŮSTU SPOTŘEBY

Domácnosti postupně zmírňují své výdaje na služby a krátkodobou spotřebu
(meziroční změny v mlrd. Kč, stále ceny roku 2000)



GRAF II.17 TVORBA FIXNÍHO KAPITÁLU

Růst investiční poptávky ve třetím čtvrtletí 2008 zřetelně zpomalil
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech, stále ceny roku 2000)



⁶ Meziroční růst výdajů na předměty dlouhodobé spotřeby se ale také zpomaluje. Z nejvyšší hodnoty dosažené v prvním čtvrtletí 2007 ve výši 24,4 %, zpomalil jejich růst na 10,6 % ve třetím čtvrtletí 2008.

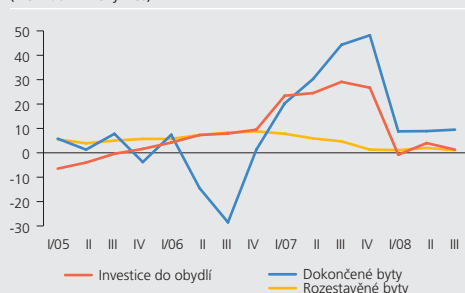
TAB. II.1 FIXNÍ INVESTICE V SEKTORECH
Ve většině sektorů dochází k oslabování investičních aktivit

	I/08	II/08	III/08
Meziroční změny v %			
Nefinanční podniky	10,8	10,0	6,4
Domácnosti	-2,9	3,4	3,0
Vládní instituce	0,0	-3,6	0,7
Finanční instituce	21,6	15,4	2,1
Neziskové instituce	-1,2	-2,1	-5,8
Podíl na celkových fixních investicích v %			
Nefinanční podniky	60,5	60,5	59,4
Domácnosti	18,0	20,2	21,8
Vládní instituce	19,9	17,8	17,5
Finanční instituce	1,3	1,2	1,0
Neziskové instituce	0,3	0,3	0,3

V pozadí trendu oslabujícího růstu fixních investic stála především zpomalující domácí a zahraniční poptávka, zhoršující se výhledy ekonomického růstu v zemích hlavních obchodních partnerů a prohlubující se pokles ziskovosti podniků. Působení těchto faktorů se projevilo ve vývoji investiční poptávky většiny sledovaných sektorů ekonomiky, zejména sektoru nefinančních podniků a sektoru domácností.

V sektoru nefinančních podniků, kde jsou realizovány největší objemy investic,⁷ bylo další zpomalení dynamiky jejich meziročního růstu způsobeno nižšími investicemi technologického i stavebního charakteru. I když byl jejich vliv částečně kompenzován nárůstem investic do dopravních prostředků, dynamika meziročního růstu investic nefinančních podniků se ve třetím čtvrtletí oproti druhému čtvrtletí 2008 zřetelně snížila (o 3,6 procentního bodu na 6,4 %). Oslabování investičních aktivit bylo přitom patrné ve většině odvětví průmyslu. S přihlédnutím k výše zmíněným nepříznivým faktorům a zprůsnění úvěrových podmínek lze očekávat pokračující zpomalování růstu fixních investic nefinančních podniků i v dalším období.

GRAF II.18 INVESTICE DO OBYDLÍ
Růst investic do obydlí byl i ve třetím čtvrtletí 2008 umírněný (meziroční změny v %)



Ještě výraznější změny byly zaznamenány ve vývoji investic domácností, které jsou nejvíce ovlivňovány investicemi do bydlení. Zatímco v průběhu roku 2007 rostly investice do obydlí více než 20% tempem, v roce 2008 byl jejich průměrný růst umírněný a podle posledních údajů za třetí čtvrtletí dosáhl již jen 1,3 % (Graf II.18). Za tímto výrazným snížením stál především efekt základny, když poptávka po bydlení v roce 2007 byla výrazně stimulována očekávaným zvýšením DPH ze stavebních prací od 1. ledna 2008. Částečně byl vývoj investic do bydlení také ovlivněn obezřetnějším přístupem bank při poskytování hypotečních úvěrů, opatrnějším rozhodováním domácností při zhoršujících se výhledech hospodářského vývoje a nezaměstnanosti a očekáváním výraznějšího cenového poklesu na trhu nových rezidenčních nemovitostí. Na základě těchto skutečností lze odhadovat, že dynamika růstu investic do bydlení bude i nadále umírněná.

Pouze ve vládním sektoru se růst investic ve třetím čtvrtletí 2008 mírně zvýšil, z pohledu celkových investic však nebyl významný. Rychle rostoucí práce inženýrského stavitelství na nové výstavbě finančně nákladných staveb dopravní infrastruktury v posledních čtyřech měsících ale signalizují výraznější zvýšení investic financovaných z veřejných zdrojů v dalším období.

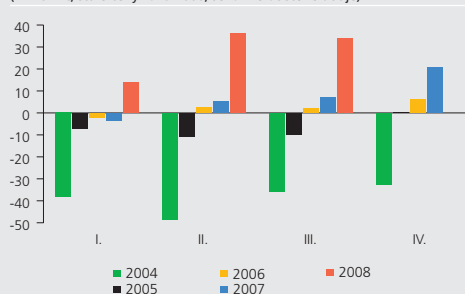
Ve vývoji zásob bylo ve třetím čtvrtletí 2008 pozorováno pokračování poklesu jejich tvorby v meziročním srovnání. V důsledku toho byl příspěvek zásob k růstu HDP již čtvrté čtvrtletí v řadě záporný.

II.3.2 Čistá zahraniční poptávka

Celkové zhoršení vnějších podmínek v důsledku světové finanční krize se spolu s rekordním posílením kurzu koruny zřetelně projevilo ve vývoji obratu zahraničního obchodu ve třetím čtvrtletí 2008. Jeho v předchozích čtvrtletích zpomalující, avšak stále dvouciferný růst, ve třetím čtvrtletí výrazně zvolnil a dosáhl jen 3,3 %. Dynamika růstu vývozu se zmírnila oproti druhému čtvrtletí 2008 o téměř 9 procentních bodů (na 5 %)⁸ a snížení tempa růstu dovozu bylo rovněž vysoké (o 8,1 procentního bodu na 1,6 %).

Příspěvek čistého vývozu k růstu hrubého domácího produktu byl ale stejně jako v předchozích čtvrtletích výrazně kladný (Graf II.13), neboť vývoz nadále rostl rychleji než dovoz. Za těchto okolností i při zpomalující dynamice růstu vývozu a dovozu pokračovalo meziroční zlepšování čistého vývozu, pozorované již čtvrté čtvrtletí v řadě (Graf II.19).

GRAF II.19 ČISTÁ ZAHRAJNÍ POPTÁVKA
Ve třetím čtvrtletí 2008 pokračovalo výrazné meziroční zlepšení čistého vývozu (v mld. Kč, stálé ceny roku 2000, sezonně očištěné údaje)



⁷ Nefinanční sektor se podílí na celkových investicích téměř z 60 %.

⁸ Hodnocení vývoje vývozu a dovozu vychází v této části ze sezonně očištěných dat ve stálých cenách roku 2000.

Podobně jako v předchozím čtvrtletí přispělo k meziročnímu zvýšení kladného čistého vývozu zlepšení obchodní bilance, která skončila vysokým přebytkem. Přebytek bilance služeb i její příspěvek ke zlepšení čistého vývozu byly ve třetím čtvrtletí jen mírné. Meziroční růst kladného čistého vývozu byl ovlivněn především absolutním nárůstem vývozu zboží, který se však v důsledku dalšího zpomalení vnější poptávky zmínil na 4 %. Projevil se zde především dopad ochlazení poptávky po automobilech, které snižovalo možnost plného využití vývozního potenciálu nových proexportních kapacit. Růst vývozu služeb si naopak již páté čtvrtletí v řadě udržel dvojciferné hodnoty.

Ke zlepšení čistého vývozu ve třetím čtvrtletí přispělo také výrazné zpomalení růstu dovozu zboží (na 1 %), odrážející při vysoké dovozní náročnosti vývozu snížení jeho dynamiky a pokračující oslabování domácí poptávky. Ve srovnání s vývojem v předchozím roce došlo zejména ke zmírnění poptávky po dovozu pro investiční účely, neboť v podmínkách zpomalujícího hospodářského růstu a zvyšujících se nejistot o budoucím vývoji poptávky se zvyšovala obezřetnost při investičním rozhodování podnikatelského i bankovního sektoru.

II.3.3 Nabídka

Na nabídkové straně ekonomiky pokračoval ve třetím čtvrtletí 2008 trend zpomalování meziročního růstu hrubé přidané hodnoty, patrný od druhé poloviny roku 2006. Oproti druhému čtvrtletí 2008 se její meziroční růst zmínil o další 0,2 procentního bodu na 4,6 % a v mezičtvrtletním srovnání se dále mírně snížil na 1 %.

Vývoj struktury produkce a přidané hodnoty svědčil o probíhajících změnách ve výkonnosti jednotlivých odvětví, které byly nejzřetelnější ve zpracovatelském průmyslu. Vliv slábnoucí domácí a zejména zahraniční poptávky a také silného kurzu koruny se ve zpracovatelském průmyslu projevil v dalším zpomalení dynamiky meziročního růstu hrubé přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí (o 3,3 procentního bodu na 2,6 %).⁹ V důsledku toho se podíl zpracovatelského průmyslu na dosaženém hospodářském růstu snížil na celou jednu pětinu, zatímco ještě na počátku roku 2008 dosahoval zdaleka nejvyšších hodnot, což je zřejmé z Grafu II.21.

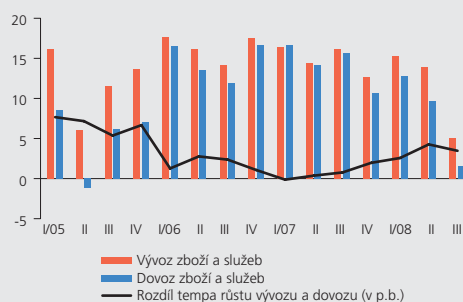
Dynamika růstu průmyslové produkce se ve třetím čtvrtletí celkově zmírnila na 4,7 %; po očištění od sezonních vlivů byl její růst ještě nižší a dosáhl 2,7 %. Nadále byl tažen především produkcí na nových výrobních kapacitách, realizovaných do značné míry za účasti zahraničního kapitálu, zejména v elektrotechnickém průmyslu a průmyslu dopravních prostředků a zařízení. V převažující většině odvětví však bylo současně patrné pokračující zpomalování tempa růstu, resp. pokles produkce z předchozích čtvrtletí. Předpoklad o značném vlivu oslabující poptávky na vývoj produkce a přidané hodnoty v průmyslu ve třetím čtvrtletí podporovaly rovněž klesající zakázky v průmyslu v běžných cenách (Graf II.22) a snižující se využití výrobních kapacit (Graf II.23).

Rovněž ve stavebnictví byl ve třetím čtvrtletí 2008 patrný vliv slábnoucí poptávky. Hrubá přidaná hodnota se sice po třech čtvrtletích meziročního poklesu zvýšila (meziročně o 4,1 %), avšak vývoj struktury stavební produkce signalizoval výrazné oslabení prací v pozemním stavitelství a na druhé straně posilování prací v oblasti inženýrského stavitelství.

Vývoj přidané hodnoty ve službách naznačoval ve třetím čtvrtletí menší citlivost na postupné oslabování poptávky, než tomu bylo v průmyslu. Podobně jako ve druhém čtvrtletí k tomu významně přispělo pokračující dynamické zrychlování růstu

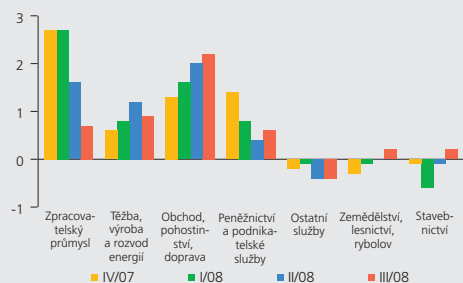
GRAF II.20 VÝVOZ A DOVOZ

Růst celkového vývozu i dovozu ve třetím čtvrtletí 2008 výrazně zpomalil (meziroční změny v %, procentní body; stálé ceny; sezonně očištěné údaje)



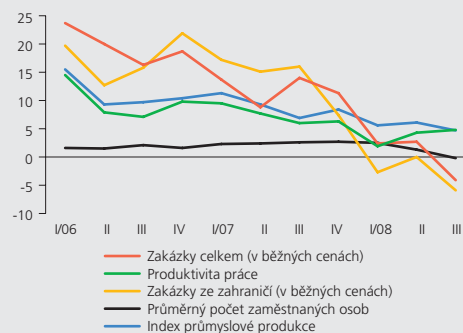
GRAF II.21 PODÍLY ODVĚTVÍ NA RŮSTU HDP

Na růstu přidané hodnoty se nejvíce podílely tržní služby, příspěvek průmyslu se snížil (příspěvky v procentních bodech, stálé ceny roku 2000, vybraná odvětví)



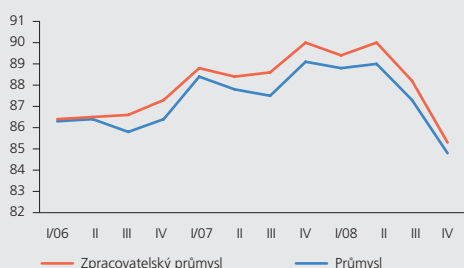
GRAF II.22 INDIKÁTORY VÝVOJE V PRŮMYSLU

Klesající trend zakázek v průmyslu indikoval oslabování domácí i zahraniční poptávky (meziroční změny v %, ve stálých cenách)

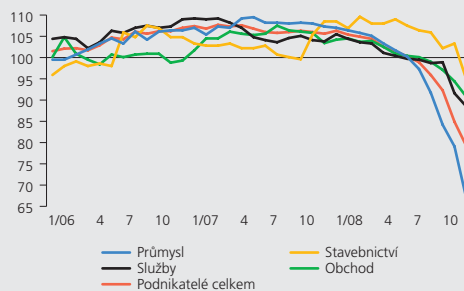


⁹ Mezičtvrtletně se přidaná hodnota v tomto odvětví dokonce mírně snížila (o 0,2 %).

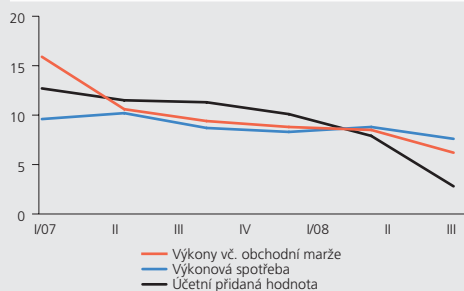
GRAF II.23 VYUŽITÍ VÝROBNÍCH KAPACIT
Pokračoval pokles využití výrobních kapacit
(plné využití kapacit = 100)



GRAF II.24 INDIKÁTORY DŮVĚRY
Ve všech sledovaných odvětvích pokračovalo výrazné snižování důvěry
(průměr roku 2005 = 100)



GRAF II.25 ZÁKLADNÍ UKAZATELE HOSPODÁŘENÍ
Růst účetní přidané hodnoty ve třetím čtvrtletí 2008 dále zpomalil
(meziroční změny v %)



přidané hodnoty v obchodu (na 16,1 % ve třetím čtvrtletí). V ostatních odvětvích tržních služeb již bylo pozorováno zpomalování její dynamiky, zejména v souvislosti se snižováním aktivit ve výrobním sektoru (doprava aj.). Tento trend byl také zřetelný v odvětví nemovitosti a služby pro podniky, kde se růst přidané hodnoty zmírnil v prvních třech čtvrtletích roku 2008 zhruba na polovinu oproti čtvrtému čtvrtletí 2007. Ve veřejném sektoru již přidaná hodnota ve třetím čtvrtletí meziročně klesala.

Podle posledních listopadových údajů došlo ve čtvrtém čtvrtletí 2008 k výraznému zesílení dosavadních nepříznivých tendencí, zejména v průmyslu a ve stavebnictví. Především v průmyslu došlo k výrazné změně ve vývoji produkce, která v listopadu znamenala výrazný meziroční pokles (o 16,1 %). K tomuto vývoji přispěla především vývozní odvětví – výroba dopravních prostředků, základních kovů, hutních a kovo-dělných výrobků a elektrických a optických strojů a zařízení. Růst produkce byl vyká-zán pouze v odvětví koxu a rafinérského zpracování ropy, který byl ale významně ovlivněn efektem nízké srovnávací základny předchozího roku. Výrazný pokles produkce v průmyslu byl doprovázen snížením počtu zaměstnaných osob o 3,5 % a poklesem nových zakázek o 30,2 % (z toho u nových zakázek ze zahraničí o 33,8 %). Rovněž ve stavebnictví se produkce ve čtvrtém čtvrtletí meziročně snižovala (v listopadu o 2,2 %), přičemž pokračoval pokles produkce pozemního stavitelství.

S tímto vývojem korespondují výsledky konjunkturálního průzkumu ČSÚ, které signalizují, že důvěra podnikatelů v průmyslu, v obchodu a ve službách se dále zřetelně snižuje (Graf II.24). Rovněž ve stavebnictví, kde ještě v závěru třetího čtvrtletí 2008 indikátor důvěry dosahoval poměrně vysokých hodnot, došlo v následujících třech měsících k jeho výraznému snížení. Hlavní příčinou trvajících klesajících trendů indikátoru důvěry ve všech sledovaných odvětvích je nadále zhoršování výhledu poptávky v dalším období a zhoršení ekonomické situace.

II.3.4 Finanční hospodaření nefinančních podniků¹⁰

Podle dostupných údajů a propočtů ČNB vývoj ve třetím čtvrtletí 2008 potvrdil pokračující zhoršování výsledků hospodaření nefinančních podniků. Meziroční růst výkonů v běžných cenách dále zpomalil na 5,4 %, přičemž stejně jako v předchozích čtvrtletích nebyl doprovázen odpovídajícím zmírněním růstu výkonové spotřeby. Při pokračujícím rychlejším růstu hlavních nákladových položek než výkonů došlo ve třetím čtvrtletí k dalšímu zpomalení meziročního růstu účetní přidané hodnoty na 1,1 % (Graf II.25). Za první až třetí čtvrtletí 2008 tak účetní přidaná hodnota meziročně vzrostla pouze o 3,7 %, zatímco ve stejném období předchozího roku se zvýšila o 11,8 %. Podle dostupných údajů lze odhadovat, že ve třetím čtvrtletí došlo k prohloubení meziročního poklesu hrubého provozního přebytku oproti předchozímu čtvrtletí.

Podobně jako ve druhém čtvrtletí 2008 byla tvorba hospodářského výsledku ve třetím čtvrtletí významně ovlivňována rychlým růstem cen dovážených i domácích energetických zdrojů. Především to byl pokračující vysoký meziroční růst cen ropy, zemního plynu, uhlí a elektrické energie, které zvyšovaly náklady výrobců. Rovněž pokračující rychlý růst cen neenergetických surovin se promítal do nákladů výrobců v některých odvětvích. Naopak klesající ceny dovážených meziproductů vytvářely podmínky pro snižování nákladů.

¹⁰ Hodnocení v této kapitole je s výjimkou posledního odstavce provedeno za soubor podniků s 50 a více zaměstnanci a částečně vychází z propočtů provedených na základě dílčích údajů publikovaných ČSÚ. Poslední odstavec hodnotí soubor podniků s 250 a více zaměstnanci. Údaje jsou uvedeny v běžných cenách.

Podle propočtů ČNB se při souběhu těchto protisměrných vlivů materiálová náročnost výkonů ve třetím čtvrtletí zvýšila výrazněji než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 1,2 procentního bodu, Tab. II.2).

Naopak meziroční nárůst mzdové náročnosti výkonů ve třetím čtvrtletí 2008 dále mírně zpomalil a dosáhl 0,6 procentního bodu. Tato změna byla především spojena se zpomalením dynamiky růstu osobních nákladů (na stále vysokých 10,2 %). Přesto se podíl osobních nákladů na přidané hodnotě opět poměrně zřetelně zvýšil, i když v menší míře než v předchozím čtvrtletí (meziročně o 4,6 procentního bodu).

Vývoj finančních ukazatelů velkých podniků ve třetím čtvrtletí 2008 naznačoval pokračování některých změn ve finanční pozici podniků z předchozího čtvrtletí, které však v souhrnu nepřekročily rizikovou úroveň sledovaných indikátorů. V bilanci aktiv a závazků těchto podniků se při meziročním nárůstu aktiv a pasiv podniků o 7,5 % a vlastního kapitálu o 5,7 % ke konci třetího čtvrtletí opět meziročně zvýšila hrubá zadluženost¹¹ (o 10,8 %). Ve srovnání s předchozím čtvrtletím ale zpomalila svoji dynamiku a svou výši (25,9 % v poměru k vlastnímu kapitálu) stále nedosahuje rizikové úrovně. Ve struktuře závazků přitom pokračoval diferencovaný vývoj, vysoký růst krátkodobých závazků (o 15,4 %) byl doprovázen zřetelně pomalejším růstem dlouhodobých závazků (o 7,3 %). Likvidita¹² sledovaných podniků pokračovala ve výrazném meziročním poklesu (o 15,8 procentního bodu), přesto ale dosahovala vyšší úrovně než v předchozím čtvrtletí (138,1 %). Solventnost¹³ sledovaného souboru podniků mírně vzrostla nad 100 %. Bez výrazných změn zůstal ukazatel obrátu aktiv (tržby k celkovým aktivům). Ukazatel finanční páky, vyjadřující poměr celkových aktiv k vlastnímu kapitálu, se meziročně mírně zvýšil.

II.4 TRH PRÁCE

Ačkoli zpomalující hospodářský růst byl ve třetím čtvrtletí 2008 stále ještě doprovázen rostoucí zaměstnaností, řada indikátorů trhu práce signalizovala přechod ekonomiky do sestupné fáze ekonomického cyklu. Počet volných pracovních míst se snižoval, počet nezaměstnaných již začal v závěru roku 2008 růst. Nedostatek pracovních sil, který byl patrný v předcházejících čtvrtletích, pominul. Příliv pracovní síly ze zahraničí se ve druhé polovině roku 2008 zmírnil. Ačkoli mzdový růst i růst NJMN zpomalil, zůstal nadále rychlý a signalizoval přetrvávající inflační tlaky ze mzdové oblasti.

II.4.1 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve třetím čtvrtletí 2008 pokračovalo zpomalování meziročního růstu zaměstnanosti, patrné již třetí čtvrtletí v řadě (Graf II.26). Ve srovnání s druhým čtvrtletím 2008 byl podle VŠPS meziroční růst zaměstnanosti nižší o 0,3 procentního bodu a dosáhl 1,8 %. Pozvolná změna trendu ve vývoji zaměstnanosti souvisela s přizpůsobováním zpomalujícímu růstu domácí i zahraniční poptávky.

Zaměstnanost v průmyslu ve třetím čtvrtletí 2008 celkově vzrostla o 3,5 %.¹⁴ Nejvíce se opět zvýšila zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu (o 42,7 tis. osob, tj. 3 %), zejména v souvislosti s realizací přímých zahraničních investic a rozvojem činností v navazujících oborech. Počty zaměstnaných osob se zvýšily především v odvětvích, jejichž produkce je ve značné míře směřována na vývoz. Celkově ale ve třetím čtvrtletí zaměstnanost rostla ve zpracovatelském průmyslu pomalejším tempem

Tab. II.2 ABSOLUTNÍ A PODÍLOVÉ UKAZATELE HOSPODÁŘENÍ

Materiálová i mzdová náročnost výkonů se ve třetím čtvrtletí 2008 zvýšila

(v %, mld. Kč, meziroční změny v procentních bodech a v %)

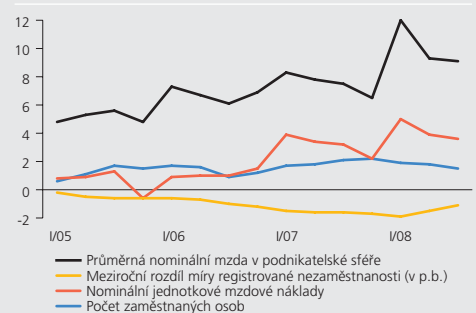
	3. Q 2008	3. Q 2007	Meziroční změna v %
Výkony vč. obchodní marže (mld. Kč) ^{a)}	1308,5	1241,2	5,4
Osobní náklady (mld. Kč) ^{a)}	200,4	181,8	10,2
Výkonová spotřeba (mld. Kč)	950,8	887,5	7,1
Účetní přidaná hodnota (mld. Kč)	357,7	353,7	1,1
Tržby (mld. Kč)	1710,1	1616,7	5,8
	v %	v %	Meziroční změna v p.b.
Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě	56,0	51,4	4,6
Podíl výkonové spotřeby na výkonech ^{a)}	72,7	71,5	1,2
Podíl osobních nákladů na výkonech ^{a)}	15,3	14,7	0,6
Podíl přidané hodnoty na výkonech ^{a)}	27,3	28,5	-1,2

a) propočten ČNB

Graf II.26 INDIKÁTORY TRHU PRÁCE

Ve třetím čtvrtletí 2008 pokračovalo mírné zpomalování růstu zaměstnanosti

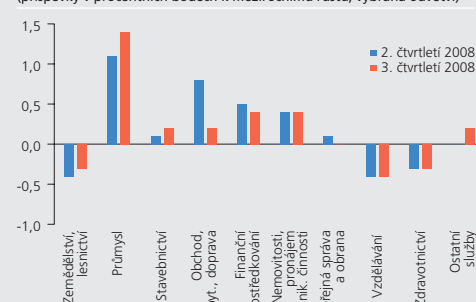
(meziroční změny v %, procentních bodech)



Graf II.27 ZAMĚSTNANOST PODLE ODVĚTVÍ

Na růstu zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2008 se nejvíce podílel průmysl

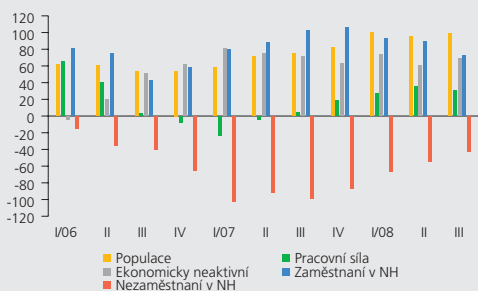
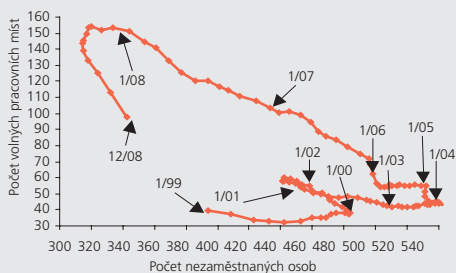
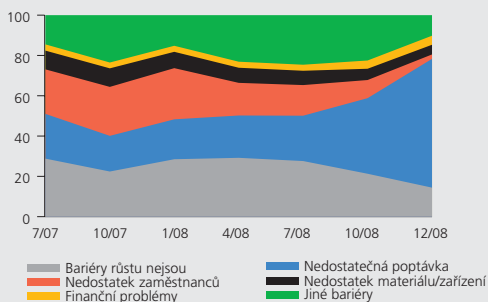
(příspěvky v procentních bodech k meziročnímu růstu, vybraná odvětví)



11 Přijaté úvěry, vydané dluhopisy, deriváty na straně pasiv.

12 Poměr krátkodobých finančních aktiv ke krátkodobým závazkům.

13 Poměr finančních aktiv k finančním závazkům.

GRAF II.28 TOKY PRACOVNÍCH SIL**Meziroční pokles počtu nezaměstnaných se dále zmínil**
(meziroční změny v tis. osob)**GRAF II.29 BEVERIDGEOVA KŘIVKA****Pokračující snižování počtu volných pracovních míst se začalo promítat do nezaměstnanosti**
(sezonně očištěné počty v tis.)**GRAF II.30 BARIÉRY RŮSTU V PRŮMYSLU****Podle konjunkturálního šetření ČSÚ bariéra nedostatku zaměstnanců v průmyslu byla vystřídána nedostatečnou poptávkou**
(v %)

než v předchozích dvou čtvrtletích. V rámci průmyslu pokračovalo rovněž zvyšování zaměstnanosti v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody, a také ve stavebnictví se zaměstnanost ve třetím čtvrtletí zvýšila.

V terciárním sektoru se celkový meziroční nárůst zaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2008 znatelně zmínil, ve srovnání se sekundárním sektorem byl téměř třetinový. Stejně jako v předchozích čtvrtletích se zaměstnanost v tomto sektoru nejvíce zvyšovala v tržních službách, které také v rámci terciárního sektoru nejvíce přispěly k růstu hrubého domácího produktu. Ve veřejných službách naopak pokračovalo snižování počtu zaměstnanců.

O měnící se situaci na trhu práce v období zpomalujícího hospodářského růstu svědčil také vývoj počtu volných pracovních míst, která jsou potenciálním zdrojem zvyšování zaměstnanosti. Pokračující snižování počtu volných pracovních míst¹⁵, indikující nižší poptávku po práci, již bylo ve třetím čtvrtletí doprovázeno nárůstem počtu nezaměstnaných osob. Tento trend se ještě významněji projevil v posledním čtvrtletí roku 2008. Ze sklonu Beveridgeovy křivky v posledních několika měsících tak lze usuzovat, že vývoj nezaměstnanosti je negativně ovlivňován cyklickým vývojem.

Snižování poptávky po práci se začalo také zřetelněji odrážet ve vývoji zaměstnanosti zahraničních pracovníků, kteří se v období konjunktury podíleli na vyrovnávání nedostatku pracovníků v některých profesích. Znatelné zvolnění růstu počtu zahraničních pracovníků v závěru roku 2008 signalizuje, že poptávka po jejich práci se již snižuje. V první polovině roku 2008 meziroční růst počtu zahraničních pracovníků ještě přesahoval 30 %, ve čtvrtém čtvrtletí již zpomalil pod úroveň 25 %. Tyto poznatky podporují i výsledky konjunkturálního šetření ČSÚ, podle kterých se „bariéra růstu“ v podobě nedostatku pracovníků vytrátila a byla vystřídána nedostatečnou poptávkou (Graf II.30).

Klesající intenzita růstu zaměstnanosti se již ve třetím čtvrtletí 2008 projevila v růstu počtu nezaměstnaných osob; po sezonním očištění se však počet nezaměstnaných stále ještě mírně snižoval. Obecná míra nezaměstnanosti (15-64letých podle VŠPS) se meziročně snížila o 0,9 procentního bodu na 4,3 %, což byla nejnižší hodnota dosažená v posledních dvanácti letech.¹⁶ Její meziroční pokles se však postupně zmírňuje (Graf II.26) a v mezičtvrtletním srovnání se již prakticky zastavil (Graf II.31). Míra registrované nezaměstnanosti podle údajů MPSV ve třetím čtvrtletí meziročně klesla o 1,1 procentního bodu na 5,6 %.¹⁷ Uvedený vývoj byl dosažen při pokračujícím růstu počtu nově hlášených uchazečů o práci, což indikovalo přechod ekonomiky do sestupné fáze hospodářského cyklu.

Pokračující snižování počtu nezaměstnaných osob ve třetím čtvrtletí 2008 přispělo k dalšímu snížení počtu dlouhodobě nezaměstnaných osob (podle VŠPS meziročně o 26,4 tis. osob). Jejich podíl na pracovní síle se dále snížil a dosáhl 2,1 %. Dlouhodobě nezaměstnaní ale stále tvoří téměř polovinu všech nezaměstnaných. Jednou z hlavních příčin v ČR je jejich kvalifikační struktura, která není v souladu s požadavky trhu práce.

14 Podle podnikového výkaznictví se naopak zaměstnanost v průmyslu snížila o 0,2 %. Výraznější rozdíl v uvedených statistikách zaměstnanosti v průmyslu ve třetím čtvrtletí 2008 může být způsoben rozdílem v jejich metodice. Statistika VŠPS, která provádí šetření v bytech, jen velmi obtížně zachycuje zaměstnanost cizích státních příslušníků. Cizinci jsou zpravidla v období recese propouštěni jako první, a proto pokles zaměstnanosti nemusel být v metodice VŠPS dobře zachycen.

15 Sezonně očištěná data.

16 Z pohledu mezinárodního srovnání se obecná míra nezaměstnanosti v ČR dlouhodobě pohybuje na nižší úrovni než je průměr za všechny členské země EU nebo průměr za země eurozóny.

17 Rozumí se celková míra registrované nezaměstnanosti, tj. včetně nedosažitelných uchazečů.

Poslední dostupné dílčí údaje o vývoji zaměstnanosti naznačují, že ve čtvrtém čtvrtletí 2008 došlo k výraznějšímu zpomalování růstu zaměstnanosti a zvyšování nezaměstnanosti než v předchozím období roku 2008. Podle posledních odvětvových statistik ČSÚ z listopadu dochází k zřetelnému snižování zaměstnanosti zejména v průmyslu v souvislosti s výrazným poklesem produkce a zakázek. Podle posledních údajů MPSV míra registrované nezaměstnanosti ve čtvrtém čtvrtletí dosáhla 5,8 % a po sezonním očištění se již mezičtvrtletně zvýšila. Tyto poznatky jsou v souladu s posledními výsledky šetření důvěry v průmyslu, podle kterých respondenti výrazně zhoršili svůj náhled na vývoj budoucí celkové i zahraniční poptávky. Z podobných důvodů dochází ve čtvrtém čtvrtletí k poklesu zaměstnanosti i ve stavebnictví.

II.4.2 Mzdy a produktivita

Po výrazném nárůstu na začátku roku 2008 meziroční růst průměrné nominální mzdy v národním hospodářství ve druhém a třetím čtvrtletí postupně zpomaloval. V samotném třetím čtvrtletí 2008 meziroční růst průměrné měsíční nominální mzdy dosáhl 7,9 % a byl jen o 0,1 procentního bodu nižší než v předchozím čtvrtletí. Reálný růst průměrné mzdy byl stejně jako v předchozích čtvrtletích v důsledku vysoké inflace nízký a dosáhl pouze 1,2 %, což představovalo druhý nejnižší meziroční přírůstek průměrné reálné mzdy od roku 1998.

V podnikatelském sektoru vzrostla ve třetím čtvrtletí 2008 průměrná mzda o 9,1 %, což představuje mírné zpomalení oproti předcházejícímu čtvrtletí. Přesto však ve všech sledovaných odvětvích růst průměrných mezd předstihoval tempo růstu produktivity. Je pravděpodobné, že k udržení nadále vysokého růstu průměrných mezd přispěla doznívající převaha poptávky nad nabídkou kvalifikované pracovní síly v některých odvětvích. Podle údajů MPSV (ISPV¹⁸) zvolnil ve třetím čtvrtletí i meziroční růst průměrného hodinového výdělků v podnikatelské sféře (na 5,1 %).

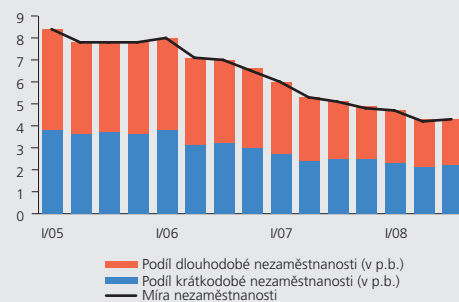
V nepodnikatelské sféře rostla průměrná mzda i ve třetím čtvrtletí 2008 výrazně pomaleji než v podnikatelském sektoru. Její meziroční nominální růst dosáhl 3,7 %, což zhruba odpovídalo vládnímu záměru o růstu mezd ve státní sféře. V reálném vyjádření pak průměrná mzda vlivem vysoké meziroční inflace pokračovala v meziročním poklesu, který dosáhl 2,7 %.

Meziroční růst nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN), které jsou indikátorem potenciálních inflačních tlaků ve mzdové oblasti, se ve třetím čtvrtletí 2008 celkově zmínil. Zpomalení meziročního růstu NJMN na 3,6 % odráželo zvolnění dynamiky meziročního růstu objemu mezd a platů v běžných cenách¹⁹, které bylo výraznější než pokles tempa růstu reálného hrubého domácího produktu. Přesto se růst NJMN v průměru nadále pohyboval na vyšší úrovni ve srovnání s předchozím rokem, což je patrné z Grafu II.33. Příčinou byl již zmíněný trvalý rychlejší růst průměrné mzdy než produktivity pozorovaný v roce 2008 ve většině sledovaných odvětvích, což signalizuje přetrvávající inflační tlaky plynoucí ze mzdové oblasti.

V průmyslu, kde v předchozích letech NJMN setrvalo meziročně klesaly, je již třetí čtvrtletí v řadě vykazován jejich převážně mírný růst (ve třetím čtvrtletí o 0,7 %). Růst produktivity ve srovnání s předchozím rokem 2007 zpomalil a nebyl doprovázen odpovídajícím vývojem průměrné mzdy. Vysvětlení této změny lze mimo jiné hledat v rozhodování podniků o změnách v zaměstnanosti, kdy čelí při zpomalující domácí

GRAF II.31 MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI

Pokles míry nezaměstnanosti se zastavil
(v %, procentních bodech, dle VŠPS)



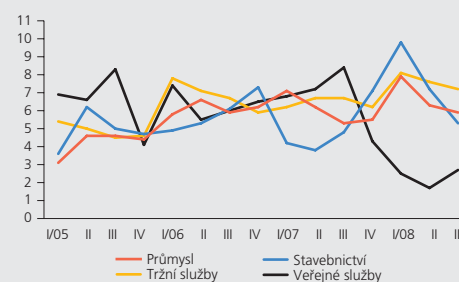
TAB. II.3 MZDY, PRODUKTIVITA, NJMN

Ve třetím čtvrtletí 2008 růst průměrné mzdy mírně zpomalil, byl však stále vysoký
(meziroční změny v %)

	II/07	IV/07	I/08	II/08	III/08
Průměrná mzda ve sled. organizacích					
nominální	7,5	6,6	10,2	8,0	7,9
reálná	4,9	1,7	2,6	1,1	1,2
Průměrná mzda v podnikatelské sféře					
nominální	7,5	6,5	12,0	9,3	9,1
reálná	4,9	1,6	4,3	2,3	2,3
Průměrná mzda v nepodnikatelské sféře					
nominální	7,5	7,1	3,2	3,1	3,7
reálná	4,9	2,2	-3,9	-3,5	-2,7
NHPP	3,2	3,5	2,1	2,1	2,3
NJMN	3,2	2,2	5,0	3,9	3,6

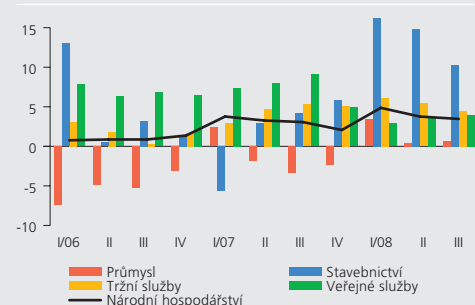
GRAF II.32 VÝVOJ MEZD V ODVĚTVÍCH

Ke zpomalení růstu průměrné mzdy došlo ve většině sledovaných odvětví
(meziroční změny v %, vybraná odvětví)



GRAF II.33 NJMN

Růst NJMN ve třetím čtvrtletí 2008 zvolnil, v průměru byl ale stále vyšší než v roce 2007
(meziroční změny v %)



18 Informační systém o průměrném výdělků.

19 Ke zmírnění meziročního růstu objemu mezd a platů přispělo zejména zpomalení růstu počtu zaměstnaných osob (o 0,3 procentního bodu), zmírnění růstu průměrných mezd bylo nižší (o 0,1 procentního bodu).

i vnější poptávce nejistotám o budoucím vývoji zakázek. Při zvažování snižování zaměstnanosti podniky berou ohled na budoucí možné náklady při jejím opětovném zvyšování (náklady na zapracování atp.).

V sekundárním sektoru se stejně jako v minulém čtvrtletí zvýšila mzdová náročnost produktu ve stavebnictví, kde sice došlo ke zpomalení mzdového růstu, avšak produktivita nadále klesala. V tržních službách se růst NJMN zmínil z vysokých hodnot dosahovaných v předchozích čtyřech čtvrtletích, byl ale stále poměrně vysoký (meziročně o 4,5 %). Růst produktivity zde sice zrychlil, byl však nadále nižší než růst mezd. Naopak v netržních službách růst NJMN mírně zrychlil, neboť klesající produktivita byla doprovázena zrychlením mzdového růstu.

II.5 PLATEBNÍ BILANCE

Pro vývoj platební bilance v prvním až třetím čtvrtletí 2008 byl charakteristický velmi vysoký schodek bilance výnosů, který se hlavně v důsledku rychlého růstu hodnoty vyplacených dividend nerezidentům dále prohloubil, a přetrvávající vysoký přebytek přímých investic. Současně pokračoval růst přebytku výkonové bilance²⁰, k němuž přispělo zhruba stejným dílem zlepšení obchodní bilance a bilance služeb. Čistý příliv portfoliových investic byl především ovlivněn emisí vládních dluhopisů na zahraničních trzích. Schodek ostatních investic odrážel zejména čistý odliv dlouhodobého kapitálu obchodních bank. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 došlo ve vývoji zahraničního obchodu v důsledku prudkého poklesu vnější poptávky k výrazně nepříznivému obratu.

II.5.1 Běžný účet

V prvním až třetím čtvrtletí 2008 dosáhl běžný účet platební bilance schodku 60,4 mld. Kč (Tab. II.4), což představovalo -2,2 % HDP. V meziročním srovnání se jeho schodek zvýšil o téměř 24 mld. Kč. Výrazné meziroční prohloubení schodku bilance výnosů bylo ze dvou třetin kompenzováno příznivým vývojem ostatních tří dílčích bilancí.

Obchodní bilance dosáhla v prvním až třetím čtvrtletí 2008 přebytku 110,1 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o 16,4 mld. Kč (Graf II.34). Příznivý vývoj v reálném vyjádření byl přitom zhruba ze dvou třetin kompenzován nepříznivým cenovým vývojem, projevujícím se ve zhoršování směnných relací. Růst přebytku byl doposud nejvýznamněji ovlivňován příznivými změnami na nabídkové straně ekonomiky v důsledku minulého přílivu přímých zahraničních investic a relativně vysokou vnější poptávkou, která však v průběhu roku postupně oslabovala. Ve čtvrtém čtvrtletí však došlo ve vývoji zahraničního obchodu k výraznému obratu, především v důsledku prudkého poklesu vnější poptávky a dále i vysokého dovozu ropy. Zatímco ve třetím čtvrtletí obchodní přebytek ještě rostl, za říjen a listopad meziročně klesl o 25,4 mld. Kč.

Vývoj obchodní bilance z hlediska zbožíové struktury byl v prvním až třetím čtvrtletí 2008 nadále značně rozmanitý. Ke zvýšení celkového přebytku nejvýznamněji přispěl růst přebytku strojů, především monitorů a televizních přijímačů. Nejvýraznější zhoršení bilance naopak zaznamenal schodek nerostných paliv. Z teritoriálního hlediska bylo meziroční zvýšení přebytku opětovně patrné v obchodu se zeměmi EU, zejména s Německem a Nizozemskem. Celkový schodek obchodu se státy mimo EU se dále prohloubil, a to především vlivem růstu schodku obchodu s Čínou a Ruskem.

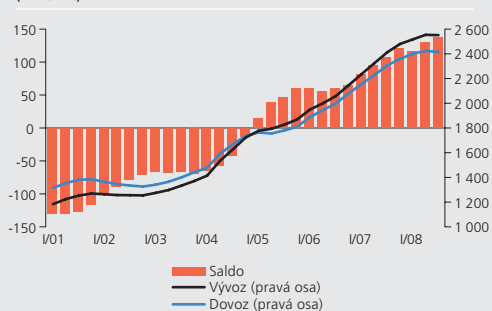
Tab. II.4 VÝVOJ PLATEBNÍ BILANCE

Schodek běžného účtu se v prvním až třetím čtvrtletí 2008 v důsledku prohloubení schodku bilance výnosů zvýšil (v mld. Kč)

	I-III/05	I-III/06	I-III/07	I-III/08
A. BĚŽNÝ ÚČET	-24,4	-38,4	-36,8	-60,4
Obchodní bilance	52,2	52,4	93,6	110,1
Bilance služeb	31,8	37,5	45,8	65,6
Bilance výnosů	-114,8	-119,5	-160,4	-231,9
Běžné převody	6,4	-8,8	-15,8	-4,1
B. KAPITÁLOVÝ ÚČET	2,5	3,0	6,2	21,6
C. FINANČNÍ ÚČET	130,5	51,2	37,5	111,9
Přímé investice	225,6	65,0	99,6	121,3
Portfoliové investice	-60,9	-56,6	-65,9	34,7
Finanční deriváty	-2,1	-1,3	3,3	0,0
Ostatní investice	-32,0	44,2	0,5	-44,1
D. CHYBY A OPOMENUTÍ	-19,0	-13,7	-9,3	-34,8
E. ZMĚNA REZERV (=nárůst)	-89,6	-2,1	2,5	-38,3

Graf II.34 VÝVOJ OBCHODNÍ BILANCE

Roční klouzavý úhrn přebytku obchodní bilance se ve třetím čtvrtletí 2008 zvýšil (v mld. Kč)



20 Výkonová bilance představuje součet obchodní bilance a bilance služeb.

Bilance služeb skončila v prvním až třetím čtvrtletí přebytkem 65,6 mld. Kč, který se meziročně zvýšil o téměř 20 mld. Kč. K tomu v rozhodující míře přispěl pokles schodku bilance ostatních služeb v důsledku velmi rychlého růstu příjmů. Mírně se zvýšil i přebytek bilance dopravy. Přebytek cestovního ruchu se naproti tomu vlivem výrazného meziročního zhodnocení koruny i zpomalující vnější poptávky mírně snížil.

Bilance výnosů dosáhla schodku 231,9 mld. Kč a meziročně se zhoršila o 71,5 mld. Kč (Graf II.35). Její nejvýznamnější složku představovala hodnota vyplacených dividend z přímých zahraničních investic nerezidentům, která současně i nejvýrazněji vzrostla. V meziročním srovnání proto došlo především k prohloubení schodku výnosů z přímých investic (na 214,8 mld. Kč). V menší míře se zhoršily i zbývající tři dílčí bilance. Přebytek výnosů z portfoliových investic přešel v důsledku poklesu příjmů, ovlivněného rychlejším snižováním úrokových sazeb v zahraničí než v tuzemsku i zmírněním poptávky po zahraničních cenných papírech, do schodku. Mírně se snížil i přebytek výnosů z ostatních investic. V důsledku dalšího růstu nákladů na práci cizinců v ČR se rovněž prohloubil schodek náhrad zaměstnancům.

Běžné převody skončily v důsledku vývoje ve třetím čtvrtletí celkově schodkem 4,1 mld. Kč. Jejich bilance se nicméně meziročně zlepšila o 11,7 mld. Kč. Pro vývoj běžných převodů byl určující schodek soukromých převodů, který přesáhl 13 mld. Kč. Jeho nepříznivý dopad však byl z velké části kompenzován přebytkem vládních převodů v důsledku velmi rychlého růstu příjmů v prvním pololetí.

II.5.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet dosáhl v prvním až třetím čtvrtletí 2008 přebytku 21,6 mld. Kč, což představuje meziroční růst o 15,4 mld. Kč. Jeho rozhodující složku tvořily příjmy vládního sektoru z fondů EU (21,5 mld. Kč), které se v meziročním srovnání ztrojnásobily.

II.5.3 Finanční účet

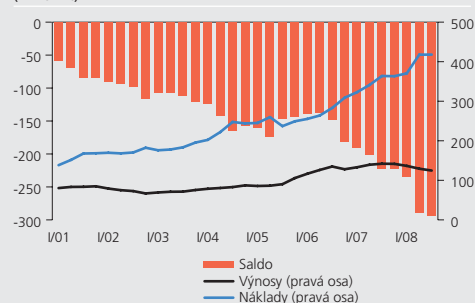
Finanční účet platební bilance skončil v prvním až třetím čtvrtletí 2008 přebytkem 111,9 mld. Kč, tj. 4,0 % HDP, který se vlivem vývoje přímých a zejména portfoliových investic meziročně výrazně zvýšil. Ve směru poklesu celkového přebytku naopak působil čistý odliv ostatních investic.

Bilance přímých investic vykázala přebytek 121,3 mld. Kč, což v meziročním srovnání představuje nárůst o 21,7 mld. Kč. Zvýšení přebytku bylo v rozhodující míře ovlivněno vyšším přílivem přímých zahraničních investic do ČR (138,3 mld. Kč). Souviselo s růstem investic do ostatního kapitálu, spojeného s čerpáním čistých úvěrů tuzemskými firmami od mateřských zahraničních společností. Nejvýznamnější složku přílivu nadále představoval reinvestovaný zisk (91,5 mld. Kč). V porovnání s ním tvořily investice do základního kapitálu zhruba třetinu. Z pohledu odvětvové struktury směřoval příliv investic do základního kapitálu zejména do výroby radiových, televizních a spojovacích zařízení a přístrojů a výroby chemických výrobků (Graf II.36). Z teritoriálního pohledu se na přílivu investic do základního jmění z jednotlivých zemí nejvýznamněji podílely Nizozemsko a Kypr. České přímé investice v zahraničí se vlivem nižších investic do základního kapitálu meziročně mírně snížily a dosáhly 17,0 mld. Kč.

Portfoliové investice dosáhly v prvním až třetím čtvrtletí 2008 čistého přílivu 34,7 mld. Kč (Graf II.37). Ve stejném období předchozího roku přitom skončily čistým odlivem ve výši téměř 66 mld. Kč. Nejvýznamnější operace, které vedly k celkové změně toků, představovaly emise dluhopisů vlády a dalších subjektů na zahraničních trzích, díky nimž dosáhl celkový hrubý příliv kapitálu 58,8 mld. Kč. Po jejich vyloučení

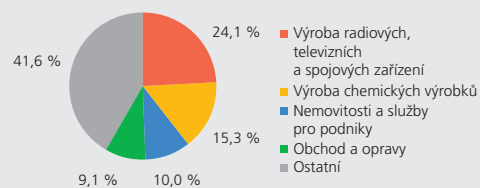
GRAF II.35 VÝVOJ BILANCE VÝNOSŮ

Roční klouzávy úhrn schodku bilance výnosů se ve třetím čtvrtletí 2008 dále zvýšil
(v mld. Kč)



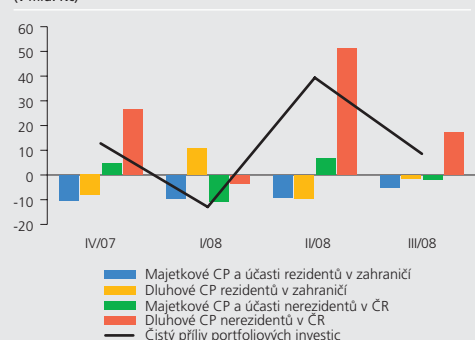
GRAF II.36 PŘÍMÉ ZAHRAJČNÍ INVESTICE

Čtvrtina investic do základního kapitálu v ČR směřovala v prvním až třetím čtvrtletí 2008 do výroby televizních a spojovacích zařízení

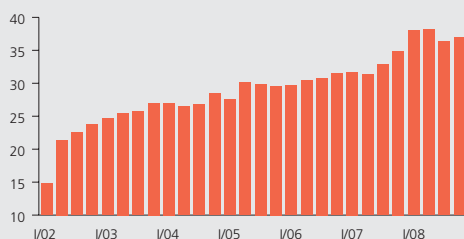


GRAF II.37 PORTFOLIOVÉ INVESTICE

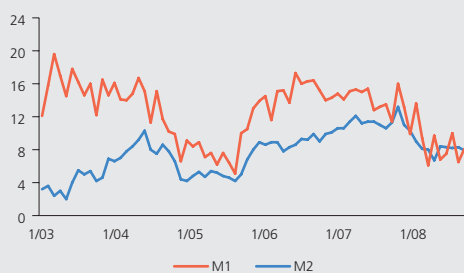
Ve třetím čtvrtletí 2008 dosáhly portfoliové investice čistého přílivu
(v mld. Kč)



GRAF II.38 DEVIZOVÉ REZERVY ČNB
Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 mírně zvýšily (v mld. USD)



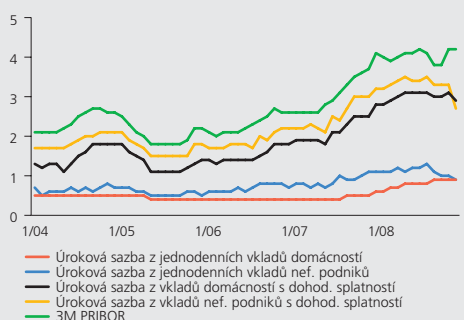
GRAF II.39 PENĚŽNÍ AGREGÁTY M1 A M2
Růst peněžního agregátu M2 v roce 2008 zpomalil (meziroční změny v %)



TAB. II.5 STRUKTURA PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ
Tempo růstu oběhiva se zvýšilo (průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, meziroční změny v %)

	II/08	III/08	10/08	11/08	Podíly na M2 v %
M1	8,4	8,1	6,5	8,1	58,1
Oběhivo	5,5	4,6	15,1	13,9	14,3
Jednodenní vklady	9,2	9,2	4,0	6,4	43,8
M2-M1 (kvazi-peníze)	6,6	8,6	10,9	7,5	41,9
Vklady s dohodnutou splatností	-2,0	-0,4	2,0	-4,5	25,8
Vklady s výpovědní lhůtou	24,0	27,1	29,1	32,6	15,2
Repo operace	185,1	107,4	54,1	86,5	0,9
M2	7,6	8,3	8,3	7,9	100,0

GRAF II.40 ÚROKOVÉ SAZBY Z VKLADŮ
Úrokové sazby z vkladů začaly klesat (nové obchody, v %)



převažovaly v obchodování s tuzemskými majetkovými i dluhovými cennými papíry zahraničními investory odprodeje z jejich portfolií. Odliv portfoliového kapitálu rezidentů dosáhl v prvním až třetím čtvrtletí 24,1 mld. Kč. Byl téměř zcela spojen s nákupy zahraničních majetkových cenných papírů, které se však v důsledku sílícího očekávání nepříznivého zahraničního hospodářského vývoje meziročně snížily na polovinu. Jen velmi mírný nárůst držby zahraničních dluhopisů rezidenty odrazil zejména rychlý pokles úrokových sazeb v zahraničí.

V bilanci ostatních investic byl v prvním až třetím čtvrtletí dosažen čistý odliv zdrojů ve výši 44,1 mld. Kč (v prvním až třetím čtvrtletí předchozího roku byl zaznamenán mírný čistý příliv 0,5 mld. Kč). Celkový schodek byl nejvýznamněji ovlivněn čistým odlivem kapitálu obchodních bank, který dosáhl 26,6 mld. Kč. Souvisel s čistým odlivem dlouhodobého kapitálu v důsledku navýšení rozsahu finančních prostředků tuzemských finančních institucí v zahraničí. Výraznější čistý odliv kapitálu (22,4 mld. Kč) současně zaznamenal sektor podniků, hlavně vlivem splátek obchodních a finančních úvěrů a dále i nárůstu poskytnutých vývozních úvěrů a vkladů na účtech v zahraničí. Ke zmírnění celkového schodku naopak působil mírný čistý příliv kapitálu vládního sektoru.

V průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 se devizové rezervy ČNB zvýšily o 89,6 mld. Kč na 715,7 mld. Kč. Vývoj rezerv byl významně ovlivňován kurzovými rozdíly. Devizové rezervy ČNB v dolarovém vyjádření se po svém říjnovém poklesu ke konci čtvrtletí zvýšily o 0,7 mld. USD a dosáhly 37,0 mld. USD (Graf II.38).

II.6 MĚNOVÝ VÝVOJ

Vývoj peněžních agregátů byl ovlivňován pokračujícím zpomalováním hospodářského růstu a dopady globální finanční a hospodářské krize. Zvýšila se dynamika oběhiva, zpomaluje tempo růstu úvěrů a rostou úvěry se selháním zejména u nefinančních podniků. Dynamika nových úvěrů klesala, u domácností byla dokonce záporná. V uvedeném vývoji se vedle zpřísňování úvěrových podmínek projevuje horší dostupnost zdrojů u některých bank pro financování bankovních úvěrů z mezibankovního trhu či z primárních vkladů.

II.6.1 Peníze

Meziroční růst peněžního agregátu M2 v závěru roku 2008 dále zpomalil a v listopadu 2008 dosáhl 7,9 % (Graf II.39). Snížení dynamiky peněžní zásoby bylo zaznamenáno v celém roce 2008 zejména vlivem zpomalování hospodářského růstu, nižší dynamiky domácích úvěrů v důsledku zpřísňování úvěrových podmínek a výrazného posílení kurzu. Indikátory průměrnosti růstu peněz naznačovaly omezování proinflačního působení peněz ve střednědobém horizontu.

Ve struktuře peněžní zásoby růst transakčních peněz zahrnutých v M1 nejprve v říjnu zpomalil a následně v listopadu opět vzrostl (Tab. II.5). Výrazně se urychlila dynamika oběhiva na úkor jednodenních vkladů. Meziroční růst kvazi-peněz se v říjnu nejprve zvýšil a následně v listopadu poklesl zejména vlivem vkladů s dohodnutou splatností. Hlavní příspěvek k růstu M2 měly vklady domácností. Jejich tempo růstu činilo v listopadu 10,2 %. Dynamika vkladů nefinančních podniků se snížila k nulovým hodnotám a měla v roce 2008 hlavní podíl na zpomalování růstu peněžní zásoby. Růst vkladů finančních neměnových institucí se v průběhu roku 2008 rovněž snižoval a v listopadu dosáhl 3,8 %.

Úrokové sazby z vkladů domácností a nefinančních podniků klesaly (Graf II.40) s výjimkou vkladů s dohodnutou splatností nad jeden rok. Růst sazby z uvedených vkladů pravděpodobně ovlivňuje snaha bank zajistit si zdroje v období napětí na mezibankovním trhu. Náklady příležitosti z držby likvidních peněz, vyjádřené spready mezi sazbami z vkladů s dohodnutou splatností do jednoho roku a sazbami z jednodenních vkladů, poklesly.

II.6.2 Úvěry

Tempo růstu úvěrů poskytovaných měnovými finančními institucemi podnikům a domácnostem dále zpomalovalo a v listopadu 2008 dosáhlo 18,6 % (Těb. II.5). Uvedený vývoj byl ovlivňován zejména nižším hospodářským růstem, zpřísněním úvěrových podmínek a minulým růstem úrokových sazeb. K pomalejší dynamice úvěrů přispívaly v celém roce 2008 úvěry domácnostem a v menší míře i úvěry nefinančním podnikům. Klesající tempo růstu úvěrů naznačují i nově poskytnuté úvěry, a to s vyšší intenzitou než stavy úvěrů (Graf II.41). Uvedený vývoj nových úvěrů byl zaznamenáván v delším období, tj. u domácností již od roku 2007 a u nefinančních podniků od počátku roku 2008. Ve třetím čtvrtletí se podniky a domácnosti rovněž méně zadlužovaly u nebankovních institucí. Zpomalování hospodářského růstu zvyšovalo tempo růstu úvěrů se selháním zejména u nefinančních podniků. Negativní signály z reálné ekonomiky by se mohly se zpožděním projevit v úvěrech se selháním i u domácností. Poměr úvěrů k HDP se i přes postupné zpomalování růstu úvěrů ve třetím čtvrtletí zvýšil v průměru na 49,5 % oproti 47,7 % v předchozím čtvrtletí.

Meziroční dynamika úvěrů nefinančním podnikům dále poklesla a potvrdila trend zaznamenaný v celém roce 2008. K uvedenému vývoji přispívaly zejména úvěry poskytované developerům a odvětví finančního zprostředkování. Naopak mírně se v posledních měsících zvýšil příspěvek úvěrů odvětví zpracovatelského průmyslu, energetiky a obchodu. Tempo růstu celkových úvěrů nefinančním podnikům bylo ve srovnání s počátkem roku 2008 na nižší úrovni téměř ve všech odvětvích, které se v minulosti nejvíce podílely na růstu úvěrů. Nově se v listopadu výrazněji zpomalila dynamika krátkodobých úvěrů určených k financování provozních potřeb podniků a naopak zrychlil růst střednědobých a dlouhodobých úvěrů. V dosavadním průběhu roku 2008 byl však vývoj opačný a krátkodobé úvěry rostly nejrychleji. Zpomalování růstu úvěrů se projevovalo i v nižší meziroční dynamice celkového financování podniků²¹ (ve třetím čtvrtletí pokles na 7 %).

Dynamika úvěrů domácnostem se rovněž zpomalovala a v listopadu 2008 dosáhla 23,9 % (Graf II.42). Méně rostly úvěry na bydlení i spotřebitelské úvěry. Nové úvěry na bydlení a spotřebitelské úvěry dokonce meziročně poklesly. Nižší růst zadlužování domácností souvisí i s očekávaným zhoršením celkové ekonomické situace, finanční situace a oslabováním trhu s bydlením. Růst nabídkových cen bytů ve čtvrtém čtvrtletí 2008 oproti předchozímu období zpomalil a v Praze dokonce ceny poklesly. Poměr celkové, tj. bankovní i nebankovní, zadluženosti domácností k hrubému disponibilnímu důchodu se ve třetím čtvrtletí zvýšil na 50,8 % a ve vztahu k HDP na 26,4 %. Zatížení domácností úrokovými náklady se nepatrně snížilo na 1,8 %.

Podobně jako v eurozóně banky v ČR přehodnocují vlivem globální finanční krize rizika a reagují na zhoršenou situaci zpřísněním úvěrových podmínek zejména u domácností. Dopad prohloubení globální finanční krize na ekonomiku tudíž dále zvyšuje nejistoty ohledně budoucího vývoje úvěrů.

TAB. II.6 STRUKTURA ÚVĚRŮ

Růst úvěrů se dále snížil

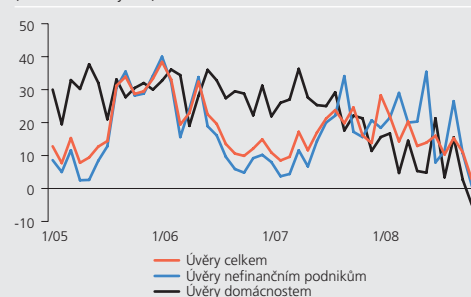
(průměry za čtvrtletí a stavy ke konci měsíce, meziroční změny v %)

	Průměry za čtvrtletí				Podíl na celkových úvěrech v %
	II/08	III/08	10/08	11/08	11/08
Nefinanční podniky	16,3	14,8	15,7	15,5	45,7
Úvěry do 1 roku	32,8	28,7	27,5	20,4	19,1
Úvěry od 1 roku do 5 let	-5,3	-4,8	-1,7	7,6	9,3
Úvěry nad 5 let	14,2	13,4	14,5	15,0	17,3
Domácnosti	30,7	28,0	25,7	23,9	45,8
Spotřebitelské úvěry	26,4	25,3	24,6	22,9	8,9
Úvěry na bydlení	32,8	29,1	26,6	24,3	32,3
Ostatní	25,5	25,8	21,6	23,0	4,6
Finanční neměn. instituce	37,3	28,5	13,5	9,1	8,5
Úvěry celkem	24,3	21,7	19,9	18,6	100,0

GRAF II.41 NOVĚ POSKYTNUTÉ ÚVĚRY

Nové úvěry poskytnuté domácnostem klesaly

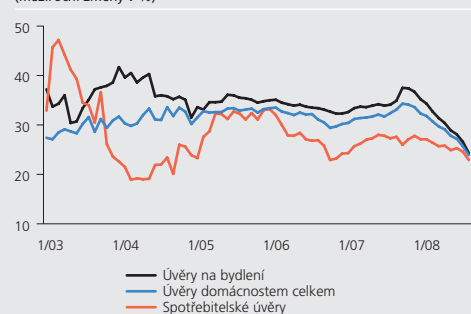
(meziroční změny v %)



GRAF II.42 ÚVĚRY POSKYTNUTÉ DOMÁCNOSTEM

Méně rostly úvěry na bydlení i spotřebitelské úvěry

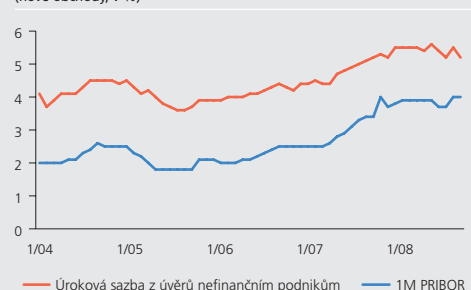
(meziroční změny v %)



GRAF II.43 ÚROKOVÁ SAZBA Z ÚVĚRŮ NEFIN. PODNIKŮM

Úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se snižovala

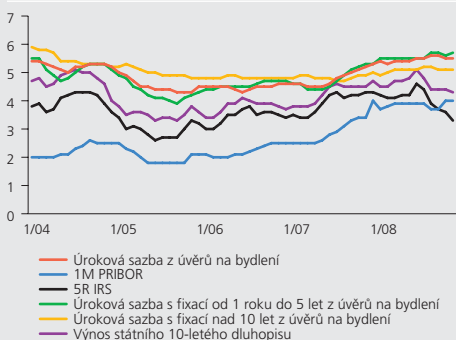
(nové obchody, v %)



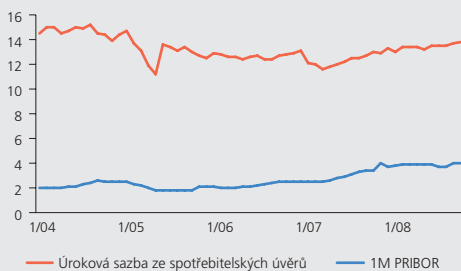
21 Celkové financování zahrnuje úvěry, dluhové cenné papíry, akcie a obchodní úvěry. Meziroční růst financování podniků pouze prostřednictvím úvěrů a cenných papírů rovněž ve třetím čtvrtletí zpomalil na 14,1 %. Poměr úvěrů a dluhových cenných papírů k HDP i přes snížení dynamiky úvěrů podnikům ve třetím čtvrtletí vzrostl na 46,7 %.

GRAF II.44 ÚROKOVÁ SAZBA Z ÚVĚRŮ NA BYDLENÍ

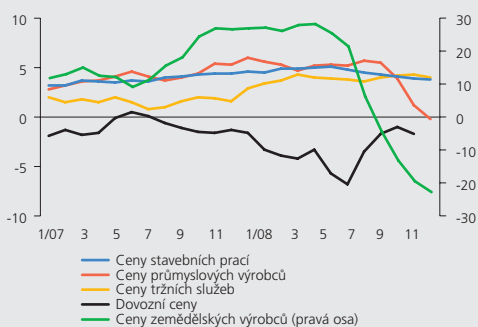
Úroková sazba z úvěrů na bydlení stagnovala v krátkých i dlouhých splatnostech (nové obchody, v %)

**GRAF II.45 ÚROKOVÁ SAZBA ZE SPOTŘEBITELSKÝCH ÚVĚRŮ**

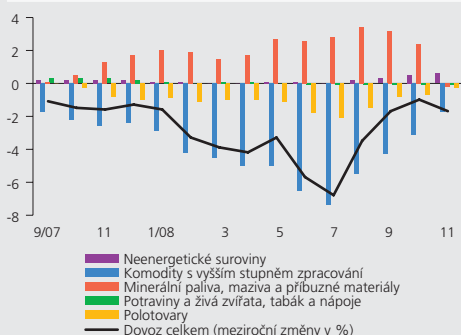
Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů dále rostla (nové obchody, v %)

**GRAF II.46 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ**

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 došlo k výrazné změně ve vývoji cen průmyslových a zemědělských výrobců (meziroční změny v %)

**GRAF II.47 DOVOZNÍ CENY**

Dovožní ceny pokračovaly v meziročním poklesu (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Průměrná úroková sazba z nových klientských úvěrů po říjnovém zvýšení následně v listopadu poklesla o 0,1 procentního bodu na 7,1 %. Projevovala se v ní patrně začínající reakce bank na pokles 2T repo sazby o 0,75 procentního bodu u některých typů úvěrů. Dlouhodobé úrokové sazby finančního trhu v důsledku zhoršeného výhledu domácí ekonomiky klesaly. V rámci klientských úrokových sazeb se snížila sazba z nových úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům (Graf II.43). Úroková sazba z nových úvěrů na bydlení zhruba stagnovala a z nových spotřebitelských úvěrů rostla (Grafy II.44 a 45). Spready těchto úrokových sazeb vůči úrokovým sazbám finančního trhu se zvýšily zejména u nových úvěrů poskytnutých domácnostem a v listopadu nepatrně i u nových malých úvěrů nefinančním podnikům.

II.7 DOVOZNÍ CENY A CENY VÝROBCŮ

Výrazný obrat ve vývoji cen ropy na světových trzích ve čtvrtém čtvrtletí 2008 přispěl k rychlému zpomalení meziročního růstu dovozních cen energetických surovin, které v listopadu vyústilo v jejich pokles. Protiinflačně působily rovněž klesající ceny dovážených potravin, polotovarů a produktů s vyšším stupněm zpracování. Ceny neenergetických surovin ale pokračovaly v meziročním růstu. Ceny průmyslových výrobců výrazně zmírnily svůj růst, který v závěru roku přešel v meziroční pokles. Ceny zemědělských výrobců výrazně klesaly. Ve stavebnictví cenový růst zpomalil, pouze ceny tržních služeb celkově nezaznamenaly významnější změny.

II.7.1 Dovožní ceny

Dovožní ceny pokračovaly v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2008 v meziročním poklesu. Od července však dochází k jeho zmírňování až na 1,7 % v listopadu (Graf II.47). Dovožní ceny klesaly ve většině dovozních skupin, pouze ceny neenergetických surovin vykazovaly rychlý růst, jejich dopad do celkového vývoje dovozních cen byl ale nevýrazný.

Přetrvávající meziroční pokles dovozních cen byl podobně jako v předchozím období v převážné míře důsledkem vývoje kurzu koruny. Jeho meziroční posílení se však od srpna postupně snižovalo z vysokých hodnot dosahovaných v předchozích čtvrtletích. V případě kurzu CZK/EUR se meziroční posílení v listopadu snížilo na 5,8 %; u kurzu CZK/USD byly zaznamenány ještě výraznější změny, které v listopadu vyústily v jeho meziroční oslabení.²²

Nejzřetelněji se tyto kurzové změny projevily ve vývoji dovozních cen komodit s vyšším stupněm zpracování, jejichž cenový růst v zahraničí je zpravidla umírněný a méně kolísavý. Vliv výrazného zmírnění meziročního zhodnocení kurzu koruny (kde má dominantní roli kurz CZK/EUR) na vývoj cen dovozu v této skupině názorně dokumentuje Graf II.48. Dovožní ceny klesaly i v dalších skupinách komodit zahrnovaných do indexu dovozních cen. Při souběhu dalšího snížení cen zemědělských a potravinářských komodit na světových trzích a zmírňujícího se zhodnocení kurzu koruny meziroční pokles dovozních cen potravin mírně zeslábl a v listopadu dosáhl 1,2 %. Výrazněji se vývoj kurzu promítl do dovozních cen polotovarů, jejichž meziroční pokles byl v listopadu ve srovnání s červencem nižší o téměř 8 procentních bodů.

Také dovožní ceny energetických surovin zaznamenaly v listopadu po několika čtvrtletích rychlého růstu mírný meziroční pokles (o 1,5 %), který byl odrazem výrazného poklesu cen ropy na světových trzích (Graf II.49). Přestože meziroční růst ceny ropy

22 Měnový kurz CZK/USD v červenci meziročně posílil o 27,7 %, v říjnu o 2,9 % a v listopadu oslabil o 8,7 %.

Brent již v červenci zahájil rychlý „sestup“ z nejvyšších červnových hodnot kolem 90 %, dovozní ceny minerálních paliv rostly až do října velmi rychle. V pozadí tohoto zdánlivého nesouladu byl především vývoj cen zemního plynu, které následovaly změny cen ropy se zpožděním, jež bylo delší, než je obvyklé. Podle posledních údajů ČSÚ světové ceny zemního plynu v listopadu rostly stále ještě vysokým tempem okolo 70 %, zatímco ceny ropy již druhý měsíc v řadě výrazně meziročně klesaly (v listopadu o 36,7 %). Proti výraznějšímu oslabení cenového růstu dovážených energetických surovin působilo také zmíněné snížení meziročního zhodnocení kurzu CZK/USD, které v listopadu přešlo v meziroční oslabení. Dovozní ceny neenergetických surovin pokračovaly v rychlém růstu, který do listopadu zrychlil na 24,6 %.

V souhrnu vývoj dovozních cen v prvních dvou měsících čtvrtého čtvrtletí 2008 nazačoval jejich různorodé působení na jednotlivé cenové okruhy. Z pohledu potenciálního dopadu do domácích cen celkově převažovalo jejich protiinflační působení, i když míru tohoto vlivu oslabovalo pokračující snižování meziročního posílení kurzu koruny, resp. oslabení kurzu CZK/USD v listopadu. Významnou změnou byl obnovený pokles dovozních cen energetických surovin, působící ve směru snížení nákladových tlaků na růst cen v produkční sféře i spotřebitelské inflace.

II.7.2 Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Výrazné zpomalení růstu cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí a jejich následný meziroční pokles v prosinci 2008 byly zejména důsledkem vývoje světových cen ropy a zemědělských a potravinářských komodit. Vysoký růst cen výrobců v průmyslu, pohybující se až do září převážně nad úroveň 5 %, přešel ve čtvrtém čtvrtletí rychle do poklesu, který v prosinci činil 0,2 % (Graf II.50). V převážné většině odvětví průmyslu ceny výrobců v prosinci klesaly, rychlý cenový růst pokračoval jen v energetických odvětvích²³ a v odvětví zpracování dovážených neenergetických surovin, především na bázi kovů.

Nejvýrazněji ovlivnily pokles meziroční dynamiky vývoje cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí 2008 ceny výrobců v odvětví koksárenství a rafinérského zpracování ropy, které ještě v září rostly 18% tempem, ale v prosinci již vykázaly více než 30% meziroční pokles. Za tímto vývojem stály především výrazně klesající ceny ropy na světových trzích (Graf II.50).

Ceny výrobců v potravinářském průmyslu zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí podobnou trajektorii vývoje jako ceny v odvětví zpracování ropy. Zpomalování jejich meziročního růstu z předchozích vysokých hodnot a následný přechod do poklesu především odrážely změny se situací na světovém trhu zemědělských a potravinářských komodit, která ovlivňovala i vývoj cen domácích zemědělských výrobců (blíže viz Ceny zemědělských výrobců). Podle posledních prosincových údajů se ceny výrobců v potravinářském průmyslu meziročně snížily o 2,1 %, zatímco v září ještě rostly 6,5% tempem. Také v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu²⁴ již ve čtvrtém čtvrtletí převažovala odvětví s klesajícími cenami.

Naproti tomu v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody pokračoval rychlý cenový růst (v prosinci o 10 %), což souviselo zejména s vývojem cen elektrické energie

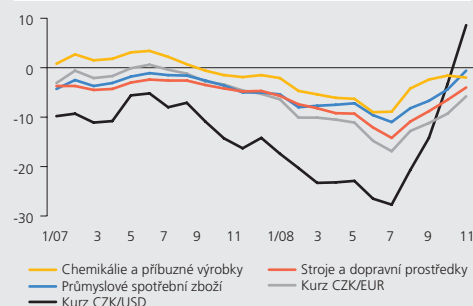
23 Rozumí se odvětví těžby uhlí a výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody.

24 Rozumí se všechna odvětví průmyslu po vyloučení odvětví dobývání nerostných surovin, odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody, odvětví koksárenství a rafinérského zpracování ropy a potravinářského průmyslu.

GRAF II.48 KOMODITY S VYŠŠÍM STUPNĚM ZPRACOVÁNÍ

Ve druhé polovině roku 2008 vývoj kurzu koruny významně přispěl ke zmírnění poklesu dovozních cen produktů s vyšším stupněm zpracování

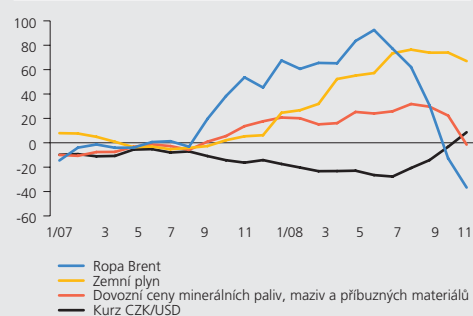
(meziroční změny v %)



GRAF II.49 MINERÁLNÍ PALIVA

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 ceny ropy výrazně klesaly, zatímco růst cen zemního plynu byl stále vysoký

(meziroční změny v %)



TAB. II.7 STRUKTURA INDEXU DOVOZNÍCH CEN

V převážné většině dovozních skupin ceny klesaly

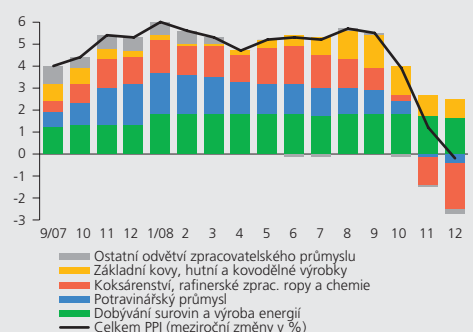
(meziroční změny v %)

	8/08	9/08	10/08	11/08
DOVOZ CELKEM	-3,5	-1,7	-1,0	-1,7
z toho:				
potraviny a živá zvířata	-1,6	-1,7	-1,4	-1,2
nápoje a tabák	-4,4	-6,1	-4,3	-3,9
suroviny nepoživatelné s výjimkou paliv	7,4	12,5	18,4	24,6
minerální paliva, maziva a příbuzné mat.	31,8	29,6	22,3	-1,5
živočišné a rostlinné oleje	7,0	5,5	4,0	6,6
chemikálie a příbuzné výrobky	-4,2	-2,4	-1,6	-2,0
tržní výrobky tříděné hlavně podle materiálu	-6,5	-3,7	-3,0	-1,5
stroje a dopravní prostředky	-10,9	-8,8	-6,5	-4,0
průmyslové spotřební zboží	-8,2	-6,7	-4,4	-0,6

GRAF II.50 CENY PRŮMYSLYCHÝCH VÝROBCŮ

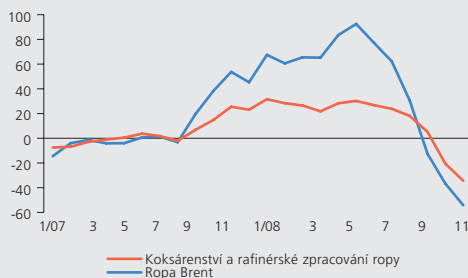
Na poklesu cen průmyslových výrobců se nejvíce podílelo odvětví zpracování ropy a potravinářský průmysl

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



GRAF II.51 CENY V ODVĚTVĚ ZPRACOVÁNÍ ROPY

Pokles cen výrobců v odvětví zpracování ropy korespondoval s vývojem světových cen ropy
(meziroční změny v %)



v zahraničí. V odvětví dobývání surovin sice velmi rychlý cenový růst zřetelně zpomalil, avšak byl stále vysoký (v prosinci 11,1 %). Rovněž v odvětví zpracování kovů, hutních a kovodělných výrobků pokračoval rychlý, i když zpomalující růst cen výrobců. Za tímto vývojem stál vývoj cen hlavních surovinových a energetických výrobních vstupů.

V pozadí výrazné změny ve vývoji cen průmyslových výrobců ve čtvrtém čtvrtletí stál vedle výrazného poklesu světových cen ropy a potravin rovněž vliv zpomalující poptávky, který byl při současně klesajících cenách dovážených produktů konkurence významným faktorem rozhodování výrobců o cenových změnách. Tento vliv byl patrný zejména v ostatních odvětvích zpracovatelského průmyslu, kde již ceny převážně klesaly.

Ceny zemědělských výrobců

Ceny zemědělských výrobců klesaly již od konce třetího čtvrtletí 2008, v jehož průběhu došlo k výrazné změně dosavadního trendu (Graf II.53). Ve čtvrtém čtvrtletí se tento meziroční pokles dále rychle prohluboval a v prosinci dosáhl 22,8 %. Na této významné změně dosavadního vývoje se podílely jak ceny rostlinných, tak živočišných produktů.

Za výrazným meziročním poklesem cen zemědělských výrobců v ČR byl souběh několika faktorů, zejména obratu ve vývoji cen komodit rostlinného původu na světových trzích v polovině roku 2008, nadprůměrné domácí sklizně v roce 2008 a také přetrvávajícího – i když snižujícího se – meziročního zhodnocení kurzu koruny. Pokles cen zemědělských komodit na světových trzích v průběhu léta roku 2008 souvisel zejména se zpomalením růstu poptávky ve světě a nadprůměrnou úrodou u hlavních světových producentů (Austrálie, USA, eurozóna), a tím i zvýšením dosud nízkých světových zásob.

Domácí sklizeň dosáhla podle odhadů ČSÚ druhou nejvyšší hodnotu²⁵ v časové řadě od roku 1990. Počínaje závěrem loňské sklizně tak došlo k výraznému snížení korunových cen hlavních komodit rostlinné výroby, které se v září meziročně snížily o 7,2 % a v dalších měsících svůj pokles ještě dále výrazně prohloubily (na -29,1 % v prosinci).

Rovněž u cen živočišných produktů pokračovalo ve čtvrtém čtvrtletí 2008 prohlubování meziročního poklesu, patrné od konce třetího čtvrtletí. Podobně jako u rostlinných produktů jejich meziroční růst přešel v září v pokles (o 1 %); v průběhu čtvrtého čtvrtletí se dále prohluboval až na -14,8 % v prosinci. Tento vývoj byl především důsledkem poklesu cen živočišných produktů na světových trzích, jehož dopad do domácích cen byl dále prohlubován meziročním zhodnocením kurzu CZK/EUR.

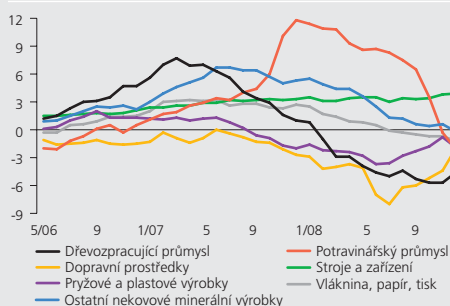
Ostatní cenové okruhy produkční sféry

V ostatních cenových okruzích produkční sféry, zahrnujících sektor služeb a stavebnictví, byly ve čtvrtém čtvrtletí 2008 pozorovány méně výrazné změny v cenovém vývoji než v průmyslu a zemědělství.

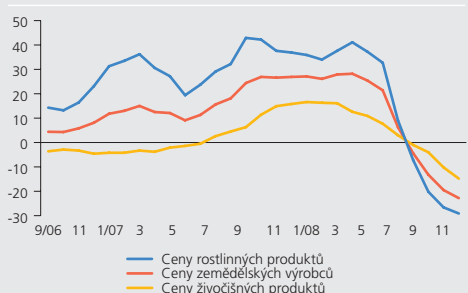
Směr těchto změn však také svědčil o tlumícím vlivu slábnoucí poptávky. Určitá změna trendu je patrná ve stavebnictví. Dlouhodobější pozvolné zrychlování meziročního růstu v tomto odvětví se v červenci změnilo v trend opačný: oproti červnu se

GRAF II.52 CENY VE VYBRANÝCH ODVĚTVÍCH

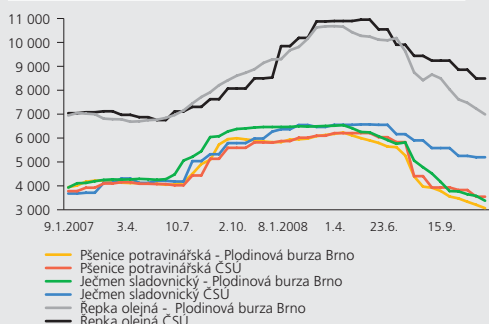
Ve většině odvětví zpracovatelského průmyslu ceny výrobců klesaly
(meziroční změny v %, vybraná odvětví)

**GRAF II.53 CENY ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBCŮ**

Pokles cen zemědělských výrobců se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 výrazně prohloubil
(meziroční změny v %)

**GRAF II.54 CENY KOMODIT**

Pokračovalo snižování cen hlavních komodit rostlinného původu
(Kč/t, vybrané komodity)



25 Nejvyšší objem sklizně byl dosažen v roce 2004.

meziroční růst cen zpomalil o 1,3 procentního bodu na 3,8 % v prosinci (Graf II.55). Ke zmírnění růstu cen došlo také u materiálů a výrobků spotřebovávaných ve stavebnictví (meziročně na 0,5 % v prosinci).

Meziroční růst cen tržních služeb v podnikatelské sféře ve čtvrtém čtvrtletí víceméně stagnoval na úrovni konce předchozího čtvrtletí; v říjnu a listopadu se sice mírně zvýšil, avšak v prosinci se vrátil na zářijovou úroveň (4 %). Na tomto vývoji se nejvíce podílely ceny ve skupině podnikatelských služeb a služeb v oblasti pronájmu, které v prosinci vykazaly meziroční růst ve výši 5,5 %. Pouze v nákladní dopravě došlo ke znatelnějšímu zpomalení dynamiky cenového růstu (ze 4 % v září na 2,1 % v prosinci), kde byla patrná souvislost se snižujícími se cenami pohonných hmot.

II.8 INFLACE

Výrazné zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen ve čtvrtém čtvrtletí 2008 odráželo zejména odeznění proinflačních šoků z předchozího roku a protiinflační vliv vnějších faktorů koncem roku 2008. Byl to především výrazný obrát ve vývoji cen ropy a zemědělských a potravinářských komodit na světových trzích, který významně přispěl ke snížení nákladových tlaků. Na zmírnění cenového růstu současně působilo pokračující oslabování domácí poptávky. Celková inflace v prosinci klesla pod horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle ČNB a měnověpolitická inflace pod jeho dolní okraj. S výhodou zpětného pohledu a s přihlédnutím ke kolísavému vývoji nákladových faktorů v posledních šesti čtvrtletích lze minulé nastavení měnové politiky hodnotit jako zhruba přiměřené.

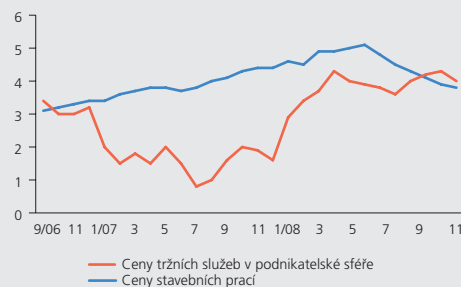
II.8.1 Současný vývoj inflace

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 se meziroční inflace²⁶ výrazně snížila (Graf II.56). Ve srovnání se zářím byla v prosinci o 3 procentní body nižší a dosáhla 3,6 %. Na tomto výrazném snížení inflace se ve čtvrtém čtvrtletí podílely tržní ceny a v jejich rámci zejména ceny potravin. Ke snížení inflace významně přispěly také ceny pohonných hmot a v menší míře i korigovaná inflace. Inflaci snižující vliv uvedených tržních cen byl jen částečně kompenzován meziročním zrychlením růstu regulovaných cen. Inflace se tak po rok trvajícím výkyvu navrátila pod horní okraj tolerančního pásma, které si kolem svého 3% cíle stanovila ČNB. Měnověpolitická inflace, která byla i v průběhu čtvrtého čtvrtletí zřetelně nižší než celková meziroční inflace (v prosinci 1,8 %), se pak dostala výrazně pod inflační cíl.

Pokračující pokles inflace byl výsledkem působení souběhu více faktorů vnějšího i domácího původu. Její výrazné snížení ve čtvrtém čtvrtletí 2008 bylo z velké části očekávané, neboť z meziročního růstu cen odezněl dopad šoků z konce minulého roku v podobě silného růstu světových cen energetických surovin a potravin. Tento efekt však byl prohlouben obrátem ve vývoji cen ropy a řady zemědělských a potravinářských komodit na světových trzích, který vyústil v jejich meziroční pokles. Vliv klesajících cen ropy se s krátkým zpožděním promítal prostřednictvím dovozních cen a cen výrobců v odvětví zpracování ropy do tržních cen pohonných hmot a zároveň působil ke snižování nákladových tlaků v ostatních odvětvích. Rovněž obrát ve vývoji cen potravin na světových trzích vytvořil podmínky ke snížení cen dovážených potravin pro domácí spotřební trh. Ve stejném směru působilo i meziroční zhodnocení kurzu CZK/EUR, i když v menší míře než v předchozích čtvrtletích.²⁷

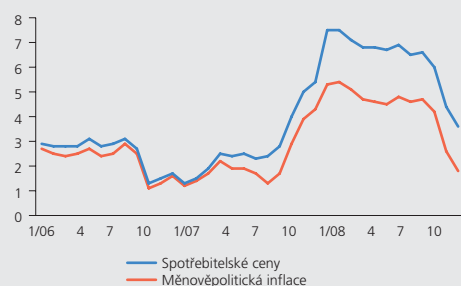
GRAF II.55 OSTATNÍ CENOVÉ OKRUHY

Pokračovalo zpomalování růstu cen stavebních prací
(meziroční změny v %)



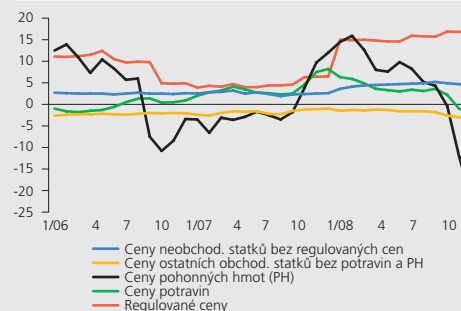
GRAF II.56 INFLACE

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 se meziroční inflace výrazně snížila
(meziroční změny v %)



GRAF II.57 VÝVOJ SLOŽEK INFLACE

Tržní ceny zpomalovaly růst nebo klesaly, pouze regulované ceny rostly rychleji
(meziroční změny v %, bez vlivu změn nepřímých daní)



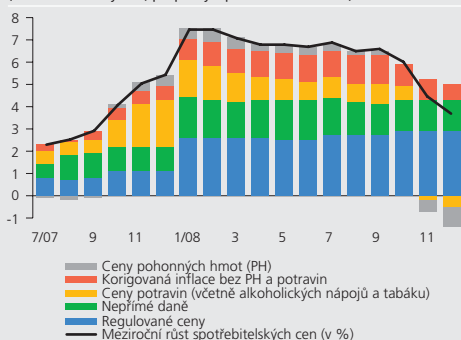
²⁶ Měřeno meziročním růstem spotřebitelských cen.

²⁷ Meziroční oslabování kurzu CZK/USD od listopadu již působilo opačným směrem.

GRAF II.58 STRUKTURA RŮSTU INFLACE

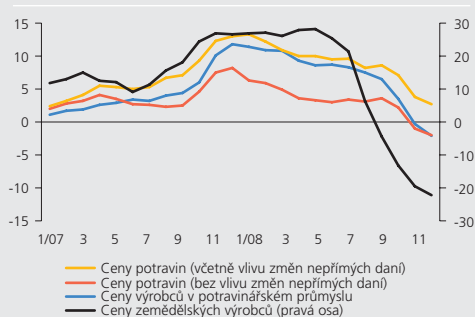
Růst spotřebitelských cen byl ve čtvrtém čtvrtletí 2008 převážně tažen regulovanými cenami a změnami nepřímých daní

(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

**GRAF II.59 CENY POTRAVIN**

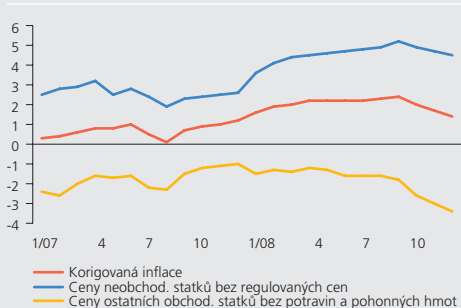
Vývoj cen potravin byl významně ovlivňován klesajícími cenami zemědělských výrobců

(meziroční změny v %)

**GRAF II.60 KORIGOVANÁ INFLACE BEZ POHONNÝCH HMOT**

Korigovaná inflace bez pohonných hmot se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 snížila

(meziroční změny v %)



Současně byl růst domácích cen tlumen pokračujícím zpomalováním domácí poptávky a dlouhodobě klesajícími dovozními cenami produktů s vyšším stupněm zpracování, které se projevilo v nízkém růstu, resp. poklesu spotřebitelských cen některých skupin zboží. Reálný růst spotřebitelské poptávky se ve třetím čtvrtletí pohyboval na zřetelně nižších hodnotách ve srovnání s rokem 2007 a podle posledních dílčích indikátorů o vývoji na maloobchodním trhu se jeho zpomalení v závěru roku 2008 prohloubilo.

Dosažený růst spotřebitelských cen tak byl ve čtvrtém čtvrtletí 2008 převážně tažen regulovanými cenami, které pokračovaly v rychlém růstu z předchozích čtvrtletí (v prosinci o 17,1 %; Graf II.58). Jejich vysoký meziroční růst byl z velké části důsledkem úprav položek s regulovanými cenami v prvním čtvrtletí, kdy došlo k výraznému zvýšení cen energií, zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví a zvýšení DPH z 5 % na 9 %.²⁸ K dalšímu zrychlení tempa růstu regulovaných cen ve čtvrtém čtvrtletí²⁹ přispělo říjnové zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti o 10 % a zvýšení cen tepla a jízdného na železnici v prosinci (o 1,5 %, resp. 3,4 %). Dalším z administrativních vlivů podílejících se na meziročním růstu spotřebitelských cen bylo zvýšení DPH v neregulovaných cenách, které z meziročního růstu vymizí v prvním čtvrtletí 2009.

Tržní ceny ve všech sledovaných skupinách směřovaly ke zpomalení růstu či prohloubení poklesu. Meziroční růst cen potravin (bez vlivu změn daní) se v říjnu zmínil na 2,2 % a v listopadu přešel v meziroční pokles (v prosinci o 2 %).³⁰ Jak bylo již zmíněno v předchozích částech této Zprávy o inflaci, v pozadí tohoto vývoje byl zejména pokles světových cen řady potravin i cen domácích zemědělských výrobců. Návazně se zmínil meziroční růst cen v potravinářském průmyslu a od listopadu ceny výrobců v tomto odvětví již meziročně klesaly. Částečně byl vývoj cen zemědělských a potravinářských produktů ovlivněn také efektem vysoké srovnávací základny předchozího roku. K poklesu cen potravin zřejmě přispěla i oslabující spotřebitelská poptávka při nízkém růstu reálných příjmů domácností, neboť podle statistik ČSÚ se spotřeba statků krátkodobé spotřeby v roce 2008 meziročně nezvyšovala, resp. mírně klesala.

Meziroční korigovaná inflace bez pohonných hmot se v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2008 také snížila (na 1,4 % v prosinci) a stejně jako v předchozích čtvrtletích byla tažena cenami neobchodovatelných statků, neboť ceny obchodovatelných statků prohloubily meziroční pokles.

Ve skupině obchodovatelných statků (bez potravin a pohonných hmot) se dlouhodobě pozorovaný meziroční pokles cen ve čtvrtém čtvrtletí poněkud zvýraznil. Pokles těchto cen byl dosud především ovlivňován souběhem posilujícího kurzu koruny (především CZK/EUR) a umírněného vývoje cen těchto statků v zahraničí. Při vyprchání tlumícího vlivu měnového kurzu ve čtvrtém čtvrtletí bylo hlavní příčinou zřejmé snížení cen některých skupin významných statků, vedené snahou podpořit zvýšení odbytu při slabnoucí spotřebitelské poptávce (zejména ojeté a nové automobily, elektronika).³¹ V pozadí snížení cen automobilů byl zejména celosvětový útlum poptávky po automobilech v období zpomalujícího hospodářského růstu. V případě ojetých automobilů zde také působila nově přijatá administrativní opatření, podle kterých budou od roku 2009 zavedeny poplatky za převody starších automobilů a povinnost platit povinné ručení i pro nevyužívané automobily.

28 Meziroční růst těchto položek dosáhl vysokých hodnot, například regulované nájemné se v prosinci zvýšilo o 22,2 %, regulované položky ve zdravotnictví o 41,9 %, zemní plyn o 34 %, elektrická energie o 9,5 % atd.

29 V prosinci 2008 se jejich meziroční růst zvýšil o 1,4 procentního bodu oproti září.

30 Ceny potravin včetně změn daní vzrostly v prosinci o 2,7 %.

31 V říjnu poklesly ceny ojetých automobilů cca o 10 % a v listopadu na to navázalo snížení cen nových automobilů. Podle ČSÚ byly v prosinci ceny automobilů meziročně nižší o 12,2 %. V prosinci byly v předvánočním období sníženy ceny elektronického zboží s cílem podpořit poptávku.

Ceny neobchodovatelných statků (zejména služby) rovněž přispěly ke snížení korigované inflace ve čtvrtém čtvrtletí. Jejich dlouhodobější pozvolný zrychlující trend se zastavil a ve čtvrtém čtvrtletí již poskytovatelé služeb začali ve svých cenách reagovat na měnící se situaci na straně poptávky. Výsledkem bylo mírné zpomalení meziročního růstu cen služeb z 5,2 % v září na 4,5 % v prosinci. Ke zvolnění růstu cen zde pravděpodobně také přispělo snížení cen potravin, které se projevilo ve zmírnění růstu cen ve skupině ubytování a stravování. Kromě toho v prosinci došlo k významnému snížení telefonních poplatků.

Vývoj cen pohonných hmot byl ve čtvrtém čtvrtletí 2008 významně ovlivňován propadem cen ropy na světových trzích od července letošního roku a ve čtvrtém čtvrtletí 2008 již vyústil ve výrazný meziroční pokles (v prosinci přes 20 %; Graf II.57).

Při pohledu na vývoj spotřebitelských cen v členění podle hlavních skupin spotřebního koše se vliv uvedených hlavních protiinflačních faktorů nejvíce projevil ve skupině potraviny a nealkoholické nápoje a doprava (Graf II.61). Naopak příspěvek cen ve skupině nealkoholických nápojů a tabáku k růstu inflace byl v souvislosti s prodejem tabáku za ceny se zvýšenou spotřební daní (od 1. 1. 2008) nadále kladný. Nejvíce se ale na inflaci nadále podílely ceny ve skupině bydlení, odrážející především zvyšování cen položek s regulovanými cenami v průběhu roku 2008 (zejména plyn, regulované nájemné, elektrická energie a teplo).

Z pohledu mezinárodního srovnání rostly ve čtvrtém čtvrtletí 2008 spotřebitelské ceny měřené HICP v ČR nadále rychleji než v průměru zemí EU. Hlavní příčiny tohoto trvajících rozdílu se oproti předchozí zprávě o inflaci nemění, především to byla realizace reformních opatření v ČR na počátku roku 2008, která ovlivňovala vývoj spotřebitelských cen v průběhu celého roku 2008. Meziroční zvýšení HICP v zemích EU dosáhlo v prosinci podle posledního odhadu Eurostatu 2,2 % a v ČR 3,3 %.

II.8.2 Vývoj inflace z pohledu plnění inflačního cíle

Průměrná hodnota celkové inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 nacházela nadále nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle ČNB (Graf II.63), výrazně však poklesla směrem k němu. Měnověpolitická inflace byla ve čtvrtém čtvrtletí 2008 zhruba na úrovni inflačního cíle. Tato část Zprávy o inflaci stručně analyzuje příspěvek měnové politiky ČNB k tomuto vývoji.

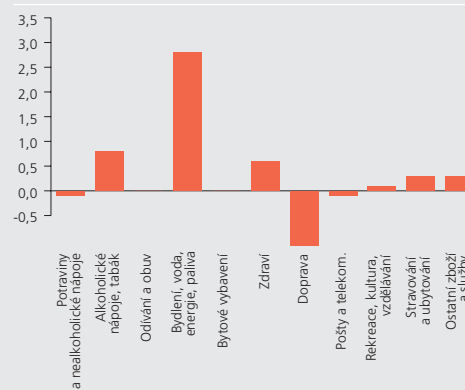
Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v rozhodném období. Měnová politika se soustředí na plnění inflačního cíle v horizontu 12–18 měsíců, rozhodným obdobím pro plnění inflačního cíle ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008 je proto období zhruba od dubna do prosince 2007. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se z důvodu srozumitelnosti zaměřuje pouze na srovnání prognózy sestavené v červenci 2007 s cenovým vývojem ve čtvrtém čtvrtletí 2008.

Prognóza z července 2007 očekávala během roku 2007 postupný nárůst inflace z dolní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle až nad jeho horní okraj, kde se měla udržet do konce roku 2008 (Graf II.63). Byl prognózován nárůst všech složek

GRAF II.61 CENY VE SPOTŘEBNÍM KOŠI

Ceny ve skupině bydlení a ceny tabáku nejvíce přispěly k meziroční inflaci

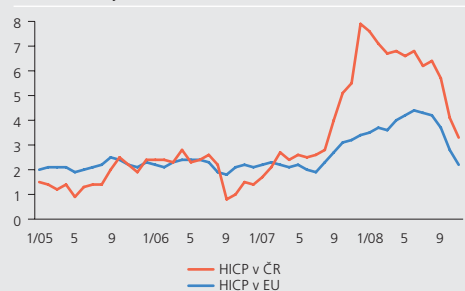
(prosinec 2008, příspěvky v procentních bodech včetně změn nepřímých daní)



GRAF II.62 Vývoj HICP v ČR a EU

Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 byla inflace v ČR nadále vyšší než v průměru zemí EU

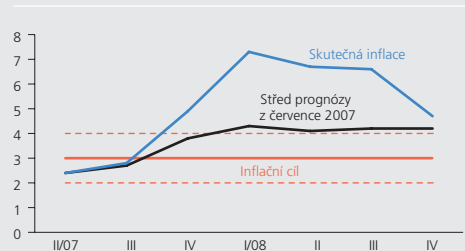
(meziroční změny v %)



GRAF II.63 SROVNÁNÍ PROGNÓZY SE SKUTEČNOSTÍ

Skutečná inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 nacházela nad prognózou z července 2007

(meziroční změny v %)



Tab. II.8 NAPLNĚNÍ PROGNÓZY INFLACE

Regulované ceny a primární dopady změn nepřímých daní byly výrazně vyšší, než předpokládala prognóza, ostatní složky inflace byly naopak poměrně výrazně nižší
(meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

	Prognóza červenec 2007	Skutečnost 4. čtvrtletí 2008	Příspěvek k celkovému rozdílu ^{a)}
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	4,2	4,7	0,5
z toho:			
regulované ceny	5,5	16,9	2,0
primární dopady změn nepřímých daní	0,4	1,4	1,1
ceny potravin ^{b)}	3,3	-0,3	-0,9
ceny pohonných hmot (PH) ^{b)}	5,7	-11,5	-0,7
korigovaná inflace bez PH ^{b)}	3,5	1,7	-1,0

a) v procentních bodech; součet jednotlivých příspěvků nemusí odpovídat celkovému rozdílu z důvodu zaokrouhlení.

b) bez primárních dopadů změn nepřímých daní

Tab. II.9 NAPLNĚNÍ PŘEDPOKLADŮ O ZAHRANIČÍ

Zahraniční cenový vývoj působil na domácí ekonomiku proinflačně ve srovnání s předpoklady červencové prognózy
(meziroční změny v %, není-li uvedeno jinak)

	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	
HDP v eurozóně ^{a), b), c)}	p	2,6	2,2	2,1	2,4	2,4	2,3
	s	2,6	2,0	2,4	2,1	1,2	-
CPI v eurozóně ^{b), c)}	p	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
	s	2,1	2,9	3,0	3,2	3,4	2,0
1Y EURIBOR ^{d)}	p	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
(v %)	s	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	4,2
Kurz USD/EUR	p	1,35	1,35	1,35	1,34	1,33	1,33
(úroveň)	s	1,37	1,45	1,50	1,56	1,50	1,32
Cena ropy Brent	p	69,7	71,0	71,9	72,4	72,5	72,4
(USD/barel)	s	74,9	88,8	96,5	122,2	115,9	56,2

p - předpoklad, s - skutečnost

a) ve stálých cenách

b) sezonně očištěno

c) efektivní ukazatel

d) skutečnost je sledována pomocí ukazatele 3M EURIBOR

Tab. II.10 NAPLNĚNÍ PROGNÓZY KLÍČOVÝCH VELIČIN

Měnový kurz byl výrazně silnější, než předpokládala prognóza

	III/07	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	
3M PRIBOR	p	3,4	4,1	4,6	4,8	5,0	5,1
(v %)	s	3,3	3,8	4,0	4,2	3,9	4,1
Kurz CZK/EUR	p	28,3	28,2	28,1	28,0	27,8	27,6
(úroveň)	s	27,9	26,8	25,6	24,8	24,1	25,3
Reálný HDP ^{a)}	p	6,1	6,2	5,8	5,5	5,3	5,0
(mzr. změny v %)	s	5,8	5,5	4,9	4,6	4,2	-
Nominální mzdy ^{a), b)}	p	7,9	7,9	7,9	8,1	8,5	9,0
(mzr. změny v %)	s	7,9	8,3	9,1	9,1	8,9	-

p - prognóza, s - skutečnost

a) sezonně očištěno

b) očištěno o odhad dopadů daňových optimalizací a nižší nemocnosti v prvním čtvrtletí 2008

inflace. Proinflační působení domácí reálné ekonomiky i příspěvek administrativních vlivů do inflace měly vyvrcholit v prvním čtvrtletí 2008. Nárůst inflačních očekávání v důsledku zpožděných dopadů těchto faktorů měl přispět k udržení inflace na vyšších hodnotách v průběhu roku 2008.

Celková inflace byla ve skutečnosti již od čtvrtého čtvrtletí 2007 výrazně vyšší, než předpokládala prognóza. Vývoj na konci roku 2007 a počátku 2008 odrážel vysoký růst světových cen energetických zdrojů a potravin a realizaci některých reformních opatření. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 byla celková kladná odchylka skutečné inflace od prognózy výsledkem na jedné straně výrazně vyššího růstu regulovaných cen a vyšších dopadů změn nepřímých daní a na druhé straně poměrně výrazných protiinflačních odchylek ostatních složek (Tab. II.8).

Vliv vnějšího prostředí na domácí inflaci byl poznamenán vyšší než očekávanou zahraniční inflací a cenami ropy. Proti proinflačnímu vlivu těchto faktorů stál v průměru slabší kurz dolaru vůči euru a prudký pokles zahraniční poptávky v druhé polovině roku 2008 (Tab. II.9).

Vývoj nastavení měnové politiky v rozhodném období se od očekávání prognózy též poměrně výrazně odlišil. Nominální i reálné sazby byly uvolněnější, než předpokládala červencová prognóza, zatímco měnový kurz byl od čtvrtého čtvrtletí 2007 výrazně silnější.

Na naplnění prognózy mělo vliv i zpřesnění čtvrtletních údajů o ekonomickém růstu, ke kterému došlo v návaznosti na publikaci ročních národních účtů za rok 2007. Čtvrtletní odhady růstu HDP v roce 2007 byly touto úpravou sníženy oproti údajům, se kterými pracovala hodnocená prognóza.

Vývoj od sestavení prognózy v červenci 2007 lze na základě dnešní znalosti ČNB ohledně fungování české ekonomiky a současné znalosti skutečného ekonomického vývoje shrnout následujícími způsoby. Vývoj inflace byl ovlivněn výraznými nákladovými šoky v podobě skokového růstu světových cen potravin a energií v druhé polovině roku 2007, vyšším než prognózou očekávaným růstem regulovaných cen a zvýšením snížené sazby DPH na počátku roku 2008. Výrazný cenový růst spojený s těmito faktory však byl jednorázový. K odeznění poměrně vysoké inflace přispěl i propad světových cen ropy a potravin na konci roku 2008. Reálná ekonomická aktivita rostla ve srovnání s červencovou prognózou poněkud pomaleji, což bylo způsobeno z dnešního pohledu nižším výchozím ekonomickým růstem, výrazně přísnějším měnovým kurzem a v posledních čtvrtletích nastupujícími reálnými ekonomickými dopady finanční krize. Růst nominálních mezd byl i po očištění o jednorázové faktory v prvním čtvrtletí 2008 vyšší než očekávaný (Tab. II.10).

Pro rozhodování bankovní rady o měnověpolitických sazbách je vedle vyznění samotné prognózy důležité posouzení rizik prognózy. Na svých jednáních mezi dubnem a prosincem 2007 (viz záznamy z příslušných jednání bankovní rady) sledovala bankovní rada rizika prognóz oběma směry. Rozhodnutí bankovní rady vedla k uvolněnějšímu nastavení měnové politiky, než by odpovídalo doporučením prognóz. S přihlédnutím ke kolísavému vývoji nákladových faktorů od druhé poloviny roku 2007 vedlo uvolněnější nastavení měnové politiky k naplnění inflačního cíle při uplatnění výjimky na primární dopady změn nepřímých daní.

III.1 SHRnutí POČÁTEČNÍCH PODMÍNEK

Celková inflace v posledním čtvrtletí roku 2008 výrazně poklesla směrem k inflačním cíli ČNB. Růst reálného HDP v průběhu loňského roku postupně zpomaloval, stejně jako růst zaměstnanosti a nominálních mezd. Současný ekonomický vývoj je tak nadále hodnocen jako sestup z vrcholu hospodářského cyklu s tím, že tento sestup je rychlejší než předpokládala minulá prognóza. V ekonomice dochází k rychlému odeznívání domácích proinflačních tlaků. Zároveň však v důsledku znehodnocení měnového kurzu odeznívají protiinflační tlaky plynoucí ze zhodnocení kurzu v prvních třech čtvrtletích roku 2008. V souhrnu jsou aktuální inflační tlaky hodnoceny jako protiinflační, avšak jejich intenzita se vlivem oslabujícího kurzu významně snížila.

Inflace ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008 výrazně poklesla a v prosinci se již nacházela v tolerančním pásmu inflačního cíle. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, v prosinci poklesla dokonce pod 2 %. Naplnil se tak předpoklad předchozích prognóz, že inflace v závěru roku 2008 začne klesat směrem k cíli, i když tento pokles byl v důsledku vnějšího vývoje oproti původním předpokladům prudší. Meziroční inflace je nadále tvořena zejména růstem regulovaných cen a změnami nepřímých daní, jejichž celkový příspěvek do inflace na konci minulého roku přesahoval čtyři procentní body. Ceny potravin očištěné o vliv změn nepřímých daní ve čtvrtém čtvrtletí meziročně klesaly v důsledku rychlého poklesu světových cen zemědělských komodit. V reakci na prudký pokles cen ropy došlo k razantnímu meziročnímu poklesu cen pohonných hmot o více jak 11 %. Korigovaná inflace bez pohonných hmot také významně zpomalila, přičemž značnou část tohoto zpomalení lze připsat na vrub klesajících cen nových a ojetých automobilů.

Meziroční růst české ekonomiky ve třetím čtvrtletí 2008 pokračoval ve svém postupném zpomalování z předchozích vysokých temp růstu. Za snížením dynamiky HDP stál zejména pokles tvorby hrubého kapitálu a v jejím rámci zejména meziročně výrazně klesající investice do zásob. Fixní investice zpomalily svůj růst v důsledku klesající zahraniční poptávky a nízké ziskovosti podniků. Příspěvek spotřeby domácností též poměrně výrazně poklesl, podobně jako příspěvek čistého vývozu k růstu HDP, který však prozatím zůstal vysoký. Ve čtvrtém čtvrtletí 2008 prognóza předpokládá silné zpomalení meziročního ekonomického růstu na zhruba 2 %, jehož hlavním důvodem bude snížení příspěvku čistého vývozu. To odráží výrazný zlom, který během čtvrtého čtvrtletí nastal ve vývoji měsíčních údajů o výrobě a obchodu.

Vývoj na trhu práce odpovídá sestupné fázi hospodářského cyklu. Růst zaměstnanosti zpomaluje, a to včetně zaměstnanosti cizích státních příslušníků. Sezonně očištěná míra registrované nezaměstnanosti se ve čtvrtém čtvrtletí začala zvyšovat. Pokračuje pokles počtu volných pracovních míst. V souladu se zpomalením ekonomického růstu a poptávky po práci prognóza předpokládá zřetelný pokles tempa růstu mezd ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku.

Dovozní ceny sice v důsledku minulého zhodnocení měnového kurzu ještě ve třetím čtvrtletí 2008 klesaly, prudké znehodnocení kurzu v závěru minulého roku ale povede i přes pokles zahraniční inflace a světových cen energií k postupnému zrychlení dovozních cen v letošním roce. Zároveň dojde k poklesu vývozních cen v zahraniční měně, a tím i ke zvýšení cenové konkurenceschopnosti domácích vývozců.

Na základě pozorování výše popsaného vývoje a dalších informací jsou aktuální inflační tlaky hodnoceny jako protiinflační s tím, že míra jejich protiinflačního působení v závěru loňského roku významně oslabil. Působení domácích faktorů je zejména vlivem mezd nadále proinflační, avšak rychle odeznívá. Část poklesu inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2008 je však interpretována jako důsledek jednorázového poklesu cen

pohonných hmot, potravin a dalších složek spotřebního koše, který nemá přímou vazbu na cyklickou pozici ekonomiky. Proinflační působení domácích faktorů je v celkových inflačních tlacích nadále tlumeno zpožděným protiinflačním působením zhodnoceného kurzu v prvních třech čtvrtletích roku 2008.

III.2 PROGNOZA

Inflace bude v letošním roce pokračovat ve svém sestupu a v polovině roku se dostane blízko nulovým hodnotám. Ve čtvrtém čtvrtletí však začne znovu růst a blížit se 2% inflačnímu cíli, kterého dosáhne v prvním pololetí roku 2010. Prognóza očekává prudké zpomalení ekonomického růstu vlivem světové finanční a hospodářské krize. V letošním roce je očekáván v průměru nulový či mírně záporný růst a v roce příštím růst zhruba jednocentní. Nominální měnový kurz bude nejprve korigovat své oslabení ze začátku roku 2009 a poté bude přibližně stabilní. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb.

III.2.1 Předpoklady prognózy

Prognóza je založena na počátečních podmínkách shrnutých v části III.1 a na předpokladech ohledně budoucího zahraničního ekonomického vývoje, vývoje regulovaných cen, úprav nepřímých daní a vývoje veřejných rozpočtů.

Očekávaný vývoj vnějšího prostředí je jedním ze základních předpokladů prognózy. Pro tento účel ČNB standardně využívá publikaci Consensus Forecasts, shrnující předpovědi řady zahraničních analytických týmů, a tržní výhledy. Aktuální prognóza je založena na lednových datech Consensus Forecasts a na tržních výhledech platných v den uzavření tohoto šetření. Vývoj ekonomik hlavních obchodních partnerů ČR je aproximován efektivním vývojem v zemích eurozóny. Jako indikátor vývoje cen energetických surovin používá prognóza ČNB výhled ceny ropy Brent, který je pro účel prognózy cen pohonných hmot doplněn o výhled ceny benzínu z trhů ARA.

Pokračující finanční a ekonomická krize se promítla do výrazného zhoršení výhledu hospodářského růstu všech světových ekonomik, země eurozóny nevyjímaje. Efektivní HDP v eurozóně by měl v letošním roce poklesnout o 1,5 %, v roce 2010 by měl vzrůst o 0,8 %. Prudké zpomalení ekonomického růstu spolu s klesajícími cenami ropy, ostatních surovin a zemědělských komodit bude v letošním roce tlačit na pokles zahraniční inflace. Pro rok 2009 je očekáván růst efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně pouze o 1 % a pro rok 2010 se očekává zrychlení růstu cen na 1,6 %. Obdobný vývoj se očekává u cen výrobců, které by měly v roce 2009 vzrůst o 0,9 % a v roce 2010 o 1,9 %.

Světové finanční instituce a centrální banky včetně ECB bojují s probíhající krizí a s ní souvisejícím prudkým zpomalením ekonomik rychlým uvolněním měnové politiky. Došlo tak k dalšímu poklesu očekávané trajektorie budoucích zahraničních úrokových sazeb. Tříměsíční eurové sazby očištěné o kreditní prémii by měly dle tržních výhledů v letošním roce poklesnout k hodnotám blízkým 1 % a následně by měly spolu s nárůstem inflace a oživením HDP vzrůst na hodnotu okolo 3 % koncem příštího roku. Za předpokladu prognózy o postupném poklesu kreditní premie na nízké hodnoty v průběhu letošního roku tento vývoj implikuje poněkud vyšší průměrnou hladinu sazeb EURIBOR v roce 2009. Očekávaná průměrná hodnota tříměsíční zahraniční úrokové sazby EURIBOR je 1,9 % v letošním roce a 2,4 % v roce 2010. Očekávaná trajektorie kurzu USD/EUR se spolu s aktuálním posílením kurzu dolaru posunula k silnější úrovni v roce 2009. Dolar by tak měl být v letech 2009 i 2010 stabilní na úrovni mírně nad 1,3 USD/EUR. K dalšímu výraznému přehodnocení smě-

TAB. III.1 OČEKÁVANÝ VNĚJŠÍ VÝVOJ

Prognóza předpokládá výrazný pokles zahraniční poptávky a vnějších inflačních tlaků
(čtvrtletní průměry)

	V09	II/09	III/09	IV/09	V10	II/10	III/10
Cena ropy - Brent (USD/barel)	46,0	49,6	53,6	56,4	58,8	61,1	62,8
HDP eurozóny ^{a)}	-2,4	-2,2	-1,8	0,3	0,7	0,8	0,8
Ceny výrobců eurozóny ^{a)}	3,9	1,0	-1,2	-0,1	0,8	1,8	2,4
Spotřebitelské ceny eurozóny ^{a)}	1,5	0,9	0,6	1,1	1,3	1,6	1,7
Kurz USD/EUR	1,36	1,32	1,32	1,33	1,33	1,33	1,33
3M EURIBOR (%)	2,7	1,7	1,5	1,4	1,7	2,1	2,7

a) efektivní ukazatel, mzzr. změny v %

rem dolů došlo u výhledu cen ropy a benzínu. Cena ropy Brent by měla na prognóze postupně narůstat z hodnoty 46 USD/barel na začátku letošního roku až k hodnotě 64 USD/barel na konci roku 2010.

Prognóza předpokládá v následujících dvou letech výrazně nižší příspěvek domácích regulovaných cen k celkové inflaci ve srovnání s předchozím rokem, kdy regulované ceny vzrostly o více jak 17 %. Regulované ceny v následujících dvou letech porostou zejména vlivem deregulace nájemného. Prognóza dále předpokládá růst regulovaných cen elektřiny v letošním roce a jejich stagnaci v roce 2010. Cena zemního plynu pro domácnosti by v letošním roce měla znatelně klesnout, v roce 2010 se ale vrátí k růstu. Regulované ceny by tak na konci letošního roku měly vzrůst zhruba o 3 % a na konci roku 2010 o 5 %.

Součástí předpokladů prognózy je i výhled primárních dopadů změn nepřímých daní, které jsou předmětem výjimek z plnění inflačního cíle. Primární dopady zvýšení daní z přidané hodnoty a harmonizace spotřebních a ekologických daní s pravidly EU z roku 2008 budou v meziročním růstu spotřebitelských cen doznívat až do poloviny roku 2009. Od druhého pololetí letošního roku je předpokládán primární dopad změn nepřímých daní nulový.

Odhad deficitu vládního sektoru v roce 2008 byl na základě dostupných údajů z peněžního plnění státního a místních rozpočtů zpřesněn na 1,0 % HDP. V souvislosti se zhoršením makroekonomického výhledu byl významně zvýšen odhad deficitu vládního sektoru v letech 2009 a 2010. Nižší hospodářský růst se odrazí ve zpomalení daňových příjmů a příjmů z pojistného na sociální zabezpečení. Výpadek daňových příjmů bude pouze částečně tlumen nižší investiční aktivitou vlády. V roce 2009 schodek veřejných financí pravděpodobně zůstane pod 3 % HDP, v roce 2010 za předpokladu nepřijetí dodatečných úsporných opatření tuto hranici mírně překročí a dosáhne 3,3 % HDP. Strukturální schodek veřejných rozpočtů však podle současných předpokladů nepřesáhne 3 % HDP.

III.2.2 Vyznění prognózy

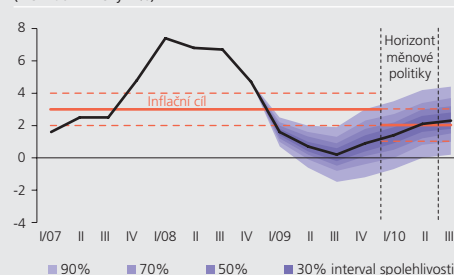
Celková inflace bude v letošním roce pokračovat ve svém sestupu a v polovině roku se dostane blízko nulovým hodnotám. Ve čtvrtém čtvrtletí však začne znovu růst a blížit se 2% inflačnímu cíli, platnému od začátku roku 2010. V horizontu měnové politiky, tj. v prvním pololetí roku 2010, se celková inflace již bude nacházet přibližně na úrovni inflačního cíle (Graf III.1).

Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude od celkové inflace odlišovat pouze v první polovině letošního roku, poté je již prognóza měnověpolitické inflace shodná s prognózou celkové inflace.

Příspěvek regulovaných cen do celkové inflace v letošním roce výrazně poklesne, přesto bude v letech 2009 a 2010 vytvářet zhruba polovinu celkového růstu spotřebitelských cen. Vývoj ostatních složek inflace bude zpočátku odrážet stále ještě protiinflační působení počátečních podmínek a dopady poklesu světových cen potravin a energií. Následný nárůst inflace bude způsoben proinflačními tlaky z titulu oslabeného měnového kurzu, které budou jen částečně kompenzovány protiinflačním působením domácích faktorů. Korigovaná inflace bez pohonných hmot v první polovině roku 2009 klesne v důsledku klesající spotřeby domácností a stále ještě protiinflačního působení minulého vývoje měnového kurzu. Následně začne na růst korigované inflace působit oslabený kurz a zpožděný dopad v současnosti rostoucích nominálních jednotkových mzdových nákladů. Pokles cen potravin bez vlivu změn daní se bude v letošním roce prohlubovat v důsledku poklesu světových cen zemědělských výrobců a potravin, v roce 2010 se ceny potravin postupně

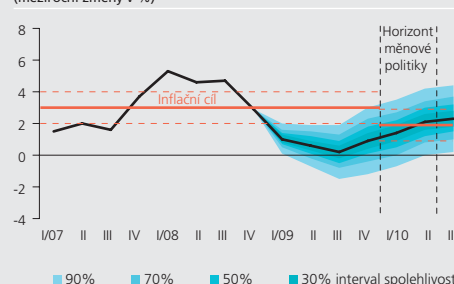
GRAF III.1 PROGNÓZA CELKOVÉ INFLACE

Prognóza celkové inflace se na horizontu měnové politiky nachází na úrovni 2% inflačního cíle platného od roku 2010 (meziroční změny v %)



GRAF III.2 PROGNÓZA MĚNOVĚPOLITICKÉ INFLACE

Měnověpolitická inflace je na horizontu měnové politiky shodná s celkovou inflací (meziroční změny v %)



TAB. III.2 PROGNOZA HLAVNÍCH SLOŽEK INFLACE

Neregulované ceny budou v průměru klesat
(meziroční změny v %, čtvrtletní průměry)

	I/09	II/09	III/09	IV/09	I/10	II/10	III/10
SPOTŘEBITELSKÉ CENY	1,6	0,7	0,2	0,9	1,4	2,1	2,3
Regulované ceny ^{a)}	10,8	7,6	5,5	3,3	0,5	3,2	4,3
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách ^{b)}	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistá inflace ^{c)}	-1,2	-1,6	-1,6	-0,4	1,3	2,0	2,0
Ceny potravin, nápoje, tabák ^{c)}	-1,4	-2,3	-3,0	-2,9	-0,7	1,7	2,0
Korigovaná inflace bez pohonných hmot ^{c)}	0,9	0,7	0,7	1,3	1,6	1,6	1,7
Ceny pohonných hmot ^{c)}	-26,4	-27,9	-24,4	-6,3	11,5	9,0	6,9
Měnověpolitická inflace ^{d)}	1,0	0,6	0,2	0,9	1,4	2,1	2,3

a) včetně vlivu změn nepřímých daní

b) příspěvek v procentních bodech

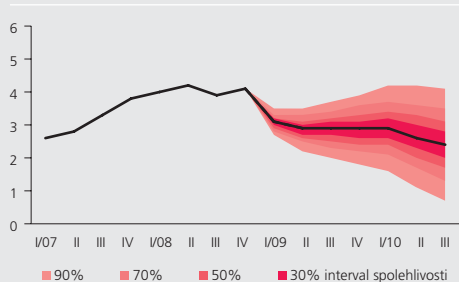
c) bez vlivu změn nepřímých daní

d) celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní

GRAF III.3 PROGNOZA ÚROKOVÝCH SAZEB

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb

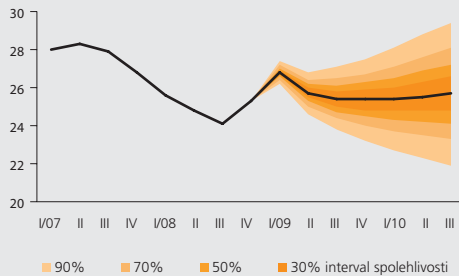
(3M PROBOR, v %)



GRAF III.4 PROGNOZA MĚNOVÉHO KURZU

Nominální měnový kurz bude nejprve korigovat své oslabení ze začátku roku 2009 a poté bude přibližně stabilní

(CZK/EUR)



vrátí k růstu. Stejně tak bude v letošním roce pokračovat meziroční pokles cen pohonných hmot v reakci na propad cen ropy, pohyb kurzu koruny vůči dolaru tento pokles bude tlumit jen mírně. V roce 2010 ceny pohonných hmot obnoví meziroční růst.

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb (Graf III.3). Výrazný pokles tržních úrokových sazeb na začátku letošního roku z výchozí hodnoty, která byla ovlivněna vysokou kreditní premií, vyplývá z protinflačního působení inflačních faktorů a z krátkodobého výhledu zahraničních úrokových sazeb. Ve zbytku letošního roku jsou úrokové sazby stabilní při protisměrném působení proinflačních tlaků a klesajících zahraničních sazeb. V důsledku tohoto vývoje bude při pokračujícím snižování zahraničních sazeb narůstat ve zbytku letošního kladný úrokový diferenciál. Poté, co v roce 2010 proinflační tlaky odezní a lepší se výhled zahraniční poptávky spolu se stále nízkými – i když pozvolna rostoucími – zahraničními úrokovými sazbami obnoví tlaky na posilování kurzu, dochází k dalšímu mírnému poklesu úrokových sazeb v roce 2010.

Nominální měnový kurz koruny vůči euru, který v prvním čtvrtletí letošního roku oslabuje, bude ve druhém čtvrtletí v důsledku otevření kladného úrokového diferenciálu korigovat své ztráty. Ve zbytku roku 2009 a v roce 2010 by kurz koruny měl být zhruba stabilní, když depreciační tlaky plynoucí především z poklesu zahraniční poptávky jsou v nejbližších čtvrtletích tlumeny otevřením úrokového diferenciálu do kladných hodnot a následné oživení zahraniční poptávky se střetává se znovuotevřením záporného diferenciálu (Graf III.4). Box 2 popisuje podrobněji uchopení kurzového vývoje v modelu g3.

BOX 2

Vývoj měnového kurzu v modelu g3

Vývoj měnového kurzu v modelu g3 je primárně určen podmínkou nekryté úrokové parity. Podle této podmínky je současná hodnota měnového kurzu určena očekávanou hodnotou kurzu a velikostí úrokového diferenciálu mezi domácí a zahraniční sazbou upravenou o rizikovou premii. Očekávaný vývoj kurzu je určen modelově-konzistentním způsobem a závisí jak na vývoji endogenních, tak exogenních veličin modelu. Riziková premie zohledňuje krátkodobé kolísání měnového kurzu a trend odrážející stav čistých zahraničních aktiv, když například vyšší zadluženost domácí ekonomiky vede k růstu rizikové premie a vytváří tlaky na znehodnocení měny.

V podmínkách české ekonomiky však podmínka nekryté úrokové parity nepopisuje dostatečně pozorovaný vývoj měnového kurzu, který ve skutečnosti vykazuje určitou setrvačnost. Proto je v modelu g3 podmínka nekryté úrokové parity upravena o prvek strnulosti. Tato úprava svojí povahou sice nevychází z mikroekonomických základů, ale napomáhá replikovat skutečná data, neboť byla kalibrována na základě srovnání modelových charakteristik s pozorovanými daty.

Predikce kurzu na první čtvrtletí prognózy je navíc upřesněna na základě výsledků simulací satelitních modelů, které využívají širší množinu krátkodobých informací než jádrový model, a aktuálního vývoje měnového kurzu.

Prognóza očekává prudké zpomalení ekonomického růstu (Graf III.5). Po téměř 4% růstu v roce 2008 česká ekonomika vlivem světové finanční a hospodářské krize zbrzdí na v průměru nulový či mírně záporný růst v letošním roce. V roce 2010 pak prognóza v souladu s mírným oživením zahraniční poptávky předpokládá návrat ekonomiky k růstu. Ten by však měl být v průměru pouze 1%, i když se bude v průběhu roku postupně zrychlovat.

Spotřeba domácností bude v následujících dvou letech zhruba stagnovat. Za tímto vývojem bude stát zejména zpomalení růstu reálného disponibilního důchodu z titulu nižšího růstu mezd a poklesu zaměstnanosti, spolu s negativními očekáváními domácností. Ve druhé polovině roku 2010 se růst spotřebitelských výdajů začne pozvolna obnovovat. V letošním roce spotřeba domácností poroste jen nepatrně, v roce 2010 bude její růst nulový.

Dopady finanční a hospodářské krize se velkou měrou projeví ve tvorbě hrubého kapitálu, která v letošním roce poklesne vlivem slabé zahraniční poptávky a zvýšených nákladů na financování investic. Nepříznivý vývoj investic v letošním roce naznačují i poslední dostupné údaje o stagnaci dovozů pro investice a mezispotřebu. V souvislosti s opětovným oživením v zahraničí dojde k obnovení růstu investic až ke konci roku 2010. V letošním roce tak celkové investice poklesnou o zhruba 5% a v roce 2010 bude jejich růst nulový.

Největší dopady bude mít světová krize na vývoj reálného vývozu (Tab. III.3). Vliv nepříznivého zahraničního vývoje na domácí vývozy bude částečně tlumen rostoucí cenovou konkurenceschopností českých vývozců z titulu oslabeného kurzu koruny, ale i tak reálný vývoz v letošním roce poklesne o téměř 2%. S pozvolným znovuoživením v západní Evropě dojde k opětovnému zrychlení vývozní dynamiky v roce 2010 na 4%. Růst dovozu v důsledku vysoké dovozní náročnosti vývozu zhruba kopíruje jeho vývoj. K poklesu dovozní dynamiky v letošním roce přispěje též pokles investic a stagnace spotřeby domácností. Příspěvek čistého vývozu k reálnému růstu HDP se výrazně sníží, v roce 2009 bude činit 0,5 procentního bodu a v roce 2010 0,8 procentního bodu.

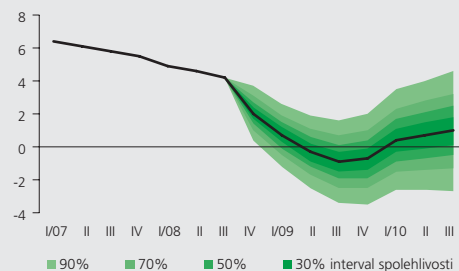
Vládní spotřeba bude jedinou složkou domácí poptávky, která si v nejbližších dvou letech udrží růst. Spotřeba vlády ale tvoří pouze malou část poptávky, takže její růstový příspěvek bude nízký.

Na trhu práce bude zpomalení ekonomického růstu provázáno prudkým zvolněním růstu nominálních mezd, poklesem zaměstnanosti a naopak nárůstem nezaměstnanosti (Tab. III.4). Tlaky na zpomalení mzdové dynamiky budou plynout zejména z vysokých nákladů práce ve srovnání s její produktivitou a rovněž z výrazného zpomalení reálné ekonomické aktivity. Mzdový vývoj bude významně ovlivněn omezením výplat odměn a prémie, stejně jako zkracováním pracovního týdne v souvislosti s omezováním výroby v některých podnicích. Průměrná nominální mzda v ekonomice tak v letošním roce poroste 4% tempem a v roce 2010 se její růst dále sníží na necelá 3%. Vyšších temp mzdového růstu bude v roce 2009 dosahováno v nepodnikatelské sféře, zatímco v minulých letech bylo vyššího růstu dosahováno v podnikatelské sféře.

GRAF III.5 PROGNOZA RŮSTU HDP

V roce 2009 dojde k mírnému poklesu ekonomické aktivity

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)



TAB. III.3 PROGNOZA HLAVNÍCH SLOŽEK HDP

Dojde k utlumení ve všech složkách poptávky

(meziroční změny v %, sezonně očištěno)

	2008	2009	2010
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	3,9	-0,3	0,9
Spotřeba domácností	2,8	0,2	0,0
Spotřeba vlády	2,0	1,5	0,8
Tvorba hrubého kapitálu	-1,4	-4,9	-0,1
Dovoz zboží a služeb	5,8	-2,6	3,2
Vývoz zboží a služeb	8,6	-1,8	4,1
Čistý vývoz zboží a služeb (v mld. Kč, ve stálých cenách)	116,4	140,6	172,6

TAB. III.4 PROGNOZA VYBRANÝCH VELIČIN

Trh práce bude ovlivněn ekonomickým zpomalením

(meziroční změny v %)

	2008	2009	2010
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	2,6	2,2	0,4
Zaměstnanost celkem	1,6	-0,9	-1,9
Míra nezaměstnanosti (v %) ^{a)}	4,4	5,0	6,4
Produktivita práce	2,0	0,7	2,9
Průměrná nominální mzda	8,2	4,0	2,7
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	9,5	3,4	2,8
Podíl deficitu BÚ na HDP (v %)	-3,1	-2,0	-1,0
M2	8,3	5,5	3,5

a) dle metodiky ILO

Tab. III.5 OČEKÁVANÁ INFLACE**Inflační očekávání se snížila**

(mzr. změny spotřebitelských cen v %)

	12/07	10/08	11/08	12/08	1/09
finanční trh v horizontu 1R	4,5	2,5	2,4	2,2	2,1
finanční trh v horizontu 3R	2,7	2,5	2,5	2,5	2,4
podniky v horizontu 1R	4,9			2,9	
podniky v horizontu 3R	3,8			3,0	

Tab. III.6 OSTATNÍ OČEKÁVANÉ UKAZATELE**Finanční trh očekával výrazné zpomalení růstu HDP**

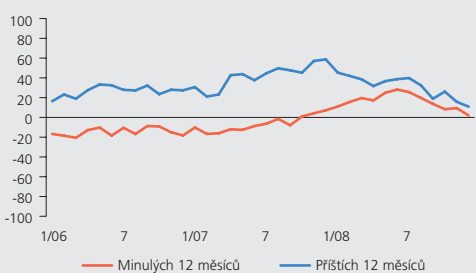
(v horizontu 1R, není-li uvedeno jinak)

	12/07	10/08	11/08	12/08	1/09
Reálný HDP v roce 2008 ^{a)}	4,7	4,2	4,2	4,2	
Reálný HDP v roce 2009 ^{a)}		3,2	2,4	1,4	0,5
Nom. mzdy v roce 2008 ^{a)}	7,9	8,8	8,4	8,1	
Nom. mzdy v roce 2009 ^{a)}	6,7	6,1	4,7	4,0	
Kurz CZK/EUR ^{b)}	26,2	24,7	25,0	25,4	25,3
2T REPO ^{c)}	3,8	2,9	2,1	1,9	1,6
1R PRIBOR ^{c)}	4,1	3,5	3,0	2,8	2,5

a) meziroční změny v %

b) úroveň

c) v %

Graf III.6 VNÍMANÁ A OČEKÁVANÁ INFLACE**Inflace očekávaná domácnostmi se ve čtvrtém čtvrtletí 2008 dále snížila**

Pramen: European Commission Business and Consumer Survey

III.3 PROGNOZY OSTATNÍCH SUBJEKTŮ

Do predikcí analytiků finančního trhu se výrazně promítla globální finanční krize a s ní spojený hospodářský útlum. Analytici na začátku roku 2009 očekávali v ročním horizontu pokles inflace, zpomalení růstu HDP a posílení kurzu koruny. Spolu s tím očekávali i pokles úrokových sazeb.

Inflace očekávaná analytiky finančního trhu i podnikovými manažery v ročním horizontu klesala (Tab. III.5). Přesto však přesahovala 2% inflační cíl platný pro období od ledna 2010.³² Analytici do svých predikcí promítli očekávané protiinflační působení reálné ekonomiky, pokles cen komodit, zejména ropy, a pomalejší růst mezd. Očekávání inflace v tříletém horizontu se u obou skupin respondentů rovněž snížila; také se však pohybovala nad inflačním cílem ČNB.

U výhledu ostatních sledovaných makroekonomických veličin došlo k podstatnému snížení růstových očekávání (Tab. III.6). Odhad růstu HDP na rok 2009 byl analytiky finančního trhu v posledních několika měsících postupně snižován z důvodu horšího ekonomického výhledu v zahraničí. Zpomalující tempo růstu reálné ekonomiky by se mělo projevit v nárůstu míry nezaměstnanosti a nižším růstu mezd. V porovnání s koncem ledna 2009 analytici předpokládají v ročním horizontu silnější kurz koruny, přičemž rizika jdou spíše ve směru jeho oslabení. Zmíněná rizika se odvíjejí zejména od budoucího stavu domácí ekonomiky a likvidity na devizovém trhu. Na únorovém zasedání bankovní rady ČNB analytici očekávali snížení základních sazeb ČNB. Rovněž výhled úrokových sazeb se oproti minulému čtvrtletí snížil ve všech splatnostech.

V porovnání s aktuální prognózou ČNB analytici finančního trhu očekávají méně výrazné zpomalení růstu HDP při mírně vyšším růstu nominálních mezd. To se odráží i v mírně vyšší analytiky očekávané inflaci v ročním horizontu. Měnový kurz se v predikcích analytiků pohybuje zhruba na stejné úrovni jako prognóza ČNB. Očekávání analytiků ohledně dvoutýdenní repo sazby v prvním čtvrtletí 2009 jsou zhruba v souladu s trajektorií úrokových sazeb konzistentní s prognózou ČNB popsanou v kapitole III.2. Očekávání sazeb v ročním horizontu se pohybují na nižší úrovni, než by implikovala trajektorie sazeb konzistentní s prognózou.

Indikátor domácnostmi vnímané inflace se ve čtvrtém čtvrtletí nadále pohyboval v kladných hodnotách, pokračoval však v poklesu (Graf III.6).³³ To znamená, že domácnosti v průměru mínily, že ceny během minulých 12 měsíců spíše rostly; počet domácností, které vnímaly kladnou inflaci, však klesal. Snižoval se i indikátor očekávané inflace, přesto se také pohyboval v kladných hodnotách. Tento vývoj signalizuje, že počet respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst než v minulosti, je již jen nepatrně vyšší než počet těch, kteří očekávají cenovou stabilitu.

32 ČNB sleduje prostřednictvím svých statistických šetření očekávání analytiků finančního trhu ohledně vývoje základních makroekonomických ukazatelů a inflační očekávání podnikových manažerů. V tabulkách III.5 a III.6 jsou uvedeny průměrné hodnoty z těchto šetření.

33 ČNB využívá kvalitativní hodnocení domácností ohledně minulé a budoucí inflace zjišťované v rámci European Commission Business and Consumer Survey (viz Box 2 ve Zprávě o inflaci z července 2007).

VYHODNOCENÍ PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ A STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI ČR S EUROZÓNOU

Společný dokument Ministerstva financí ČR a České národní banky
schválený vládou České republiky na jejím zasedání dne 16. prosince 2008

1 SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ K PŘIPRAVENOSTI ČR NA VSTUP DO ERM II A DO EUROZÓNY

Podmínkou pro vstup členské země EU do eurozóny je vedle slučitelnosti právních předpisů této země s čl. 108 a 109 Smlouvy o založení ES a Statutem Evropského systému centrálních bank také dosažení vysokého stupně udržitelné konvergence.

Jejím měřítkem je z pohledu evropských struktur plnění čtyř konvergenčních kritérií: vysokého stupně cenové stability patrného z vývoje inflace; dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí hodnocené prostřednictvím vývoje vládního deficitu a vládního dluhu; stability měnového kurzu hodnocené pohybem kurzu uvnitř normálního flukтуаčního rozpětí systému ERM II po období dvou let bez devalvace a stálosti nominální konvergence odrážející se v úrovni dlouhodobých úrokových měr.

Česká republika (ČR) je zavázána podnikat kroky k tomu, aby byla na přistoupení k eurozóně co nejdříve připravena. Stanovení termínu vstupu je však v kompetenci členského státu a závisí na jeho připravenosti. Případné neplnění kritérií konvergence nemá pro ČR v současnosti žádné přímé důsledky. Výjimkou je kritérium udržitelnosti veřejných financí, jehož neplnění mělo za následek, že ČR byla od roku 2004 do června 2008 v tzv. proceduře při nadměrném schodku.

1.1 VYHODNOCENÍ PLNĚNÍ KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ

Kritérium cenové stability ČR v roce 2008 evidentně nesplní. Zejména proinflační šoky posunuly inflaci významně, ale dočasně, nad hodnotu kritéria. Těmito šoky byly především úpravy nepřímých daní v souvislosti s reformou veřejných financí, ale i s harmonizací s právem EU (zvýšení snížené sazby DPH, spotřební daně na cigarety a zavedení ekologických daní), a extrémní nárůst světových cen potravin a energií. S odezněním těchto jednorázových vlivů dojde v roce 2009 ke znatelnému snížení inflace k hodnotám umožňujícím plnění kritéria cenové stability. V rámci výhledu plnění tohoto kritéria v dalších letech lze pak za potenciálně rizikový považovat rok 2010 s ohledem na nejistoty v příspěvku administrativních opatření (míry zvýšení regulovaného nájemného).

Snížení inflačního cíle ČNB pro národní CPI od 1. ledna 2010 na 2,0 % s tolerančním rozmezím $\pm 1,0$ p.b. vytváří lepší podmínky pro plnění kritéria cenové stability za tímto horizontem. Je však žádoucí, aby v období rozhodném pro vyhodnocení kritéria nedocházelo k významným proinflačním úpravám nepřímých daní či jiným administrativním opatřením v oblasti spotřebitelských cen, které by znesnadňovaly splnění kritéria.

Kritérium udržitelnosti veřejných financí ČR plní. Fiskální strategie vlády, na které je postaven aktualizovaný Konvergenční program ČR, by měla zajistit udržení vládního deficitu pod úrovní 3 % HDP. Strukturální deficit by se měl v letech 2008 a 2009 pohybovat okolo 1,5 % HDP, což by mělo zajistit, že se hodnota vládního deficitu nedostane nad hranici 3 % HDP ani v případě očekávaného ekonomického zpomalení.

Podíl vládního dluhu na HDP se nachází hluboko pod limitní hodnotou. Ve střednědobém horizontu by měl soustavně klesat v důsledku snížení vládního deficitu a využití očekávaných privatizačních příjmů k nedluhovému financování deficitu. Ani úspěšná střednědobá fiskální konsolidace však nedokáže dlouhodobě udržitelným způsobem stabilizovat podíl vládního dluhu na HDP, nebude-li fiskální systém připraven na očekávané negativní dopady stárnutí obyvatelstva. Pokud nebudou provedeny nezbytné reformy důchodového a zdravotního systému, v dlouhodobém výhledu je nutné počítat s postupným zvyšováním podílu dluhu na HDP.

Formální vyhodnocení **kurzového kritéria** je možné provádět až po vstupu ČR do kurzového mechanismu ERM II a souvisejícím vyhlášení centrální parity pro kurz koruny. Z vymezení kritéria navíc nevyplývá jeho jednoznačná interpretace, proto ani vyhodnocení jeho plnění nemůže být jednoznačné. Kurz koruny dlouhodobě vykazuje trend směrem k posilování, které však s výjimkou let 2007 a 2008 doposud nevedlo v průběhu dvou po sobě jdoucích let k souhrnnému zhodnocení o více než 15 %. Při výrazně nepříznivém působení vnějších faktorů, jako je v současnosti stupňující se krize finančních trhů, však nejsou vyloučeny ani výrazné výkyvy na slabší stranu hypotetického pásma $\pm 15\%$. Nelze tedy s jistotou říci, zda by takový stav byl vyhodnocen jako splnění podmínky pohybu blízko centrální parity „bez výrazného napětí“. Hluboku, rozsah, ani délku trvání současné krize finančních trhů není možné odhadnout. V této situaci tak nelze ani odhadnout, jak dlouho potrvá období zvýšené kurzové volatility s možným oboustranným kolísáním kurzu koruny. Plnění kurzového kritéria po vstupu do ERM II by tak v těchto podmínkách mohlo být velmi obtížné.

Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb v současnosti ČR plní a rovněž výhled nenaznačuje problémy v této oblasti.

1.2 VYHODNOCENÍ EKONOMICKÝCH ANALÝZ

Česká ekonomika v posledních letech v důsledku vysokého hospodářského růstu postupně snižuje svůj odstup od průměrné ekonomické úrovně eurozóny. Částečně v souvislosti s cyklickým vývojem došlo v poslední době k určitým zlepšením fungování českého hospodářství. V roce 2007 došlo k poměrně výraznému snížení deficitu veřejných financí. Odstranění strukturálního deficitu stejně jako zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí však nadále zůstává výzvou. Na trhu práce je vedle cyklického zlepšení pozorováno i dílčí strukturální zlepšení. K postupnému dílčímu zlepšování dochází rovněž z hlediska podnikatelského prostředí. V nastavení institucionálního rámce na trhu práce však přetrvávají problémy. Riziko pro výhled ekonomické sladění i celkového výkonu české ekonomiky v současnosti představuje probíhající světová finanční krize a její dopady.

V delší časové perspektivě, tj. od roku 2003, kdy byla přijata Strategie přistoupení České republiky k eurozóně, došlo z hlediska přijetí eura i samotné pružnosti české ekonomiky k vývoji příznivým i nepříznivým směrem. Výše popsaný pozitivní posun v některých ukazatelích po roce 2006 nastal po období poměrně nepříznivého vývoje během let 2004 až 2006, kdy došlo ke zhoršení jak na straně sladění ekonomického vývoje s eurozónou a potenciálních zdrojů asymetrického vývoje, tak ve schopnosti ekonomiky přizpůsobit se ekonomickým šokům. V mnoha ukazatelích se tak připravenost na přijetí jednotné měny euro v České republice nachází zhruba na úrovni roku 2003. K pozitivnímu posunu oproti roku 2003 vedle postupující reálné a nominální konvergence došlo zejména u fiskálního výhledu, přestože přetrvává nutnost snížit strukturální schodek a zajistit dlouhodobou udržitelnost veřejných financí, a ve vývoji míry nezaměstnanosti. Ve směru vyššího makroekonomického rizika naopak působí dopady světové finanční krize.

Z hlediska připravenosti na přijetí eura lze charakteristiky českého hospodářství v současnosti rozdělit na čtyři skupiny.

Mezi **ekonomické ukazatele hovořící pro přijetí eura v České republice** patří již tradičně a stabilně zejména vysoká míra otevřenosti české ekonomiky, velká obchodní i vlastnická provázanost s eurozónou, dosažení konvergence v míře inflace i nominálních úrokových sazbách.

Druhá skupina zahrnuje **oblasti, které sice nadále představují z hlediska přijetí eura v České republice riziko makroekonomických nákladů, ale v posledních letech vykázaly viditelné zlepšení**. Za pozitivní lze označit pokračující rychlou reálnou ekonomickou konvergenci v České republice včetně dalšího přiblížení cenové hladiny k odpovídající úrovni v eurozóně, i když rozdíl v cenové hladině i úrovni ekonomické vyspělosti přetrvává. Sladěnost vývoje ekonomické aktivity v České republice a v eurozóně se podle některých provedených analýz v posledním období zřejmě mírně zvýšila. V důsledku příznivého cyklického vývoje a částečně i dílčích pozvolných strukturálních změn lze na trhu práce pozorovat některá zlepšení projevující se mimo jiné v poklesu celkové i dlouhodobé nezaměstnanosti a zastavení poklesu míry ekonomické aktivity obyvatelstva. Zvýšila se rovněž mezinárodní mobilita pracovní síly zejména na straně přílivu zahraničních pracovníků do České republiky, to však zároveň poukazuje na přetrvání určitých rigidit týkajících se motivačního prostředí pro zaměstnanost domácích pracovníků s nižší kvalifikací. Za pozitivní z hlediska pružnosti trhu práce lze označit též zastavení růstu celkového zdanění práce a růstu poměru minimální mzdy k průměrné mzdě. K postupnému dílčímu zlepšování dochází rovněž v oblasti podmínek pro podnikání. Bylo dosaženo snížení deficitu veřejných financí a jeho výhledu pro nejbližší roky a zároveň byla s Českou republikou ukončena procedura při nadměrném schodku, což jsou z hlediska připravenosti na přijetí eura nezbytné kroky. Snížení strukturálního deficitu vytvořilo prostor pro fungování automatických stabilizátorů bez akutního rizika překročení 3% limitu pro vládní deficit.

Třetí skupina obsahuje **oblasti představující tradičně úzká místa z hlediska pružnosti ekonomiky a její schopnosti přizpůsobení šokům, u nichž navíc nedochází k významnému zlepšení**. Schopnost stabilizačního působení veřejných financí je nadále limitována existencí strukturálního deficitu a poměrně malým působením automatických stabilizátorů. V dlouhém období bude zároveň nezbytné zajistit, aby vliv demografických změn negativně neovlivnil akceschopnost fiskální politiky a dlouhodobou udržitelnost veřejných rozpočtů. Na trhu práce je úzkým místem systém daní a dávek, který přes přijatá opatření nadále vytváří nemotivující prostředí pro dlouhodobě nezaměstnané v nízkopříjmových rodinách s dětmi. Mzdy v české ekonomice podle výsledků analýz zřejmě nereagují dostatečně pružně na ekonomický vývoj. Problémem je rovněž nevyhovující kvalifikace dlouhodobě nezaměstnaných osob z hlediska aktuálních potřeb podnikového sektoru. Náklady na propouštění z pracovních poměrů na dobu neurčitou zůstávají v mezinárodním srovnání velmi vysoké, zejména pokud jde o ukončení pracovních poměrů trvajících kratší dobu.

Za čtvrtou skupinu lze v letošním roce označit oblast **finanční integrace, kde v minulosti převládala uspokojivá situace. Při v současnosti probíhající světové finanční krizi má existence samostatné měnové politiky své přínosy i náklady; je však pravděpodobné, že celkově je vlastní měna v dané situaci spíše výhodou. Finanční krizi lze zároveň považovat za dočasně nepříznivý faktor z hlediska budoucího přijetí eura**. Z hlediska sledovaných ukazatelů došlo v souvislosti s finanční krizí k mírnému snížení sladění vývoje měnového kurzu koruny s eurem i sladění výnosů s eurozónou u jednotlivých nástrojů finančního trhu. Finanční krizi je zároveň možno považovat za příklad asymetrického šoku, který s různou vahou dopadne na jednotlivé ekonomiky v závislosti na tom, zda

má jejich finanční sektor bezprostřední ztráty z investic do rizikových aktiv, či zda tyto ekonomiky čelí pouze zprostředkovaným dopadům krize. Přetrvávající výrazná nejistota na finančních trzích není příznivým prostředím pro vstup do kurzového mechanismu ERM II, a to navzdory skutečnosti, že Česká republika nepatří do skupiny zemí bezprostředně zasažených krizí. Mechanismus ERM II je jakožto režim fixních, ale přizpůsobitelných kurzů, zranitelný vůči změnám nálady na finančních trzích a toků krátkodobého kapitálu a případný nepříznivý vývoj během pobytu české koruny v tomto mechanismu by mohl přinést makroekonomické náklady a sladěnost ekonomiky s eurozónou spíše snížit. Lze očekávat, že s odezněním finanční krize dojde v budoucnu k opětovnému zlepšení výsledků v oblasti finanční integrace české ekonomiky s eurozónou a k nastolení příznivějších podmínek pro vstup do mechanismu ERM II. Finanční krize by ale mohla mít i dlouhodobější negativní důsledky na sladěnost ekonomik jednotlivých členských států, pokud by v jejím důsledku došlo k rozvolnění fiskální disciplíny v Evropské unii. Ohledně budoucí aplikace pravidel Paktu stability a růstu však stále panuje velká nejistota.

1.3 ZÁVĚRY A DOPORUČENÍ

Pokud jde o maastrichtská konvergenční kritéria, přestává být stav veřejných financí poté, co byla s Českou republikou ukončena procedura při nadměrném schodku, hlavní bariérou jejich plnění. S odezněním jednorázových inflačních vlivů přechodně výrazně zvyšujících inflaci v roce 2008 dojde v příštím roce ke zdatelnému snížení inflace k hodnotám umožňujícím plnění kritéria cenové stability, k čemuž přispěje i nový inflační cíl ČNB platný od roku 2010. Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb je a s velkou pravděpodobností nadále bude bez problémů plněno. Kritérium kurzové stability Česká republika neplní z důvodu své neúčasti v kurzovém mechanismu ERM II. Současná světová finanční krize mimo jiné zvyšuje kolísavost vývoje kurzu koruny, a plnění kurzového kritéria po případném vstupu do ERM II by tak v těchto podmínkách mohlo být velmi obtížné.

Pokud jde o sladěnost ekonomiky, Česká republika v posledních letech postupně snižuje svůj odstup od ekonomické úrovně eurozóny a dochází k určitým zlepšením fungování českého hospodářství. Přes výrazné snížení deficitu veřejných financí v roce 2007 přesto nadále zůstává výzvou odstranění strukturálního deficitu stejně jako zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí. Na trhu práce je vedle cyklického zlepšení pozorováno i částečné strukturální zlepšení a k postupnému dílčímu zlepšování dochází rovněž z hlediska podnikatelského prostředí. V nastavení institucionálního rámce na trhu práce však přetrvávají problémy. V současnosti probíhající světovou finanční krizi lze považovat za dočasně nepříznivý faktor z hlediska budoucího přijetí eura, protože působí jako asymetrický šok dopadající v různé míře na jednotlivé země eurozóny. Přetrvávající výrazná nejistota na finančních trzích není navíc příznivým prostředím pro vstup do kurzového mechanismu ERM II. Mechanismus ERM II je totiž potenciálně zranitelný vůči změnám nálady na finančních trzích a toků krátkodobého kapitálu a případný nepříznivý vývoj během pobytu české koruny v tomto mechanismu by mohl přinést makroekonomické náklady a sladěnost ekonomiky s eurozónou spíše snížit. Finanční krize by rovněž mohla mít i dlouhodobější negativní důsledky na sladěnost ekonomik jednotlivých členských států, pokud by v jejím důsledku došlo k rozvolnění fiskální disciplíny v Evropské unii.

V podmínkách současné světové finanční krize jsou jak výhled plnění maastrichtských konvergenčních kritérií, tak zejména udržení a další zvyšování dosaženého stupně sladěnosti české ekonomikou s eurozónou značně nejisté. **V této situaci proto ne-
le dospět k závěru, že bylo dosaženo dostatečného pokroku při vytváření
podmínek pro přijetí eura, aby mohlo dojít ke stanovení cílového data vstu-
pu do eurozóny. Proto Ministerstvo financí a Česká národní banka v sou-
ladu se schválenou Aktualizovanou strategií přistoupení České republiky**

k eurozóně doporučují vládě ČR toto datum prozatím nestanovovat. Doporučení nestanovovat prozatím cílové datum pro vstup do eurozóny zároveň implikuje doporučení, aby ČR v průběhu roku 2009 neusilovala o vstup do mechanismu ERM II. V souladu se Strategií by délka pobytu v ERM II měla být minimální a o zapojení se do tohoto mechanismu tudíž nelze rozhodnout dříve, než bude stanoveno cílové datum pro přijetí eura. Případný vstup do ERM II v aktuálních podmínkách světové finanční krize by bylo možno navíc považovat za poměrně rizikový, a to nejen z pohledu plnění kurzového kritéria, ale obecně z pohledu obezřetné hospodářské politiky.

2 VYHODNOCENÍ SOUČASNÉHO A OČEKÁVANÉHO PLNĚNÍ MAASTRICHTSKÝCH KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ

Konvergenční kritéria (cenová stabilita, udržitelnost veřejných financí měřená vládním deficitem a vládním dluhem, stabilita kurzu měny a konvergence dlouhodobých úrokových sazeb) jsou definována Smlouvou o založení ES (dále Smlouva) a specifikována v Protokolu o konvergenčních kritériích a Protokolu o postupu při nadměrném schodku, které jsou připojeny ke Smlouvě. Nezbytnou podmínkou pro zavedení jednotné měny členským státem EU s dočasnou výjimkou pro zavedení eura je plnění konvergenčních kritérií udržitelným, nikoli pouze jednorázovým způsobem.

2.1 Kritérium cenové stability

BOX 2.1: Vymezení kritéria cenové stability

Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 první odrážka Smlouvy vyžaduje: „dosažení vysokého stupně cenové stability patrné z míry inflace, která se blíží míře inflace nejvýše třech členských států, jež dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“.

Článek 1 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 Smlouvy, stanovuje, že: „kritérium cenové stability, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 první odrážce, znamená, že členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením, jež nepřekračuje o více než 1,5 procentního bodu míru inflace nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků. Inflace se měří pomocí indexu spotřebitelských cen na srovnatelném základě s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech.“

Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Pokud jde o „průměrnou míru inflace měřenou v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením“, tato míra inflace se vypočítává jako přírůstek posledního dostupného 12měsíčního průměru harmonizovaného indexu spotřebitelských cen oproti předchozímu 12měsíčnímu průměru.

Referenční hodnota vztažená k hodnotám „nejvýše tří členských států, které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků, se v praxi počítá jako nevážený aritmetický průměr míry inflace ve třech zemích, které dosáhly nižší míry inflace, za předpokladu, že tato míra inflace je v souladu s požadavky cenové stability.“

Implementace kritéria cenové stability – současná praxe

Smlouva i Protokol ponechávají v některých otázkách prostor pro interpretaci institucemi, které hodnotí plnění kritérií. Proto je při vyhodnocení plnění kritérií třeba brát v úvahu také konkrétní způsob, jakým tyto instituce dané kritérium aplikují.

Jak ukázaly zkušenosti z konvergenčních zpráv vydaných po roce 2004, EK i ECB v uvedených zprávách pracovaly se třemi zeměmi s nejnižší nezápornou inflací, i když se poněkud lišily v konkrétní interpretaci sousloví „které v oblasti cenové stability dosáhly nejlepších výsledků“.

Negativní verdikt pro Litvu¹ v konvergenčních zprávách z května 2006 navíc ukázal, že je třeba počítat s velmi striktním hodnocením udržitelnosti plnění kritéria. Pokud lze ve výhledu nejbližších měsíců očekávat zvýšení inflace nad referenční hodnotu, závěrem může být, že dané zemi se nedaří plnit kritérium udržitelným způsobem. Podobný signál vyslalo poměrně ostré hodnocení rizik udržitelnosti plnění tohoto kritéria Slovenskem v Konvergenční zprávě ECB v roce 2008, a to i přesto, že Slovensko nakonec do eurozóny počínaje rokem 2009 vstupuje.

Dle výpočtu hodnoty kritéria tří zemí s nejnižší kladnou inflací (viz Tabulka 2.1) Česká republika ve sledovaném období kritérium nesplnila v roce 2007 (kdy došlo k prudkému nárůstu světových cen zejména potravin a ropy) a ještě podstatněji jej neplní v roce 2008. Z exogenních faktorů zde působily zvláště ceny potravin v důsledku jejich rostoucích světových cen, ke kterým se přidalo i zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 %. Stejným směrem působily dále i zavedení ekologických daní, poplatků ve zdravotnictví a další zvyšování spotřebních daní spolu s extrémním nárůstem cen ropy. Příspěvek tzv. administrativních opatření (včetně změny DPH a cen energií) dosáhne přibližně 60 % celkového zvýšení spotřebitelských cen v tomto roce.

Tabulka 2.1: Harmonizovaný index spotřebitelských cen
(průměr posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců, růst v %)

	2005	2006	2007	08/08	2008	2009	2010	2011
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	1,0	1,4	4,3	2,6	2,6	2,4	1,7	1,7
Hodnota kritéria	2,5	2,9	2,8	4,1	4,1	3,9	3,2	3,2
Česká republika	1,6	2,1	3,0	6,1	6,4	2,9	3,0	2,5

Zdroj: Eurostat, Evropská komise, Konvergenční programy a Programy stability členských zemí 2007, prognóza pro ČR je převzata z Konvergenčního programu ČR 2008.

Poznámka: Výhled zemí EU pro roky 2008 – 2009 převzat z jarní ekonomické prognózy Evropské komise (2008).

Z Tabulky 2.1 je zřejmé, že zatímco v letech 2009 a 2011 by kritérium cenové stability při úspěšném udržení inflačních očekávání měla ČR plnit s určitou rezervou, v roce 2010 by mohlo jít o plnění na hranici kritéria. Nejistota je spojena mimo jiné s otázkou, jak obecní úřady využijí možnost zvýšit regulované nájemné o maximálně možný rozsah (odhadované průměrné zvýšení může meziročně dosáhnout až k 50 %). Další nejistotou je předpoklad stability exogenních faktorů (světové ceny, měnové kurzy).

Při hodnocení budoucí schopnosti udržet inflaci pod referenční hodnotou kritéria je však třeba vzít v úvahu i to, že zatímco inflační prognózy jednotlivých členských zemí až na výjimky nejsou výrazněji vychýlené od inflačního cíle ECB, skutečný vývoj se

¹ V Litvě došlo k významnému nárůstu inflace mezi roky 2004 a 2006. V důsledku toho při vyhodnocení na jaře 2006 přesáhla litevská inflace o 0,1 procentního bodu referenční hodnotu kritéria cenové stability.

od něj odchyluje podstatně více. To může znamenat i nižší úroveň inflace v zemích rozhodných pro výpočet referenční hodnoty kritéria, a tedy nižší hodnotu kritéria. Tomu v minulých letech odpovídal i vývoj kritéria, když se jeho výše pohybovala spíše na nižších hodnotách, než udává výhled hodnoty kritéria v Tabulce 2.1. Pravděpodobnost nízké hodnoty kritéria navíc oproti minulosti narostla v důsledku většího počtu členských zemí EU, mezi nimiž se spíše najdou tři země s velmi nízkou inflací.

Naopak k vyšší míře jistoty budoucího plnění kritéria přispěje nový inflační cíl ČNB platný od 1. ledna 2010 stanovený na úroveň 2,0 % pro národní CPI s tolerančním rozmezím $\pm 1,0$ p.b². Zároveň bude žádoucí, aby v období rozhodném pro vyhodnocení kritéria (tj. účasti v ERM II) nedocházelo k významným proinflačním úpravám nepřímých daní či jiným administrativním opatřením v oblasti spotřebitelských cen. Ty by totiž znesnadňovaly splnění kritéria.

2.2 Kritérium udržitelnosti veřejných financí³

Kritérium vládního deficitu

Česká republika se nacházela od roku 2004 v proceduře při nadměrném schodku. Při zahájení této procedury byl Radou ECOFIN poskytnut ČR termín do konce roku 2008 na snížení vládního deficitu důvěryhodným a udržitelným způsobem pod úroveň 3 % HDP. Příznivý fiskální výsledek roku 2007 vedl v červnu 2008 k ukončení procedury.

BOX 2.2: Vymezení kritéria udržitelnosti veřejných financí

Ustanovení Smlouvy

Článek 1 Článek 121 odst. 1 druhá odrážka Smlouvy vyžaduje „dlouhodobě udržitelný stav veřejných financí patrný ze stavu veřejných rozpočtů nevykazujících nadměrný schodek ve smyslu článku 104 Smlouvy“.

Podle článku 2 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 Smlouvy, toto kritérium znamená, že „v době šetření se na členský stát nevztahuje Rozhodnutí Rady podle čl. 104 odst. 6 Smlouvy o existenci nadměrného schodku“.

Článek 104 Smlouvy upravuje postup při nadměrném schodku. Podle článku 104 odst. 2 a 3 Smlouvy vypracuje Evropská komise Zprávu, pokud členský stát EU nesplňuje požadavky dodržování rozpočtové kázně, a to zejména pokud:

1. poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu překročí referenční hodnotu (stanovenou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 3 % HDP), ledaže by:
 - buď poměr podstatně a nepřetržitě klesal a dosáhl úrovně, která se blíží doporučené hodnotě, nebo
 - překročení doporučené hodnoty by bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstával blízko k doporučené hodnotě.

² ČNB ve své Zprávě o inflaci IV/2008 prognózuje pro období let 2009-2010 inflaci nižší, než jsou výše uvedené hodnoty z Konvergenčního programu ČR 2008.

³ Kritérium udržitelnosti veřejných financí je splněno pouze tehdy, jsou-li udržitelně plněny obě složky fiskálního kritéria, tj. vládního deficitu i vládního dluhu.

2. poměr vládního zadlužení k hrubému domácímu produktu překročí doporučenou hodnotu (stanovenou v Protokolu o postupu při nadměrném schodku jako 60 % HDP), ledaže se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k doporučené hodnotě.

Současné nastavení parametrů veřejných financí ČR umožňuje ve střednědobém horizontu plnit kritérium vládního deficitu. Fiskální strategie vlády by měla za předpokladu dodržování schválených výdajových rámců zajistit udržení vládního deficitu bezpečně pod úrovní 3 % HDP (viz Tabulka 2.2).

Tabulka 2.2: Saldo sektoru vládních institucí
(metodika ESA 1995, v % HDP)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hodnota kritéria	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Česká republika	-3,6	-2,7	-1,0	-1,2	-1,6	-1,5	-1,2

Zdroj: ČSÚ, Notifikace vládního deficitu a vládního dluhu (říjen 2008), Konvergenční program ČR (listopad 2008).

Ve střednědobém horizontu vyplývá z Paktu stability a růstu pro ČR cíl pro strukturální deficit vládního sektoru ve výši 1 % HDP. Současná strategie snižování strukturálního deficitu vládního sektoru předpokládá dosažení tohoto cíle do roku 2012.

Strukturální deficit by se měl v letech 2008 a 2009 pohybovat okolo 1,5 % HDP a v dalších letech by se měl postupně snižovat. Tato výše strukturálního deficitu představuje určitou rezervu proti překročení 3% limitu i v případě poněkud prudšího než očekávaného ekonomického zpomalení v České republice.

Dalším rizikem fiskálního vývoje v následujících letech zůstává silnější zapojení rezervních fondů do vládních výdajů s negativním dopadem na deficit⁴. Jednorázově by mohlo vládní deficit prohloubit rovněž schválení zákona o nápravě některých majetkových křivd způsobených církvím, případně jednorázové řešení ekologických závazků. Eventuelní dopady na veřejné finance budou záviset na konkrétní podobě příslušných opatření.

Kritérium vládního dluhu

Vzhledem k nízké výchozí úrovni vládního dluhu nemá ČR s plněním kritéria problémy. Do prudkého zvýšení vládního dluhu v letech 2001 – 2003 se ve značném rozsahu promítlo zahrnutí většiny identifikovaných nepřímých závazků vlády (zejména vládních garancí a také zatřídění České inkasní, České konsolidační agentury a jejích dceřiných společností do sektoru vládních institucí). V posledním období se v důsledku rychlého hospodářského růstu a poklesu vládního deficitu podařilo zvolna snižovat podíl vládního dluhu na HDP.

Ve střednědobém výhledu by jeho podíl měl zaznamenat další pokles vlivem snížení deficitu pod úroveň stabilizující podíl dluhu na HDP a předpokládaného využití privatizačních příjmů k nedluhovému financování vládních výdajů (viz Tabulka 2.3).

⁴ Ke konci roku 2007 bylo v rezervních fondech akumulováno 96,9 mld. Kč (2,7 % HDP roku 2007), z toho cca 40,7 mld. Kč (1,2 % HDP roku 2007) představují prostředky, které v případě zapojení do výdajů prohloubí vládní deficit. Zbývající prostředky jsou určeny na předfinancování projektů spolufinancovaných z fondů EU a jako takové budou v okamžiku realizace těchto projektů refundovány z rozpočtu EU.

Tabulka 2.3: Vládní dluh*(metodika ESA 1995, v % HDP)*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Hodnota kritéria	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Česká republika	29,8	29,6	28,9	28,8	27,9	26,8	25,5

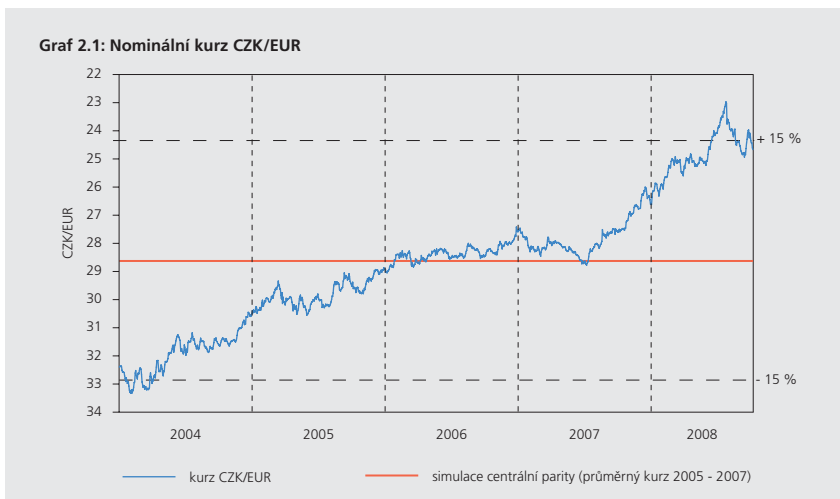
Zdroj: ČSÚ, Notifikace vládního deficitu a vládního dluhu (říjen 2008), Konvergenční program ČR (listopad 2008).

Úspěšné provedení střednědobé fiskální konsolidace však není zárukou stabilizace podílu vládního dluhu na HDP dlouhodobě udržitelným způsobem, nebude-li fiskální systém připraven na očekávané negativní dopady stárnutí obyvatelstva. Pokud nebudou provedeny nezbytné reformy, které by mírnily fiskální dopady stárnutí obyvatelstva, zejména reformy důchodového systému a systému poskytování zdravotní péče, v dlouhodobém výhledu je nutné počítat s postupným zvyšováním podílu dluhu na HDP.

2.3 Kritérium stability měnového kurzu

ČR se neúčastní kurzového mechanismu ERM II, a tudíž zatím není stanovena centrální parita kurzu CZK/EUR. Proto ani není možné kurzové kritérium formálně vyhodnotit. V Grafu 2.1 se pro ilustraci předpokládá hypotetická centrální parita na úrovni průměru denních kurzů v období let 2005 až 2007.

Kurz koruny zaznamenává dlouhodobý trend k posilování. Do roku 2007 se pohyb měnového kurzu odehrával uvnitř hypotetického pásma. Při poměrně nízké krátkodobé volatilitě docházelo k trendovému posilování, ovšem v takovém tempu, že v průběhu dvou po sobě jdoucích let nedošlo k souhrnnému posílení o více než 15 %. Vývoj v roce 2008 však ukázal, že odchylky od průměrného kurzu mohou být mohutné a při určitém souběhu vnějších i domácích faktorů může kurz 15% posílení dosáhnout i v podstatně kratším časovém horizontu. V současné situaci krize finančních trhů může být navíc kolísání měnového kurzu CZK/EUR obousměrné.



Zdroj: ČNB, propočty MF ČR

Poznámka: Pohyb kurzu v grafu směrem nahoru znamená posilování koruny. Hypotetická centrální parita je simulována průměrnou hodnotou kurzu v letech 2005 až 2007.

Z vymezení kritéria vyplývá, že jeho interpretace není zcela jednoznačná. Ve snaze snížit tuto nejednoznačnost ECB zveřejnila v roce 2003 stanovisko, ve kterém uvádí, že při vyhodnocení plnění kritéria bude brán zřetel i na další faktory, než je samotná úroveň měnového kurzu (viz Box 2.3). Ani ve světle tohoto stanoviska však není vyhodnocení jednoznačné. Nelze proto s jistotou říci, zda by stávající stav byl vyhodnocen jako splnění podmínky pohybu blízko centrální parity „bez výrazného napětí“.

BOX 2.3: Vymezení kritéria stability měnového kurzu

Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 třetí odrážka Smlouvy vyžaduje: „dodržování normálního flukтуаčního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvaci vůči měně jiného členského státu“.

Článek 3 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 odst. 1 Smlouvy, stanoví, že: „kritérium účasti v mechanismu směnných kurzů Evropského měnového systému, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 třetí odrážce této Smlouvy, znamená, že členský stát alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením dodržoval flukтуаční rozpětí stanovené mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, aniž by byl směnný kurz vystaven silným tlakům. Zejména pak nesměl členský stát v tomto období z vlastního podnětu devalvovat dvoustranný střední kurz své měny vůči měně kteréhokoli jiného členského státu.“

Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Smlouva odkazuje na kritérium účasti v Evropském mechanismu směnných kurzů (ERM do prosince 1998 a následně ERM II od ledna 1999).

Zprv, ECB v souladu se zněním Smlouvy vyhodnocuje, zda se země účastnila mechanismu ERM II „alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením“.

Zadruhé, co se týče definice „normálního flukтуаčního rozpětí“, ECB vychází z formálního stanoviska, které přednesla Rada EMI v říjnu 1994 a z jejích vyjádření ve zprávě „Progress towards Convergence“ vydané v listopadu 1995.

Stanovisko Rady EMI z října 1994 uvádí, že „širší flukтуаční pásmo přispělo k dosažení udržitelné míry stability měnových kurzů v rámci ERM“, že „Rada EMI považuje zachování současných pravidel za vhodné“ a že „členské státy by se i nadále měly snažit předcházet výrazným fluktuacím měnových kurzů tím, že zaměří svou politiku na dodržování cenové stability a snižování schodků veřejných rozpočtů, čímž přispějí k naplnění požadavků článku 121 odst. 1 Smlouvy a příslušného protokolu“.

Ve zprávě „Progress towards Convergence“, která byla zveřejněna v listopadu 1995, bylo konstatováno, že „když byla Smlouva sestavována, představovalo tzv. normální flukтуаční rozpětí odchylku o $\pm 2,25\%$ od bilaterální centrální parity a odchylku o $\pm 6\%$ představovala výjimku. V srpnu 1993 bylo přijato rozhodnutí o rozšíření flukтуаčního rozpětí na $\pm 15\%$. Interpretace tohoto kritéria, a především pojmu, normální flukтуаční rozpětí, se tak stala poněkud složitější.“ Dále pak bylo navrženo, že při závěrečném hodnocení bude třeba vzít ohled na „specifický vývoj měnových kurzů v rámci Evropského měnového systému (EMS) od roku 1993“.

Proto je při hodnocení vývoje směnných kurzů kladen důraz na to, zda byl měnový kurz blízko centrální parity v rámci ERM II.

Zatřetí, při posuzování přítomnosti „výrazného napětí“ nebo „silných tlaků“ na měnový kurz se zkoumá míra odchýlení kurzů k euru od centrálních parit v rámci ERM II. Vedle toho se používají další ukazatele, jako například krátkodobé úrokové diferenciály vůči eurozóně a jejich vývoj. Dále se bere ohled na to, jakou roli hrály devizové intervence.

Příklad hodnocení udržitelnosti plnění kritéria kurzové stability v případě Slovenska v Konvergenční zprávě ECB z roku 2008 opět připomíná, že v interpretaci konvergenčních kritérií a jejich plnění jsou některé evropské autority aktuálně nakloněny spíše přísnějšímu pohledu.

K úspěšné účasti v ERM II může přispět zejména sladěnost s ekonomikou eurozóny a konzistence hospodářských politik. Strategie přistoupení České republiky k eurozóně z roku 2003 i její loňská aktualizace doporučují účast v ERM II pouze po minimální nutnou dobu dvou let, z čehož vyplývá, že „ČR by se měla zapojit do kurzového mechanismu ERM II teprve po vytvoření předpokladů pro to, aby jí bylo umožněno v době vyhodnocování kurzového kritéria (po dvou letech od vstupu do ERM II) přijmout měnu euro a poté bez problémů realizovat výhody z jejího přijetí“⁵.

Vstup ČR do ERM II bude představovat ve srovnání se současným kurzovým režimem (řízeného) floatingu nový prvek, který může chování měnového kurzu významně ovlivnit. Jako klíčový problém přechodu na mechanismus ERM II se přitom jeví vhodné a udržitelné nastavení centrální parity.

Za současného stavu rozšiřující se krize finančních trhů, která způsobuje vyšší fluktuace měnových kurzů, by plnění tohoto kritéria po vstupu do ERM II mohlo být velmi obtížné.

2.4 Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb

BOX 2.4: Vymezení kritéria dlouhodobých úrokových sazeb

Ustanovení Smlouvy

Článek 121 odst. 1 čtvrtá odrážka Smlouvy vyžaduje: „stálost konvergence dosažené členským státem a jeho účasti v mechanismu směnných kurzů Evropského měnového systému, která se odráží v úrovních dlouhodobých úrokových sazeb“.

Článek 4 Protokolu o kritériích konvergence, na který se odkazuje v článku 121 odst. 1 Smlouvy, stanoví, že: „kritérium konvergence úrokových sazeb, jak je uvedeno v čl. 121 odst. 1 čtvrté odrážce této Smlouvy, znamená, že

⁵ Blíže viz společné materiály vlády ČR a ČNB: „Strategie přistoupení České republiky k eurozóně“ a „Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně“ dostupné na webové adrese http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/eu_strategie_pristoupeni.html.

v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2 procentní body úrokovou sazbu nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků. Úrokové sazby se zjišťují na základě dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů, s přihlédnutím k rozdílnému vymezení pojmů v jednotlivých členských státech.“

Aplikace ustanovení Smlouvy v Konvergenčních zprávách ECB a EK

Zaprvé, při zkoumání „průměrné dlouhodobé nominální úrokové sazby“ za období „jednoho roku před šetřením“ se tato dlouhodobá úroková sazba vypočítává jako aritmetický průměr za posledních 12 měsíců, za které jsou k dispozici údaje o HICP.

Zadruhé „úroková sazba nejvýše tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků“, pomocí které je definována referenční hodnota, se určuje jako nevážený aritmetický průměr dlouhodobých úrokových sazeb ve třech zemích, které dosáhly nejnižší míry inflace. Úrokové sazby se měří na základě harmonizovaných dlouhodobých úrokových sazeb, které byly sestaveny pro vyhodnocování konvergence.

Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb v současnosti ČR plní s velkou rezervou a rovněž výhled nenaznačuje problémy v této oblasti⁶ (viz Tabulka 2.4). Pokles úrovně kritéria v letech 2010 a 2011 je ovlivněn technickým předpokladem stability reálných úrokových sazeb, a tedy i sentimentu finančních trhů. Nelze vyloučit, že vzhledem k dosavadnímu a očekávanému vývoji v této oblasti bude skutečná úroveň tohoto kritéria vyšší.

Tabulka 2.4: 10leté úrokové sazby z vládních dluhopisů na sekundárním trhu

(průměr za posledních 12 měsíců, v %)

	2005	2006	2007	08/08	2008	2009	2010	2011
Průměr 3 zemí EU s nejnižší inflací	3,4	4,2	4,4	4,4	4,6	3,9	3,2	3,2
Hodnota kritéria	5,4	6,2	6,4	6,4	6,6	5,9	5,2	5,2
Česká republika	3,5	3,8	4,3	4,7	4,7	4,4	4,3	4,2

Zdroj: Eurostat, Konvergenční programy a Programy stability členských zemí 2007, Konvergenční program ČR listopad 2008.

Prognóza úrokových sazeb z vládních dluhopisů v ČR je závislá na zdravém vývoji veřejných financí. Případný pokles důvěry finančních trhů v příznivý fiskální výhled by se mohl projevit nárůstem rizikové prémie dlouhodobých úrokových sazeb a ztížit plnění tohoto konvergenčního kritéria.

⁶ Vzhledem k tomu, že pro sledovaný časový horizont není k dispozici prognóza dlouhodobých úrokových sazeb zemí, které by podle prognózy inflace měly tvořit základnu pro výpočet kritéria, vychází projekce hodnoty kritéria v Tabulce 2.4 na roky 2009 až 2011 z technického předpokladu, že se dlouhodobé úrokové sazby budou pohybovat společně s vývojem inflace, tj. nebude docházet ke změně reálných úrokových sazeb. Budoucí hodnotu kritéria je tak třeba vnímat pouze jako orientační.

3 VYHODNOCENÍ SOUČASNÉHO STUPNĚ EKONOMICKÉ SLADĚNOSTI ČR S EUROZÓNOU

Tato část poskytuje přehled výsledků souboru analýz zaměřených na hodnocení stupně sladění české ekonomiky s ekonomikou eurozóny nad rámec formálních kritérií, jejichž plnění je hodnoceno v předchozí části. Realizace výhod spojených se zavedením eura bude záviset na schopnosti české ekonomiky fungovat bez nezávislé měnové politiky a možnosti kurzového přizpůsobení vůči nejvýznamnějším obchodním partnerům. Tato schopnost bude ovlivněna podobností hospodářského vývoje české ekonomiky s vývojem v eurozóně, neboť stupeň sladění bude spoluurčovat vhodnost nastavení měnových podmínek eurozóny pro aktuální situaci v České republice. Důležitým faktorem bude zároveň schopnost rychlého přizpůsobení ekonomickým šokům. Ekonomickou sladěností a připraveností české ekonomiky na přijetí eura lze tak hodnotit z hlediska dlouhodobých ekonomických trendů, střednědobého vývoje ekonomické aktivity a strukturální podobnosti české ekonomiky s ekonomikou eurozóny, které ovlivňují pravděpodobnost asymetrického vývoje a výskytu asymetrických šoků, a schopnosti ekonomiky šoky tlumit a pružně se jim přizpůsobovat.

Analýzy jsou rozděleny do dvou základních skupin podle typu otázky, na kterou se snaží nalézt odpověď. Část „Cyklická a strukturální sladěnost“ vypovídá o velikosti rizika výskytu ekonomických šoků, jejichž dopad na českou ekonomiku bude odlišný od dopadu na eurozónu jako celek (tzv. asymetrické šoky). Část „Přizpůsobovací mechanismy“ odpovídá na otázku, do jaké míry je česká ekonomika schopna tlumit dopady případných asymetrických šoků. Základním teoretickým východiskem pro podkladové analýzy je teorie optimálních měnových zón. Účelem analýz je zhodnotit vývoj jednotlivých ukazatelů sladěnosti v čase a ve srovnání s vybranými zeměmi. Srovnávané země jsou buď již nyní členy eurozóny (Rakousko, Německo, Portugalsko a Slovinsko)⁷, v blízké budoucnosti se jimi stanou (Slovensko) nebo na toto členství do budoucna aspirují (Polsko, Maďarsko). Jednotlivé studie byly zpracovány na základě statistických údajů a informací dostupných v září 2008. Závěr o tom, zda je česká ekonomika dostatečně připravena na přijetí společné měny, nelze učinit absolutně, ale ze zmíněného srovnání s jinými zeměmi a z posouzení vývoje v čase. Obecně lze očekávat, že výhody přijetí společné měny porostou s vyšší ekonomickou sladěností a se silnějšími přizpůsobovacími mechanismy.

3.1 Cyklická a strukturální sladěnost

Náklady plynoucí ze ztráty vlastní měnové politiky České republiky budou citelné zejména v případě, že česká ekonomika nebude sladěna s ekonomikou eurozóny. S vyšší sladěností budou rizika přistoupení ČR k eurozóně klesat.

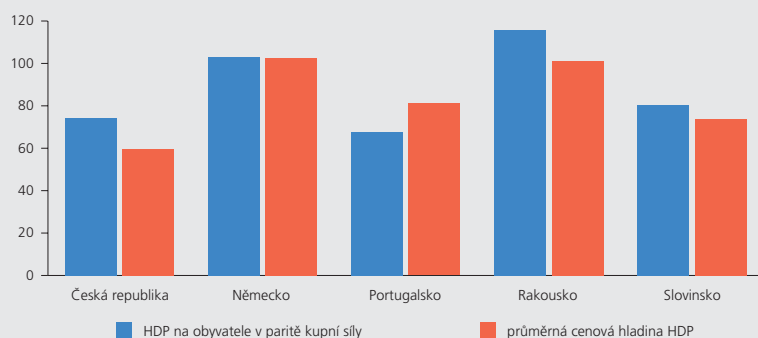
Důležitým ukazatelem podobnosti české ekonomiky s eurozónou je dosažený **stupeň reálné ekonomické konvergence**. Její vyšší úroveň přispívá k vyšší podobnosti dlouhodobého rovnovážného vývoje. Nepřímo může přispět také k nižší pravděpodobnosti nesladěného vývoje v kratším období. S vyšším stupněm konvergence v ekonomické úrovni dosaženým před vstupem do ERM II a přijetím eura by mělo dojít k dalšímu nárůstu relativní cenové úrovně, což sníží možné budoucí tlaky na růst cenové hladiny a rovnovážné posilování reálného kurzu. Proces konvergence ekonomické úrovně i cenové hladiny se v posledních pěti letech urychlil. V současné době Česká republika dosahuje v HDP na hlavu téměř 75 % průměru eurozóny a má tak srovnatelnou životní úroveň s jejími nejméně vyspělými členy (Graf 3.1). Cenová

⁷ Výběr srovnávaných zemí eurozóny zahrnuje jednak země srovnatelné z hlediska ekonomické úrovně, jednak země, se kterými je česká ekonomika obchodně propojena. Hodnoty ukazatelů pro eurozónu jsou definovány na úrovni EA-13.

hladina České republiky je však nadále nižší, než by odpovídalo dosažené ekonomické úrovni, když v roce 2007 dosáhla 60 % eurozóny. V letech 2004 – 2007 došlo v tomto ukazateli k posunu směrem vzhůru zejména v důsledku rychlého nominálního posilování koruny a stejný faktor bude stát za pravděpodobným dalším významným přiblížením v roce 2008. Reálný kurz české koruny posiloval mezi lety 1998 a 2007 průměrným tempem 3,2 % ročně, což je výrazně vyšší tempo než ve srovnávaných stávajících zemích eurozóny. Tempo reálného posilování se v roce 2008 ještě dále výrazně zvýšilo. Do budoucna lze očekávat pokračování rovnovážného trendu reálného posilování koruny vůči euru v souvislosti s reálnou konvergencí, a to dle provedených analýz tempem 1,3–2,4 %. Jeho přetrvání po vstupu do eurozóny s sebou zpočátku ponese odpovídající předstih inflace v České republice před inflací v eurozóně a s ním spojené nižší (v případě krátkodobých sazeb peněžního trhu možná i záporné) domácí reálné úrokové sazby. S případným dlouhodobým přetrváním takového stavu může být spojeno riziko přehřívání ekonomiky s nepříznivými důsledky pro makroekonomickou i finanční stabilitu.

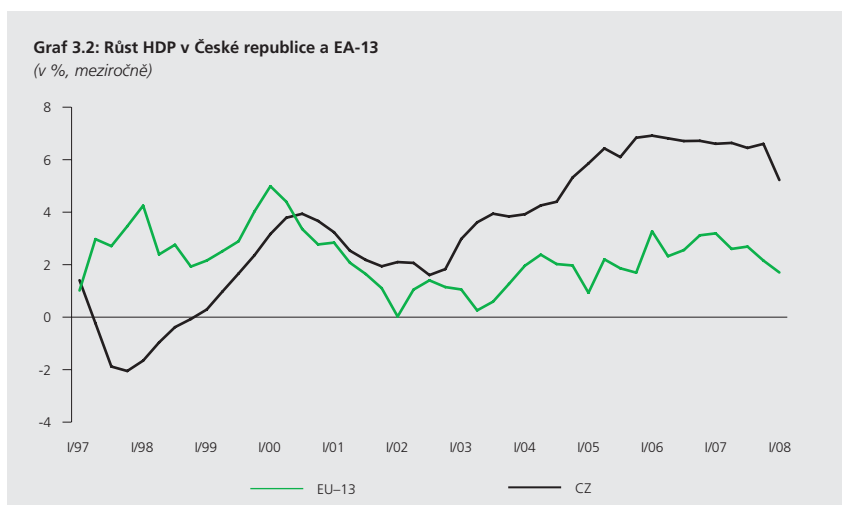
Graf 3.1: Reálná ekonomická konvergence vybraných států k eurozóně v roce 2007

(průměr EA-13 = 100)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Sladěnost ekonomické aktivity a podobnost ekonomických šoků napomůže účinnému a vhodnému působení jednotné měnové politiky na ekonomiku v měnové unii. Provedené analýzy signalizují sblížení vývoje celkové ekonomické aktivity v průběhu hospodářského cyklu v České republice a eurozóně (Graf 3.2). Výsledky však nejsou jednoznačné a tento vztah může být částečně zkreslen trendovým vývojem českého hospodářství. Pozorované korelace jsou sice nižší než u sledovaných zemí eurozóny, avšak například mírně vyšší než pro v současnosti přistupující Slovensko. Analýzou výskytu poptávkových a nabídkových makroekonomických šoků se ale sladění české ekonomiky s eurozónou nepodařilo prokázat. Relativně vysoká sladění s eurozónou je naopak signalizována některými dalšími dílčími ukazateli, například sladění vývoje aktivity v průmyslu či vývozní aktivity. Vývozní aktivita České republiky je podle provedených analýz v posledním období statisticky významně korelována s vývozem eurozóny, spíše než s vývojem jejího HDP, což může souviset se zapojením českých exportních podniků do výrobních řetězců nadnárodních společností a vytváří podmínky pro poměrně symetrický přenos vnějších šoků dopadajících na eurozónu do české ekonomiky.



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

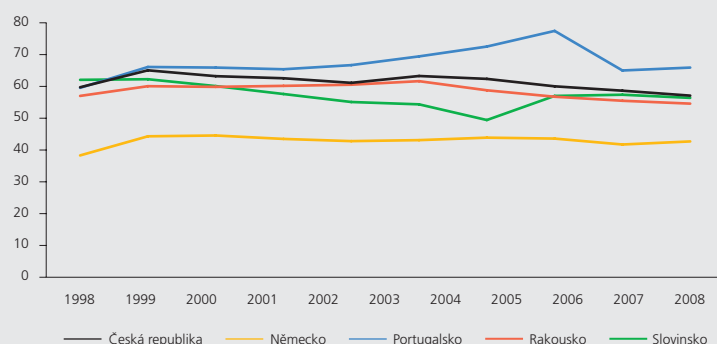
Podobnost **struktury ekonomické aktivity** s eurozónou by měla snižovat riziko výskytu asymetrických ekonomických šoků. Česká ekonomika si ve srovnání s eurozónou zachovává z hlediska tvorby produktu své specifikum v podobě vyššího podílu průmyslu a menšího podílu některých služeb na HDP. Vysoký podíl automobilového průmyslu na české průmyslové výrobě a vývozu a jeho cykličnost jsou často považovány za možný zdroj asymetrického vývoje. Podíl českého **automobilového průmyslu** na celkové produkci a přidané hodnotě českého hospodářství je srovnatelný s Německem, což znamená, že je vyšší oproti průměru eurozóny. Ačkoliv tedy případný odvětvový šok dopadne na více zemí, nadproporcionální podíl automobilového průmyslu na ekonomické produkci oproti průměru eurozóny může způsobit, že jednotná měnová politika v případě takového šoku nebude reagovat na inflační či protiinflační rizika v české ekonomice tak, jak by reagovala nezávislá měnová politika. Poměrně vysoká energetická náročnost a téměř úplná závislost české ekonomiky na dovozu ropy jsou důvodem pro analýzu dopadů možného ropného šoku na českou ekonomiku. Negativní účinek potenciálního ropného šoku bude záviset na velikosti změn ceny ropy a na jejich dopadech na světovou poptávku a poptávku po českém vývozu. Nicméně podle odhadů dostupné literatury lze očekávat poměrně umírněný dopad, který může být přesto o něco vyšší než dopad na eurozónu zejména v důsledku vyšší energetické náročnosti české ekonomiky.

Rychlá konvergence **nominálních úrokových sazeb** před vstupem do eurozóny působila v minulosti na některé ekonomiky jako asymetrický šok. Pro zemi plánující vstup je proto výhodou spíše jejich dřívější postupné sblížení. Rozdíl mezi českými úrokovými sazbami a úrokovými sazbami eurozóny je již od roku 2002 v podstatě nulový či záporný. U pětiletých sazeb došlo v prvním pololetí 2008 k dočasnému otevření kladného úrokového rozdílu, to však zřejmě souviselo s dopady rozvíjející se úvěrové a likviditní krize v USA. Pokud nedojde k výraznějším změnám, lze ze současného pohledu očekávat spíše malé dopady konvergence úrokových sazeb při budoucím vstupu ČR do eurozóny. Kurz české koruny k americkému dolaru se v posledních letech vyvíjel ve velké shodě s kurzem eura k americkému dolaru. V letech 2007 a 2008 se však tento vztah rozvolnil především v souvislosti s probíhající finanční krizí a s ní spojenou zvýšenou volatilitou měnových kurzů. Pozorovaná střednědobá variabilita české koruny vůči euru v roce 2008 vzrostla, podobný vývoj nastal i u maďarského forintu a polského zlotého, zatímco volatilita slovenské koruny v souvislosti s plánovaným přijetím eura na Slovensku klesala.

Konkrétním asymetrickým faktorem, který by mohl potenciálně zasáhnout českou ekonomiku, by mohlo být zvýšené **čerpání finančních prostředků ze strukturálních fondů Evropské unie**. To by – za předpokladu dostatečné schopnosti prostředky skutečně čerpat – mohlo představovat výrazný ekonomický stimul, který by se projevil zejména ve zvýšené investiční aktivitě. Ačkoliv v roce 2007 došlo k nárůstu čisté pozice ČR vůči Evropské unii, bylo to především v důsledku zálohových plateb do českých veřejných rozpočtů. Náběh skutečného čerpání prostředků a jejich ekonomické využití tak byl dosud pozvolný. Do roku 2013 dojde k dalšímu postupnému nárůstu čisté pozice až na 1,8 % HDP, přičemž nejvyšší roční nárůst je očekáván v roce 2009. Ekonomický stimul z těchto toků však bude záviset na skutečném rozsahu využití těchto prostředků konečnými příjemci v soukromém i veřejném sektoru. Lze očekávat, že finanční toky mezi ČR a EU budou mít vliv i na české veřejné rozpočty. Dopad na veřejné finance by měl být kladný za předpokladu, že bude zajištěno přesměrování části prostředků z národních projektů. Podle výsledků analýzy je v roce 2008 očekáván zhruba neutrální a od roku 2009 mírně kladný dopad čerpání prostředků EU na ekonomickou aktivitu v ČR. Tento vývoj si přitom nevyžadává výraznější reakci měnové politiky či přizpůsobení kurzu koruny, které by ohrozily pobyt v ERM II a případné vyhodnocení maastrichtského kurzového kritéria.

Vysoká **obchodní a vlastnická provázanost** české ekonomiky s eurozónou umocňuje přínosy z odstranění možných výkyvů vzájemného kurzu. Eurozóna je partnerem pro zhruba 60 % českého vývozu a dovozu (Graf 3.3) a po vstupu Slovenska do eurozóny se její podíl zvýší na přibližně 66 %. Vysoká provázanost je patrná i pro ostatní srovnávané ekonomiky. Míra vlastnické provázanosti s eurozónou na straně přílivu přímých investic je v české ekonomice mírně vyšší než v ostatních srovnávaných zemích kromě Slovenska a dále roste. Silné ekonomické propojení české ekonomiky s eurozónou vytváří předpoklady pro zvyšování hospodářské sladění s touto oblastí. Z tohoto pohledu je příznivým aspektem i vysoká intenzita vnitroodvětvového obchodu s eurozónou, která je jen mírně nižší než v Rakousku a Německu.

Graf 3.3: Podíl vývozu do EA-13 na celkovém vývozu
(v %)



Zdroj: Eurostat, výpočet ČNB

Analýza českého **finančního sektoru** a v jeho rámci bankovního sektoru ukazuje, že i přes relativně menší velikost sektoru a hloubku finančního zprostředkování ve srovnání s eurozónou není třeba očekávat jejich zásadně odlišné působení na ekonomiku v době standardního ekonomického vývoje. Ve sledovaných ukazatelích došlo v posledních letech k dalšímu mírnému přiblížení eurozóně. V současnosti je hloubka fi-

nančního zprostředkování v České republice na zhruba třetinové úrovni oproti Německu, Rakousku a eurozóně a na úrovni 42 % Portugalska. Česká republika má zejména nižší úvěrovou emisi. V důsledku dynamického vývoje úvěrů domácnostem i podnikům v České republice však dochází k růstu podílu klientských úvěrů na celkových úvěrech i na HDP. Tento vývoj znamená na jedné straně přibližování odpovídajícím podílům v eurozóně, na druhé straně by však mohl v případě dalšího zadlužování domácností a podniků představovat riziko nesplácení úvěrů. Historická zkušenost některých zemí s dlouhodobým vysokým růstem úvěrů ukazuje, že v období krize a ekonomického zpomalení může předlužení vyvolat rozsáhlé ekonomické problémy. Právě méně obezřetné posuzování bonity klienta a perspektiv finanční a ekonomické situace bývá zdrojem růstu úvěrového rizika a finanční nestability. Krize na globálním finančním trhu a související ekonomická stagnace v zemích našich hlavních obchodních partnerů se v českém finančním sektoru a domácí ekonomice projevují dosud omezeně, a to v podobě zvýšené volatility kurzu koruny, zpomalování hospodářského růstu a poklesu cen některých aktiv. Domácí finanční instituce se v minulosti orientovaly zejména na výnosy z dynamicky se rozvíjejícího retailového bankovníctví na českém trhu, zatímco jejich vlastníci koncentrovali správu portfolia rizikových cenných papírů a derivátů zpravidla do mateřských bank a poboček v mezinárodních finančních centrech. Ke stabilitě domácího bankovního sektoru přispívá vysoká bilanční likvidita a solventnost bank, převážné financování úvěrů primárními vklady a tedy minimální závislost na finančních zdrojích ze zahraničních trhů a dále minimální investování do dluhopisů jistěných nekvalitními zahraničními hypotékami. Projevy krize se přesto mohou v omezené míře přímo dotknout i některých domácích finančních institucí prostřednictvím jejich rizikových investic. Dominantní však bude nepřímý vliv skrze zhoršenou finanční situaci domácností a podniků, když se vlivem finanční krize zpomaluje růst ekonomik našich hlavních obchodních partnerů, což přináší zhoršení podmínek pro vývoz. Z toho vyplývající zpomalení domácí ekonomiky by potenciálně zvýšilo míru nesplácení úvěrů.

Struktura finančních aktiv a pasiv českých nefinančních podniků a domácností si udržuje určité odlišnosti od struktury aktiva a pasiv subjektů v eurozóně. Rozdíl je patrný zejména v poměrně vysokém podílu pohledávek z obchodního styku na aktivech podniků a ve struktuře pasiv domácností. Lze však pozorovat pozvolné přibližování struktury v eurozóně. Zadluženost českých podniků a domácností je zatím výrazně nižší než ve sledovaných zemích eurozóny. Využívání eura při finančních transakcích nefinančních podniků pozvolna roste, což je odrazem otevřenosti české ekonomiky a jejího zapojení do zahraničního obchodu. Stupeň spontánní euroizace je však zatím na stále relativně nízké úrovni, i když existuje rozdíl mezi podniky a domácnostmi. Rozšíření držby hotovosti a vkladů v cizí měně domácnostmi je v České republice zhruba srovnatelné s vybranými středoevropskými zeměmi, čerpání cizoměnových úvěrů je však velice nízké.

Stupeň **integrace českých finančních trhů** (peněžního, devizového, akciového a dluhopisového) a trhů eurozóny je srovnatelný nebo vyšší než u trhů Maďarska, Polska a Slovenska. V porovnání s Rakouskem a Portugalskem je integrace akciového trhu srovnatelná, u dluhopisového trhu je nižší. Rychlost eliminace šoků na českém akciovém trhu se od roku 2002 zvýšila, v poslední době však došlo, stejně jako na ostatních trzích, k určitému poklesu rychlosti přizpůsobení v důsledku bouřlivého vývoje na světových finančních trzích. Stupeň integrace českého peněžního trhu s peněžním trhem eurozóny je na úrovni Slovinska před zavedením eura. Srovnání se Slovinskem ohledně stupně integrace devizového trhu s eurozónou není úplně korektní kvůli jinému kurzovému režimu, v důsledku posledního vývoje je stupeň integrace nižší než pro Slovensko, které bude do eurozóny vstupovat.

3.2 Přízůsobovací mechanismy

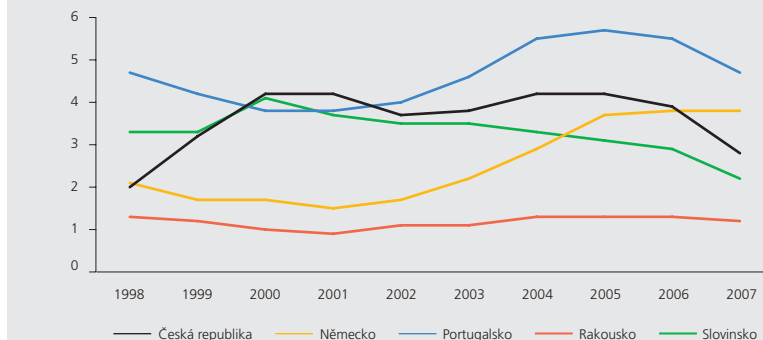
Z hlediska **veřejných financí** České republiky bude důležitá schopnost jejich stabilizačního působení při respektování evropských fiskálních pravidel. V rámci Paktu stability a růstu se Česká republika zavázala směřovat ve střednědobém horizontu k dosažení podílu strukturálního deficitu vládního sektoru na HDP ve výši maximálně 1 % do roku 2012. Čím blíže vyrovnanosti, případně v čím větším přebytku, budou veřejné rozpočty ve své strukturální části, tím větší bude v době hospodářského oslabení prostor pro působení automatických stabilizátorů a v krajním případě pro provádění diskrečních opatření. Dosavadní deficity vládního sektoru České republiky byly dány především strukturálními faktory, výraznější působení hospodářského cyklu se začalo projevovat až v letech 2007 a 2008. Odstranění negativních strukturálních vlivů je důležitou podmínkou pro využití stabilizační role veřejných financí. Vývoj v letech 2007 a 2008 ukazuje na postupné zlepšování stavu veřejných financí. Podmínkou pro zachování akceschopnosti fiskální politiky bude zajištění dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, zejména vyřešení vlivu demografických změn na výdaje penzijního systému a systému zdravotní péče.

Pružnost mezd může přispět ke schopnosti ekonomiky vstřebat šoky, na které nemůže reagovat společná měnová politika. Analýzy ukazují, že pružnost reálných mezd v České republice je v současnosti nízká, podobně jako v ostatních srovnávaných zemích, a v čase se významně nezlepšila. Rozdíly ve **strnulosti inflace** v zemích měnové unie by mohly vést k rozdílným dopadům jednotné měnové politiky. Strnulost inflace přitom v ČR patří mezi srovnávanými zeměmi k nejnižším.

Český **trh práce** zejména díky cyklickému vývoji v posledním období zaznamenává určitá zlepšení ve své výkonnosti, když došlo k poklesu míry celkové i dlouhodobé nezaměstnanosti (Graf 3.4). Zároveň pravděpodobně dochází i k poklesu strukturální nezaměstnanosti. K pružnosti trhu práce může nepřímo přispívat i zlepšování podnikatelského prostředí. V některých aspektech je ale pružnost trhu práce výrazně nižší než ve srovnávaných zemích a nedochází k zásadnímu zlepšení. Institucionální pravidla nevytvářejí dobré podmínky pro zaměstnanost osob s nízkou kvalifikací. Rizikovými faktory jsou zejména interakce daní a sociálních dávek a náklady na propouštění z pracovních poměrů na dobu neurčitou s krátkou dobou trvání pracovního poměru.

I přes určité zlepšení v České republice přetrvávají nejvyšší regionální rozdíly v míře nezaměstnanosti. Příčinou může být regionální nesoulad mezi nabídkou práce a poptávkou po práci a nízká regionální, profesní či odvětvová mobilita pracovní síly podporovaná mj. i dominancí vlastnického bydlení. Dá se tedy předpokládat, že příspěvek zahraničního stěhování českých občanů k přizpůsobení v případě ekonomických nerovnováh bude poměrně omezený, a to i po úplném uvolnění pohybu pracovních sil mezi ČR a všemi původními zeměmi EU do roku 2011. Příliv zahraniční pracovní síly do České republiky, který je od roku 2005 velice dynamický, přispívá k pružnosti českého trhu práce. Na druhé straně však naznačuje přetrvání jeho některých vážných problémů (zejména nízké motivace pracovat u dlouhodobě nezaměstnaných s nízkou kvalifikací), neboť k pracovnímu uplatnění cizinců dochází převážně v profesích vyžadujících nižší kvalifikaci. Riziko z hlediska nabídky pracovní síly zároveň představuje fakt, že k přesunům zahraničních pracovníků může dojít nezávisle na vývoji poptávky po práci a hospodářského cyklu v České republice.

Graf 3.4: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti: podíl osob více než rok bez práce na pracovní síle (v %)



Zdroj: Eurostat

Pružnost trhu práce je významně utvářena **institucionálními pravidly**. Vliv kolektivního vyjednávání na tvorbu mezd v České republice je nižší než ve většině srovnávaných zemí. V průměru je v mezinárodním porovnání spíše nižší i vliv minimální mzdy na pružnost nízkých mezd a tvorbu pracovních míst. Zastavení růstu poměru minimální mzdy k průměrné mzdě, resp. mírný pokles tohoto podílu, lze pokládat za pozitivní vývoj, neboť vysoké minimální mzdy by mohly mít v interakci s vysokým zdaněním práce negativní vliv na pružnost trhu práce. Celkové zdanění práce v České republice v roce 2007 nepatrně vzrostlo. Vliv zdanění na dlouhodobou nezaměstnanost a tvorbu pracovních míst byl zhruba stejný jako v Rakousku, Maďarsku a Polsku, ale vyšší než v Portugalsku a na Slovensku. Finanční motivace k přijetí zaměstnání daná kombinací daní a dávek byla v roce 2006 v porovnání s ostatními zeměmi srovnatelná nebo vyšší pro osoby krátkodobě nezaměstnané, ale spíše průměrná pro osoby nezaměstnané dlouhodobě. Podle provedených simulací došlo v roce 2007 v souvislosti s reformou systému sociálních dávek k oslabení finanční motivace k hledání zaměstnání pro některé skupiny obyvatelstva. Výše sociálních dávek v kombinaci s daňovým zatížením může oslabovat snahu o hledání nebo udržení zaměstnání, zejména u domácností s dětmi. Reforma v roce 2008 zastavila nepříznivé trendy, nicméně nepřinesla významnější zmírnění existujících problémů. Stupeň ochrany zaměstnanosti patří v oblasti stálých zaměstnání v porovnání s ostatními zeměmi k vyšším, při současně poměrně nízké ochraně v případě dočasných zaměstnání, což může být rizikem především pro vstup mladých osob na trh práce.

V oblasti **pružnosti trhu produktů** je regulatorní prostředí pro podnikání v mezinárodním srovnání více zatíženo administrativními překážkami. Dochází však k postupným dílčím zlepšením, zejména jsou prováděny postupné kroky ke zjednodušení zakládání podniků a provozování podnikatelské činnosti. Tato opatření zřejmě mají i pozitivní dopad na tvorbu pracovních míst. Míra zdanění podniků stejně jako v ostatních srovnávaných zemích v posledním období klesá a v současnosti patří mezi nižší, celková daňová zátěž českých podniků je však vyšší než v Rakousku, Portugalsku, Polsku a na Slovensku.

Stabilita a výkonnost bankovního sektoru je předpokladem jeho schopnosti spolupůsobit při vstřebávání dopadů ekonomických šoků. Bankovní sektor dosáhl vysoké efektivity a rentability v evropském kontextu a v minulých letech si ze zisku vytvořil dostatečnou kapitálovou rezervu. V České republice došlo v posledních letech k celkovému snížení podílu ohrožených úvěrů na úroveň jen mírně vyšší, než mají v průměru země eurozóny. V době poklesu ekonomického růstu v situaci pokračující globální finanční krize lze očekávat zvolnění tempa emise úvěrů i zhoršení kvality portfolií, které nepříznivě ovlivní jak kapitálovou přiměřenost, tak rentabilitu bank. Dle výsledků zátěžových testů zatím vykazuje český bankovní sektor dostatečnou odolnost vůči vnějším šokům, nicméně výrazně nepříznivý scénář makroekonomického vývoje by se samozřejmě negativně odrazil ve výkonnosti i stabilitě bankovního sektoru.

ZÁZNAM Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB ZE DNE 17. PROSINCE 2008

Přítomni:

guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová

Jednání bankovní rady bylo zahájeno prezentací osmé situační zprávy doplněné o analýzu statistických dat publikovaných po jejím dokončení. Ze situační zprávy i z hodnocení posledních údajů vyplývá pro prognózu zřetelná protiinflační bilance rizik. Mezi hlavní rizika směrem dolů patří hospodářský útlum v zahraničí, pokles světových cen surovin, nižší než očekávaná aktuální inflace, pomalejší domácí hospodářský růst a také vývoj klientských úrokových sazeb i sazeb na mezibankovním trhu. Proinflačním rizikem je slabší kurz koruny.

Po prezentaci situační zprávy bankovní rada diskutovala nově dostupné informace a shodovala se, že bilance rizik naplnění aktuální prognózy je vychýlena významně protiinflačním směrem. V diskuzi bylo konstatováno, že nové informace z domácí ekonomiky i ze zahraničí signalizují jiný než očekávaný vývoj. Aktuální prognóza je tak mnohem slabším vodítkem pro rozhodování než jindy. Potřeba stabilizace inflačních očekávání při vědomí rizika prudké deflace patřila mezi hlavní argumenty pro razantnější snížení sazeb.

Bankovní rada se shodla, že především vnější prostředí je zdrojem výrazných protiinflačních šoků. Bylo konstatováno, že dochází k bezprecedentnímu přehodnocování výhledu hospodářského růstu v zahraničí směrem dolů. Propad zahraniční poptávky byl charakterizován jako důsledek typické krize z nadměrných kapacit, které se navíc koncentrují v odvětvích důležitých pro domácí zpracovatelský průmysl. Bankovní rada byla zajedno, že v důsledku velké otevřenosti naší ekonomiky se do ní bude tento negativní šok rychle a silně přenášet. Panovala shoda také v názoru, že dosavadní rychlý pokles světových cen surovin i jejich výhled pro nejbližší období představuje dodatečný výrazný protiinflační šok. Zazněl také názor, že prioritu by mělo mít utváření optimální měnové politiky i za cenu obtížnější komunikace.

Diskutoval se neúplný a zpožděný přenos změn měnověpolitických sazeb do tržních sazeb a do klientských úrokových sazeb, jakož i důsledky tohoto jevu pro měnovou politiku. Opakovaně zazněl názor, že pro žádoucí ovlivnění úrokových sazeb relevantních pro ekonomiku je třeba nedokonalou transmisí měnověpolitických sazeb kompenzovat větším rozsahem jejich změny. Naproti tomu však bylo uvedeno, že přenos je sice zpožděný a že tržní i klientské sazby obsahují dodatečné kreditní a další prémie, avšak převážná část změny sazeb ČNB se do úrokových sazeb relevantních pro ekonomiku nakonec přenáší. Zaznělo také, že s ohledem na konec roku nelze příliš počítat s tím, že by se případná změna sazeb projevila výrazněji ještě letos. Proto by mohlo být účelné z důvodu přetrvávající nejistoty měnověpolitické kroky více rozložit v čase.

Jako další potenciální protiinflační riziko byly zmíněny možné poruchy finančního zprostředkování ze strany domácích bank, které, přestože mají dostatek kapitálu, mohou začít omezovat poskytování úvěrů. Mohly by tak reagovat na zvýšenou nejistotu a negativní očekávání v souvislosti se světovou finanční krizí a poklesem reálné ekonomiky.

V kontextu debaty o transmisních mechanismech měnové politiky byla pozornost věnována i vlivu kurzu na reálnou ekonomiku a na inflaci. Bankovní rada se shodovala, že v současné situaci má slabší kurz stabilizující vliv na domácí ekonomiku. Zazněl názor, že zahraniční poptávka má v současné době na domácí konjunkturu silnější vliv než kurz. Naproti tomu bylo uvedeno, že kurzový transmisní kanál zajišťuje poměrně rychlý přenos měnověpolitického impulsu do ekonomiky.

Bankovní rada diskutovala rizika budoucího vývoje kurzu koruny. Nejistota v tomto ohledu je argumentem spíše pro postupné úpravy měnověpolitických sazeb. Ohledně vlivu úrokového diferenciálu na vývoj kurzu převládalo přesvědčení, že nyní hraje jen velmi malou roli rozpětí mezi korunovými měnověpolitickými sazbami a sazbami ECB. Na podporu většího snížení sazeb bylo ale opakovaně uvedeno, že podstatné rozšíření diferenciálu ve prospěch domácí měny – například po větším snížení zahraničních sazeb – by mohlo přispět k možnému obratu v kurzovém vývoji a návratu k apreciaci koruny. Zaznívalo však také, že pravděpodobnost dalšího oslabování koruny se zdá být vyšší než pravděpodobnost návratu k silnějším hodnotám kurzu. Zazněl ale také názor, že náklady méně pravděpodobného posílení kurzu by byly nesymetricky vysoké, a další pravidelné zasedání bankovní rady nad měnovými otázkami se odehraje až v únoru, přičemž lze v mezidobí očekávat razantní pokles zahraničních sazeb. Naopak obava z podnícení překotného oslabování koruny, ke kterému by mohlo dojít po příliš výrazné změně domácích sazeb, patřila mezi argumenty pro opatrnější postup.

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,5 procentního bodu na úroveň 2,25 % s účinností od 18. prosince 2008. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 1,25 %, respektive 3,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Viceguvernér Hampl hlasoval pro snížení sazeb o 0,75 procentního bodu a viceguvernér Singer hlasoval pro snížení sazeb o 1 procentní bod.

ZÁZNAM Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB ZE DNE 5. ÚNORA 2009

Přítomni:

guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová

Jednání bankovní rady bylo zahájeno prezentací první situační zprávy přinášející novou makroekonomickou prognózu. Celková inflace ve čtvrtém čtvrtletí 2008 výrazně poklesla a v prosinci se již nacházela v tolerančním pásmu inflačního cíle. Domácí ekonomika pokračovala v sestupu z vrcholu hospodářského cyklu. Tento sestup byl rychlejší oproti předpokladu minulé prognózy z důvodu výrazného útlumu zahraniční poptávky. Docházelo k rychlému odeznívání domácích proinflačních tlaků, zároveň v důsledku znehodnocení měnového kurzu odeznívaly protiinflační tlaky plynoucí z minulého zhodnocení kurzu. Výchozí inflační tlaky byly hodnoceny jako protiinflační, jejich intenzita se vlivem oslabujícího kurzu snížila.

Podle nové prognózy bude inflace v letošním roce klesat a v polovině roku se dostane blízko nulovým hodnotám. Inflace se bude snižovat díky odeznění proinflačních cenových šoků z přelomu let 2007 a 2008 a poklesu cen potravin a energetických surovin. Na konci letošního roku inflace začne růst a v prvním pololetí příštího roku se již bude blížit k novému inflačnímu cíli ve výši 2 % platnému od počátku roku 2010. V důsledku odeznění primárních dopadů změn nepřímých daní se bude od druhé poloviny letošního roku měnověpolitická inflace shodovat s prognózou celkové inflace. Prognóza očekává prudké zpomalení růstu ekonomiky vlivem světové finanční a hospodářské krize. V letošním roce je očekáván v průměru nulový či mírně záporný růst a v roce 2010 zhruba jednoprocentní růst vlivem postupného ožívování zahraniční poptávky. Nominální měnový kurz bude nejprve korigovat znehodnocení ze začátku letošního roku a poté bude přibližně stabilní. S prognózou je konzistentní pokles úrokových sazeb.

Po prezentaci situační zprávy bankovní rada diskutovala novou prognózu a s ní spojená rizika.

Členové bankovní rady se shodovali, že adekvátní reakcí na současnou situaci je snížení sazeb. Bylo také řečeno, že současná fáze snižování sazeb již může být u konce. Oproti minulé prognóze došlo k mimořádně výraznému přehodnocení výhledu vnějšího prostředí protiinflačním směrem. Jedná se zejména o nižší růst a inflaci v eurozóně, nižší zahraniční úrokové sazby a nižší ceny energetických surovin. Byla shoda, že riziko hlubší a déletrvající krize ve světové ekonomice působí ve směru nižšího růstu domácí ekonomiky. V diskuzi o rizicích prognózy byl jako hlavní proinflační faktor označen více znehodnocený kurz.

Bankovní rada se shodovala, že česká ekonomika, která je velmi otevřená, bude podstatně zasažena propadem zahraniční poptávky. Převládá názor, že dopad zahraničního poptávkového omezení na českou ekonomiku bude výrazný z důvodu vyšší koncentrace výrob v některých odvětvích zpracovatelského průmyslu. Propad ve využívání výrobních kapacit bude znamenat potřebu adaptace na nové tržní podmínky v české ekonomice i v zahraničí. Bylo konstatováno, že rizika hlubšího propadu ekonomické aktivity oproti prognóze naznačují nejnovější údaje o průmyslové produkci a zahraničním obchodě. Opakovaně bylo řečeno, že výrazný útlum poptávky se projeví především ve snížení investic a vývozu. V souvislosti s propadem poptávky bylo také uvedeno, že podniky budou reagovat na nižší poptávku snižováním pracovních nákladů. Bylo řečeno, že mírný růst nominálních mezd bude jen částečně kompenzován nízkou inflací a v této souvislosti zaznělo, že růst spotřeby domácností může být nižší než prognózovaný. Bankovní rada se shodovala, že vládní spotřeba bude jedinou složkou ekonomického růstu, která zaznamená kladný růst na celém horizontu prognózy. V diskuzi o rizicích růstu ekonomiky bylo uvedeno, že měnová politika neodvrátí přicházející recesi, ale může ovlivnit reálnou ekonomiku v příštím roce.

V souvislosti s rizikem nižšího růstu ekonomiky bylo opakovaně řečeno, že nižší poptávka může být spojena s vyššími protiinflačními tlaky. Byla vyslovena obava, že inflace se bude blížit zdola k inflačnímu cíli pomaleji, než naznačuje prognóza. Bylo však také uvedeno, že inflační očekávání se v horizontu jednoho roku nacházejí v blízkosti inflačního cíle. V delším období může být proinflačním rizikem zvýšení vládních výdajů, ke kterému by mohlo dojít ve snaze zmírnit dopady současné krize.

Bankovní rada dále diskutovala úvěrovou aktivitu. Bylo řečeno, že dochází k omezování úvěrové aktivity zejména z důvodu nižší poptávky po úvěrech. Dále zaznělo, že dochází také k omezování provozního financování podniků ze strany bank. V souvislosti s tím byla vyslovena obava z možného rizika zamrznutí úvěrů. Naproti tomu bylo uvedeno, že banky mají dostatek zdrojů, v současném období nejistot jsou však nadále opatrné.

Bankovní rada se věnovala účinnosti transmise od nastavení měnověpolitických sazeb do reálné ekonomiky. Bylo řečeno, že účinnost úrokového kanálu transmise je nadále nízká. V souvislosti s tím bylo uvedeno, že dopad na reálnou ekonomiku může mít jen výraznější snížení sazeb. Zazněl ale také názor, že změna měnověpolitických sazeb se promítá do tržních sazeb postupně a že v posledním období se rozpětí mezi tržními a měnověpolitickými sazbami snížilo.

V souvislosti s diskuzí o transmisních mechanismech měnové politiky bylo řečeno, že změna měnověpolitických sazeb může působit i přes kurzový kanál a že kurz působí na ekonomiku rychleji než sazby. Bylo však také řečeno, že vliv měnové politiky na kurz je v dnešní situaci omezený. Bankovní rada se shodla, že vývoj kurzu je zatížen velkou nejistotou, nicméně více znehodnocený kurz omezuje prostor pro snižování měnověpolitických sazeb.

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 procentního bodu na úroveň 1,75 % s účinností od 6. února 2009. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 0,75 %, respektive 2,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Vrchní ředitel Holman hlasoval pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu a vrchní ředitel Řežábek hlasoval pro snížení sazeb o 0,75 procentního bodu.

Graf	I.1	Plnění inflačního cíle	4
Graf	I.2	Prognóza celkové inflace	5
Graf	I.3	Prognóza růstu HDP	5
Graf	I.4	Prognóza úrokových sazeb	6
Graf	I.5	Prognóza měnového kurzu	6
Graf	II.1	Kurz dolaru vůči euru	8
Graf	II.2	Ceny ropy Brent a Ural	8
Graf	II.3	HDP a inflace v eurozóně	8
Graf	II.4	HDP a inflace v nových zemích EU	9
Graf	II.5	Měny středoevropského regionu	9
Graf	II.6	Základní sazby ČNB	10
Graf	II.7	Tržní úrokové sazby	10
Graf	II.8	Úrokové diferenciály	10
Graf	II.9	Ex ante reálné sazby	11
Graf	II.10	Devizový kurz CZK/EUR a CZK/USD	11
Graf	II.11	Efektivní kurz CZK	12
Graf	II.12	Hrubý domácí produkt	12
Graf	II.13	Struktura růstu HDP	12
Graf	II.14	Výdaje domácností na spotřebu	12
Graf	II.15	Spotřebitelská důvěra	13
Graf	II.16	Struktura růstu spotřeby	13
Graf	II.17	Tvorba fixního kapitálu	13
Graf	II.18	Investice do obydlí	14
Graf	II.19	Čistá zahraniční poptávka	14
Graf	II.20	Vývoz a dovoz	15
Graf	II.21	Podíly odvětví na růstu HDP	15
Graf	II.22	Indikátory vývoje v průmyslu	15
Graf	II.23	Využití výrobních kapacit	16
Graf	II.24	Indikátory důvěry	16
Graf	II.25	Základní ukazatele hospodaření	16
Graf	II.26	Indikátory trhu práce	17
Graf	II.27	Zaměstnanost podle odvětví	17
Graf	II.28	Toky pracovních sil	18
Graf	II.29	Beveridgeova křivka	18
Graf	II.30	Bariéry růstu v průmyslu	18
Graf	II.31	Míra nezaměstnanosti	19
Graf	II.32	Vývoj mezd v odvětvích	19
Graf	II.33	NJMN	19
Graf	II.34	Vývoj obchodní bilance	20
Graf	II.35	Vývoj bilance výnosů	21
Graf	II.36	Přímé zahraniční investice	21
Graf	II.37	Portfoliové investice	21
Graf	II.38	Devizové rezervy ČNB	22
Graf	II.39	Peněžní agregáty M1 a M2	22
Graf	II.40	Úrokové sazby z vkladů	22
Graf	II.41	Nově poskytnuté úvěry	23
Graf	II.42	Úvěry poskytnuté domácnostem	23
Graf	II.43	Úroková sazba z úvěrů nefin. podnikům	23
Graf	II.44	Úroková sazba z úvěrů na bydlení	24
Graf	II.45	Úroková sazba ze spotřebitelských úvěrů	24
Graf	II.46	Dovozní ceny a ceny výrobců	24
Graf	II.47	Dovozní ceny	24
Graf	II.48	Komodity s vyšším stupněm zpracování	25
Graf	II.49	Minerální paliva	25
Graf	II.50	Ceny průmyslových výrobců	25
Graf	II.51	Ceny v odvětví zpracování ropy	26

Graf II.52	Ceny ve vybraných odvětvích	26
Graf II.53	Ceny zemědělských výrobců	26
Graf II.54	Ceny komodit	26
Graf II.55	Ostatní cenové okruhy	27
Graf II.56	Inflace	27
Graf II.57	Vývoj složek inflace	27
Graf II.58	Struktura růstu inflace	28
Graf II.59	Ceny potravin	28
Graf II.60	Korigovaná inflace bez pohonných hmot	28
Graf II.61	Ceny ve spotřebním koši	29
Graf II.62	Vývoj HICP v ČR a EU	29
Graf II.63	Srovnání prognózy se skutečností	29
Graf III.1	Prognóza celkové inflace	33
Graf III.2	Prognóza měnověpolitické inflace	33
Graf III.3	Prognóza úrokových sazeb	34
Graf III.4	Prognóza měnového kurzu	34
Graf III.5	Prognóza růstu HDP	35
Graf III.6	Vnímaná a očekávaná inflace	36

Tab. I.1	Hlavní makroekonomické ukazatele	4
Tab. II.1	Fixní investice v sektorech	14
Tab. II.2	Absolutní a podíl. ukazatele hospodaření	17
Tab. II.3	Mzdy, produktivita, NJMN	19
Tab. II.4	Vývoj platební bilance	20
Tab. II.5	Struktura peněžních agregátů	22
Tab. II.6	Struktura úvěrů	23
Tab. II.7	Struktura indexu dovozních cen	25
Tab. II.8	Naplnění prognózy inflace	30
Tab. II.9	Naplnění předpokladů o zahraničí	30
Tab. II.10	Naplnění prognózy klíčových veličin	30
Tab. III.1	Očekávaný vnější vývoj	32
Tab. III.2	Prognóza hlavních složek inflace	34
Tab. III.3	Prognóza hlavních složek HDP	35
Tab. III.4	Prognóza vybraných veličin	35
Tab. III.5	Očekávaná inflace	36
Tab. III.6	Ostatní očekávané ukazatele	36

ARA	Amsterdam-Rotterdam-Antverpy	ILO	International Labour Organization
BCPP	Burza cenných papírů Praha	IRS	interest rate swap (úrokový swap)
BÚ	běžný účet	ISPV	informační systém o průměrném výdělku
CP	cenné papíry	LIBOR	londýnská mezibankovní zápůjční úroková sazba
CPI	consumer price index (index spotřebitelských cen)	M1, M2	peněžní agregát
CZK, Kč	česká koruna	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČDA	čistá domácí aktiva	MNB	Maďarská národní banka
ČMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka	MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
ČNB	Česká národní banka	NBP	Národní banka Polska
ČR	Česká republika	NBS	Národná banka Slovenska
ČSÚ	Český statistický úřad	NH	národní hospodářství
ČÚV	čistý úvěr vládě	NHPP	národohospodářská produktivita
ČZA	čistá zahraniční aktiva	NISD	nezisková instituce sloužící domácnostem
DPH	daň z přidané hodnoty	NJMN	nominální jednotkové mzdové náklady
ECB	Evropská centrální banka	OMFI	ostatní měnové finanční instituce
ECOFIN	Rada ministrů EU	O/N	overnight
EIB	Evropská investiční banka	OSFA	operace státních finančních aktiv
EK	Evropská komise	PH	pohonné hmoty
EMI	Evropský měnový institut	PLN	polský zlotý
EMS	Evropský měnový systém	PPI	ceny průmyslových výrobců
ERM II	Mechanismus měnových kurzů	PRIBID	mezibankovní výpůjční úroková sazba
ES	Evropské společenství	PRIBOR	mezibankovní zápůjční úroková sazba (1T, 1M, 1R)
ESA 95	Evropský systém národních účtů	repo sazba	sazba dohod o zpětném odkupu
EU	Evropská unie	SITC	standardní mezinárodní klasifikace zboží
EUR	euro	SKK	slovenská koruna
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SPP	státní pokladniční poukázky
Fed	centrální banka USA	SRN	Spolková republika Německo
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USA	Spojené státy americké
HDP	hrubý domácí produkt	USD	americký dolar
HICP	harmonizovaný cenový index	VŠPS	výběrové šetření pracovních sil
HUF	maďarský forint	ZO	zahraniční obchod

Charakteristika skupin spotřebního koše využívaných pro hodnocení inflace	(box)	duben 1998
Analýza vývoje peněžní zásoby	(box)	červenec 1999
Úprava statistických dat o vývoji HDP	(box)	červenec 1999
Měření inflačních očekávání finančního trhu	(příloha)	říjen 1999
Vývoj cen ropy a jejich vliv na cenové změny	(box)	červenec 2000
Vliv změn ceny ropy na saldo obchodní bilance	(box)	říjen 2000
Metodický rámec hodnocení mzdového vývoje ve vztahu k inflaci	(box)	leden 2001
Měnověpolitické sazby ČNB	(box)	duben 2001
Stanovení inflačního cíle pro období 2002 – 2005	(příloha)	duben 2001
Harmonizace povinných minimálních rezerv se standardy Evropské centrální banky	(příloha)	duben 2001
Institut výjimek z plnění inflačního cíle v souvislosti s nově vyhlášeným inflačním cílem	(příloha)	červenec 2001
Změny prognóz hospodářského růstu v eurozóně, Německu, USA a Japonsku pro rok 2001 a 2002	(příloha)	říjen 2001
Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu	(příloha)	leden 2002
Vyhodnocení plnění cíle ČNB v čisté inflaci pro prosinec 2001	(příloha)	leden 2002
Predikce exogenních veličin	(box)	duben 2002
Odhad kapitálových toků na léta 2002 a 2003 a jejich vliv na devizový kurz	(box)	duben 2002
Balassa-Samuelsonův efekt	(příloha)	duben 2002
ČNB pozměňuje typ své prognózy inflace	(box)	červenec 2002
Zhodnocení vlivu srpnových záplav na ekonomický vývoj v ČR	(box)	říjen 2002
Finanční podmínky přistoupení České republiky k EU	(box)	leden 2003
Důsledky nečekaně pomalého růstu regulovaných cen	(box)	leden 2003
Česká republika a euro – návrh strategie přistoupení	(příloha)	leden 2003
Fiskální konsolidace a její vliv na ekonomický růst	(příloha)	leden 2003
Průběh cenové deregulace v období transformace české ekonomiky	(box)	duben 2003
Revize dat o vývoji hrubého domácího produktu z března 2003	(box)	duben 2003
Vývoj úvěrů poskytovaných domácnostem	(box)	červenec 2003
Zrušení 10 a 20haléřových mincí a jeho možný dopad do cen	(box)	červenec 2003
Nepřímé daně a predikce inflace	(box)	červenec 2003
Změny v metodice šetření inflačních očekávání	(box)	červenec 2003
Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium	(příloha)	červenec 2003
Používání ukazatele mezery výstupu v ČNB	(box)	říjen 2003
Měnová politika v makroekonomické prognóze ČNB	(box)	říjen 2003
Strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2003
Postupy při sestavování predikce cen potravin v krátkodobé predikci	(box)	leden 2004
Měnové podmínky	(box)	duben 2004
Inflační cíl ČNB od ledna 2006	(příloha)	duben 2004
ČNB se plně zapojila do práce orgánů Evropského systému centrálních bank	(příloha)	červenec 2004
Devizový kurz v prognostickém aparátu ČNB	(box)	červenec 2004
Indikátory finanční situace domácností	(box)	říjen 2004
Revize údajů o vývoji hrubého domácího produktu	(box)	říjen 2004
Vývoj cen benzínu a jeho dopad do inflace v ČR	(box)	říjen 2004
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	leden 2005
Strukturální vývoj úvěrů	(box)	leden 2005
Nejistoty vývoje veřejných financí v letech 2005 a 2006	(box)	leden 2005
Inflační očekávání v modelovém aparátu ČNB	(box)	leden 2005
Průběh transmise vnějšího nákladového šoku do domácích cen v období let 2003 – 2005	(box)	duben 2005
Vliv měnového kurzu na inflaci	(box)	duben 2005
Stanovisko České národní banky k revizi „Paktu stability a růstu“	(příloha)	duben 2005
Vliv vstupu do EU na ceny a inflační očekávání	(box)	červenec 2005
Vývoj zahraničního obchodu v prvním roce po vstupu ČR do EU	(box)	červenec 2005
Finanční toky mezi Českou republikou a Evropskou unií	(box)	červenec 2005
Vliv světových cen energií na spotřebitelské ceny	(box)	říjen 2005
Hospodaření velkých nefinančních podniků v období 1998 – 2004	(box)	říjen 2005

Potenciální výstup v prognostickém aparátu ČNB	(box)	říjen 2005
Fiskální politika v modelovém aparátu ČNB	(box)	leden 2006
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	leden 2006
Implikace zadluženosti domácností pro spotřebu	(box)	duben 2006
Efektivní ukazatele zahraničního vývoje	(box)	červenec 2006
Ceny ropy a benzínu v prognóze ČNB	(box)	červenec 2006
Role peněžních agregátů v prognózách ČNB	(box)	říjen 2006
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	říjen 2006
Vývoj zaměstnanosti cizích státních příslušníků	(box)	leden 2007
Rozšíření jádrového predikčního modelu o vliv reálných mezd	(box)	leden 2007
Nový spotřební koš od ledna 2007	(box)	duben 2007
Financování nefinančních podniků	(box)	duben 2007
Uplatnění výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní	(box)	duben 2007
Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky	(příloha)	duben 2007
Vztah úrokových sazeb a struktury nových úvěrů na bydlení	(box)	červenec 2007
Nový přístup ČNB ke sledování inflačních očekávání domácností v České republice	(box)	červenec 2007
Příčiny, průběh a dopady současných turbulencí na světových finančních trzích	(box)	říjen 2007
Zadluženost domácností podle příjmových skupin v roce 2006 a její dopad do spotřeby	(box)	říjen 2007
Příčiny výrazného oživení růstu světových cen obilnin	(box)	říjen 2007
Fiskální opatření a jejich dopad na ekonomický vývoj v roce 2008	(box)	říjen 2007
Aktualizovaná strategie přistoupení České republiky k eurozóně	(příloha)	říjen 2007
Změny v provádění a v komunikaci měnové politiky	(box)	I/2008
Publikování trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou a využití vějířových grafů	(box)	I/2008
Statistika čtvrtletních finančních účtů – nová statistika v ČNB	(box)	I/2008
Změny v jádrovém predikčním modelu ČNB	(box)	I/2008
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2008
Nový strukturální model „g3“	(box)	II/2008
Společná dohoda vlády ČR a ČNB a Aktualizovaná strategie řešení kurzových dopadů devizových příjmů státu	(příloha)	II/2008
Sektorová a produkční struktura modelu g3	(box)	III/2008
Zrušení 50haléřových mincí a jeho možný dopad do cen	(box)	III/2008
Vliv dosud rychle rostoucích světových cen energetických zdrojů na inflaci v ČR	(box)	IV/2008
Tvorba cen v modelu g3	(box)	IV/2008
ČNB začne zveřejňovat prognózovanou trajektorii nominálního měnového kurzu	(příloha)	IV/2008
Publikování číselné prognózy měnového kurzu	(box)	I/2009
Vývoj měnového kurzu v modelu g3	(box)	I/2009
Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou	(příloha)	I/2009

Tento glosář vysvětluje některé pojmy, které jsou často používány ve Zprávě o inflaci. Obsáhlejší slovník pojmů lze nalézt na webových stránkách ČNB (www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/index.html).

Běžný účet platební bilance: zachycuje vývoz a dovoz zboží a služeb, výnosy z kapitálu, investic a práce a jednostranné převody.

Ceny potravin: ve svých materiálech ČNB za ceny potravin označuje sloučenou skupinu cen potravin a nealkoholických nápojů s cenami alkoholických nápojů a tabáku.

Consensus Forecasts: pravidelná měsíční publikace společnosti Consensus Economics shrnující předpovědi stovek prominentních ekonomů a analytických týmů ohledně budoucího vývoje ve světě. ČNB využívá tyto předpovědi při tvorbě předpokladů o budoucím vývoji vnějšího prostředí ve své makroekonomické prognóze.

Čistá inflace: přírůstek indexu spotřebitelských cen po vyloučení položek regulovaných cen a po očištění o primární dopady změn nepřímých daní. Čistá inflace se skládá z inflace cen potravin, cen pohonných hmot a tzv. korigované inflace bez pohonných hmot. Do konce roku 2001 byly v čisté inflaci stanoveny inflační cíle ČNB. Od roku 2002 jsou inflační cíle ČNB stanoveny v celkové inflaci, a čistá inflace tak má pouze analytické využití.

Dezinflace: snižování inflace.

Diskontní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.

Efektivní kurz: uvádí zhodnocení (index nad 100) či znehodnocení (index pod 100) národní měny vůči koši vybraných měn za určité období oproti základnímu období. Vahami v koši jsou podíly největších obchodních partnerů na obratu zahraničního obchodu.

Efektivní ukazatele eurozóny: aproximují vliv ekonomické aktivity (efektivní HDP) a cenového vývoje (efektivní ceny výrobců a spotřebitelské ceny) v eurozóně na českou ekonomiku. Vahami při výpočtu jsou podíly jednotlivých ekonomik eurozóny na obratu zahraničního obchodu ČR.

Eurozóna: území těch členských států Evropské Unie, které přijaly euro jako společnou měnu v souladu se "Smlouvou o založení Evropského společenství".

Finanční účet platební bilance: zahrnuje transakce spojené se vznikem, změnami a zánikem vlastnictví finančních pohledávek a závazků vlády, bankovní a podnikové sféry a ostatních subjektů ve vztahu k zahraničí. Jeho strukturu tvoří přímé investice, portfoliové investice, ostatní investice a operace s finančními deriváty.

Fiskální impuls: zachycuje vliv domácí fiskální politiky na poptávku v ekonomice.

Horizont měnové politiky: časový horizont, na který se při svém rozhodování soustředí měnová politika a který zohledňuje zpoždění v transmisi měnové politiky. Tento časový horizont je vzdálený zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti.

Hrubý domácí produkt (HDP): klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Jeho strukturu z hlediska užití tvoří výdaje na tzv. konečnou spotřebu (spotřeba domácností, vlády a neziskových institucí), tvorba hrubého kapitálu (fixní investice a změna stavu zásob) a zahraniční obchod (tzv. čistý vývoz zboží a služeb).

Inflace: obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje - je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země. V praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen.

Inflační cíl: veřejně a s dostatečným předstihem stanovená hodnota pro inflaci spotřebitelských cen, o jejíž dosažení ČNB usiluje.

Korigovaná inflace bez pohonných hmot: označuje cenový růst nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, změn nepřímých daní a pohonných hmot.

Lombardní sazba: měnověpolitická úroková sazba, která představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. zápůjční facility.

Měnové podmínky: představují souhrnné působení úrokových sazeb (úroková složka měnových podmínek) a měnového kurzu (kurzová složka) na ekonomiku. Jde o klíčové veličiny, kterými může měnová politika ovlivnit ekonomickou aktivitu a jejím prostřednictvím cenový vývoj. V období uvolněných měnových podmínek je měnová politika nastavena tak, že podporuje ekonomický růst. Pokud měnová politika růst naopak tlumí, hovoříme o období přísných měnových podmínek. Konečně, v případě neutrálního nastavení měnové politiky jsou také měnové podmínky označovány za neutrální. Složky měnových podmínek nemusejí nutně působit na ekonomiku stejným směrem.

Měnověpolitická inflace: inflace, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopady změn nepřímých daní.

Měnověpolitické úrokové sazby: krátkodobé úrokové sazby spojené s prováděním měnové politiky. Mezi ně patří dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba a lombardní sazba.

Mezera reálných mezních nákladů: aproximace inflačních tlaků z reálné ekonomiky. Mezní náklady se skládají z nákladů plynoucích ze zvyšujícího se objemu produkce (tzv. mezera výstupu) a ze mzdových nákladů (tzv. mezera reálných mezd). Kladná hodnota mezery reálných mezních nákladů představuje proinflační působení reálné ekonomiky, záporná hodnota protiinflační působení.

Míra inflace: přírůstek průměrného (bazického) indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců.

Míra nezaměstnanosti: vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle. Rozlišujeme obecnou míru nezaměstnanosti zjišťovanou ČSÚ v souladu s metodikou Mezinárodní organizace práce a registrovanou míru nezaměstnanosti zjišťovanou MPSV.

Nominální jednotkové mzdové náklady (NJMN): mzdové náklady potřebné k vyrobení jednotky produkce. NJMN jsou vypočteny jako podíl nominálního objemu mezd a platů na HDP ve stálých cenách.

Peněžní agregáty: představují množství peněz v ekonomice zachycené v tzv. měnovém přehledu. Podle národní definice jsou propočteny z pasiv rezidentských měnových finančních institucí měnového charakteru vůči sektorům jiným než měnovým finančním institucím nacházejícím se v ČR (domácnosti, nefinanční podniky a finanční instituce mimo vládní instituce). Peněžní agregáty se liší podle likvidity jednotlivých složek. Úzký peněžní agregát M1 zahrnuje oběživo a jednodenní vklady. Široký peněžní agregát M2 obsahuje M1, vklady s dohodnutou splatností, vklady s výpovědní lhůtou a repo operace.

Peněžní trh: část finančních trhů, která slouží k získávání krátkodobých úvěrů a na které se obchoduje s finančními instrumenty se splatností do jednoho roku. Typickými cennými papíry obchodovanými na tomto trhu jsou státní pokladniční poukázky. V rámci tohoto trhu provádí ČNB repo operace.

Platební bilance: zachycuje ekonomické transakce se zahraničím (tj. mezi rezidenty a nerezidenty) za určité časové období. Základní struktura platební bilance zahrnuje běžný, kapitálový a finanční účet a změnu devizových rezerv.

Regulované ceny: podskupina spotřebního koše, která obsahuje položky se stanovenými maximálními cenami (mohou být stanoveny na centrální či místní úrovni), věcně usměrňovanými cenami (jedná se o položky, do jejichž cen lze promítnout pouze ekonomicky oprávněné náklady a přiměřený zisk) a administrativně stanovené poplatky. Výběr těchto položek vychází z Cenového věstníku Ministerstva financí ČR.

Repo sazba: základní měnověpolitická úroková sazba ČNB, kterou je úročena nadbytečná likvidita komerčních bank stahovaná ČNB prostřednictvím tzv. dvoutýdenních repo tendrů.

Výjimka z plnění inflačního cíle: vyvazuje centrální banku ze závazku plnit inflační cíl. Je využívána v režimu flexibilního cílování inflace v situaci, kdy dochází k velkým nárazovým změnám exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky, např. změny nepřímých daní), jejichž vliv na inflaci je zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.

Tabulka č. 1

KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY

	roky											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
POPTÁVKA A NABÍDKA												
<i>Hrubý domácí produkt</i>												
HDP	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	2189,7	2243,4	2285,9	2368,2	2474,2	2630,6	2809,4	2976,6	3093,5	3083,7	3110,5
HDP	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	3,7	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	5,9	3,9	-0,3	0,9
Výdaje na konečnou spotřebu domácností	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	1,4	2,3	2,2	6,0	2,8	2,5	5,4	5,2	2,8	0,2	0,0
Výdaje na konečnou spotřebu vlády	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	0,7	3,6	6,7	7,1	-3,5	2,9	-0,7	0,4	2,0	1,5	0,8
Tvorba hrubého kapitálu	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	9,6	6,8	4,8	-1,5	9,4	-0,9	9,8	8,4	-1,4	-4,9	-0,1
Vývoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	17,8	11,0	1,9	7,2	20,3	11,7	16,4	14,9	8,6	-1,8	4,1
Dovoz zboží a služeb	%, meziročně, reálné, sez. očištěno	17,1	12,6	4,9	8,0	17,6	5,0	14,6	14,2	5,8	-2,6	3,2
Čistý vývoz	mld. Kč, stálé ceny, sez. očištěno	-63,9	-95,1	-145,6	-169,6	-155,0	-27,5	9,1	29,2	116,4	140,6	172,6
<i>Koincidenční ukazatele</i>												
Průmyslová produkce	%, meziročně, reálné	-	6,7	1,9	5,5	9,6	6,7	11,2	8,2	-	-	-
Stavební produkce	%, meziročně, reálné	5,3	9,6	2,5	8,9	9,7	4,2	6,6	6,7	-	-	-
Tržby v maloobchodě včetně motoristického segmentu	%, meziročně, reálné	4,3	4,5	3,0	4,9	2,5	4,0	6,5	7,5	-	-	-
CENY												
<i>Hlavní cenové ukazatele</i>												
Míra inflace	%, konec období	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	-	-
Spotřebitelské ceny	%, meziročně, konec období	4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	5,4	3,6	0,9	2,2
Regulované ceny (16,40 %)*	%, meziročně, konec období	7,3	11,7	3,3	1,3	4,4	9,0	4,9	6,5	17,1	3,3	5,0
Čistá inflace (83,60 %)*	%, meziročně, konec období	3,0	2,4	-0,2	1,0	1,5	0,4	0,7	3,8	-0,9	-0,4	1,9
Ceny potravin (včetně alkoholických nápojů a tabáku) (24,44 %)*	%, meziročně, konec období	3,7	2,9	-3,4	2,7	0,9	-0,7	0,9	8,2	-2,0	-2,9	1,7
Korigovaná inflace bez pohonných hmot (55,12 %)*	%, meziročně, konec období	1,9	3,3	1,6	0,2	1,6	0,5	0,8	1,2	1,4	1,3	1,7
Ceny pohonných hmot (4,04 %)*	%, meziročně, konec období	10,3	-15,0	1,4	-2,0	5,9	9,8	-3,4	12,0	-22,0	-6,3	5,8
Měnověpolitická inflace (bez vlivu změn daní)	%, meziročně, konec období	4,4	4,2	0,6	0,8	1,9	2,2	1,6	4,3	1,8	0,9	2,2
Deflátor HDP	%, meziročně, sez. očištěno	1,6	4,9	2,8	0,9	4,5	-0,2	1,3	3,9	0,6	0,3	1,1
<i>Dílčí cenové ukazatele</i>												
Ceny průmyslových výrobců	%, meziročně, průměr	5,1	3,0	-0,5	-0,3	5,6	3,1	1,4	4,1	4,5	-2,8	2,6
Ceny zemědělských výrobců	%, meziročně, průměr	8,6	9,6	-7,5	-4,5	9,6	-9,8	1,3	16,4	5,3	-14,6	3,2
Ceny stavebních prací	%, meziročně, průměr	4,1	4,0	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9	3,9	4,5	-	-
Cena ropy Brent	%, meziročně, průměr	71,1	-12,7	4,9	17,6	33,6	43,2	21,4	12,3	40,7	-38,6	21,7
TRH PRÁCE												
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, nominální	6,4	8,7	7,3	6,6	6,6	5,3	6,5	7,3	8,2	4,0	2,7
Průměrná měsíční mzda ve sledovaných organizacích	%, meziročně, reálné	2,4	3,8	5,4	6,5	3,7	3,3	3,8	4,4	1,7	3,9	0,7
Počet zaměstnanců včetně členů produkčních družstev	%, meziročně	-1,4	0,3	-0,8	-2,0	-0,2	2,2	1,2	1,9	1,6	-0,9	-1,9
Nominální jednotkové mzdové náklady	%, meziročně	1,4	6,2	4,6	2,3	1,8	0,6	1,1	3,1	4,3	4,8	2,7
Nominální jednotkové mzdové náklady v průmyslu	%, meziročně	-1,8	0,8	0,2	-3,5	-3,2	-3,2	-2,9	0,8	-	-	-
Souhrnná produktivita práce	%, meziročně	3,6	2,5	1,9	3,6	4,1	5,2	5,1	3,2	2,0	0,7	2,9
Obecná míra nezaměstnanosti (ILO)	%, průměr, věk 15+	-	-	-	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	5,0	6,4
Míra registrované nezaměstnanosti celkem (MPSV)	%, průměr	-	-	-	-	10,0	9,5	8,6	7,0	5,8	6,5	7,7
VEŘEJNÉ FINANCE												
Deficit veřejných financí (ESA 95)	mld. Kč, běžné ceny	-81,5	-135,0	-166,8	-170,0	-82,7	-106,6	-85,5	-34,2	-38,7	-96,7	-128,4
Deficit veřejných financí / HDP**	%, nominálně	-3,7	-5,7	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-2,7	-1,0	-1,0	-2,6	-3,3
Veřejný dluh (ESA95)	mld. Kč, běžné ceny	405,4	591,5	702,3	775,0	855,1	888,6	951,5	1 020,7	1 067,4	1 156,6	1 258,1
Veřejný dluh / HDP**	%, nominálně	18,5	25,1	28,5	30,1	30,4	29,8	29,6	28,9	28,7	30,6	33,4
VNĚJŠÍ VZTAHY												
<i>Běžný účet platební bilance</i>												
Obchodní bilance	mld. Kč, běžné ceny	-120,8	-116,7	-71,3	-69,8	-13,4	59,4	65,1	120,6	105,1	100,0	130,0
Obchodní bilance / HDP	%, nominálně	-5,5	-5,0	-2,9	-2,7	-0,5	2,0	2,0	3,4	2,8	2,6	3,4
Bilance služeb	mld. Kč, běžné ceny	54,6	58,0	21,9	13,2	16,6	36,9	46,4	56,6	79,6	60,0	65,0
Běžný účet platební bilance	mld. Kč, běžné ceny	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-82,2	-62,6	-115,4	-75,0	-40,0
Běžný účet platební bilance / HDP	%, nominálně	-4,8	-5,3	-5,5	-6,2	-5,2	-1,3	-2,6	-1,8	-3,1	-2,0	-1,0
<i>Přímé zahraniční investice</i>												
Přímé investice	mld. Kč, běžné ceny	190,8	208,3	270,9	53,5	101,8	279,6	90,3	158,2	165,0	165,0	105,0
<i>Směnné kurzy</i>												
Kč/USD	průměr	38,7	38,0	32,7	28,2	25,7	24,0	22,6	20,3	17,1	19,4	19,3
Kč/EUR	průměr	35,6	34,1	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	25,0	25,8	25,6
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (CPI eurozóna), průměr	-	-	-	-	-0,7	-6,7	-5,6	-2,4	-12,9	3,9	-1,6
Kč/EUR	%, meziročně, reálné (PPI eurozóna), průměr	-	-	-	-	-3,2	-5,5	-1,2	-3,6	-8,2	7,4	-1,6
<i>Ceny zahraničního obchodu</i>												
Vývozní ceny	%, meziročně, průměr	6,3	0,4	-6,6	0,8	3,7	-1,5	-1,2	1,4	-4,9	4,8	2,3
Dovozní ceny	%, meziročně, průměr	11,9	-1,5	-8,5	-0,3	1,6	-0,5	0,3	-1,0	-3,4	3,6	2,3
PENÍZE A ÚROKOVÉ SAZBY												
M2	%, meziročně, průměr	6,4	11,1	7,0	4,1	7,7	5,3	8,9	11,2	8,3	5,5	3,5
2 T repo sazba	%, konec období	5,25	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25	-	-
3 M PRIBOR	%, průměr	5,4	5,2	3,5	2,3	2,3	2,0	2,3	3,1	4,0	2,9	2,6

* v závorkách jsou uvedeny stálé váhy na současném spotřebním koši

** kalkulace ČNB

– údaj není dostupný nebo ho ČNB neprognózuje

zvýrazněná data = prognóza ČNB

čtvrtletí roku 2006				čtvrtletí roku 2007				čtvrtletí roku 2008				čtvrtletí roku 2009				čtvrtletí roku 2010			
I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
685,7	697,1	708,1	718,6	729,8	739,5	749,1	758,3	765,6	773,5	780,7	773,7	771,1	770,9	773,6	768,1	774,2	776,4	781,0	778,9
6,9	6,9	6,9	6,6	6,4	6,1	5,8	5,5	4,9	4,6	4,2	2,0	0,7	-0,3	-0,9	-0,7	0,4	0,7	1,0	1,4
4,8	5,3	5,2	6,3	6,1	5,7	5,5	3,6	2,7	3,2	2,5	2,9	1,8	0,5	-0,3	-1,1	-0,6	-0,2	0,2	0,7
1,6	-0,5	-2,8	-0,9	0,2	-1,0	0,3	2,0	0,2	2,4	3,7	1,7	2,1	1,6	1,0	1,1	1,5	1,1	0,5	0,3
11,0	7,9	11,3	9,0	11,2	10,3	7,2	5,3	4,1	-4,0	-2,0	-3,6	-5,1	-4,2	-4,7	-5,6	-3,1	-0,8	1,1	2,7
17,7	16,2	14,1	17,5	16,4	14,4	16,2	12,7	15,3	13,9	5,0	1,1	-1,6	-3,3	-2,2	0,0	2,5	3,6	4,6	5,6
16,5	13,5	11,9	16,6	16,7	14,1	15,6	10,7	12,8	9,7	1,6	-0,5	-2,6	-3,8	-2,7	-1,4	1,0	2,6	4,1	5,4
-1,9	2,7	2,1	6,2	-3,6	5,2	7,0	20,6	14,1	36,1	33,8	32,5	22,1	38,4	36,8	43,3	35,2	47,6	42,4	47,4
15,5	9,3	9,7	10,4	11,3	9,3	6,9	8,4	5,6	6,1	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,5	6,2	7,4	9,5	28,8	3,5	-0,3	5,3	4,0	-1,8	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6,9	6,2	6,2	6,6	9,7	7,8	6,5	6,5	2,3	2,4	2,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,2	2,5	2,8	2,5	2,2	2,1	2,0	2,8	4,3	5,4	6,4	6,3	-	-	-	-	-	-	-	-
2,8	2,8	2,7	1,7	1,9	2,5	2,8	5,4	7,1	6,7	6,6	3,6	1,6	0,7	0,2	0,9	1,4	2,1	2,3	2,2
11,2	10,5	9,8	4,9	4,1	4,0	4,6	6,5	15,0	14,7	15,7	17,1	10,8	7,6	5,5	3,3	0,5	3,2	4,3	5,0
0,1	0,3	0,5	0,7	1,3	1,5	1,2	3,8	3,5	2,9	2,9	-0,9	-1,2	-1,6	-1,6	-0,4	1,3	2,0	2,0	1,9
-1,8	-0,6	1,4	0,9	3,2	2,7	2,5	8,2	4,9	3,0	3,6	-2,0	-1,4	-2,3	-3,0	-2,9	-0,7	1,7	2,0	1,7
0,6	0,4	0,6	0,7	0,6	1,0	0,7	1,2	2,1	2,3	2,4	1,4	0,9	0,7	0,7	1,3	1,6	1,6	1,7	1,7
10,9	8,3	-7,5	-3,4	-3,1	-1,7	-1,8	12,0	12,7	9,8	4,3	-22,0	-26,4	-27,9	-24,4	-6,3	11,5	9,0	6,9	5,8
2,5	2,5	2,6	1,3	1,7	1,9	1,7	4,3	5,1	4,6	4,7	1,8	1,0	0,6	0,2	0,9	1,4	2,1	2,3	2,2
-0,4	0,7	1,6	1,8	3,5	3,7	3,5	3,8	2,5	1,4	0,9	0,8	1,7	0,2	-0,7	0,2	-1,2	1,5	2,1	2,0
0,1	1,1	2,4	2,0	3,2	4,2	3,9	5,0	5,6	5,1	5,5	1,6	-1,8	-4,0	-4,3	-0,9	1,7	3,2	2,8	2,5
-1,5	4,6	2,7	2,6	13,3	11,2	15,0	26,0	26,7	27,2	7,7	-18,5	-23,3	-23,8	-12,9	1,3	3,4	3,2	3,3	3,1
2,4	2,7	3,2	3,3	3,6	3,8	4,0	4,4	4,7	5,0	4,5	3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
30,8	35,6	14,3	5,0	-6,1	-1,5	7,8	49,0	66,5	77,9	54,2	-35,7	-52,6	-57,7	-51,4	7,5	32,1	21,7	17,6	15,5
7,0	6,6	5,9	6,3	7,8	7,4	7,5	6,6	10,2	8,0	7,9	6,5	5,2	4,7	3,3	2,7	1,9	2,3	3,1	3,4
4,1	3,5	3,0	4,7	6,1	4,8	4,8	1,7	2,7	1,2	1,2	1,8	4,3	4,7	3,9	2,6	0,5	0,2	0,8	1,2
2,2	1,6	0,3	0,7	1,3	1,8	2,1	2,3	2,1	1,9	1,7	0,7	0,0	-0,5	-1,1	-1,9	-2,4	-2,2	-1,7	-1,4
0,9	1,0	1,0	1,5	3,9	3,4	3,2	2,2	5,0	3,9	3,6	4,7	4,8	5,4	5,0	4,1	2,4	2,5	2,9	2,8
-7,2	-1,4	-1,8	-3,5	-1,3	-0,2	1,3	0,6	9,5	4,2	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6,0	5,4	4,7	4,3	2,9	3,2	3,2	3,5	2,1	2,1	2,3	1,3	0,7	0,4	0,5	1,3	3,0	3,0	2,7	2,9
8,0	7,1	7,0	6,5	6,0	5,3	5,1	4,8	4,7	4,2	4,3	4,4	4,7	4,7	5,1	5,4	6,2	6,2	6,5	6,7
9,6	8,5	8,3	8,0	8,2	7,0	6,7	6,3	6,3	5,5	5,6	5,8	6,3	6,0	6,5	7,0	7,9	7,3	7,6	7,9
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
29,6	13,9	9,0	12,7	45,5	27,3	20,8	27,0	41,7	40,2	28,2	-5,0	20,0	25,0	23,0	32,0	32,0	31,0	29,0	38,0
4,0	1,7	1,1	1,5	5,6	3,0	2,3	2,9	4,7	4,2	3,0	-0,5	2,2	2,6	2,4	3,4	3,5	3,2	3,0	3,9
9,4	14,0	14,0	8,9	12,1	17,7	16,0	10,8	24,2	22,2	19,2	14,0	17,0	17,0	15,0	11,0	19,0	17,0	16,0	13,0
21,5	-31,5	-28,4	-43,8	28,2	-29,9	-35,2	-25,8	28,8	-57,7	-31,5	-55,0	2,0	-31,0	-39,0	-7,0	16,0	-25,0	-32,0	1,0
2,9	-3,9	-3,5	-5,2	3,4	-3,3	-3,9	-2,8	3,3	-6,1	-3,4	-5,8	0,2	-3,2	-4,1	-0,7	1,8	-2,5	-3,3	0,1
7,8	25,6	31,7	25,2	34,2	31,5	33,9	58,6	22,1	57,8	43,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
23,8	22,6	22,2	21,7	21,4	21,0	20,3	18,5	17,1	15,9	16,1	19,2	20,0	19,5	19,2	19,1	19,1	19,2	19,3	19,4
28,6	28,4	28,3	28,0	28,0	28,3	27,9	26,8	25,5	24,8	24,1	25,4	26,8	25,7	25,4	25,4	25,4	25,5	25,7	25,7
-5,7	-6,7	-5,8	-4,4	-1,4	-0,7	-1,6	-5,9	-12,6	-15,0	-16,3	-7,8	4,7	4,3	6,1	0,3	-5,4	-1,7	0,1	0,7
0,3	-1,3	-1,7	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-6,0	-9,7	-10,9	-11,2	-1,2	10,9	9,1	8,9	0,8	-6,0	-2,2	0,5	1,3
-1,9	-2,3	-0,5	0,0	1,9	2,8	1,9	-1,2	-4,3	-6,2	-6,6	-2,4	1,5	4,9	6,7	5,9	3,8	2,2	1,5	1,5
1,6	0,6	0,2	-1,4	-1,7	-0,4	-0,5	-1,5	-3,0	-4,4	-4,0	-2,1	1,0	3,8	5,0	4,6	3,1	2,1	1,8	2,0
8,8	8,3	9,0	9,6	10,5	11,6	11,2	11,7	10,1	7,6	8,3	7,0	6,2	6,0	5,9	3,9	3,4	3,2	3,4	3,9
2,00	2,00	2,50	2,50	2,50	2,75	3,25	3,50	3,75	3,75	3,50	2,25	-	-	-	-	-	-	-	-
2,1	2,1	2,4	2,6	2,6	2,8	3,3	3,8	4,0	4,2	3,9	4,1	3,1	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6	2,4	2,3

Tabulka č. 2a

VÝVOJ INFLACE											meziroční změny v %	
Rok 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Spotřebitelské ceny	2,9	2,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,9	3,1	2,7	1,3	1,5	1,7
Regulované ceny	11,0	11,0	11,2	11,5	12,4	10,5	9,7	9,8	9,8	4,9	4,8	4,9
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	2,27	2,28	2,30	2,37	2,55	2,19	2,02	2,06	2,05	1,08	1,07	1,08
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,21	0,34	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,21	0,21	0,21	0,21	0,16
Čistá inflace	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3	0,7	1,1	0,5	0,1	0,2	0,7
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,40	0,23	0,08	0,09	0,22	0,24	0,55	0,88	0,43	0,06	0,17	0,54
Ceny potravin, nápoje, tabák	-1,0	-1,6	-1,8	-1,5	-1,3	-0,6	0,5	1,3	1,4	0,4	0,4	0,9
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,25	-0,41	-0,47	-0,39	-0,34	-0,15	0,13	0,34	0,35	0,12	0,12	0,25
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,32	0,28	0,26	0,27	0,26	0,14	0,25	0,35	0,33	0,31	0,32	0,39
Ceny pohonných hmot	12,5	13,9	10,9	7,3	10,4	8,3	5,7	6,0	-7,5	-10,8	-8,4	-3,4
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,32	0,36	0,29	0,21	0,30	0,24	0,17	0,18	-0,25	-0,36	-0,27	-0,10
Měnověpolitická inflace	2,7	2,5	2,4	2,5	2,7	2,4	2,5	2,9	2,5	1,1	1,3	1,6
Míra inflace (roční klouzavý průměr)	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5
Rok 2007												
Spotřebitelské ceny	1,3	1,5	1,9	2,5	2,4	2,5	2,3	2,4	2,8	4,0	5,0	5,4
Regulované ceny	3,9	4,3	4,1	4,7	4,0	4,0	4,4	4,4	4,6	6,3	6,4	6,5
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,66	0,72	0,70	0,80	0,69	0,68	0,75	0,74	0,79	1,07	1,08	1,11
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,10	0,11	0,21	0,33	0,45	0,55	0,64	1,07	1,09	1,09	1,09	1,09
Čistá inflace	0,7	0,8	1,3	1,7	1,6	1,5	1,1	0,7	1,2	2,2	3,4	3,8
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,53	0,62	1,00	1,29	1,19	1,17	0,80	0,49	0,92	1,81	2,84	3,19
Ceny potravin, nápoje, tabák	2,0	2,7	3,2	4,1	3,5	2,7	2,6	2,3	2,5	4,6	7,5	8,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,48	0,67	0,78	1,01	0,85	0,67	0,64	0,56	0,63	1,17	1,90	2,09
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	1,0	0,5	0,1	0,7	0,9	1,0	1,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,19	0,20	0,34	0,43	0,46	0,57	0,27	0,08	0,37	0,49	0,56	0,64
Ceny pohonných hmot	-3,5	-6,6	-3,1	-3,6	-2,9	-1,7	-2,5	-3,5	-1,8	3,8	9,7	12,0
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,14	-0,26	-0,12	-0,15	-0,12	-0,07	-0,11	-0,15	-0,07	0,15	0,38	0,46
Měnověpolitická inflace	1,2	1,4	1,7	2,2	1,9	1,9	1,7	1,3	1,7	2,9	3,9	4,3
Míra inflace (roční klouzavý průměr)	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,2	2,5	2,8
Rok 2008												
Spotřebitelské ceny	7,5	7,5	7,1	6,8	6,8	6,7	6,9	6,5	6,6	6,0	4,4	3,6
Regulované ceny	15,0	14,9	15,0	14,8	14,6	14,6	15,9	15,8	15,7	16,9	16,8	17,1
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	2,60	2,59	2,59	2,56	2,53	2,52	2,74	2,72	2,72	2,93	2,89	2,93
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	2,21	2,07	2,03	2,12	2,22	2,19	2,09	1,85	1,83	1,82	1,82	1,82
Čistá inflace	3,6	3,8	3,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,0	0,2	-0,9
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	3,06	3,18	2,87	2,46	2,39	2,38	2,45	2,27	2,41	1,63	0,16	-0,71
Ceny potravin, nápoje, tabák	6,3	5,9	4,9	3,6	3,3	3,0	3,4	3,1	3,6	2,2	-1,0	-2,0
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	1,66	1,53	1,28	0,96	0,89	0,80	0,90	0,81	0,94	0,60	-0,23	-0,53
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	1,6	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,0	1,7	1,4
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,86	1,07	1,11	1,19	1,19	1,19	1,21	1,25	1,29	1,04	0,89	0,72
Ceny pohonných hmot	14,5	15,9	12,7	8,0	7,6	9,8	8,3	5,2	4,3	-0,4	-12,1	-22,0
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,54	0,58	0,47	0,31	0,31	0,40	0,34	0,21	0,17	-0,02	-0,49	-0,90
Měnověpolitická inflace	5,3	5,4	5,1	4,7	4,6	4,5	4,8	4,7	4,7	4,2	2,6	1,8
Míra inflace (roční klouzavý průměr)	3,4	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3
Rok 2009	prognóza											
Spotřebitelské ceny	1,8	1,5	1,4									
Regulované ceny	10,9	10,8	10,8									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	2,02	2,00	2,01									
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,60	0,60	0,50									
Čistá inflace	-1,0	-1,3	-1,3									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,78	-1,05	-1,06									
Ceny potravin, nápoje, tabák	-1,1	-1,5	-1,6									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,28	-0,40	-0,42									
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	1,1	0,7	0,7									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,57	0,38	0,37									
Ceny pohonných hmot	-26,9	-26,3	-25,9									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-1,07	-1,03	-1,02									
Měnověpolitická inflace	1,2	0,9	0,9									
Míra inflace (roční klouzavý průměr)	5,9	5,4	4,9									

Propočten ČNB z dat převzatých od ČSÚ

Tabulka č. 2b

VÝVOJ INFLACE												
	meziměsíční změny v %											
Rok 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Spotřebitelské ceny	1,4	0,1	-0,1	0,1	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,7	-0,5	-0,1	0,2
Regulované ceny	4,1	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,9	0,0	0,0
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,89	0,04	0,03	0,02	0,21	0,02	0,00	0,04	-0,01	-0,21	-0,01	0,01
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,16	0,13	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,18	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	0,4	-0,1	-0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	0,4	-0,9	-0,4	-0,1	0,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,33	-0,05	-0,21	0,12	0,28	0,20	0,47	0,31	-0,69	-0,31	-0,09	0,16
Ceny potravin, nápoje, tabák	0,2	-0,6	-0,3	0,1	0,7	0,9	-0,2	0,2	-0,1	-0,5	0,1	0,6
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,04	-0,15	-0,08	0,02	0,17	0,23	-0,05	0,05	-0,03	-0,13	0,03	0,15
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,7	0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	1,0	0,5	-1,2	0,0	-0,1	0,1
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,35	0,08	-0,11	-0,03	0,01	-0,03	0,48	0,24	-0,57	-0,02	-0,04	0,04
Ceny pohonných hmot	-2,0	0,5	-0,5	4,8	3,6	0,0	1,6	0,7	-2,6	-5,5	-2,7	-1,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,06	0,02	-0,01	0,14	0,11	0,00	0,05	0,02	-0,08	-0,17	-0,08	-0,03
Měnověpolitická inflace	1,2	0,0	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,4	0,3	-0,7	-0,5	-0,1	0,2
Rok 2007												
Spotřebitelské ceny	1,0	0,3	0,3	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	-0,3	0,6	0,9	0,5
Regulované ceny	3,2	0,6	0,0	0,6	0,3	0,1	0,4	0,1	0,2	0,7	0,0	0,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,54	0,10	0,01	0,11	0,05	0,01	0,07	0,02	0,03	0,12	0,01	0,03
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,10	0,14	0,15	0,12	0,12	0,10	0,10	0,25	0,02	0,01	0,00	0,00
Čistá inflace	0,4	0,1	0,2	0,6	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,6	1,1	0,6
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,36	0,05	0,15	0,46	0,22	0,16	0,18	0,03	-0,35	0,49	0,87	0,47
Ceny potravin, nápoje, tabák	1,2	0,2	0,1	1,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1	0,1	1,5	2,9	1,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,30	0,04	0,02	0,24	0,01	0,03	-0,07	-0,03	0,03	0,39	0,73	0,31
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	-0,6	0,2	0,0	0,2
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,14	0,11	0,01	0,05	0,04	0,07	0,22	0,07	-0,34	0,10	0,02	0,13
Ceny pohonných hmot	-2,1	-2,6	3,3	4,3	4,3	1,3	0,8	-0,3	-0,9	-0,1	2,9	0,8
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,08	-0,10	0,12	0,16	0,17	0,05	0,03	-0,01	-0,03	0,00	0,11	0,03
Měnověpolitická inflace	0,9	0,1	0,2	0,6	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,6	0,9	0,5
Rok 2008												
Spotřebitelské ceny	3,0	0,3	-0,1	0,4	0,5	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,3
Regulované ceny	11,4	0,5	0,1	0,5	0,1	0,0	1,5	0,1	0,1	1,7	0,0	0,4
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	1,95	0,09	0,01	0,09	0,03	0,01	0,28	0,01	0,02	0,32	0,00	0,07
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	1,22	0,00	0,10	0,22	0,21	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,22	0,17	-0,14	0,06	0,14	0,15	0,25	-0,13	-0,21	-0,26	-0,54	-0,38
Ceny potravin, nápoje, tabák	-0,5	-0,3	-0,8	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,4	0,6	0,2	-0,3	0,1
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,13	-0,07	-0,21	-0,07	-0,06	-0,06	0,04	-0,11	0,15	0,06	-0,09	0,02
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,6	0,6	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,34	0,30	0,05	0,13	0,05	0,07	0,24	0,11	-0,29	-0,14	-0,11	-0,04
Ceny pohonných hmot	0,1	-1,4	0,4	0,0	3,9	3,3	-0,6	-3,1	-1,7	-4,6	-9,2	-10,5
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,00	-0,06	0,01	0,00	0,15	0,13	-0,03	-0,13	-0,07	-0,18	-0,35	-0,36
Měnověpolitická inflace	1,8	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,3
Rok 2009		prognóza										
Spotřebitelské ceny	1,2	0,0	-0,1									
Regulované ceny	5,5	0,3	0,1									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	1,06	0,07	0,02									
Primární dopady změn nepřímých daní ve spotřebitelských cenách (podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,00	0,00	0,00									
Čistá inflace	0,2	-0,1	-0,2									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,14	-0,11	-0,15									
Ceny potravin, nápoje, tabák	0,5	-0,7	-0,9									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,13	-0,19	-0,23									
Korigovaná inflace bez pohonných hmot	0,4	0,2	0,1									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	0,21	0,10	0,05									
Ceny pohonných hmot	-6,3	-0,6	1,0									
(podíl na růstu spotřebitelských cen)	-0,19	-0,02	0,03									
Měnověpolitická inflace	1,2	0,0	-0,1									

Propočet ČNB z dat převzatých od ČSÚ

Tabulka č. 3

SPOTŘEBITELSKÉ CENY

změny v %, průměr roku 2005 = 100

Skupina	stálé váhy r. 2005 v promile	měsíce												průměr od počátku roku
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Úhrn – 2004	1 000,0	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3	-1,8	-1,6	-1,3	-1,3	-2,1	-1,6	-1,6	-1,6	-1,9
Potraviny a nealkoholické nápoje	162,6	1,3	1,0	1,1	1,4	1,0	1,0	0,3	-0,6	-1,3	-1,3	-1,2	0,5	0,3
Alkoholické nápoje, tabák	81,7	-3,6	-3,5	-3,4	-2,8	-1,2	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,8	-1,4
Odivání a obuv	52,4	6,9	6,0	6,0	6,1	6,2	6,2	4,7	3,7	4,1	5,4	5,6	5,6	5,5
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3	-4,4	-4,1	-4,0	-4,4	-4,7	-4,7	-4,4	-4,3	-4,1	-2,9	-2,9	-2,9	-4,0
Bytová vybavení, zařízení domácností, opravy	58,1	3,0	2,8	2,7	2,7	2,2	2,2	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	2,0
Zdraví	17,9	-9,4	-9,1	-8,7	-8,4	-6,5	-6,2	-6,0	-5,8	-5,4	-6,0	-6,3	-6,3	-7,0
Doprava	114,1	-2,3	-2,3	-1,3	-1,3	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,7	-1,2	-1,5	-3,0	-1,4
Pošty a telekomunikace	38,7	-5,1	-6,0	-6,0	-6,1	-7,2	-7,3	-7,4	-8,5	-8,7	-7,4	-7,5	-7,6	-7,1
Rekreace a kultura	98,6	-3,5	-2,3	-3,3	-3,9	-3,4	-2,0	3,3	5,2	-2,1	-2,6	-3,0	-3,1	-1,7
Vzdělávání	6,2	-4,2	-3,8	-3,9	-3,9	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	0,7	0,9	0,9	0,9	-2,3
Stravování a ubytování	58,4	-8,1	-7,9	-7,6	-7,4	-3,7	-3,4	-3,3	-3,2	-2,4	-2,0	-1,8	-1,7	-4,4
Ostatní zboží a služby	63,0	-2,8	-2,1	-1,6	-1,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-1,0
Úhrn – 2005	1 000,0	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,9	0,7	0,6	0,0
Potraviny a nealkoholické nápoje	162,6	0,8	0,8	0,7	0,5	1,2	1,4	-0,4	-1,3	-1,5	-1,0	-0,8	-0,4	0,0
Alkoholické nápoje, tabák	81,7	0,1	0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Odivání a obuv	52,4	2,4	1,2	1,0	1,3	1,3	1,1	-0,6	-2,0	-1,9	-1,3	-1,1	-1,4	0,0
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3	-1,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	2,0	2,0	2,0	0,0
Bytová vybavení, zařízení domácností, opravy	58,1	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	0,0
Zdraví	17,9	-2,5	-2,0	-1,6	-1,1	0,3	1,1	1,1	1,3	1,8	0,9	0,6	0,6	0,0
Doprava	114,1	-4,0	-4,2	-3,8	-1,3	-1,2	-0,4	1,1	1,2	4,9	4,4	2,6	0,5	0,0
Pošty a telekomunikace	38,7	-7,6	-8,2	-8,2	-8,3	-8,4	5,9	6,2	6,2	5,6	5,6	5,4	5,4	0,0
Rekreace a kultura	98,6	-1,3	0,1	-1,1	-2,1	-1,7	-1,1	4,1	6,1	-1,1	-0,1	-0,6	-0,7	0,0
Vzdělávání	6,2	-1,9	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	2,1	2,7	2,7	2,7	0,0
Stravování a ubytování	58,4	-1,1	-0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,6	0,9	0,9	0,9	0,0
Ostatní zboží a služby	63,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Úhrn – 2006	1 000,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,6	2,8	3,3	3,5	2,8	2,2	2,2	2,3	2,5
Potraviny a nealkoholické nápoje	162,6	0,4	0,2	0,0	0,2	0,9	2,3	2,0	1,2	1,0	0,3	0,4	1,5	0,9
Alkoholické nápoje, tabák	81,7	0,9	1,1	1,1	0,9	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	0,8	1,1
Odivání a obuv	52,4	-3,7	-4,8	-5,1	-4,9	-5,1	-5,6	-7,6	-8,0	-7,6	-6,8	-6,4	-5,9	-6,0
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3	5,8	6,1	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6	6,6	6,6	6,0	6,0	6,0	6,3
Bytová vybavení, zařízení domácností, opravy	58,1	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,4	-1,4	-1,3
Zdraví	17,9	1,7	2,0	2,8	3,1	4,2	4,9	4,9	7,2	7,5	6,9	6,3	6,3	4,8
Doprava	114,1	0,2	0,4	0,2	1,7	2,9	2,8	3,6	3,8	2,8	1,0	0,0	-0,2	1,6
Pošty a telekomunikace	38,7	6,0	4,0	4,0	1,7	7,3	7,3	8,1	8,7	8,5	8,7	8,5	8,5	6,8
Rekreace a kultura	98,6	0,7	1,8	0,7	0,1	0,4	0,3	5,5	8,1	1,0	0,2	-0,5	-0,3	1,5
Vzdělávání	6,2	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	5,2	5,2	5,2	5,2	3,5
Stravování a ubytování	58,4	1,6	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	2,6
Ostatní zboží a služby	63,0	0,9	1,4	1,6	1,8	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	1,9
Úhrn – 2007	1 000,0	3,3	3,6	3,9	4,6	5,0	5,3	5,8	6,1	5,8	6,4	7,4	7,9	5,4
Potraviny a nealkoholické nápoje	162,6	3,1	3,2	3,3	5,0	4,8	5,0	4,5	4,1	4,2	6,6	10,9	12,9	5,6
Alkoholické nápoje, tabák	81,7	2,6	4,6	6,5	7,7	9,7	10,9	12,2	15,8	16,2	16,5	17,4	17,5	11,5
Odivání a obuv	52,4	-7,3	-7,3	-6,8	-5,7	-5,5	-5,6	-7,6	-8,3	-7,5	-6,5	-6,2	-5,9	-6,7
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3	8,2	8,5	8,6	9,0	9,3	9,5	9,9	10,2	10,6	11,3	11,5	11,7	9,9
Bytová vybavení, zařízení domácností, opravy	58,1	-1,5	-1,6	-1,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,4
Zdraví	17,9	6,6	6,7	6,7	9,7	10,1	9,9	9,3	9,2	9,0	8,7	8,7	8,9	8,6
Doprava	114,1	-0,8	-1,6	-0,4	0,9	2,3	2,9	3,2	3,2	2,7	2,8	3,9	4,5	2,0
Pošty a telekomunikace	38,7	8,1	8,0	7,9	7,7	7,6	7,5	7,5	6,3	5,4	5,3	5,1	4,9	6,8
Rekreace a kultura	98,6	1,5	2,3	1,4	0,9	0,8	1,1	4,2	5,2	0,7	0,4	-0,5	-0,2	1,5
Vzdělávání	6,2	5,2	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	7,2	7,3	7,3	7,3	6,0
Stravování a ubytování	58,4	4,0	4,2	4,4	4,7	5,0	5,3	5,6	5,7	6,1	6,3	7,0	7,8	5,5
Ostatní zboží a služby	63,0	2,9	3,6	4,0	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0	4,1	4,3	4,2	4,0
Úhrn – 2008	1 000,0	11,1	11,4	11,3	11,7	12,2	12,4	13,0	12,9	12,7	12,7	12,1	11,8	12,1
Potraviny a nealkoholické nápoje	162,6	15,5	14,9	14,5	15,1	15,9	15,9	15,4	13,6	12,9	12,9	11,9	12,0	14,2
Alkoholické nápoje, tabák	81,7	18,8	19,0	18,3	19,1	19,5	19,7	21,2	23,3	26,7	27,5	28,3	28,4	22,5
Odivání a obuv	52,4	-8,8	-9,1	-8,2	-7,0	-6,8	-6,9	-8,6	-9,4	-8,2	-6,8	-6,4	-6,5	-7,7
Bydlení, voda, energie, paliva	248,3	17,5	18,7	19,1	19,8	20,1	20,3	21,8	22,1	22,3	23,9	24,0	24,2	21,2
Bytová vybavení, zařízení domácností, opravy	58,1	-1,2	-1,3	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-1,1	-1,3	-1,3	-1,1	-1,0
Zdraví	17,9	42,4	42,2	41,3	41,1	42,0	42,2	43,4	43,7	44,0	43,9	43,7	43,3	42,8
Doprava	114,1	6,0	5,5	5,7	5,7	7,1	8,0	7,6	6,3	5,4	2,1	-1,9	-5,2	4,4
Pošty a telekomunikace	38,7	5,2	5,0	5,0	5,0	4,8	4,7	4,3	4,2	3,0	2,4	1,7	1,1	3,9
Rekreace a kultura	98,6	2,2	3,2	2,3	1,8	1,5	2,0	4,9	5,7	1,8	1,4	0,6	0,6	2,3
Vzdělávání	6,2	7,5	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	11,1	11,1	11,1	11,1	8,9
Stravování a ubytování	58,4	10,5	11,5	11,8	12,3	12,7	13,1	13,5	13,5	14,1	14,3	14,3	14,3	13,0
Ostatní zboží a služby	63,0	8,3	8,5	8,6	8,8	8,8	8,9	8,9	9,4	9,3	9,2	9,3	9,1	8,9

Tabulka č. 4

SPOTŘEBITELSKÉ CENY V ČLENĚNÍ NA OBCHODOVATELNÉ A NEOBCHODOVATELNÉ

meziroční změny v %

Rok 2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Ceny pohonných hmot (PH)	6,1	10,5	11,4	1,9	-0,5	-1,1	-0,6	0,7	-2,5	-2,9	-2,7	-2,0
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,9	-3,0	-3,0	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	4,0	4,1	3,9	3,9	3,8	3,3	2,4	2,5	2,5	2,4	2,5	2,4
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	1,5	1,7	1,6	1,1	0,9	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	-4,1	-3,8	-3,6	-3,5	-2,8	-1,1	-0,8	-0,8	-0,2	0,6	2,5	2,7
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	-0,3	-0,8	-0,8	1,4	1,5	1,5	0,4	0,4	0,4	1,2	1,2	1,3
Rok 2004												
Ceny pohonných hmot (PH)	1,0	-1,9	-0,3	2,0	11,0	14,2	13,7	12,8	10,5	14,4	13,7	8,9
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-2,6	-2,4	-2,2	-2,3	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	3,3	3,3	3,4	3,4	5,2	5,9	5,9	5,9	6,4	6,4	6,3	6,3
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	0,9	0,8	1,1	1,1	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0	3,2	3,1	2,9
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	3,2	3,2	3,5	3,8	3,6	3,1	4,4	4,9	3,7	3,0	1,4	1,6
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	5,0	4,9	4,7	3,1	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	4,4	4,4	4,4
Rok 2005												
Ceny pohonných hmot (PH)	-0,4	-0,6	-1,2	6,1	1,1	2,7	8,2	8,3	21,6	16,1	11,4	9,8
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-3,4	-3,6	-3,8	-3,7	-3,4	-3,1	-2,6	-2,6	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	5,2	5,2	5,0	5,0	3,5	3,1	2,6	2,6	2,6	2,4	2,3	2,2
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	1,6	1,6	1,4	1,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,7	1,3	1,0	0,8
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	0,8	1,0	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,3	0,3	-0,5
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	2,9	2,9	2,9	3,1	4,0	5,8	6,6	6,8	6,8	9,0	9,0	9,0
Rok 2006												
Ceny pohonných hmot (PH)	12,5	13,9	10,9	7,3	10,4	8,3	5,7	6,0	-7,5	-10,8	-8,4	-3,4
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,9	-2,7	-2,6	-2,4	-2,4	-2,3	-2,1
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5	2,2	2,4	2,6	2,5	2,4	2,4	2,5
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	0,7	0,8	1,0	0,1	-0,1	0,1	0,5
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,3	1,0	2,1	2,2	2,2	1,3	1,3	1,6
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	11,0	11,0	11,2	11,5	12,4	10,5	9,7	9,8	9,8	4,9	4,8	4,9
Rok 2007												
Ceny pohonných hmot (PH)	-3,5	-6,6	-3,1	-3,6	-2,9	-1,7	-2,5	-3,5	-1,8	3,8	9,7	12,0
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-2,4	-2,6	-2,0	-1,6	-1,7	-1,6	-2,2	-2,3	-1,5	-1,2	-1,1	-1,0
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	2,5	2,8	2,9	3,2	2,6	2,8	2,4	1,9	2,3	2,4	2,5	2,6
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	0,1	-0,1	0,4	0,6	0,7	1,0	0,4	0,0	0,6	1,1	1,6	1,9
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	2,4	3,2	4,1	5,5	5,3	5,0	5,3	6,7	7,1	9,3	12,3	13,0
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	3,9	4,3	4,1	4,7	4,0	4,0	4,4	4,4	4,6	6,3	6,4	6,5
Rok 2008												
Ceny pohonných hmot (PH)	14,5	15,9	12,7	8,0	7,6	9,8	8,3	5,2	4,3	-0,4	-12,1	-22,0
Ceny ostatních obchod. komodit bez potravin a PH	-1,3	-1,3	-1,4	-1,1	-1,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,6	-2,4	-2,8	-3,2
Ceny neobchod. komodit bez regulovaných cen	4,1	4,6	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,7	5,5	5,3	5,0
Ceny nepotravinářských komodit bez regul. cen	2,8	3,2	3,1	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	2,9	2,2	1,1	0,0
Ceny obchodovatelných komodit – potraviny	13,3	12,2	10,9	10,0	10,0	9,5	9,6	8,2	8,6	7,1	3,8	2,7
Ceny neobchodovatelných komodit – regulované ceny	15,0	14,9	15,0	14,8	14,6	14,6	15,9	15,8	15,7	16,9	16,8	17,1

Propočtení ČNB z dat převzatých od ČSÚ

Tabulka č. 5

INFLAČNÍ OČEKÁVÁNÍ VYBRANÝCH EKONOMICKÝCH SEKTORŮ

změny v %

	finanční trh		CPI		podniky	
	horizont 1R	horizon 3R	horizont 1R	horizon 3R	horizont 1R	horizont 3R
1/03	2,5	2,7	-	-	-	-
2/03	2,4	2,8	-	-	-	-
3/03	2,5	2,9	2,1	-	-	2,6
4/03	2,6	2,7	-	-	-	-
5/03	3,7	2,8	-	-	-	-
6/03	3,2	2,7	2,6	-	-	2,8
7/03	3,3	2,8	-	-	-	-
8/03	3,2	2,6	-	-	-	-
9/03	3,1	2,7	2,6	-	-	2,6
10/03	3,0	2,7	-	-	-	-
11/03	3,1	2,7	-	-	-	-
12/03	3,3	2,8	2,9	-	-	2,8
1/04	2,9	2,9	-	-	-	-
2/04	3,2	2,8	-	-	-	-
3/04	3,0	2,8	3,3	-	-	3,1
4/04	2,8	2,9	-	-	-	-
5/04	2,6	2,9	-	-	-	-
6/04	2,7	2,7	3,1	-	-	3,0
7/04	2,8	2,6	-	-	-	-
8/04	2,8	2,7	-	-	-	-
9/04	3,0	2,9	3,1	-	-	2,7
10/04	2,8	2,9	-	-	-	-
11/04	2,8	2,7	-	-	-	-
12/04	2,8	2,8	3,2	-	-	2,7
1/05	2,8	2,7	-	-	-	-
2/05	2,6	2,7	-	-	-	-
3/05	2,6	2,6	2,7	-	-	2,8
4/05	2,5	2,5	-	-	-	-
5/05	2,4	2,4	-	-	-	-
6/05	2,3	2,5	2,7	-	-	3,1
7/05	2,4	2,5	-	-	-	-
8/05	2,5	2,6	-	-	-	-
9/05	2,5	2,5	2,8	-	-	2,8
10/05	2,7	2,5	-	-	-	-
11/05	2,8	2,6	-	-	-	-
12/05	2,6	2,5	2,8	-	-	2,9
1/06	2,5	2,4	-	-	-	-
2/06	2,5	2,4	-	-	-	-
3/06	2,5	2,4	2,7	-	-	2,9
4/06	2,6	2,4	-	-	-	-
5/06	2,6	2,4	-	-	-	-
6/06	2,8	2,4	2,9	-	-	3,1
7/06	2,9	2,6	-	-	-	-
8/06	3,1	2,7	-	-	-	-
9/06	3,2	2,7	3,0	-	-	3,2
10/06	3,1	2,7	-	-	-	-
11/06	3,4	2,7	-	-	-	-
12/06	3,3	2,7	3,0	-	-	2,9
1/07	3,1	2,6	-	-	-	-
2/07	3,0	2,6	-	-	-	-
3/07	3,2	2,5	3,0	-	-	3,1
4/07	3,1	2,5	-	-	-	-
5/07	3,2	2,5	-	-	-	-
6/07	3,2	2,5	3,0	-	-	2,9
7/07	3,1	2,5	-	-	-	-
8/07	3,6	2,5	-	-	-	-
9/07	4,2	2,5	3,6	-	-	3,4
10/07	4,3	2,5	-	-	-	-
11/07	4,3	2,6	-	-	-	-
12/07	4,5	2,7	4,9	-	-	3,8
1/08	3,7	2,8	-	-	-	-
2/08	3,4	2,6	-	-	-	-
3/08	3,2	2,6	4,9	-	-	3,7
4/08	3,0	2,6	-	-	-	-
5/08	3,1	2,6	-	-	-	-
6/08	3,2	2,7	4,9	-	-	4,0
7/08	3,1	2,6	-	-	-	-
8/08	3,0	2,6	-	-	-	-
9/08	2,8	2,6	4,1	-	-	3,8
10/08	2,5	2,5	-	-	-	-
11/08	2,4	2,5	-	-	-	-
12/08	2,2	2,5	2,9	-	-	3,0

Pramen: statistická šetření ČNB

Tabulka č. 6

HARMONIZOVANÝ INDEX SPOTŘEBITELSKÝCH CEN

meziroční změny v %

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	12
Evropská unie (27 zemí)	2,1	2,5	2,3	2,2	3,2	2,2
Evropská unie (25 zemí)	1,9	2,4	2,1	2,2	3,1	2,1
Belgie	1,7	1,9	2,8	2,1	3,1	2,7
Bulharsko	5,6	4,0	7,4	6,1	11,6	7,2
Česká republika	0,9	2,5	1,9	1,5	5,5	3,3
Dánsko	1,2	0,9	2,2	1,7	2,4	2,4
Německo	1,0	2,3	2,1	1,4	3,1	1,1
Estonsko	1,2	4,8	3,6	5,1	9,7	7,5
Irsko	3,0	2,4	1,9	3,0	3,2	
Řecko	3,1	3,1	3,5	3,2	3,9	2,2
Španělsko	2,7	3,3	3,7	2,7	4,3	1,5
Francie	2,4	2,3	1,8	1,7	2,8	1,2
Itálie	2,5	2,4	2,1	2,1	2,8	2,4
Kypr	2,2	3,9	1,4	1,5	3,7	1,8
Lotyšsko	3,5	7,4	7,1	6,8	14,0	10,4
Litva	-1,3	2,8	3,0	4,5	8,2	8,5
Lucembursko	2,4	3,5	3,4	2,3	4,3	0,7
Maďarsko	5,6	5,5	3,3	6,6	7,4	3,4
Malta	2,4	1,9	3,4	0,8	3,1	5,0
Nizozemsko	1,6	1,2	2,0	1,7	1,6	1,7
Rakousko	1,3	2,5	1,6	1,6	3,5	1,5
Polsko	1,6	4,4	0,8	1,4	4,2	3,3
Portugalsko	2,3	2,6	2,5	2,5	2,7	0,8
Rumunsko	14,1	9,3	8,7	4,9	6,7	6,4
Slovinsko	4,7	3,3	2,4	3,0	5,7	1,8
Slovensko	9,4	5,8	3,9	3,7	2,5	3,5
Finsko	1,2	0,1	1,1	1,2	1,9	3,4
Švédsko	1,8	0,9	1,3	1,4	2,5	2,1
Velká Británie	1,3	1,7	1,9	3,0	2,1	

Pramen: Eurostat

Tabulka č. 7

MĚNOVÝ PŘEHLED	stavy ke konci měsíců v mld. Kč					
	2003 12	2004 12	2005 12	2006 12	2007 12	2008 11
Aktiva celkem	1 766,1	1 844,1	1 992,1	2 188,7	2 478,3	2 572,0
Čistá zahraniční aktiva (ČZA)	821,5	863,3	1 076,4	972,6	970,4	976,0
ČZA ČNB	687,5	634,1	724,7	659,1	633,5	688,2
ČZA OMFÍ	134,0	229,3	351,7	313,5	336,9	287,8
Čistá domácí aktiva (ČDA)	944,5	980,8	915,8	1 216,0	1 508,0	1 596,0
Domácí úvěry	1 145,6	1 147,0	1 166,6	1 422,4	1 700,4	1 867,3
Čistý úvěr vládě (ČÚV) (včetně CP)	354,0	257,5	99,1	136,3	72,2	-22,5
ČÚV centrální vládě (včetně CP)	408,7	312,4	163,0	206,9	146,1	132,2
ČÚV ostatní vládě (včetně CP)	-54,8	-54,9	-64,0	-70,6	-73,9	-154,7
Úvěry podnikům a domácnostem (bez CP)	791,6	889,4	1 067,5	1 286,1	1 628,2	1 889,8
Úvěry podnikům (bez CP)	554,1	574,2	649,7	745,5	901,9	1 024,5
Úvěry domácnostem (bez CP)	237,5	315,2	417,8	540,6	726,3	865,3
Ostatní čisté položky (vč. CP a kapitálu)	-201,1	-166,2	-250,8	-206,4	-192,4	-271,3
CP v držení	16,6	18,8	14,4	14,0	26,6	15,2
CP emitované	-51,6	-74,9	-119,1	-121,8	-159,9	-143,0
Pasiva						
Peněžní agregát M2	1 766,1	1 844,1	1 992,1	2 188,7	2 478,3	2 572,0
Peněžní agregát M1	902,8	962,3	1 087,3	1 239,8	1 438,7	1 495,8
Oběživo	221,4	236,8	263,8	295,3	324,1	368,1
Jednodenní vklady	681,4	725,6	823,5	944,5	1 114,6	1 127,7
Jednodenní vklady – domácnosti	372,1	410,8	456,6	529,3	601,2	707,3
Jednodenní vklady – podniky	309,3	314,7	367,0	415,3	513,4	420,5
M2-M1 (kvazi-peníze)	863,3	881,8	904,8	948,9	1 039,7	1 076,2
Vklady s dohodnutou splatností	666,4	675,3	671,4	674,9	709,8	663,1
Vklady se splatností – domácnosti	439,8	458,6	445,1	433,6	429,0	368,2
Vklady se splatností – podniky	226,6	216,7	226,3	241,3	280,8	294,9
Vklady s výpovědní lhůtou	185,6	198,8	224,1	265,6	315,5	391,1
Vklady s výpovědní lhůtou – domácnosti	182,3	194,6	220,6	260,8	311,2	384,1
Vklady s výpovědní lhůtou – podniky	3,2	4,2	3,6	4,8	4,3	7,0
Repo operace	11,3	7,6	9,3	8,4	14,4	22,0
Meziroční změny v %						
M1	14,6	6,6	13,0	14,0	16,0	8,1
M2	6,9	4,4	8,0	9,9	13,2	7,9
Úvěry podnikům a domácnostem	9,3	12,4	20,0	20,5	26,6	18,6
M2-M1 (vklady)	-0,1	2,1	2,6	4,9	9,6	7,5
Roční míry růstu v %						
M1	15,5	8,3	13,1	14,7	16,6	8,4
M2	8,1	5,8	8,1	10,6	13,8	8,1
Úvěry podnikům a domácnostem	11,8	15,3	20,8	21,6	27,3	19,0
M2-M1 (vklady)	1,2	3,3	2,6	5,7	10,2	7,6

Tabulka č. 8

TRŽNÍ ÚROKOVÉ SAZBY

	měsíční průměry v %					
A. ÚROKOVÉ SAZBY Z MEZIBANKOVNÍCH VKLADŮ	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	12
1. Průměrná sazba PRIBOR ¹⁾						
- 1 denní	1,98	2,49	2,00	2,48	3,40	2,32
- 7 denní	2,02	2,51	2,04	2,51	3,58	2,79
- 14 denní	2,03	2,51	2,04	2,51	3,63	2,89
- 1 měsíční	2,04	2,53	2,05	2,52	3,98	3,61
- 2 měsíční	2,06	2,55	2,10	2,54	4,02	3,76
- 3 měsíční	2,08	2,57	2,17	2,56	4,05	3,89
- 6 měsíční	2,13	2,67	2,33	2,67	4,09	4,01
- 9 měsíční	2,22	2,76	2,44	2,79	4,15	4,09
- 12 měsíční	2,30	2,85	2,53	2,89	4,20	4,16
2. Průměrná sazba PRIBID ¹⁾						
- 1 denní	1,88	2,39	1,90	2,38	3,30	2,09
- 7 denní	1,92	2,41	1,94	2,41	3,48	2,48
- 14 denní	1,93	2,41	1,94	2,41	3,53	2,55
- 1 měsíční	1,94	2,43	1,95	2,42	3,88	3,23
- 2 měsíční	1,96	2,45	2,00	2,44	3,92	3,39
- 3 měsíční	1,98	2,47	2,07	2,46	3,95	3,52
- 6 měsíční	2,03	2,57	2,23	2,57	3,99	3,65
- 9 měsíční	2,12	2,66	2,34	2,69	4,05	3,72
- 12 měsíční	2,20	2,75	2,43	2,79	4,10	3,79

1) Obchodní banky denně kótující své sazby na trhu mezibankovních depozit

	měsíční průměry v %					
B. ÚROKOVÉ SAZBY FRA	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	12
3 * 6	2,23	2,74	2,46	2,71	4,15	3,12
3 * 9	2,36	2,81	2,57	2,83	4,16	2,98
6 * 9	2,47	2,85	2,66	2,92	4,15	2,75
6 * 12	2,64	2,92	2,74	3,02	4,17	2,71
9 * 12	2,77	2,97	2,79	3,08	4,16	2,58
spread 9*12 – 3*6	0,55	0,24	0,33	0,37	0,02	-0,55
spread 6*12 – 3*9	0,28	0,12	0,17	0,19	0,02	-0,27

	měsíční průměry v %					
C. ÚROKOVÉ SAZBY IRS	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	12
1R	2,41	2,82	2,56	2,86	4,19	3,14
2R	2,98	3,06	2,82	3,09	4,20	2,82
3R	3,38	3,27	3,00	3,21	4,22	2,84
4R	3,69	3,45	3,13	3,31	4,26	2,90
5R	3,93	3,62	3,25	3,40	4,30	2,96
6R	4,13	3,77	3,33	3,46	4,34	3,01
7R	4,29	3,89	3,40	3,52	4,38	3,07
8R	4,43	4,00	3,46	3,58	4,42	3,15
9R	4,54	4,09	3,52	3,63	4,47	3,24
10R	4,64	4,17	3,58	3,68	4,52	3,34
15R	4,97	4,40	3,78	3,83	4,71	3,54
20R	5,11	4,54	3,88	3,89	4,76	3,43
spread 5R – 1R	1,52	0,80	0,69	0,54	0,11	-0,18
spread 10R – 1R	2,23	1,35	1,02	0,82	0,33	0,20

Tabulka č. 9

NOMINÁLNÍ A REÁLNÉ ÚROKOVÉ SAZBY (ex post přístup)

%

	nominální sazby				reálné sazby dle CPI				reálné sazby dle PPI		
	PRIBOR 2T	1R	klientské sazby nové úvěry	term. vklady	PRIBOR 2T	1R	klientské sazby nové úvěry	term. vklady	PRIBOR 2T	1R	klientské nové úvěry
1/03	2,7	2,6	4,1	2,2	3,2	3,0	4,5	2,6	3,6	3,5	5,0
2/03	2,5	2,4	3,9	2,1	2,9	2,8	4,3	2,5	3,2	3,2	4,6
3/03	2,5	2,4	3,9	2,0	2,9	2,8	4,3	2,5	2,9	2,8	4,3
4/03	2,5	2,4	3,9	2,0	2,6	2,5	4,0	2,1	3,2	3,2	4,7
5/03	2,5	2,4	4,0	2,0	2,5	2,4	4,0	2,0	3,3	3,3	4,8
6/03	2,5	2,3	3,8	1,9	2,2	2,0	3,5	1,6	3,4	3,2	4,8
7/03	2,3	2,2	3,5	1,7	2,4	2,3	3,6	1,8	2,9	2,9	4,2
8/03	2,0	2,1	3,3	1,8	2,1	2,2	3,4	1,9	2,4	2,5	3,7
9/03	2,0	2,2	3,6	1,7	2,0	2,2	3,6	1,7	2,0	2,2	3,6
10/03	2,0	2,2	3,7	1,7	1,6	1,8	3,3	1,3	2,1	2,3	3,8
11/03	2,0	2,2	3,5	1,8	1,0	1,2	2,5	0,7	1,6	1,8	3,1
12/03	2,0	2,3	3,7	1,7	1,0	1,3	2,6	0,7	1,1	1,4	2,7
1/04	2,0	2,3	5,5	1,4	-0,3	0,0	3,1	-0,9	0,4	0,7	3,9
2/04	2,0	2,3	5,0	1,4	-0,3	0,0	2,7	-0,9	0,5	0,8	3,5
3/04	2,0	2,3	5,1	1,5	-0,5	-0,2	2,6	-1,0	-0,1	0,2	3,0
4/04	2,0	2,3	5,4	1,5	-0,3	0,0	3,0	-0,8	-1,6	-1,4	1,6
5/04	2,0	2,5	5,4	1,5	-0,7	-0,2	2,6	-1,2	-2,7	-2,3	0,5
6/04	2,1	2,8	5,3	1,6	-0,8	-0,1	2,4	-1,3	-3,9	-3,2	-0,8
7/04	2,3	3,0	5,7	1,7	-0,9	-0,2	2,4	-1,5	-4,7	-4,0	-1,5
8/04	2,3	3,0	6,0	1,7	-1,0	-0,4	2,5	-1,7	-5,3	-4,7	-1,9
9/04	2,5	3,1	5,9	1,8	-0,5	0,1	2,9	-1,2	-5,1	-4,5	-1,9
10/04	2,5	3,0	6,0	1,8	-1,0	-0,4	2,4	-1,6	-5,6	-5,1	-2,4
11/04	2,5	2,9	6,1	1,8	-0,4	0,0	3,1	-1,1	-5,3	-4,9	-2,0
12/04	2,5	2,8	6,1	1,9	-0,3	0,0	3,2	-0,9	-4,8	-4,5	-1,5
1/05	2,5	2,7	6,2	1,8	0,8	1,0	4,4	0,1	-4,4	-4,2	-1,0
2/05	2,3	2,2	6,0	1,7	0,6	0,5	4,2	0,0	-4,5	-4,5	-1,1
3/05	2,2	2,1	5,6	1,7	0,7	0,6	4,1	0,2	-3,9	-4,0	-0,7
4/05	2,0	2,1	5,9	1,6	0,4	0,4	4,2	0,0	-3,4	-3,4	0,2
5/05	1,8	1,8	5,7	1,4	0,5	0,5	4,3	0,1	-2,1	-2,1	1,6
6/05	1,8	1,8	5,3	1,4	0,0	0,0	3,4	-0,4	-0,9	-0,9	2,5
7/05	1,8	1,8	5,3	1,4	0,1	0,1	3,6	-0,3	-0,2	-0,2	3,3
8/05	1,8	1,9	5,3	1,4	0,1	0,2	3,5	-0,3	0,7	0,8	4,1
9/05	1,8	1,9	5,1	1,5	-0,4	-0,3	2,8	-0,7	0,8	0,9	4,1
10/05	1,8	2,2	5,6	1,5	-0,8	-0,4	2,9	-1,1	1,5	1,9	5,3
11/05	2,0	2,6	5,4	1,7	-0,4	0,2	2,9	-0,7	2,0	2,6	5,4
12/05	2,0	2,5	5,5	1,7	-0,2	0,3	3,2	-0,5	2,3	2,8	5,8
1/06	2,0	2,4	5,5	1,7	-0,8	-0,5	2,6	-1,2	1,7	2,1	5,2
2/06	2,0	2,2	5,5	1,7	-0,8	-0,6	2,6	-1,1	1,7	1,9	5,2
3/06	2,0	2,3	5,5	1,7	-0,8	-0,5	2,6	-1,1	1,7	2,0	5,2
4/06	2,0	2,4	5,6	1,7	-0,8	-0,4	2,7	-1,0	1,5	1,9	5,1
5/06	2,0	2,4	5,6	1,7	-1,0	-0,6	2,4	-1,3	0,5	0,9	4,0
6/06	2,0	2,6	5,5	1,7	-0,8	-0,2	2,6	-1,0	0,2	0,7	3,6
7/06	2,0	2,8	5,7	1,7	-0,9	-0,1	2,7	-1,2	-0,1	0,7	3,5
8/06	2,3	2,7	5,8	1,9	-0,8	-0,3	2,7	-1,2	-0,4	0,0	3,1
9/06	2,2	2,9	5,8	1,9	-0,4	0,2	3,0	-0,8	-0,2	0,5	3,3
10/06	2,5	3,1	6,1	2,0	1,2	1,8	4,7	0,7	0,6	1,2	4,1
11/06	2,5	3,0	6,0	2,0	1,0	1,5	4,4	0,5	0,5	1,0	3,9
12/06	2,5	2,9	5,9	2,0	0,8	1,2	4,1	0,3	-0,1	0,3	3,2
1/07	2,5	2,9	6,1	2,1	1,2	1,5	4,8	0,7	-0,3	0,1	3,3
2/07	2,5	2,8	6,1	2,1	1,0	1,3	4,5	0,6	-0,7	-0,4	2,8
3/07	2,5	2,8	6,1	2,1	0,6	0,9	4,1	0,2	-1,0	-0,8	2,4
4/07	2,5	2,9	6,1	2,1	0,0	0,4	3,5	-0,4	-1,1	-0,8	2,3
5/07	2,5	3,2	6,0	2,0	0,1	0,7	3,5	-0,4	-1,6	-0,9	1,8
6/07	2,8	3,4	6,1	2,2	0,3	0,9	3,5	-0,3	-1,7	-1,2	1,4
7/07	2,8	3,6	6,3	2,2	0,5	1,3	3,9	-0,1	-1,2	-0,5	2,1
8/07	3,0	3,7	6,5	2,3	0,6	1,3	4,0	-0,1	-0,7	0,0	2,7
9/07	3,3	3,8	6,5	2,4	0,5	1,0	3,6	-0,4	-0,7	-0,2	2,4
10/07	3,3	3,8	6,7	2,5	-0,7	-0,2	2,5	-1,5	-1,1	-0,5	2,2
11/07	3,3	4,0	6,8	2,5	-1,6	-1,0	1,7	-2,4	-2,0	-1,3	1,4
12/07	3,6	4,2	6,9	2,6	-1,7	-1,1	1,4	-2,7	-1,6	-1,0	1,5
1/08	3,6	4,2	6,8	2,6	-3,7	-3,1	-0,6	-4,6	-2,3	-1,7	0,8
2/08	3,8	4,1	7,2	2,6	-3,5	-3,2	-0,3	-4,6	-1,7	-1,4	1,5
3/08	3,8	4,2	7,2	2,6	-3,1	-2,7	0,1	-4,2	-1,4	-1,0	1,8
4/08	3,8	4,3	7,2	2,7	-2,8	-2,4	0,4	-3,8	-0,9	-0,4	2,4
5/08	3,8	4,3	7,2	2,7	-2,8	-2,4	0,3	-3,9	-1,3	-0,9	1,9
6/08	3,8	4,4	6,9	2,6	-2,7	-2,2	0,2	-3,8	-1,5	-0,9	1,5
7/08	3,8	4,3	7,2	2,7	-2,9	-2,4	0,3	-3,9	-1,4	-0,9	1,9
8/08	3,6	3,9	7,1	2,7	-2,7	-2,4	0,6	-3,6	-2,0	-1,7	1,4
9/08	3,6	3,9	6,9	2,7	-2,8	-2,5	0,2	-3,7	-1,8	-1,5	1,3
10/08	3,8	4,3	7,2	2,7	-2,1	-1,6	1,1	-3,1	-0,1	0,4	3,2
11/08	3,3	4,5	7,1	2,4	-1,1	0,1	2,6	-1,9	2,1	3,2	5,8
12/08	2,9	4,2	-	-	-0,7	0,5	-	-	3,1	4,4	-

Poznámka: reálné sazby = nominální sazby deflovány meziročním indexem (CPI a PPI) v daném měsíci.

U nových úvěrů a term. vkladů došlo od ledna 2004 ke změně metodiky. Nově čerpané úvěry byly nahrazeny nově poskytnutými úvěry.

Tabulka č. 10

REÁLNÉ ÚROKOVÉ SAZBY (ex ante přístup)

%

	reálné sazby dle očekávání fin. trhů				reálné sazby dle očekávání podniků			
	PRIBOR		klientské sazby		PRIBOR		klientské sazby	
	2T	1R	nové úvěry	term. vklady	2T	1R	nové úvěry	term. vklad
1/03	0,2	0,1	1,6	-0,3	-	-	-	-
2/03	0,1	0,0	1,4	-0,3	-	-	-	-
3/03	0,0	-0,1	1,3	-0,4	0,4	0,3	1,7	-0,1
4/03	-0,1	-0,2	1,3	-0,6	-	-	-	-
5/03	-1,2	-1,2	0,3	-1,6	-	-	-	-
6/03	-0,7	-0,9	0,6	-1,2	-0,1	-0,3	1,2	-0,6
7/03	-1,0	-1,0	0,2	-1,5	-	-	-	-
8/03	-1,1	-1,1	0,1	-1,4	-	-	-	-
9/03	-1,0	-0,9	0,5	-1,3	-0,6	-0,4	1,0	-0,8
10/03	-0,9	-0,8	0,6	-1,2	-	-	-	-
11/03	-1,0	-0,8	0,4	-1,3	-	-	-	-
12/03	-1,2	-1,0	0,4	-1,5	-0,8	-0,6	0,7	-1,1
1/04	-0,9	-0,6	2,5	-1,4	-	-	-	-
2/04	-1,2	-0,8	1,8	-1,7	-	-	-	-
3/04	-1,0	-0,7	2,1	-1,5	-1,2	-1,0	1,8	-1,8
4/04	-0,8	-0,5	2,5	-1,3	-	-	-	-
5/04	-0,6	-0,1	2,7	-1,1	-	-	-	-
6/04	-0,6	0,1	2,6	-1,1	-1,0	-0,3	2,2	-1,5
7/04	-0,5	0,2	2,8	-1,1	-	-	-	-
8/04	-0,5	0,2	3,1	-1,1	-	-	-	-
9/04	-0,5	0,1	2,9	-1,2	-0,6	0,0	2,8	-1,3
10/04	-0,3	0,2	3,1	-1,0	-	-	-	-
11/04	-0,3	0,1	3,2	-1,0	-	-	-	-
12/04	-0,3	0,0	3,2	-0,9	-0,7	-0,3	2,8	-1,3
1/05	-0,3	-0,1	3,3	-0,9	-	-	-	-
2/05	-0,3	-0,3	3,3	-0,8	-	-	-	-
3/05	-0,4	-0,5	2,9	-0,9	-0,5	-0,6	2,8	-1,0
4/05	-0,5	-0,4	3,3	-0,9	-	-	-	-
5/05	-0,6	-0,6	3,2	-0,9	-	-	-	-
6/05	-0,5	-0,5	2,9	-0,8	-0,9	-0,9	2,5	-1,2
7/05	-0,6	-0,6	2,9	-0,9	-	-	-	-
8/05	-0,7	-0,6	2,7	-1,0	-	-	-	-
9/05	-0,7	-0,6	2,5	-1,0	-1,0	-0,9	2,2	-1,3
10/05	-0,9	-0,5	2,8	-1,1	-	-	-	-
11/05	-0,7	-0,2	2,5	-1,1	-	-	-	-
12/05	-0,5	-0,1	2,8	-0,9	-0,8	-0,3	2,6	-1,1
1/06	-0,5	-0,1	3,0	-0,8	-	-	-	-
2/06	-0,5	-0,3	2,9	-0,8	-	-	-	-
3/06	-0,5	-0,2	2,9	-0,8	-0,7	-0,4	2,7	-1,0
4/06	-0,6	-0,2	2,9	-0,9	-	-	-	-
5/06	-0,6	-0,2	2,9	-0,9	-	-	-	-
6/06	-0,8	-0,2	2,6	-1,0	-0,8	-0,3	2,5	-1,1
7/06	-0,9	-0,1	2,7	-1,2	-	-	-	-
8/06	-0,8	-0,3	2,7	-1,2	-	-	-	-
9/06	-0,9	-0,3	2,5	-1,3	-0,8	-0,1	2,7	-1,1
10/06	-0,6	0,0	2,9	-1,1	-	-	-	-
11/06	-0,9	-0,4	2,5	-1,3	-	-	-	-
12/06	-0,8	-0,4	2,5	-1,2	-0,5	-0,1	2,8	-0,9
1/07	-0,6	-0,2	3,0	-1,0	-	-	-	-
2/07	-0,5	-0,2	3,0	-0,9	-	-	-	-
3/07	-0,7	-0,4	2,8	-1,1	-0,4	-0,1	3,0	-0,8
4/07	-0,6	-0,2	2,9	-1,0	-	-	-	-
5/07	-0,7	0,0	2,7	-1,1	-	-	-	-
6/07	-0,4	0,2	2,8	-1,0	-0,3	0,3	3,0	-0,8
7/07	-0,3	0,5	3,1	-0,9	-	-	-	-
8/07	-0,6	0,1	2,8	-1,2	-	-	-	-
9/07	-0,9	-0,4	2,2	-1,7	-0,3	0,2	2,8	-1,2
10/07	-1,0	-0,4	2,3	-1,7	-	-	-	-
11/07	-0,9	-0,3	2,4	-1,8	-	-	-	-
12/07	-0,8	-0,3	2,3	-1,8	-1,2	-0,6	2,0	-2,2
1/08	-0,1	0,4	3,0	-1,1	-	-	-	-
2/08	0,3	0,7	3,6	-0,8	-	-	-	-
3/08	0,6	1,0	3,9	-0,6	-1,0	-0,6	2,2	-2,1
4/08	0,8	1,2	4,1	-0,3	-	-	-	-
5/08	0,7	1,1	3,9	-0,4	-	-	-	-
6/08	0,6	1,2	3,6	-0,5	-1,0	-0,4	2,0	-2,1
7/08	0,7	1,2	4,0	-0,4	-	-	-	-
8/08	0,6	0,9	4,0	-0,3	-	-	-	-
9/08	0,8	1,1	3,9	-0,1	-0,5	-0,2	2,6	-1,4
10/08	1,2	1,7	4,6	0,2	-	-	-	-
11/08	0,9	2,0	4,6	0,0	-	-	-	-
12/08	0,7	1,9	-	-	0,0	1,3	-	-

Poznámka: reálné sazby = nominální sazby deflovány očekávanou inflací vybraných ekonomických sektorů dle statistických žetření ČNB.

U nových úvěrů a term. vkladů došlo od ledna 2004 ke změně metodiky. Nově čerpané úvěry byly nahrazeny nově poskytnutými úvěry.

Tabulka č. 11

ÚROKOVÉ SAZBY KORUNOVÉ (stavy obchodů)						%
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	11
Úrokové sazby korunových úvěrů poskytnutých bankami rezidentům:						
Domácnosti a NISD (S.14+S.15) – celkem	8,24	7,96	7,20	6,80	6,63	6,94
– splatnost do 1 roku vč.	11,21	12,82	12,96	13,75	13,96	14,60
– splatnost nad 1 rok do 5 let vč.	10,17	12,40	11,43	11,35	12,46	13,02
– splatnost nad 5 let	6,65	6,39	5,96	5,84	5,79	6,17
na spotřebu – celkem	13,83	14,89	13,88	13,59	13,32	13,60
– splatnost do 1 roku vč.	14,26	15,48	16,22	17,31	17,34	17,80
– splatnost nad 1 rok do 5 let vč.	13,86	15,17	14,94	14,67	15,13	15,26
– splatnost nad 5 let	13,21	13,45	11,85	11,93	11,65	12,16
na nákup byt. nemovitostí – celkem	6,31	5,93	5,24	4,91	4,89	5,16
– splatnost do 1 roku vč.	6,24	4,48	4,29	5,39	6,56	7,15
– splatnost nad 1 rok do 5 let vč.	7,05	6,57	6,22	6,15	6,19	6,25
– splatnost nad 5 let	6,09	5,89	5,19	4,88	4,86	5,14
ostatní – celkem	7,80	7,50	7,09	6,87	6,98	7,11
– splatnost do 1 roku vč.	8,49	8,96	9,09	9,52	10,35	10,67
– splatnost nad 1 rok do 5 let vč.	8,02	7,63	7,17	7,74	8,56	9,14
– splatnost nad 5 let	7,02	6,58	5,79	5,51	5,70	5,98
Nefinanční podniky (S.11) – celkem	4,53	4,75	4,20	4,45	5,52	5,64
– splatnost do 1 roku vč.	4,08	4,35	3,84	4,23	5,37	5,40
– splatnost nad 1 rok do 5 let vč.	4,64	4,68	4,18	4,38	5,60	5,85
– splatnost nad 5 let	5,14	5,39	4,72	4,74	5,63	5,78
Úrokové sazby korunových vkladů přijatých bankami od rezidentů:						
Domácnosti a NISD (S.14+S.15) – celkem	1,30	1,41	1,25	1,28	1,41	1,56
jednodenní	0,50	0,52	0,40	0,41	0,55	0,89
s dohodnutou splatností celkem	2,02	2,13	1,92	1,96	2,11	2,18
– s dohodnutou splatností do 2 let vč.	0,96	1,37	1,03	1,49	2,14	2,31
– s dohodnutou splatností nad 2 roky	2,90	2,69	2,50	2,31	2,08	1,99
s výpovědní lhůtou celkem	1,26	1,63	1,71	1,97	2,14	2,16
– s výpovědní lhůtou do 3 měsíců vč.	1,67	2,14	2,27	2,34	2,42	2,36
– s výpovědní lhůtou nad 3 měsíce	0,98	1,12	0,81	1,00	1,08	1,01
Nefinanční podniky (S.11) – celkem	0,85	1,21	0,91	1,18	1,67	1,58
jednodenní	0,64	0,68	0,52	0,72	1,06	0,87
s dohodnutou splatností celkem	1,50	2,08	1,64	2,09	3,01	2,70
– s dohodnutou splatností do 2 let vč.	1,49	2,05	1,61	2,08	3,02	2,71
– s dohodnutou splatností nad 2 roky	3,04	3,12	2,47	2,28	2,62	2,09
s výpovědní lhůtou celkem	1,17	1,60	1,14	1,64	1,89	2,47
– s výpovědní lhůtou do 3 měsíců vč.	1,14	1,49	1,07	1,53	1,79	2,43
– s výpovědní lhůtou nad 3 měsíce	1,32	2,26	1,64	2,21	2,93	3,19

Tabulka č. 12

PLATEBNÍ BILANCE ¹⁾							v mil. Kč
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ²⁾	
	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	III. Q	
A. Běžný účet	-160 614,6	-147 455,7	-39 826,1	-82 245,4	-62 613,5	-31 517,2	
Obchodní bilance	-69 793,0	-13 384,0	59 369,5	65 094,0	120 616,9	28 164,0	
vývoz	1 370 930,0	1 722 657,4	1 868 585,8	2 144 573,4	2 479 233,8	602 058,7	
dovoz	1 440 723,0	1 736 041,4	1 809 216,3	2 079 479,4	2 358 616,9	573 894,7	
Bilance služeb	13 236,7	16 564,4	36 937,1	46 403,8	56 626,1	19 181,4	
příjmy	219 151,1	247 084,8	282 411,4	314 032,3	346 583,3	94 234,1	
doprava	60 556,3	69 859,0	76 701,5	85 700,7	101 840,5	26 302,3	
cestovní ruch	100 310,1	107 231,8	112 234,4	124 744,2	134 058,3	34 048,9	
ostatní služby	58 284,7	69 994,0	93 475,5	103 587,4	110 684,5	33 882,9	
výdaje	205 914,4	230 520,4	245 474,3	267 628,5	289 957,2	75 052,7	
doprava	33 725,7	47 571,4	56 254,1	62 140,7	73 128,4	19 742,4	
cestovní ruch	54 419,2	58 398,0	57 777,6	62 174,3	73 450,3	23 035,7	
ostatní služby	117 769,5	124 551,0	131 442,6	143 313,5	143 378,5	32 274,6	
Bilance výnosů	-119 858,4	-156 637,9	-143 427,6	-180 853,8	-221 674,7	-71 773,8	
výnosy	75 508,3	87 206,1	105 728,7	127 975,4	141 589,4	31 222,4	
náklady	195 366,7	243 844,0	249 156,3	308 829,2	363 264,1	102 996,2	
Běžné převody	15 800,1	6 001,8	7 294,9	-12 889,4	-18 181,8	-7 088,8	
příjmy	46 976,7	53 050,6	76 655,5	56 193,1	69 680,1	14 322,6	
výdaje	31 176,6	47 048,8	69 360,6	69 082,5	87 861,9	21 411,4	
B. Kapitálový účet	-82,2	-14 186,5	4 689,3	8 454,6	19 654,8	1 862,6	
příjmy	198,2	5 608,2	5 525,2	14 269,6	21 273,7	2 473,6	
výdaje	280,4	19 794,7	835,9	5 815,0	1 618,9	611,0	
<i>Celkem A a B</i>	<i>-160 696,8</i>	<i>-161 642,2</i>	<i>-35 136,8</i>	<i>-73 790,8</i>	<i>-42 958,7</i>	<i>-29 654,6</i>	
C. Finanční účet	157 093,5	177 312,0	154 767,4	92 417,9	94 413,2	50 373,8	
Přímé investice	53 500,3	101 776,3	279 630,5	90 261,7	158 185,5	43 829,6	
v zahraničí	-5 815,7	-26 067,3	449,0	-33 169,6	-27 088,9	-6 597,6	
základní jmění a reinvestovaný zisk	-3 124,6	-20 260,0	-4 262,8	-33 886,7	-16 033,2	-5 930,7	
ostatní kapitál	-2 691,1	-5 807,3	4 711,8	717,1	-11 055,7	-666,9	
zahraniční v tuzemsku	59 316,0	127 843,6	279 181,5	123 431,3	185 274,4	50 427,2	
základní jmění a reinvestovaný zisk	59 350,4	121 482,9	262 471,8	129 598,6	188 103,8	38 106,6	
ostatní kapitál	-34,4	6 360,7	16 709,7	-6 167,3	-2 829,4	12 320,6	
Portfoliové investice	-35 719,1	53 032,5	-81 243,8	-26 882,5	-53 232,1	8 466,6	
aktiva	-83 892,7	-70 245,2	-82 095,7	-68 383,5	-94 653,0	-6 692,2	
majetkové cenné papíry a účasti	5 630,5	-36 457,1	-35 342,4	-43 559,2	-61 643,8	-5 190,8	
dluhové cenné papíry	-89 523,2	-33 788,1	-46 753,3	-24 824,3	-33 009,2	-1 501,4	
pasíva	48 173,6	123 277,7	851,9	41 501,0	41 420,9	15 158,8	
majetkové cenné papíry a účasti	30 133,5	19 558,6	-36 408,9	5 758,0	-5 855,7	-2 014,7	
dluhové cenné papíry	18 040,1	103 719,1	37 260,8	35 743,0	47 276,6	17 173,5	
Finanční deriváty	3 860,1	-3 208,0	-2 798,6	-6 236,9	1 799,6	-	
aktiva	7 083,7	-15 565,8	-2 860,9	-10 850,5	-14 081,6	-	
pasíva	-3 223,6	12 357,8	62,3	4 613,6	15 881,2	-	
Ostatní investice	135 452,2	25 711,2	-40 820,7	35 275,6	-12 339,8	-1 922,4	
aktiva	67 071,3	-30 507,4	-114 430,6	-31 054,7	-158 727,3	20 738,7	
dlouhodobá	1 141,3	20 434,2	-16 338,0	-6 119,2	-47 220,2	-9 916,7	
ČNB	-	-184,9	-176,3	-	2,3	-	
obchodní banky	-999,9	505,0	-24 641,7	-10 715,8	-45 465,8	-9 614,3	
vláda	5 714,3	22 790,7	14 056,5	4 983,6	-691,7	-480,3	
ostatní sektory	-3 573,1	-2 676,6	-5 576,5	-387,0	-1 065,0	177,9	
krátkodobá	65 930,0	-50 941,6	-98 092,6	-24 935,5	-111 507,1	30 655,4	
obchodní banky	44 971,2	-34 248,5	-87 137,0	24 866,4	-88 574,5	33 443,9	
vláda	2 193,8	92,9	9,4	-	-	-	
ostatní sektory	18 765,0	-16 786,0	-10 965,0	-49 801,9	-22 932,6	-2 788,5	
pasíva	68 380,9	56 218,6	73 609,9	66 330,3	146 387,5	-22 661,1	
dlouhodobá	26 361,6	36 550,9	49 022,1	68 702,1	39 055,3	20 879,4	
ČNB	-20,4	-20,5	-19,1	-18,1	-18,1	-	
obchodní banky	-5 038,0	-1 410,8	311,1	12 733,4	28 170,7	14 901,4	
vláda	10 304,7	10 296,1	20 809,1	9 847,3	2 874,0	6 891,1	
ostatní sektory	21 115,3	27 686,1	27 921,0	46 139,5	8 028,7	-913,1	
krátkodobá	42 019,3	19 667,7	24 587,8	-2 371,8	107 332,2	-43 540,5	
ČNB	-21,4	843,7	5 060,1	-4 147,6	-552,8	528,6	
obchodní banky	37 899,4	-15 344,5	14 808,8	2 250,5	89 693,2	-31 983,3	
vláda	-	-	-	-	-	-	
ostatní sektory	4 141,3	34 168,5	4 718,9	-474,7	18 191,8	-12 085,8	
<i>Celkem A, B a C</i>	<i>-3 603,3</i>	<i>15 669,8</i>	<i>119 630,6</i>	<i>18 627,1</i>	<i>51 454,5</i>	<i>20 719,2</i>	
D. Saldo chyb a opomenutí, kurzové rozdíly	16 506,7	-8 887,6	-26 779,0	-16 552,7	-35 788,0	-19 284,7	
<i>Celkem A, B, C a D</i>	<i>12 903,4</i>	<i>6 782,2</i>	<i>92 851,6</i>	<i>2 074,4</i>	<i>15 666,5</i>	<i>1 434,5</i>	
E. Změna devizových rezerv (-nárůst)	-12 903,4	-6 782,2	-92 851,6	-2 074,4	-15 666,5	-1 434,5	

1) Struktura platební bilance vychází z 5. vydání Příručky k sestavení platební bilance (MMF 1993)

2) Předběžné údaje

Tabulka č. 13

INVESTIČNÍ POZICE VŮČI ZAHRANIČÍ							v mil. Kč
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ¹⁾	
	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	30.09.	
Aktiva	1 537 284,6	1 549 334,9	1 875 403,8	1 888 248,1	2 088 989,0	2 198 496,5	
Přímé investice v zahraničí	58 581,5	84 087,4	88 772,7	104 743,3	126 025,0	136 230,0	
– základní jmění	50 965,5	70 664,0	80 061,1	96 748,8	107 880,0	114 595,0	
– ostatní kapitál	7 616,0	13 423,4	8 711,6	7 994,5	18 145,0	21 635,0	
Portfoliové investice	343 968,7	372 237,6	467 808,5	532 163,4	606 406,8	553 255,0	
– majetkové cenné papíry a účasti	47 337,7	76 121,3	146 957,6	202 322,0	256 779,1	236 713,7	
– dluhové cenné papíry	296 631,0	296 116,3	320 850,9	329 841,4	349 627,7	316 541,3	
Finanční deriváty	24 129,5	39 695,3	42 556,2	53 406,7	67 488,3	89 565,1	
Ostatní investice	419 090,0	417 071,9	549 564,4	541 297,0	658 052,7	793 382,3	
dlouhodobé	157 598,6	118 432,7	136 314,1	128 334,6	163 697,5	208 104,1	
– ČNB	468,4	600,0	3 184,5	2 993,8	2 848,9	2 861,7	
– obchodní banky	66 121,3	58 137,8	83 231,1	87 666,2	126 639,6	170 785,5	
– vláda	79 483,9	48 574,9	38 408,5	29 894,6	27 359,0	29 916,9	
– ostatní sektory	11 525,0	11 120,0	11 490,0	7 780,0	6 850,0	4 540,0	
krátkodobé	261 491,4	298 639,2	413 250,3	412 962,4	494 355,2	585 278,2	
– ČNB	98,8	71,7	71,1	131,3	102,1	76,9	
– obchodní banky	161 150,2	184 588,0	273 879,1	233 831,1	310 703,1	366 441,3	
z toho: zlato a devizy	115 884,8	128 119,8	198 042,8	166 588,9	200 945,9	204 788,8	
– vláda	102,4	9,5	0,1	-	-	-	
– ostatní sektory	100 140,0	113 970,0	139 300,0	179 000,0	183 550,0	218 760,0	
Rezervy ČNB	691 514,9	636 242,7	726 702,0	656 637,7	631 016,2	626 064,1	
– zlato	4 784,3	4 253,9	5 526,8	5 690,9	6 431,6	6 341,8	
– zvláštní práva čerpání	238,7	118,0	289,8	346,0	363,3	362,4	
– rezervní pozice u MMF	11 949,9	9 137,5	4 447,7	2 324,6	1 521,6	1 555,9	
– devizy	674 451,8	610 659,1	716 315,2	648 192,1	618 048,0	612 942,3	
– ostatní rezervní aktiva	90,2	12 074,2	122,5	84,1	4 651,7	4 861,7	
Pasiva	2 064 768,3	2 374 328,4	2 710 646,3	2 969 225,5	3 329 266,4	3 593 055,4	
Přímé investice v České republice	1 161 783,6	1 280 594,8	1 491 564,0	1 666 760,7	1 827 224,6	1 957 749,2	
– základní jmění	1 009 391,8	1 121 842,3	1 316 101,8	1 497 465,8	1 665 564,6	1 790 164,2	
– ostatní kapitál	152 391,8	158 752,5	175 462,2	169 294,9	161 660,0	167 585,0	
Portfoliové investice	223 620,4	381 019,4	437 806,0	487 994,5	556 342,4	572 179,0	
– majetkové cenné papíry a účasti	140 788,6	208 872,1	220 495,8	241 594,8	262 518,8	217 266,0	
– dluhové cenné papíry	82 831,8	172 147,3	217 310,2	246 399,7	293 823,6	354 913,0	
Finanční deriváty	19 448,3	31 806,1	31 868,4	36 482,0	52 363,2	72 262,6	
Ostatní investice	659 916,0	680 908,1	749 407,9	777 988,3	893 336,2	990 864,6	
dlouhodobé	360 279,2	373 456,4	417 645,7	464 073,2	485 570,5	514 433,1	
– ČNB	96,1	70,2	47,8	27,2	8,8	-	
– obchodní banky	58 056,3	52 020,8	51 639,8	62 263,6	87 448,8	112 893,1	
– vláda	22 456,0	32 065,4	52 322,1	61 686,4	64 197,4	69 984,5	
– ostatní sektory	279 670,8	289 300,0	313 636,0	340 096,0	333 915,5	331 555,5	
krátkodobé	299 636,8	307 451,7	331 762,2	313 915,1	407 765,7	476 431,5	
– ČNB	22,8	866,5	5 926,5	1 779,0	1 226,2	745,4	
– obchodní banky	208 534,0	185 025,2	201 315,7	193 816,1	272 729,5	330 386,1	
– vláda	-	-	-	-	-	-	
– ostatní sektory	91 080,0	121 560,0	124 520,0	118 320,0	133 810,0	145 300,0	
Saldo investiční pozice	-527 483,7	-824 993,5	-835 242,5	-1 080 977,4	-1 240 277,4	-1 394 558,9	

1) Předběžné údaje

Tabulka č. 14

ZAHRA NIČNÍ ZADLUŽENOST						v mil. Kč
	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ¹⁾
	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	30.09.
Zadluženost ve směnitelných měnách	895 139,6	1 011 807,9	1 142 180,3	1 193 682,9	1 348 819,8	1 513 362,6
v tom:						
Dlouhodobá	535 995,9	667 327,6	783 533,1	872 113,2	926 756,3	1 001 343,5
podle dlužníků						
– ČNB	96,1	70,2	47,8	27,2	8,8	-
– obchodní banky	73 276,4	64 346,5	65 418,9	76 426,6	107 852,7	139 212,8
– vláda	69 029,9	147 729,1	221 003,4	247 019,8	266 992,2	322 166,6
– ostatní sektory	393 593,5	455 181,8	497 063,0	548 639,6	551 902,6	539 964,1
podle věřitelů						
– zahraniční banky	251 535,3	269 081,3	276 594,3	324 908,9	348 801,1	361 225,4
– vládní instituce	-	-	9 636,0	9 555,5	8 686,0	7 249,6
– mnohostranné instituce	83 779,6	84 862,4	105 187,7	107 043,6	99 219,6	114 665,5
– dodavatelé a přímí investoři	109 287,9	143 301,2	170 586,6	179 903,7	173 410,0	154 635,0
– ostatní investoři	91 393,1	170 082,7	221 528,5	250 701,5	296 639,6	363 568,0
Krátkodobá	359 143,7	344 480,3	358 647,2	321 569,7	422 063,5	512 019,1
podle dlužníků						
– ČNB	22,8	866,5	5 926,5	1 779,0	1 226,2	745,4
– obchodní banky	210 017,0	188 495,9	202 616,9	196 529,5	274 731,5	335 251,3
– vláda	710,0	3 334,6	1 102,4	350,0	5 722,8	324,0
– ostatní sektory	148 393,9	151 783,3	149 001,4	122 911,2	140 383,0	175 698,4
podle věřitelů						
– zahraniční banky	218 436,1	202 372,6	197 820,7	187 186,7	240 864,7	299 619,9
– mnohostranné instituce	-	861,3	5 918,8	1 768,2	1 220,3	741,7
– dodavatelé a přímí investoři	105 563,9	98 611,3	102 235,6	78 391,2	88 700,0	116 020,0
– ostatní investoři	35 143,7	42 635,1	52 672,1	54 223,6	91 278,5	95 637,5
Zadluženost v nesměnitelných měnách	-	-	-	-	-	-
v tom:						
– dlouhodobá	-	-	-	-	-	-
– krátkodobá	-	-	-	-	-	-
Zadluženost vůči zahraničí celkem	895 139,6	1 011 807,9	1 142 180,3	1 193 682,9	1 348 819,8	1 513 362,6
v tom:						
– dlouhodobá	535 995,9	667 327,6	783 533,1	872 113,2	926 756,3	1 001 343,5
– krátkodobá	359 143,7	344 480,3	358 647,2	321 569,7	422 063,5	512 019,1
Dlouhodobá zadluženost celkem	535 995,9	667 327,6	783 533,1	872 113,2	926 756,3	1 001 343,5
v tom:						
– úvěry MMF	-	-	-	-	-	-
– závazky vládního sektoru a garantované vládou a závazky subjektů s majoritní účastí státu	222 120,9	272 202,1	322 498,4	342 241,9	375 189,8	452 641,2
– závazky subjektů s majoritní účastí soukromého kapitálu	313 875,0	395 125,5	461 034,7	529 871,3	551 566,5	548 702,3

1) Předběžné údaje

Tabulka č. 15

DEVIZOVÝ A KAPITÁLOVÝ TRH

Kč, kurzy devizového trhu

A. NOMINÁLNÍ KURZ	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	1 – 12	1 – 12	1 – 12	1 – 12	1 – 12	10 – 12
Devizový kurz Kč k vybraným měnám						
– průměry roční, čtvrtletní						
1 EUR	31,84	31,90	29,78	28,34	27,76	25,34
1 USD	28,23	25,70	23,95	22,61	20,31	19,25
100 SKK	76,75	79,69	77,15	76,16	82,20	83,51
	12	12	12	12	12	12
– měsíční průměry						
1 EUR	32,31	30,65	28,98	27,78	26,30	26,11
1 USD	26,32	22,87	24,44	21,02	18,04	19,48
100 SKK	78,57	78,81	76,51	79,44	78,77	86,46
	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	31.12.	30.12.
– stav posledního dne v měsíci						
1 EUR	32,41	30,47	29,01	27,50	26,62	26,93
1 USD	25,65	22,37	24,59	20,88	18,08	19,35
100 SKK	78,71	78,63	76,57	79,86	79,18	89,34

B. NOMINÁLNÍ EFEKTIVNÍ KURZ	2003	2004	2005	2006	2007	2008
						12
Nominální efektivní kurz koruny v % (rok 2005=100)						
váhy – obrat ZO	93,97	94,34	100,00	104,78	106,64	113,60
váhy – obrat ZO SITC 5-8	93,82	94,19	100,00	104,96	106,98	113,87

Na základě statistiky ČSÚ o teritoriální a komoditní struktuře zahraničního obchodu za rok 2005 bylo vybráno 26 zemí, jejichž podíl na zahraničním obchodě ČR zaujímá cca 90 %.

Tyto váhové podíly byly zpracovány ve dvou variantách:

I. varianta uplatňovaná Mezinárodním měnovým fondem se vztahuje k celému obchodnímu obratu zahraničního obchodu ČR

II. varianta uplatňovaná Evropskou centrální bankou se vztahuje pouze ke čtyřem komoditním skupinám zahraničního obchodu ČR

C. REÁLNÝ EFEKTIVNÍ KURZ	2003	2004	2005	2006	2007	2008
						11
Reálný efektivní kurz koruny v % (rok 2005=100)						
a) ceny průmyslových výrobců						
váhy – obrat ZO	92,96	95,71	100,00	102,07	104,48	110,94
váhy – obrat ZO SITC 5-8	92,43	95,40	100,00	102,38	105,02	111,95
b) spotřebitelské ceny						
váhy – obrat ZO	95,28	95,28	100,00	104,33	106,89	118,44
váhy – obrat ZO SITC 5-8	94,61	94,89	100,00	104,73	107,57	119,80

Pramen: ČSÚ – spotřebitelské ceny a ceny průmyslových výrobců ČR

Měsíční publikace MMF – International Financial Statistics a vlastní propočty ČNB

D. INDEXY AKCIOVÉHO TRHU	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	12	12	12	12	12	12
BCPP						
PX	659,1	1 032,0	1 473,0	1 588,9	1 815,1	858,2
PX-GLOB	816,9	1 232,7	1 811,3	1 987,4	2 268,4	1 096,4

Indexy pražské burzy PX 50 a PX-D jsou od 20. března 2006 nahrazeny jediným indexem s názvem PX. Výpočet obou původních indexů byl ukončen v pátek 17. března 2006. Nový hlavní index PX spojitě navázal na vývoj indexu PX 50, od kterého přebírá rovněž jeho historii.

Tabulka č. 16

MĚNOVĚPOLITICKÉ NÁSTROJE ČNB

sazba je platná od příslušného data

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
				bank	stavebních spořitelů a ČMZRB
Rok 1999					
18.1.	8,75	-	-	-	-
28.1.	-	-	-	5,00	-
29.1.	8,00	-	-	-	-
12.3.	7,50	6,00	10,00	-	-
9.4.	7,20	-	-	-	-
4.5.	6,90	-	-	-	-
25.6.	6,50	-	-	-	-
30.7.	6,25	-	-	-	-
3.9.	6,00	5,50	8,00	-	-
5.10.	5,75	-	-	-	-
7.10.	-	-	-	2,00	2,00
27.10.	5,50	5,00	7,50	-	-
26.11.	5,25	-	-	-	-
Rok 2000	Ke změně parametrů měnověpolitických nástrojů ČNB nedošlo.				
Rok 2001					
23.2.	5,00	4,00	6,00	-	-
27.7.	5,25	4,25	6,25	-	-
30.11.	4,75	3,75	5,75	-	-
Rok 2002					
22.1.	4,50	3,50	5,50	-	-
1.2.	4,25	3,25	5,25	-	-
26.4.	3,75	2,75	4,75	-	-
26.7.	3,00	2,00	4,00	-	-
1.11.	2,75	1,75	3,75	-	-
Rok 2003					
31.1.	2,50	1,50	3,50	-	-
26.6.	2,25	1,25	3,25	-	-
1.8.	2,00	1,00	3,00	-	-
Rok 2004					
25.6.	2,25	1,25	3,25	-	-
27.8.	2,50	1,50	3,50	-	-
Rok 2005					
28.1.	2,25	1,25	3,25	-	-
1.4.	2,00	1,00	3,00	-	-
29.4.	1,75	0,75	2,75	-	-
31.10.	2,00	1,00	3,00	-	-
Rok 2006					
28.7.	2,25	1,25	3,25	-	-
29.9.	2,50	1,50	3,50	-	-
Rok 2007					
1.6.	2,75	1,75	3,75	-	-
27.7.	3,00	2,00	4,00	-	-
31.8.	3,25	2,25	4,25	-	-
30.11.	3,50	2,50	4,50	-	-
Rok 2008					
8.2.	3,75	2,75	4,75	-	-
8.8.	3,50	2,50	4,50	-	-
7.11.	2,75	1,75	3,75	-	-
18.12.	2,25	1,25	3,25	-	-

Tabulka č. 17

MAKROEKONOMICKÉ AGREGÁTY

v mil. Kč, meziroční změny v %, stálé ceny 2000

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	I.-IV. Q	III. Q
Hrubý domácí produkt						
– mil. Kč	2 367 818	2 474 006	2 630 273	2 808 784	2 975 921	783 604
– %	3,6	4,5	6,3	6,8	6,0	4,3
Konečná spotřeba						
– mil. Kč	1 817 625	1 834 457	1 882 570	1 949 121	2 023 370	521 829
– %	6,3	0,9	2,6	3,5	3,8	2,9
v tom:						
Domácnosti						
– mil. Kč	1 258 158	1 294 377	1 327 217	1 398 284	1 471 246	386 580
– %	6,0	2,9	2,5	5,4	5,2	2,8
Vláda						
– mil. Kč	545 999	526 656	541 825	538 094	540 037	133 529
– %	7,1	-3,5	2,9	-0,7	0,4	3,5
Neziskové instituce						
– mil. Kč	13 362	14 579	14 629	16 195	18 042	4 361
– %	6,2	9,1	0,3	10,7	11,4	-3,4
Hrubá tvorba kapitálu						
– mil. Kč	709 600	773 916	767 420	847 801	919 395	229 586
– %	-1,4	9,1	-0,8	10,5	8,4	-5,7
v tom:						
Fixní kapitál						
– mil. Kč	689 117	716 285	729 043	776 498	828 316	219 082
– %	0,4	3,9	1,8	6,5	6,7	4,5
Změna stavu zásob						
– mil. Kč	15 642	54 706	35 654	68 587	88 179	9 771
Čisté pořízení cenností						
– mil. Kč	4 841	2 925	2 723	2 716	2 900	733
– %	40,8	-39,6	-6,9	-0,2	6,7	-0,1
Zahraniční obchod						
v tom:						
Vývoz zboží						
– mil. Kč	1 479 795	1 820 657	2 032 500	2 369 984	2 742 708	719 080
– %	9,3	23,0	11,6	16,6	15,7	8,5
Vývoz služeb						
– mil. Kč	212 807	226 614	251 989	278 317	305 037	90 166
– %	-4,2	6,5	11,2	10,4	9,6	11,0
Dovoz zboží						
– mil. Kč	1 623 393	1 928 984	2 033 055	2 333 268	2 683 031	679 820
– %	9,0	18,8	5,4	14,8	15,0	3,6
Dovoz služeb						
– mil. Kč	235 915	263 438	268 334	295 936	320 412	91 054
– %	1,8	11,7	1,9	10,3	8,3	7,4
Konečná domácí poptávka						
– mil. Kč	2 506 742	2 550 742	2 611 613	2 725 619	2 851 686	740 911
– %	4,6	1,8	2,4	4,4	4,6	3,4
Celková domácí poptávka						
– mil. Kč	2 527 225	2 608 373	2 649 990	2 796 922	2 942 765	751 415
– %	4,0	3,2	1,6	5,5	5,2	0,1
Hrubý domácí produkt v běžných cenách						
– mil. Kč	2 577 110	2 814 762	2 983 862	3 215 642	3 530 249	940 796
– %	4,6	9,2	6,0	7,8	9,8	5,3

Pramen: ČSÚ

Tabulka č. 1	Klíčové makroekonomické indikátory	70
Tabulka č. 2a	Vývoj inflace	72
Tabulka č. 2b	Vývoj inflace	73
Tabulka č. 3	Spotřebitelské ceny	74
Tabulka č. 4	Spotřebitelské ceny v členění na obchodovatelné a neobchodovatelné	75
Tabulka č. 5	Inflační očekávání vybraných ekonomických sektorů	76
Tabulka č. 6	Harmonizovaný index spotřebitelských cen	77
Tabulka č. 7	Měnový přehled	78
Tabulka č. 8	Tržní úrokové sazby	79
Tabulka č. 9	Nominální a reálné úrokové sazby	80
Tabulka č. 10	Reálné úrokové sazby	81
Tabulka č. 11	Úrokové sazby korunové	82
Tabulka č. 12	Platební bilance	83
Tabulka č. 13	Investiční pozice vůči zahraničí	84
Tabulka č. 14	Zahraniční zadluženost	85
Tabulka č. 15	Devizový a kapitálový trh	86
Tabulka č. 16	Měnověpolitické nástroje ČNB	87
Tabulka č. 17	Makroekonomické agregáty	88

Vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Na příkopě 28
115 03 Praha 1
Česká republika

Kontakt:

SAMOSTATNÝ ODBOR KOMUNIKACE
Tel.: 224 413 494
Fax: 224 412 179

<http://www.cnb.cz>

Sazba a produkce: Jerome s.r.o.

Grafický design: Jerome s.r.o.

ISSN 1803-2400

