



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

## **Zpráva o inflaci - červenec 1998**

Česká národní banka  
1998

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123488>

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

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

Datum stažení: 29.04.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://nusl.cz) .



ZPRÁVA O INFLACI

ČERVENEC 1998

## OBSAH:

---

I. SHRNU TÍ	1
II. VÝVOJ INFLACE	3
III. ZÁKLADNÍ INFLAČNÍ FAKTORY	7
III.1. Měnový vývoj	7
III.1.1. Peněžní agregáty	7
III.1.2. Úvěry poskytnuté podnikům a obyvatelstvu	9
III.1.3. Úrokové sazby	10
III.1.3.1. Krátkodobé úrokové sazby	11
III.1.3.2. Dlouhodobé úrokové sazby	13
III.1.3.3. Klientské úrokové sazby	15
III.1.4. Devizový kurz	15
III.1.5. Kapitálové toky	16
III.2. Poptávka a nabídka	17
III.2.1. Vztah poptávky a nabídky	17
III.2.2. Domácí poptávka	18
III.2.2.1. Spotřeba domácností	19
III.2.2.2. Investice	20
III.2.2.3. Spotřeba vlády	21
III.2.3. Čistá zahraniční poptávka	21
III.2.4. Výstup	23
III.3. Trh práce, příjmy domácností	25
III.3.1. Vývoj příjmů domácností	25
III.3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost	27
III.4. Ostatní nákladové indikátory	28
III.4.1. Ceny výrobců	28
III.4.2. Dovošní ceny	30
IV. OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY A INFLAČNÍ VÝHLED	31
IV.1. Vývoj inflace a její determinanty - shrnutí hlavních tendencí	31
IV.2. Reakce měnové politiky	32
IV.3. Faktory budoucí inflace	32
IV.4. Prognóza inflace	34
ZÁZNAMY Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB	35
Záznam z jednání Bankovní rady dne 30. 4. 1998	35
Záznam z jednání Bankovní rady dne 28. 5. 1998	36
Záznam z jednání Bankovní rady dne 2. 7. 1998	38
Záznam z jednání Bankovní rady dne 16. 7. 1998	39

TABULKOVÁ PŘÍLOHA	41
Tab. č. 1a Vývoj inflace	41
Tab. č. 1b Vývoj inflace	42
Tab. č. 2 Spotřebitelské ceny	43
Tab. č. 3a Čistá inflace	44
Tab. č. 3b Položky vylučované z CPI pro výpočet "čisté inflace"	45
Tab. č. 4 Spotřebitelské ceny v členění na obchodovatelné a neobchodovatelné	46
Tab. č. 5 Mezinárodní přehled - spotřebitelské ceny	47
Tab. č. 6 Měnový přehled	48
Tab. č. 7 Vývoj úvěrové emise	49
Tab. č. 7 Členění úvěrů dle času, sektorů a druhů	49
Tab. č. 8 Úrokové sazby z mezibankovních vkladů	50
Tab. č. 9 Úrokové sazby FRA	51
Tab. č. 9 Úrokové sazby IRS	51
Tab. č. 10 Reálné úrokové sazby	52
Tab. č. 11 Úrokové sazby obchodních bank	53
Tab. č. 12 Platební bilance	54
Tab. č. 13 Investiční pozice vůči zahraničí	55
Tab. č. 14 Zahraniční zadluženost	56
Tab. č. 15 Devizový kurz	57
Tab. č. 16 Státní rozpočet	58
Tab. č. 17 Kapitálový trh	59
Tab. č. 18 Měnově politické nástroje ČNB	60
Tab. č. 19 Makroekonomické agregáty	61
Tab. č. 20 Běžné příjmy a výdaje domácností	62
Tab. č. 21 Produkce	62
Tab. č. 22 Ceny výrobců	63



## I. SHRnutí

---

Vývoj inflace ve 2. čtvrtletí 1998 byl podstatně příznivější než ve čtvrtletí prvním. Počínaje dubnem, došlo ke zpomalení temp růstu čisté inflace i indexu spotřebitelských cen. Meziroční čistá inflace poklesla ze 7,9 % v březnu na 6,5 % v červnu a meziroční růst spotřebitelských cen se snížil z 13,4 % na 12 %. Meziroční čistá inflace tak v červnu poprvé dosáhla horní hranice krátkodobého inflačního cíle stanoveného pro rok 1998, což na konci 1. pololetí vytváří, spolu s celkovou makroekonomickou situací, dobré předpoklady pro jeho splnění. Základním rysem 2. čtvrtletí je tedy potvrzení střednědobého desinflačního trendu, který je v souladu s dlouhodobými záměry měnové politiky ČNB. V 1. čtvrtletí trend snižování inflace nebyl ještě dostatečně zřetelný, což se odráželo i v obezřetném hodnocení obsaženém v dubnové Zprávě o inflaci. Tato červencová Zpráva o inflaci dokládá zlepšování podmínek pro dosažení požadovaného vývoje inflace, přičemž různá rizika a nejistoty budoucího vývoje se hodnotí ve srovnání s 1. čtvrtletím jako méně závažná.

Probíhající proces desinflace je do značné míry důsledkem pokračujícího narovnávání vnitřních i vnějších nerovnováh, na něž se výrazným způsobem spolupodílely restriktivní měnová a fiskální politika. Desinflační faktory působily jak na straně poptávky, tak na straně nabídky. K obnovování makroekonomických proporcí, které započalo ve třetím čtvrtletí 1997, přispěl pokles všech složek domácí poptávky v prvním čtvrtletí 1998. Pokles reálných příjmů domácností a rostoucí nejistoty na trhu práce byly hlavními příčinami meziročního poklesu spotřeby domácností o 1,6 %. Poměrně silná rozpočtová restrikce odstartovaná stabilizačními balíčky v roce 1997 a dalšími výdajovými škrty snížila výdaje vlády meziročně o 2,7 %. A konečně meziroční pokles investičních výdajů o 2,5 % za první čtvrtletí byl vyvolán přetrvávající úrovní úrokových sazeb, snižováním vlastních zdrojů financování investic, obezřetnějším přístupem obchodních bank k úvěrování podnikového sektoru a očekáváním nižšího hospodářského růstu v budoucnosti. Pokles domácí poptávky byl důležitým a pozitivním prvkem stabilizace hospodářského vývoje v posledním období. Přispěl jednak k oslabení poptávkových inflačních tlaků a zároveň ke snížení záporného salda čistého vývozu zboží a služeb. Vzhledem k tomu, že tempo růstu vývozu zboží a služeb činilo meziročně v 1. čtvrtletí téměř 28 % a tempo růstu dovozu pouze 17 %, stává se v současnosti čistý export jediným faktorem hospodářského růstu. Nízká úroveň poptávky se odráží i v měnovém vývoji. I přes určité zrychlení v červnu, se vývoj peněžní zásoby ve druhém čtvrtletí vyznačoval nízkými nominálními meziročními přírůstky. Postupné zplošťování výnosové křivky peněžního trhu přecházející v posledním období do inverzního tvaru svědčí o postupném formování příznivých inflačních očekávání.

K utlumení inflačních tlaků přispělo vedle restrikce poptávky i působení faktorů na straně nabídky. K hlavním determinantám nákladových tlaků patří vývoj devizového kurzu, vývoj cen komodit na světových trzích, vývoj relace mezi tempy růstu reálných mezd a produktivity práce a konečně vývoj cen průmyslových výrobců, který v kontextu spotřebitelských cen působí jako nákladový faktor. Nominální kurz koruny vůči německé marce po apreciaci v 1. čtvrtletí zůstával během 2. čtvrtletí stabilní, přičemž dosahoval průměrné úrovně roku 1995. Podobně se vyvíjel reálný kurz deflovaný indexem cen průmyslových výrobců, který se v květnu přiblížil úrovni z února 1997. Také reálný kurz deflovaný indexem spotřebitelských cen v 1. pololetí aprecioval a překonal nejvyšší úroveň z února 1997 již počátkem roku 1998. Ceny surovinových komodit na světových trzích se vyvíjely mimořádně příznivě. Cenový index HWWA za 1. pololetí 1998 poklesl meziročně o 20,1 %, přičemž ceny energetických surovin poklesly dokonce o 27,1 %. Rovněž mzdy se z hlediska vývoje inflace vyvíjely příznivě. K obnově žádoucích makroekonomických proporcí docházelo díky urychlování růstu produktivity práce vůči růstu reálných průměrných mezd i díky rostoucímu předstihu tempa růstu deflátoru HDP před tempem růstu jednotkových mzdových nákladů. Tento vývoj, stimulovaný výše popsaným prostředím v ekonomice, trvající již přibližně jeden rok vede ke zmírnění dřívějšího naakumulovaného a dlouhodobě neudržitelného předstihu tempa růstu mezd před produktivitou práce.

Mimořádně příznivě se ve 2. čtvrtletí vyvíjely ceny průmyslových výrobců. Hlavními příčinami byla měnová restrikce, s ní související pokles poptávky a exogenně determinované klesající ceny některých materiálových vstupů. Nízké meziměsíční přírůstky cen průmyslových výrobců z dubna a května (vždy o 0,1 %) přešly do poklesu o 0,1 % v červnu. Meziroční růst cen průmyslových výrobců tak zpomalil z 6,6 % v únoru na 5,6 % v červnu. ČNB očekává, že pokles tempa růstu cen průmyslových výrobců bude i nadále působit na pokles tempa růstu indexu spotřebitelských cen a čisté inflace.

Příznivý vývoj inflace ve 2. čtvrtletí byl doprovázen oslabováním některých rizik, která byla poměrně silně vnímána v dubnové Zprávě o inflaci. I když jsou dnes mnohá rizika menší, nadále přetrvávají určité nejistoty. V případě vnějších faktorů inflace jde o budoucí vývoj devizového kurzu zejména ve spojení s nejistotami v regionech tzv. rozvíjejících se trhů, zvláště ve střední a východní Evropě, z nichž již impulsy ke změně kurzu koruny v minulosti vzešly. V domácí ekonomice přetrvávají určité nejistoty ohledně expanzivnosti fiskální politiky a pokračování pozitivního vývoje v oblasti mzdové disciplíny. Pokud by v těchto oblastech došlo ke zhoršení, vývoj inflace by to ovlivnilo až v roce 1999.

ČNB očekává, že příznivé desinflační tendence se budou prosazovat i v 2. polovině roku. Čistá inflace by se měla na konci roku 1998 pohybovat nad dolní mezí inflačního cíle vymezeného rozpětím 5,5 % - 6,5 %. Tento vývoj ČNB považuje za přiměřený v situaci, kdy vývoj devizového kurzu a světové ceny surovin působí jako faktory snížení inflace, které jsou však potenciálně krátkodobé. Nelze předpokládat, že oba tyto faktory budou působit dlouhodoběji. V případě zhoršení jejich vývoje v příštích měsících bude proto existovat určitá "rezerva" v plnění krátkodobého inflačního cíle. Lze proto konstatovat, že inflačního cíle pro rok 1998 bude s velkou pravděpodobností dosaženo. K jeho ohrožení by mohlo dojít pouze v případě exogenních šoků značného rozsahu. Ve střednědobém horizontu ČNB očekává pokračování desinflačního procesu s tím, že čistá inflace ke konci roku 1999 bude na trajektorii vedoucí plynule ke splnění inflačního cíle v roce 2000 definovaného rozpětím 3,5 % - 5,5 %. Pokud jde o index spotřebitelských cen, ČNB předpokládá návrat meziročního tempa růstu na konci roku 1998 na úroveň konce roku 1997 a snížení tempa růstu indexu na jednocifernou úroveň již začátkem roku 1999. Další snižování tempa růstu indexu spotřebitelských cen bude záviset na tempu zvyšování regulovaných cen.

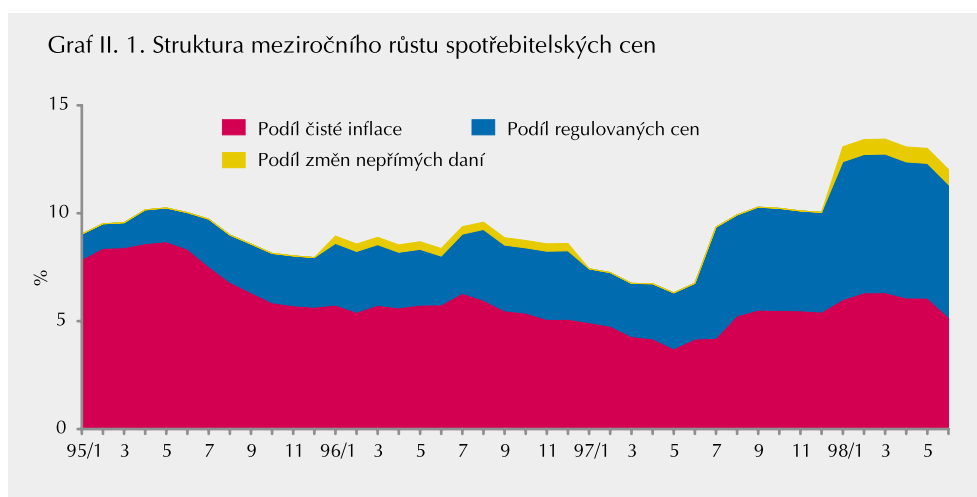
## II. VÝVOJ INFLACE

Pro 2. čtvrtletí 1998 byl charakteristický zřetelný desinflační vývoj. Meziroční růst spotřebitelských cen, který ke konci března dosáhl 13,4 %, se v průběhu 2. čtvrtletí snižoval a ke konci června činil 12 %. Tento vývoj byl ovlivněn především postupně se snižující meziroční čistou inflací. Současně došlo k mírnému snížení meziroční míry růstu regulovaných cen (tab. II.1.).

V porovnání s vývojem v roce 1997, kdy ke konci roku meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl 10 %, se cenový růst v prvních dvou měsících roku 1998 zrychlil. Na tomto zrychlení se podílel výrazný růst regulovaných cen a sazeb nepřímých daní v lednu tohoto roku a částečně i vývoj čisté inflace. Zvýšení meziroční čisté inflace v lednu a únoru bylo ovlivněno dozníváním účinku depreciace koruny z konce předchozího roku a neobvykle silným dopadem každoročních úprav maloobchodních cen na počátku roku. Příčinou bylo pravděpodobně promítnutí vyšších nákladů spojených s úpravami regulovaných cen a daní k 1. 1. 1998 a nepříznivá očekávání dalšího cenového vývoje. Na rozdíl od tohoto nepříznivého vývoje v počátku roku, počínaje březnem byl v dalších měsících meziměsíční cenový růst velmi nízký, což se promítlo do opětovného snížení hodnot meziročního růstu spotřebitelských cen v průběhu 2. čtvrtletí roku i meziroční čisté inflace, která poklesla v červnu pod úroveň konce roku 1997.

Tab. II.1. Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST													
	12/97		1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98	
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	10,0		13,1		13,4		13,4		13,1		13,0		12,0	
v tom:	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Regulované ceny	22,7	4,62	30,8	6,39	30,9	6,41	31,0	6,42	30,3	6,30	30,0	6,24	29,9	6,15
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0,00		0,70		0,70		0,70		0,70		0,70		0,70	
Čistá inflace	6,8	5,42	7,5	6,00	7,9	6,31	7,9	6,32	7,6	6,08	7,6	6,07	6,5	5,18
z toho:														
- ceny potravin	5,6	1,82	6,0	1,97	6,8	2,22	7,2	2,40	7,2	2,45	7,5	3,25	5,8	1,96
- korigovaná inflace	7,6	3,60	8,5	4,03	8,6	4,09	8,4	3,92	7,9	3,63	7,7	2,82	6,9	3,22
v tom:														
Ceny obchodovatelných komodit	6,3	4,05	7,4	4,77	7,7	4,96	7,7	4,95	7,5	4,79	7,4	4,70	6,1	3,90
Ceny neobchodovatelných komodit	16,8	5,99	23,2	8,31	23,5	8,45	23,6	8,48	22,9	8,28	22,9	8,30	22,7	8,10
MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	8,5		8,9		9,5		10,0		10,5		11,1		11,5	

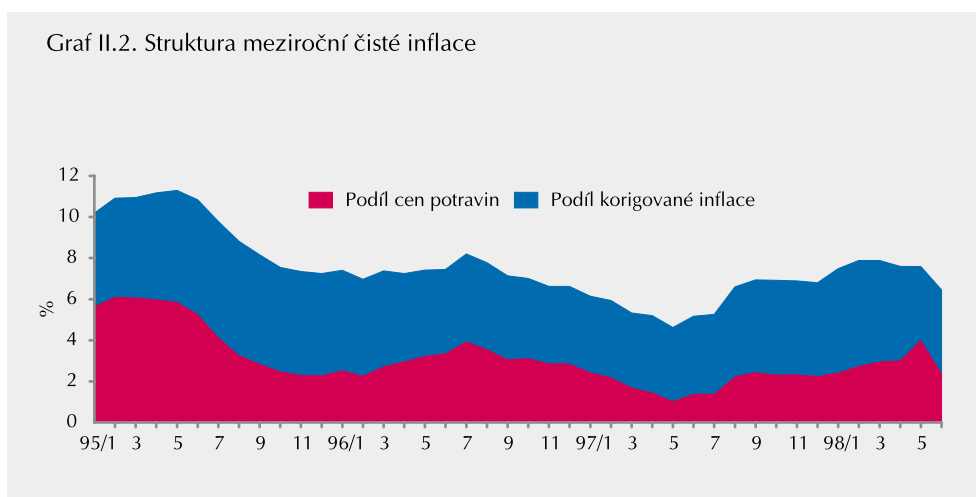




Dubnový meziměsíční růst (o 0,3 %) byl výrazně ovlivněn růstem regulovaných cen. Květnový meziměsíční růst byl velmi nízký (0,1 %) v důsledku sezónních vlivů, červnový meziměsíční růst (o 0,3 %) byl naopak především důsledkem zrychlení čisté inflace. Sezónně očištěný meziměsíční růst (dle výsledků sezónního očištění, publikovaných ČSÚ) dosáhl v dubnu a květnu shodně 0,3 %. V červnu byla sezónně očištěná hodnota shodná se skutečným údajem.

## Čistá inflace

Meziroční čistá inflace se v průběhu 2. čtvrtletí 1998 snížila ze 7,9 % ke konci března na 6,5 % ke konci června. Na tomto vývoji se podílel příznivý vývoj obou složek čisté inflace, cen potravin i nepotravinářského zboží, tj. korigované inflace. Meziroční růst cen potravin po očištění o administrativní vlivy poklesl ze 7,2 % ke konci března na 5,8 % ke konci června. Meziroční korigovaná inflace po očištění o administrativní vlivy se snížila z 8,4 % na 6,9 %.

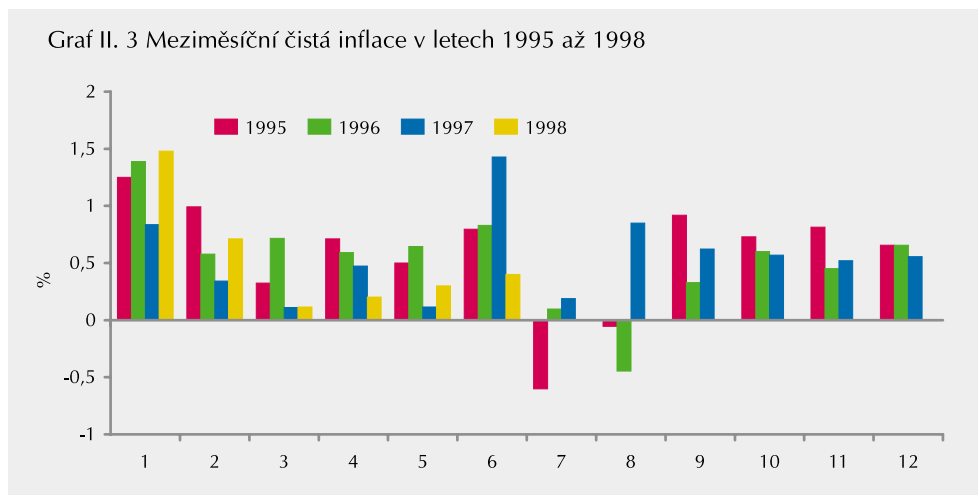


Snížení meziroční čisté inflace ve 2. čtvrtletí je výsledkem souběhu působení několika faktorů. Patří k nim především pokles všech složek domácí poptávky, k němuž došlo v důsledku restriktivní měnové, fiskální a důchodové politiky. Za podstatný lze považovat především pokles soukromé spotřeby domácností způsobený poklesem jejich reálných příjmů v průběhu uplynulých 12 měsíců. Vývoj domácí poptávky byl rovněž ovlivněn poklesem investiční činnosti v důsledku zhoršující se finanční situace podnikového i veřejného sektoru, úrovně úrokových sazeb a situace na kapitálovém trhu. K utlumení domácí poptávky přispěl také vývoj veřejných financí. Snaha o minimalizaci deficitu veřejných financí se promítla do meziročního poklesu spotřeby vlády a zprostředkovaně ovlivnila i vývoj spotřeby domácností. S vývojem domácí poptávky korespondoval vývoj peněžní zásoby. V letech 1996 a 1997 došlo k výraznému snížení meziročního tempa růstu peněžních agregátů vlivem uplatněné měnové restrikce. Uvedené poptávkové faktory budou působit na cenový vývoj ve střednědobém časovém horizontu.

Na poklesu meziroční čisté inflace se ve sledovaném období podílely rovněž nákladové faktory. Patří mezi ně především vývoj devizového kurzu. Nominální devizový kurz v 1. čtvrtletí postupně aprecioval a s několikaměsíčním zpožděním přispíval ke tlumení nákladových inflačních tlaků. Velmi příznivě se vyvíjely ceny surovin a potravin na světových trzích. Rovněž vývoj mezd v posledním období ovlivňoval nákladovou inflaci příznivým způsobem. Zatímco v letech 1996 a 1997 jednotkové mzdové náklady rostly rychleji než deflátor HDP a vytvářely tak mzdové nákladové inflační tlaky, v posledním období dochází ve vývoji uvedených proměnných k opačnému vývoji a mzdové tlaky na růst cen se snižují. Tento trend je patrný od 4. čtvrtletí minulého roku a pokračoval v letošním 1. čtvrtletí. Příznivě se ve sledovaném období vyvíjely i ceny průmyslových výrobců, ve kterých se promítají výše uvedené poptávkové i nákladové vlivy, a které zpětně nákladově ovlivňují vývoj spotřebitelských cen. Uvedené nákladové faktory působily na cenový vývoj v krátkém časovém horizontu. Vývoj cen surovin a potravin na světových trzích a do jisté míry i vývoj devizového kurzu přitom představují exogenní faktory, jež jsou mimo dosah měnové politiky.

Výraznějšímu poklesu meziroční čisté inflace na druhé straně bránil setrvalý růst cen neobchodovatelných neregulovaných komodit (kolem 13 %), především služeb. Jejich vývoj byl ovlivňován do značné míry nákladovými faktory, zejména vysokým podílem mezd a jejich růstem.

Meziměsíční čistá inflace dosáhla v dubnu 0,2 %, v květnu 0,1 % a v červnu 0,4 %. K jejím nízkým hodnotám v dubnu a květnu přispěly kromě výše uvedených faktorů i sezónní vlivy. Sezónně očištěná meziměsíční dubnová i květnová čistá inflace<sup>1/</sup> byla 0,2 %. V červnu dosáhla sezónně očištěná hodnota 0,0 %.



### Regulované ceny a administrativní úpravy cen

Meziroční růst regulovaných cen poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 31 % ke konci března na 29,9 % ke konci června.

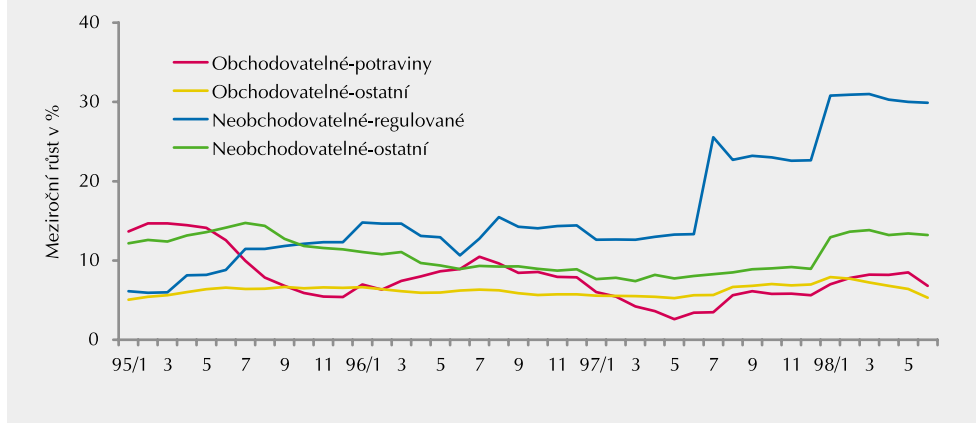
Oproti 1. čtvrtletí 1998, kdy značně vzrostly regulované ceny, byly zvýšeny spotřební daně a sníženy dotace k některým cenám, ve 2. čtvrtletí byl meziroční růst regulovaných cen výrazněji ovlivněn pouze dubnovým zvýšením cen telefonních poplatků a nedošlo k žádným administrativním úpravám. Z tohoto důvodu byl během 2. čtvrtletí 1998 zaznamenán významnější meziměsíční růst regulovaných cen pouze v dubnu (o 0,6 %). V květnu dosáhl meziměsíční růst 0,0 % a v červnu 0,1 %.

### Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných komodit

Vývoj cen obchodovatelných komodit je rozhodující měrou ovlivňován úrovní domácí poptávky, mezinárodní konkurencí a kurzovými pohyby. Pro vývoj cen neobchodovatelných komodit jsou rozhodujícími faktory vývoj poptávky a nabídky na domácím spotřebitelském trhu a vývoj nákladových položek. Ve 2. čtvrtletí 1998 pokračoval rychlejší růst cen neobchodovatelných komodit než obchodovatelných. Pro snížení meziroční čisté inflace v průběhu 2. čtvrtletí měl rozhodující význam pokles cen ostatních obchodovatelných komodit, který se na uvedeném snížení podílel z 55 % (celkové snížení meziroční čisté inflace v červnu oproti březnu dosáhlo 1,4 procentního bodu, snížení meziročního růstu cen ostatních obchodovatelných komodit, upravené o podíl této skupiny cen na čisté inflaci, dosáhlo cca 0,8 procentního bodu).

<sup>1/</sup> Sezónně očištění bylo provedeno ČNB metodou X11 Arima ve statistickém programu SPSS.

Graf II.4. Vývoj cen obchodovatelných a neobchodovatelných komodit



Meziroční růst cen neobchodovatelných komodit poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 23,6 % ke konci března na 22,7 % ke konci června 1998. Tento vývoj byl ovlivněn zejména velmi nízkým meziměsíčním růstem cen neobchodovatelných komodit s regulovanými cenami v průběhu sledovaného období. Meziroční růst neregulovaných neobchodovatelných komodit, jejichž podíl na čisté inflaci představuje cca 17,5 %, se během 2. čtvrtletí zmírnil z 13,8 % ke konci března na 13,2 % ke konci června. Z této skupiny vzrostly během 2. čtvrtletí nejvíce ceny oprav, kulturních služeb a rekreací.

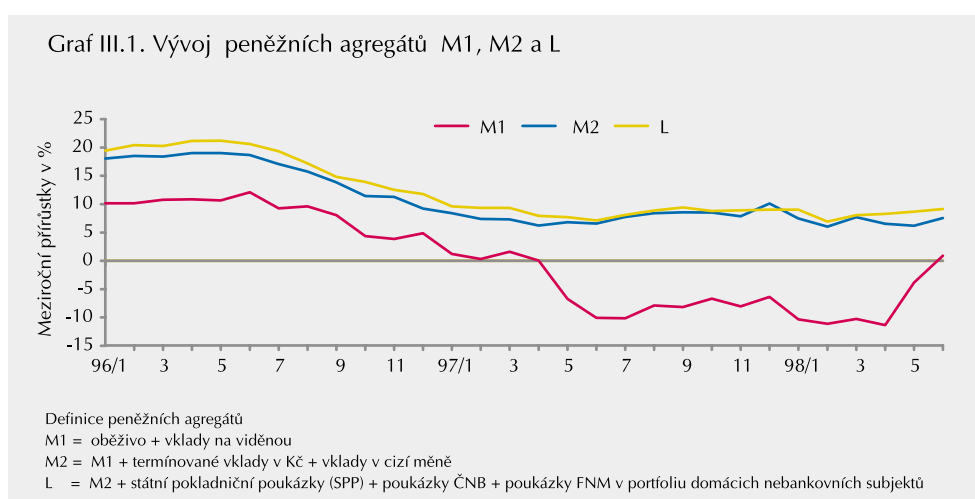
Meziroční růst cen obchodovatelných komodit poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 7,7 % ke konci března na 6,1 % ke konci června 1998. Podíl těchto komodit na čisté inflaci představuje cca 82,5 %. V rámci skupiny cen obchodovatelných komodit poklesla během 2. čtvrtletí výrazně meziroční míra růstu cen potravin (z 8,2 % ke konci března na 6,8 % ke konci června) i ostatních obchodovatelných komodit (ze 7,2 % na 5,3 %).

### III. ZÁKLADNÍ INFLAČNÍ FAKTORY

#### III.1. Měnový vývoj

##### III.1.1. Peněžní agregáty<sup>2/</sup>

Vývoj peněžních agregátů ve 2. čtvrtletí 1998 je charakterizován nadále nízkým růstem, přestože koncem čtvrtletí dochází k urychlování jejich přírůstků. Vývoj množství peněz byl ovlivněn mírným poklesem klientských sazeb jako výraz pokračující stabilizace střednědobého a dlouhodobého segmentu finančního trhu. Meziroční přírůstky peněžních agregátů i nadále zůstávají pod nominálními přírůstky HDP a jejich vývoj tak přispívá k zajišťování inflačního cíle ČNB.



##### Peněžní agregát M2

Množství peněz vyjádřené peněžním agregátem M2 patří k základním měřítkům množství transakčních peněz v české ekonomice. V průběhu 2. čtvrtletí došlo k urychlení přírůstků peněžní zásoby (tabulka III.1, sezónně očištěné a anualizované přírůstky peněžního agregátu M2 za poslední tři měsíce). V meziročním vyjádření se však přírůstek peněžního agregátu v červnu se srovnání s březnem výrazně nezměnil.

Tab. III.1. Přírůstky sezónně očištěného peněžního agregátu M2 (%)

	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
březen 98	2,6	-4,0	3,9	7,7
duben 98	-0,6	3,9	1,8	6,5
květen 98	1,3	13,5	3,5	6,2
červen 98	2,1	11,3	3,4	7,5

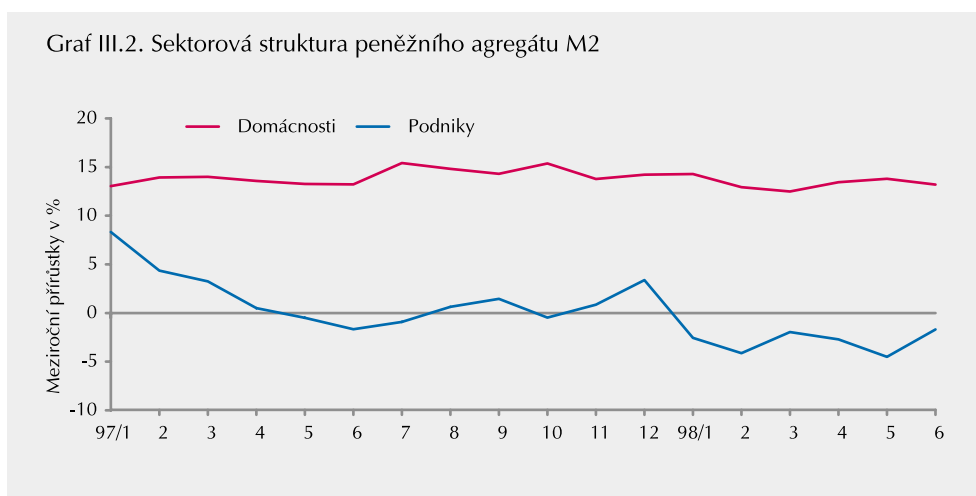
Poznámka: Sezónně očištěno dle odchylek od řady vyhlazené metodou centrovaného klouzavého průměru délky 13.

2/ Údaje o peněžních agregátech za červen 1998 jsou předběžné.

### Sektorová struktura peněžního agregátu M2<sup>3/</sup>

Vývoj sektorové struktury peněžního agregátu M2 ve 2. čtvrtletí 1998 je charakterizován i nadále nízkým přírůstkem finančních aktiv u sektoru podniků (měřeno objemem vkladů a oběživa, graf III.2.). Meziroční změna finančních aktiv podniků se v červnu v porovnání s březnem téměř nezměnila (-2 % v březnu, -1,7 % v červnu). Nadále je velmi nízká (v průběhu roku 1996 dosahovala cca 25 %). Obdobný vývoj dokládá i čistá finanční pozice podniků (tj. hotovost a vklady snížené o přijaté úvěry a emitované cenné papíry), u níž došlo k dalšímu zhoršení (z -715 mld. Kč v březnu na -733 mld. Kč koncem června).

Množství peněz v sektoru domácností ve srovnání s podnikovou sférou roste vyšším tempem a jeho přírůstky jsou stabilnější. Je to dáno stabilnější tvorbou úspor tohoto sektoru v delším časovém horizontu. Meziroční přírůstky vkladů a oběživa domácností se od konce r. 1996 udržují na úrovni cca 14 %. V samotném průběhu 2. čtvrtletí 1998 došlo k růstu finančních aktiv domácností z 12,5 % v březnu na 13,2 % v červnu. Tento vývoj odráží (i přes pokles reálných příjmů domácností) preferenci tvorby úspor před spotřebou, i když na mírně nižší úrovni než v minulosti. Dle posledních údajů dosáhla míra úspor domácností v 1. čtvrtletí 1998 10,5 % ve srovnání se 12,6 % ve stejném období m. r. Stabilitu chování domácností lze doložit i vývojem čisté finanční pozice domácností, která dosahovala v červnu 1998 roční dynamiky 15,1 % oproti 14,1 % v březnu.



### Peněžní agregát L

Meziroční dynamika peněžního agregátu L se zvyšovala v průběhu celého 2. čtvrtletí 1998 (duben 8,3 %, květen 8,7 % a červen 9,1 %). Na peněžní agregát L působily stejné faktory jako na peněžní agregát M2, tj. především zvýšení úvěrové emise v dubnu a květnu. Růst peněžního agregátu L odráží (vzhledem k výši reálných výnosů) preferenci krátkodobých finančních investic podniků před nefinančními.

Tab. III.2. Přírůstky sezónně očištěného peněžního agregátu L (%)

	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
březen 98	2,2	3,0	6,2	8,1
duben 98	0,7	8,9	6,2	8,3
květen 98	1,5	18,7	7,6	8,7
červen 98	0,8	12,3	7,5	9,1

Poznámka: Sezónně očištěno dle odchylek od řady vyhlazené metodou centrovaného klouzavého průměru délky 13.

<sup>3/</sup>V souladu s metodikou Systému národních účtů (SNA) byla sektorová struktura peněz upravena na podniky a domácnosti (v dubnové Zprávě o inflaci bylo použito rozdělení na podniky a obyvatelstvo).

## Peněžní agregát M1

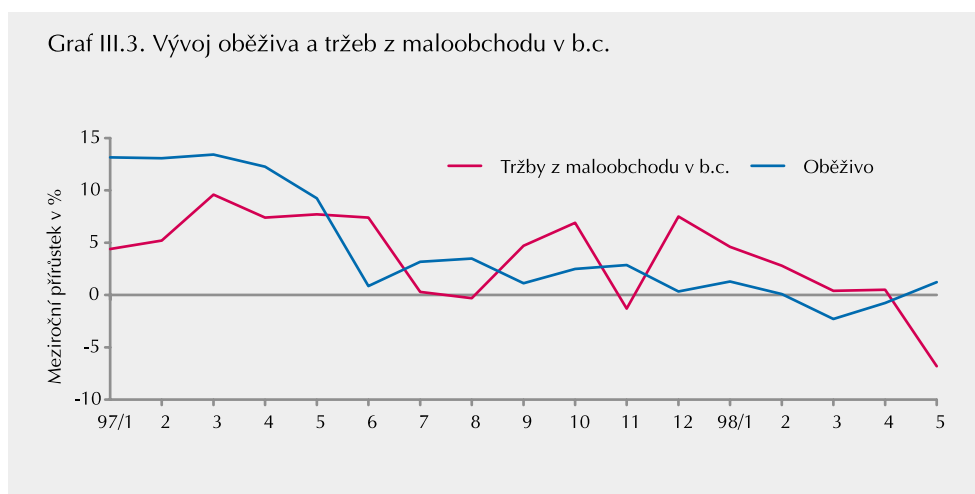
U peněžního agregátu M1 došlo v průběhu 2. čtvrtletí 1998 k zastavení meziročního poklesu. Tento vývoj byl ovlivněn především nízkou základnou v loňském roce, kdy vlivem devalvačních očekávání docházelo k přesunům oběživa a korunových vkladů na viděnou do vkladů cizoměnových. Na zastavení meziročního poklesu peněžního agregátu M1 však rovněž působilo urychlení jeho přírůstku v měsíci květnu, jako odraz úvěrové emise bank. Přesto však přírůstky peněžního agregátu M1 zůstávají i nadále nízké a jsou v souladu s vývojem investiční poptávky podniků.

Tab. III.3. Přírůstky peněžního agregátu M1 (%)

	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
březen 98	-0,4	-12,9	-5,9	-10,3
duben 98	-0,3	-1,5	-8,1	-11,4
květen 98	3,1	2,3	-6,1	-3,8
červen 98	0,7	3,4	-9,9	0,9

Poznámka: Sezónně neочиštěno z důvodu malé významnosti sezónních faktorů.

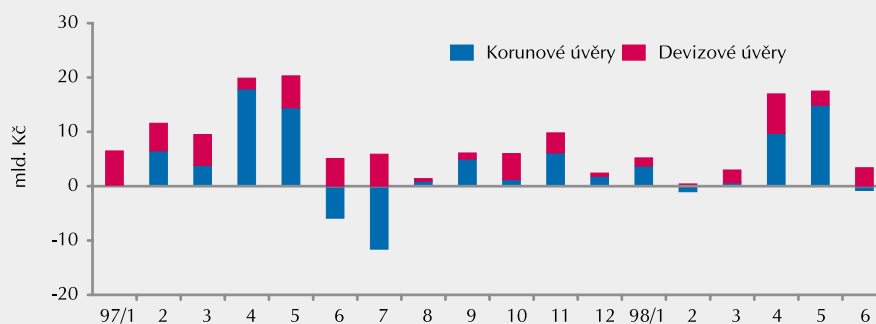
V rámci peněžního agregátu M1 se projevuje stagnace hotovostí, která odpovídá vývoji maloobchodního obrátu vyjádřeného v běžných cenách. Vývoj hotovostí je však částečně rovněž ovlivňován finančními inovacemi na tuzemském bankovním trhu.



### III.1.2. Úvěry poskytnuté podnikům a obyvatelstvu

Oproti vývoji popsanému v minulé zprávě o inflaci dochází ve 2. čtvrtletí 1998 ke zvýšení úvěrové emise. V tomto čtvrtletí vzrostl celkový objem poskytnutých úvěrů o 37 mld. Kč (очиštěno o kurzové vlivy, odpisy úvěrů, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licence). Jednalo se především o nově poskytnuté krátkodobé a střednědobé úvěry. Na přírůstku úvěrů se podílely především korunové úvěry (cca 65 %). Zvýšení úvěrové emise je patrné především v dubnu a květnu.

Graf III.4. Vývoj meziměsíčních přírůstků korunových a devizových úvěrů



Poznámka: Očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky bez licence

Nárůst dynamiky úvěrové emise v průběhu 2. čtvrtletí 1998 je zřejmý rovněž ze sezónně očištěných úvěrů, a to jak za poslední měsíc, tři měsíce i za šest měsíců. Zvýšení úvěrové emise odráží dočasně zvýšenou potřebu finančních zdrojů u podnikového sektoru v souvislosti s financováním vybraných provozních potřeb.

Tab.III.4. Přírůstky sezónně očištěných celkových úvěrů (%)

	přírůstek úvěrů za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
březen 98	0,0	1,0	2,4	6,4
duben 98	1,2	1,2	3,2	6,0
květen 98	1,1	2,3	3,6	5,7
červen 98	0,5	2,9	3,9	6,0

Poznámka: Očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků, banky po odebrání licence a sezónní vlivy. Sezónně očištěno dle odchylek od řady vyhlazené metodou centrovaného klouzavého průměru délky 13.

Z hlediska sektorové struktury celkových úvěrů poskytovaly banky úvěrové zdroje i nadále především podnikatelskému sektoru, jehož podíl činil cca 90 %. Rovněž podíl domácností se významněji nezměnil (9,6%). Z hlediska časové struktury nově poskytnutých úvěrů rozhodující část (83 %) byla tvořena krátkodobými úvěry.

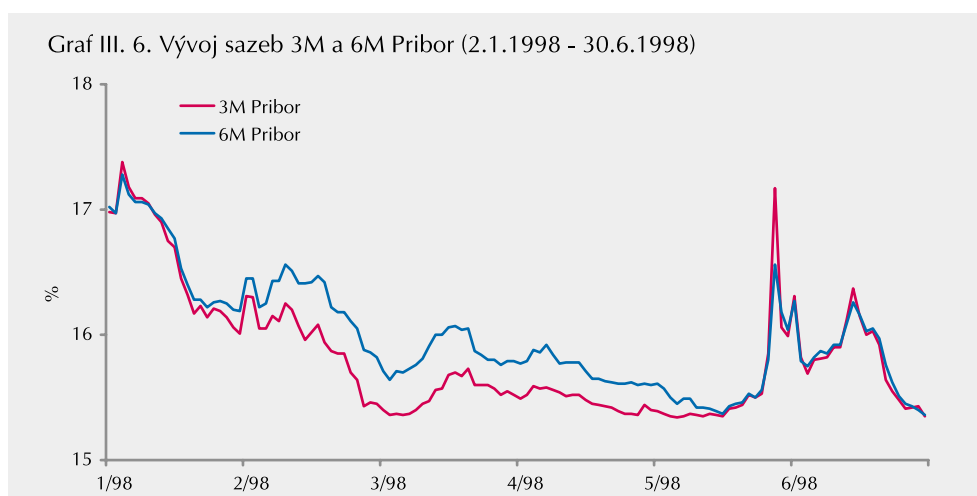
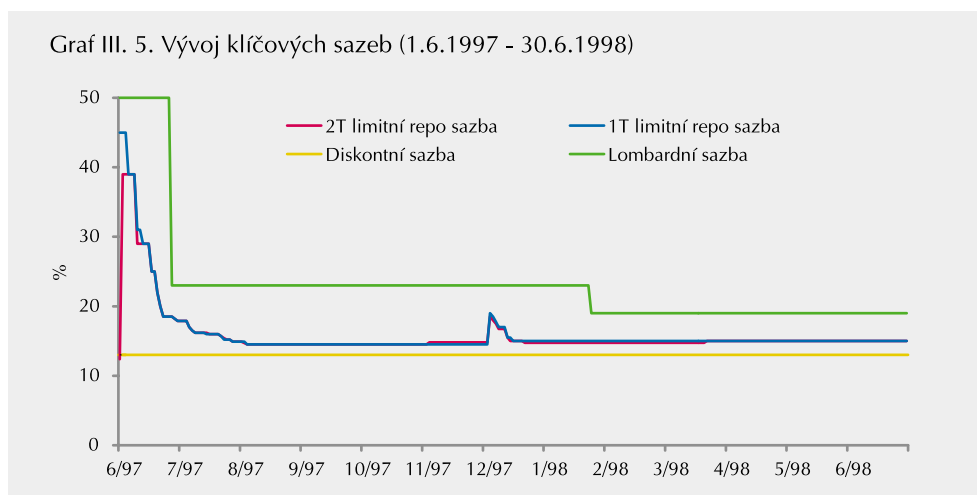
Podíl provozních úvěrů na celkových úvěrech se ve 2. čtvrtletí zvýšil o cca 1 procentní bod (z 52,7 % v březnu na 53,8 % v červnu). Podíl investičních úvěrů na celkových úvěrech však poklesl z 32,1 na 30,4 %.

### III.1.3. Úrokové sazby

Pro vývoj úrokových sazeb ve 2. čtvrtletí 1998 je charakteristické dočasné přerušení trendu pozvolného poklesu krátkodobých úrokových sazeb, který byl typický pro vývoj v 1. čtvrtletí. Tento vývoj probíhal při nezměněné úrovni základních úrokových sazeb ČNB a byl ovlivněn situací na ruském finančním trhu a nejistotou v předvolebním období v ČR. Zvýšení krátkodobých úrokových sazeb se dočasně přeneslo rovněž do vývoje sazeb dlouhodobých. Průměrná hladina krátkodobých úrokových sazeb v červnu ve srovnání s březnem se tak mírně zvýšila (do 3M PRIBOR), u dlouhodobých sazeb dále mírně poklesla. Tento vývoj i přes dočasné zvýšení krátkodobých sazeb dokládá příznivá očekávání na pokles inflace. Uvedený vývoj se promítl rovněž do primárních klientských sazeb z nově poskytovaných úvěrů, které v červnu ve srovnání s březnem mírně poklesly.

### III.1.3.1. Krátkodobé úrokové sazby

Vývoj úrokových sazeb byl ve 2. čtvrtletí 1998 do 18. května charakterizován pozvolným poklesem navazujícím na pokles v 1. čtvrtletí. V polovině května dosáhly tyto sazby nejnižší úrovně od počátku roku 1998. Plynulý pokles krátkodobých úrokových sazeb byl od poslední dekády května vystřídán výraznou volatilitou spojenou s přechodným vzestupem celkové hladiny krátkodobých úrokových sazeb. V závěru 2. čtvrtletí 1998 krátkodobé úrokové sazby prudce klesly a vrátily se na úroveň před květnovým vzestupem. Tento vývoj probíhal při nezměněné úrovni základních úrokových sazeb ČNB.



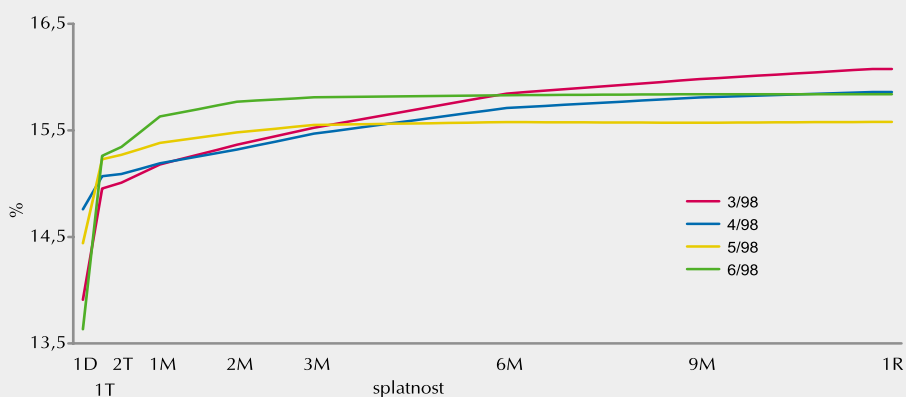
Dynamický vývoj krátkodobých úrokových sazeb ovlivnil polohu a sklon celé výnosové křivky úrokových sazeb PRIBOR (graf III.7.). Úrokové sazby na kratším konci výnosové křivky se při stabilitě limitní sazby ČNB pro 2T repo operace na úrovni 15 % po celé období pozvolna zvyšovaly, jak ukazuje vývoj úrokové sazby 1T PRIBOR. Její průměrná měsíční výše postupně vzrostla ze 14,95 % v březnu 1998 na 15,26 % v červnu. Obdobný vývoj byl zaznamenán na středním a delším konci výnosové křivky, kde v květnu došlo k přerušení trendu k poklesu. Mírně se rovněž zvýšil spread OFFER/BID jako výraz dočasné nestability na peněžním trhu v důsledku krizových projevů na ruském finančním trhu a nejistoty v předvolebním období v tuzemsku.

Úrokové sazby na kratším konci se tak v červnu dostaly nad březnovou úroveň. Středně a dlouhodobější sazby PRIBOR však dále ve srovnání s březnem poklesly, což naznačuje pokračující stabilizaci finančního trhu a přetrvávání pozitivních inflačních očekávání.

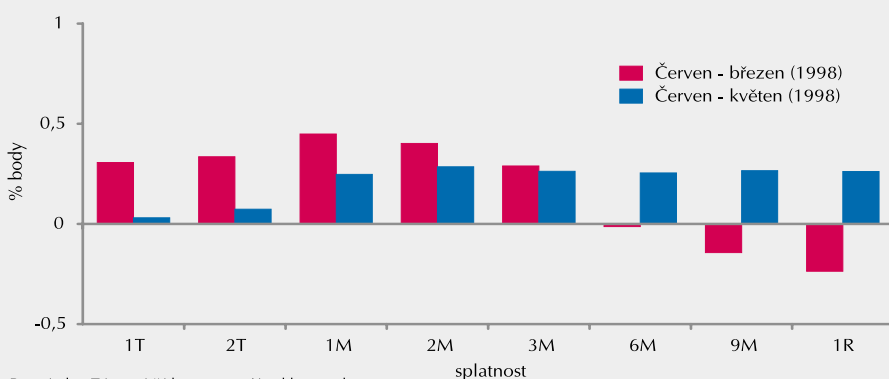
Po odeznění dočasných nepříznivých faktorů se tak na konci června situace na finančním trhu uklidňuje a dochází k prudkému poklesu úrokových sazeb na úroveň z poloviny května.



Graf III. 7. a) Výnosová křivka sazeb PRIBOR



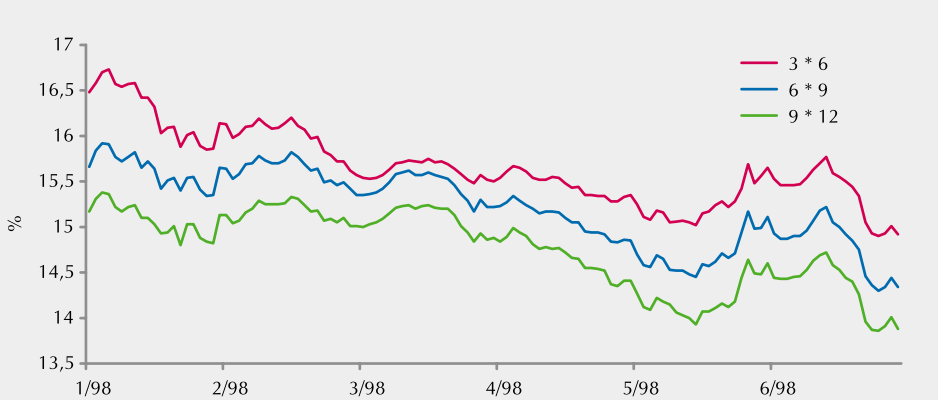
Graf III. 7. b) Změny průměrných stavů sazeb PRIBOR



Poznámka: Záporná čísla znamenají pokles sazeb

Vývoj úrokových sazeb FRA<sup>4/</sup> odrážel vývoj úrokových sazeb PRIBOR. Během 1. čtvrtletí byla patrná tendence k jejich poklesu (s výjimkou několika korekcí), která se od počátku dubna ještě více zvýraznila. Přibližně v polovině května dosáhly sazby na FRA minima, další pokles byl přerušen v reakci na události spojené s krizí na finančním trhu v Rusku i na předvolební nejistotu na tuzemském finančním trhu. Zvýšená volatilita úrokových sazeb PRIBOR v červnu se odrazila i do sazeb FRA. Po odeznění výkyvů ke konci června se sazby FRA vrátily k sestupnému trendu. Úroveň úrokových sazeb na FRA koncem června ve srovnání s březnem dokládá posilování desinflačních očekávání (u sazby 3M je očekáván pokles o 0,4 bodu v horizontu 3 měsíců, u sazby 12 M pokles o 2,3 bodu v horizontu 1 roku).

Graf III. 8. Vývoj 3M FRA (offer, 2.1.1998 - 30.6.1998)

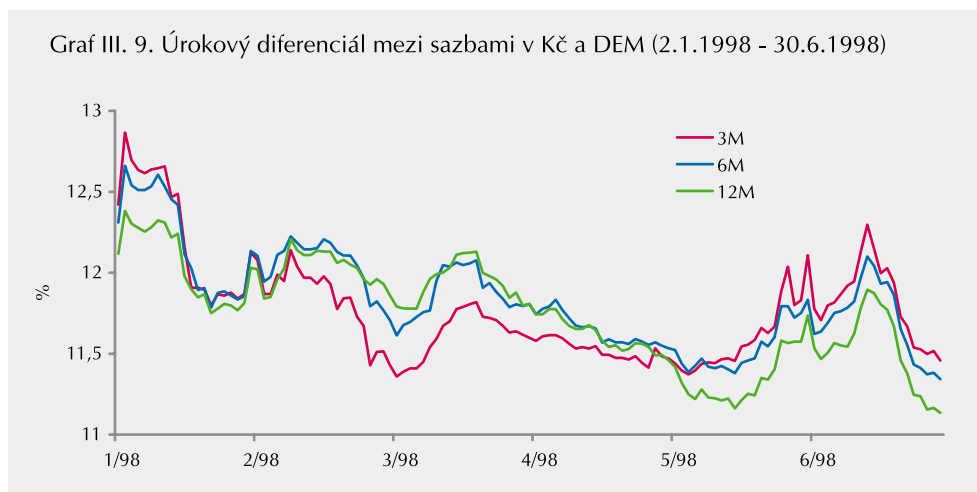


4/ FRA = forward rate agreements = dohody o budoucích úrokových sazbách.

Trh krátkodobých dluhopisů (SPP) byl rovněž pod vlivem vývoje úrokových sazeb PRIBOR. Výnosová křivka SPP (v části 3M až 12M) se vyvíjela v souladu se sazbami na mezibankovním trhu depozit. Její vypovídací schopnost je však omezená vzhledem k nízké likviditě trhu, navíc její krátký konec je zkreslován odlišným přístupem kótujících bank k daňové arbitráži. Přesto obraty na trhu krátkodobých dluhopisů vykazují v dlouhodobém pohledu trvale narůstající tendenci. V dubnu, květnu i červnu měsíční objemy obrátů značně překročily hodnoty jednotlivých měsíců předchozího čtvrtletí, pohybovaly se na úrovni 470 až 500 mld. Kč. Nadále výrazně převažují přímé obchody (85 až 90 %) nad repo obchody.

V průběhu 2. čtvrtletí 1998 se na primárním trhu uskutečnilo celkem 10 aukcí SPP se splatnostmi 1M až 9M. Vzhledem k převisu poptávky u všech aukcí se výsledné hrubé výnosy pohybovaly pod limitními výnosy, a to v rozpětí 15,0 % až 15,7 % v závislosti na době splatnosti a aktuální situaci na trhu.

Úrokový diferenciál (PRIBID CZK - LIBOR DEM) ve 2. čtvrtletí 1998 při stabilitě zahraničních úrokových sazeb odrážel vývoj úrokových sazeb na tuzemském trhu mezibankovních depozit. V souladu s vývojem těchto úrokových sazeb přetrvávala u úrokového diferenciálu cca až do poloviny května 1998 mírná, ale stabilní tendence k poklesu. Pod vlivem fluktuací na tuzemském trhu byl tento pokles přechodně vystřídán prudkým kolísavým vzestupem, během něhož úrokový diferenciál dosáhl 15. 6. 1998 svého čtvrtletního maxima (3M 12,3 %, 1R 11,9 %). S uklidněním situace došlo na konci června k poklesu úrokového diferenciálu, u sazby 3M až na 11,5 %, u úrokových sazeb na depozita s delší dobou splatnosti dokonce na nejnižší úroveň v tomto čtvrtletí (1R 11,1 %). Tento pokles se nepromítl do vývoje kurzu Kč, který koncem června aprecioval.

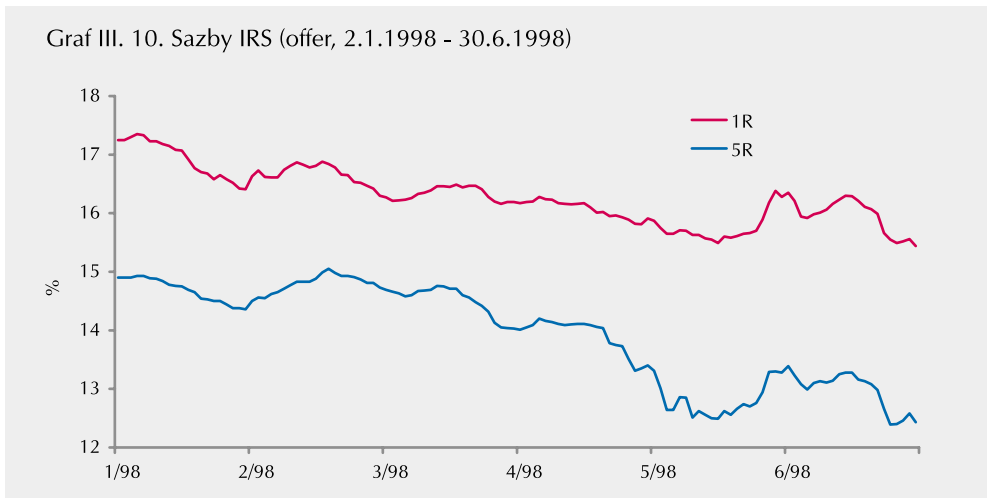


### III.1.3.2. Dlouhodobé úrokové sazby

Pro vývoj dlouhodobých sazeb ve 2. čtvrtletí 1998 vyjádřených kotacemi na IRS<sup>5/</sup> byl charakteristický jejich pokles, který se zvyraznil v dubnu a počátkem května. V tomto období byla politická situace relativně stabilizovaná a zveřejňované ekonomické ukazatele poměrně příznivé. Tyto dva faktory jsou rozhodující pro očekávání investorů a tím i pro vývoj sazeb. Tendence k dalšímu snižování sazeb byla dočasně narušena na přelomu května a června, kdy se podobně jako v případě krátkodobých sazeb projevil vliv finanční krize v Rusku. Přesto si dlouhodobé úrokové sazby na rozdíl od krátkodobých sazeb zachovaly zřetelný trend k poklesu, který dokládá pokračující stabilizaci a desinflační očekávání subjektů na finančním trhu.

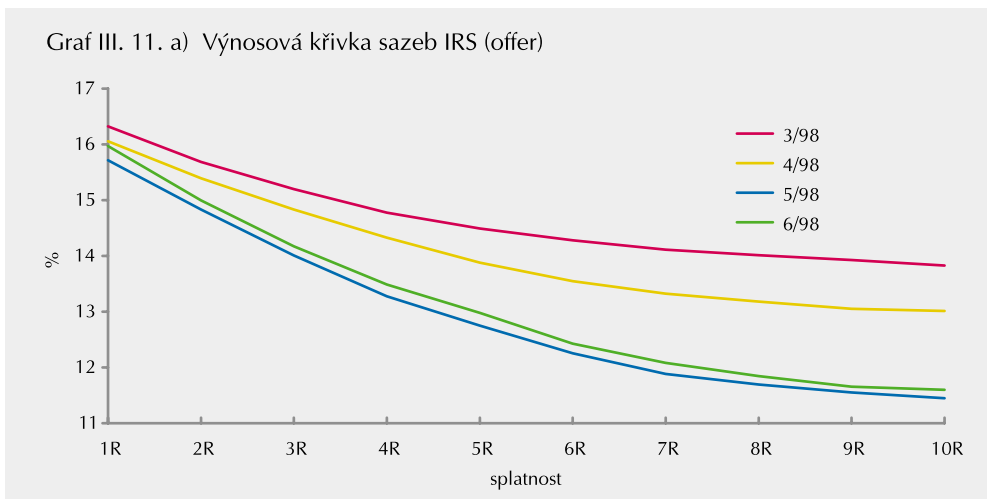
5/ Sazby IRS = sazby na interest rate swaps = sazby na úrokový derivát založený na výměně pevné úrokové sazby za pohyblivou.

Graf III. 10. Sazby IRS (offer, 2.1.1998 - 30.6.1998)

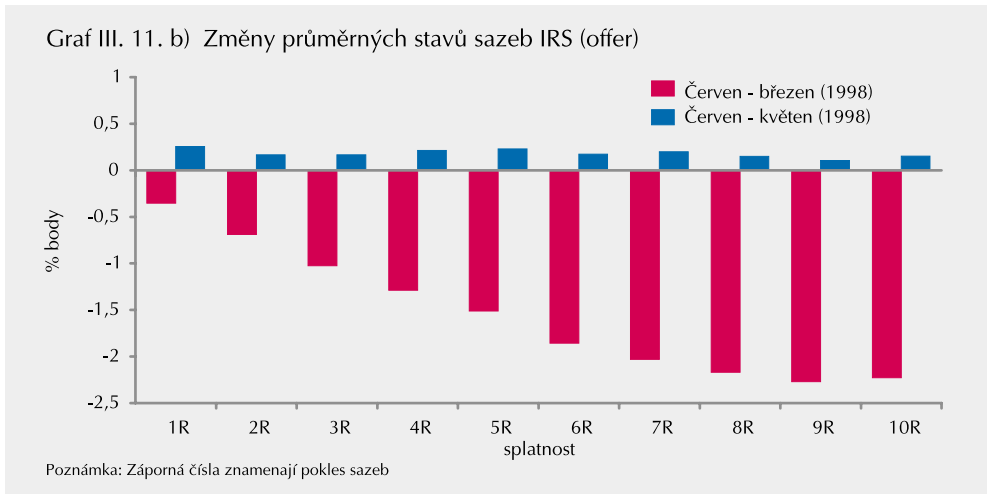


Výnosová křivka sazeb IRS se postupně posunovala na nižší výnosovou hladinu a zároveň se zásluhou rychlejšího poklesu sazeb s delší splatností zvýraznil její inverzní sklon. Projevila se tak ve větší míře dlouhodobější desinflační očekávání. V průběhu 2. čtvrtletí 1998 sazby IRS se splatností 1R klesly o 0,4 procentních bodů, se splatností 5R o 1,5 procentních bodů, se splatností 10R o 2,2 procentních bodů.

Graf III. 11. a) Výnosová křivka sazeb IRS (offer)



Graf III. 11. b) Změny průměrných stavů sazeb IRS (offer)



Poznámka: Záporná čísla znamenají pokles sazeb

Podobný vývoj byl zaznamenán také v případě polohy a sklonu výnosových křivek státních a firemních dluhopisů. Na primárním trhu státních dluhopisů byla podle emisního kalendáře ve 2. čtvrtletí 1998 emitována 1 emise (objem 5 mld. Kč, splatnost 2R, hrubý výnos 14,75 %). V případě firemních dluhopisů se také jednalo o 1 emisi v objemu 6 mld. Kč, navíc byly vydány tři emise hypotečních zástavních listů v objemu 1,7 mld. Kč. Malá četnost nových emisí dokládá nižší relevanci tohoto segmentu kapitálového trhu.

### III.1.3.3. Klientské úrokové sazby

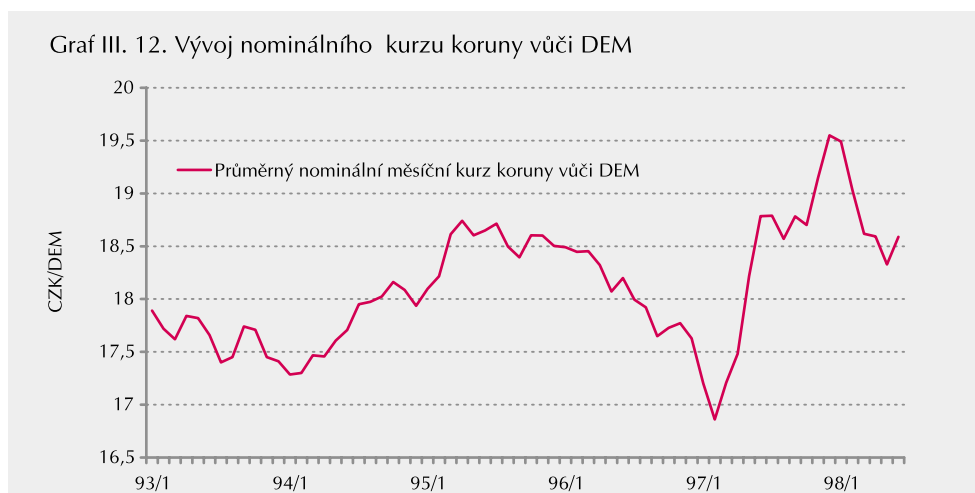
Do vývoje klientských úrokových sazeb na nově poskytované úvěry se ve 2. čtvrtletí 1998 promítal vývoj úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit. Tendence k poklesu byla sice ke konci května a v první polovině června přerušena, avšak již v poslední dekádě června začaly banky své referenční sazby v souladu s desinflačními očekáváními snižovat. Úrokové sazby na nově poskytované úvěry v červnu ve srovnání s březnem tak mírně poklesly (16,1 % v březnu, 16,0 % v červnu).

Průměrné nominální klientské úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry, které se v dubnu (16,3 %) jen nepatrně lišily od úrovně března (16,2 %), v květnu pod vlivem poklesu úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit poklesly na úroveň 15,8 %. V červnu se však zvýšily zpět na 16 %. Vývoj nominálních úrokových sazeb na nově poskytované krátkodobé úvěry se odrazil i do vývoje reálných úrokových sazeb<sup>6/</sup>, které v květnu ve vyjádření CPI poklesly z 3,2 % na 2,8 % a z 10,1 % na 9,6 % ve vyjádření PPI. V červnu však naopak v souvislosti s poklesem meziroční inflace reálné úrokové sazby vzrostly na 4 % ve vyjádření CPI a 10,4 % ve vyjádření PPI. Z hlediska čtvrtletního průměru (3,3 % ve vyjádření CPI, 10,0 % ve vyjádření PPI) se reálné úrokové sazby dostaly nad úroveň 1. čtvrtletí (2,6 %, resp. 9,5 %).

Průměrné nominální úrokové sazby na krátkodobé termínované vklady se ve srovnání s březnem zvýšily pouze nepatrně (11,9 % v březnu, 12,0 % v červnu). Reálné úrokové sazby na vklady se však vlivem poklesu meziroční inflace zvýšily (- 1,5 % v březnu, 0 % v červnu).

### III.1.4. Devizový kurz

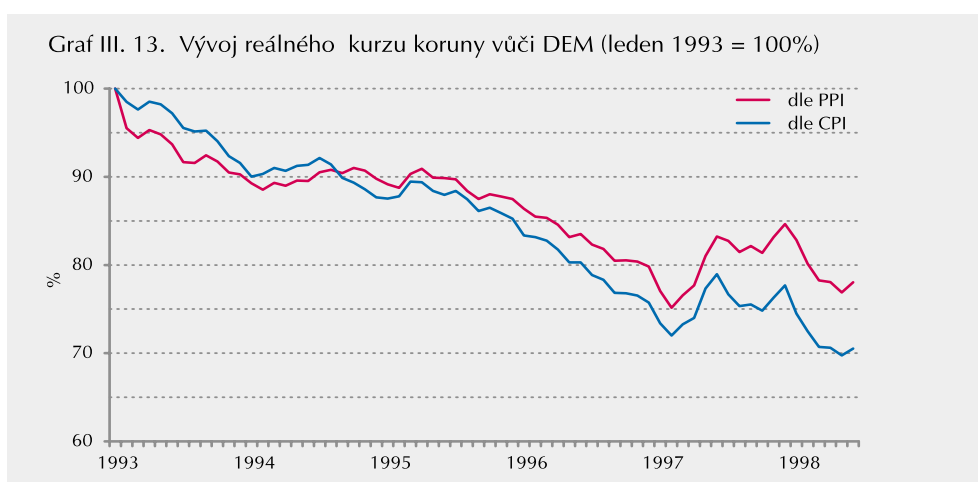
Vývoj nominálního kurzu ve 2. čtvrtletí 1998 působí stabilizačně na vývoj inflace v ČR. Potvrzení příznivého trendu u základních makroekonomických veličin (vývoj inflace, měnových agregátů, obchodní bilance, domácí poptávky) je faktorem, který ovlivnil stabilizaci průměrného měsíčního nominálního kurzu na hladině 18,50 CZK za DEM ve sledovaném období. Na straně druhé přitažlivost úrokového diferenciálu pro zahraniční kapitál byla občas narušena nejistotou ve vývoji na zahraničních finančních trzích, především v důsledku vývoje v Rusku.



6/ Reálná úroková sazba = nominální sazba - skutečný index CPI a PPI v příslušném měsíci.

Zhodnocování průměrného měsíčního nominálního kurzu koruny vůči německé marce, které bylo charakteristické pro první tři měsíce t. r., se ve druhém čtvrtletí zastavilo. Po stagnaci nominálního kurzu v dubnu (v průměru na úrovni 18,60 CZK za DEM) následovalo jeho zhodnocení v květnu (na průměrnou úroveň 18,30 CZK za DEM), které bylo vystřídáno znehodnocením v červnu (opět na průměrných 18,60 CZK za DEM). Popsaný vývoj se liší od vývoje v prvním čtvrtletí t. r., v jehož průběhu došlo průběžně k posílení o téměř 1 korunu za DEM. Toto posílení bylo vyvoláno odezněním příčin, které způsobily znehodnocení kurzu v posledních měsících r. 1997. Rozhodující příčinou oslabení kurzu koncem minulého roku byla kombinace vládní krize v ČR a zvýšení nejistoty na zahraničních finančních trzích v důsledku vývoje v regionu jihovýchodní Asie a Rusku.

Vývoj reálného kurzu koruny vůči německé marce (k výpočtu reálného kurzu jsou k deflování nominálního kurzu využity jak indexy spotřebitelských cen, tak indexy cen průmyslových výrobců obou zemí) ve sledovaném období v podstatě kopíruje vývoj nominálního kurzu, který je vzhledem k malým pohybům v obou cenových okruzích v daných zemích v dubnu až červnu t. r. rozhodující. I pro reálný kurz je pro druhé čtvrtletí čitelné zastavení zhodnocování kurzu, které bylo příznačné pro první čtvrtletí t. r. Úroveň reálného kurzu z posledních měsíců dosahuje hladiny z počátku minulého roku.



### III.1.5. Kapitálové toky

V době zpracování Inflační zprávy nebyly kompletní údaje o platební bilanci za 2. čtvrtletí t. r. k dispozici. Proto se pro hodnocení vývoje vychází z údajů za 1. čtvrtletí. Finanční účet platební bilance skončil za 1. čtvrtletí 1998 aktivem ve výši 24,1 mld. Kč (0,7 mld. USD). Ve srovnání s uplynulými lety je v jeho rámci patrný odliv ostatních dlouhodobých investic (vyšší splácení v minulosti čerpaných úvěrů než čerpání nových úvěrů) a naopak urychlení přílivu kapitálu v rámci ostatních krátkodobých investic. V sektoru obchodních bank došlo k poklesu krátkodobých bankovních aktiv vůči nerezidentům v rozsahu 60,3 mld. Kč, která byla použita k úhradě splatných krátkodobých závazků, dluhové služby z dříve přijatých finančních úvěrů a vyrovnání závazků z podrozvahových spotových a termínových operací. Čistý příliv kapitálu v rámci zahraničních přímých investic dosáhl v 1. čtvrtletí 1998 7,8 mld. Kč (0,2 mld. USD), což je srovnatelné se stejným obdobím minulého roku. Této výše bylo ovšem dosaženo díky prodeji státního podílu v Investiční a poštovní bance, jehož hodnota představovala téměř 75 % celkového přílivu.

Tab. III.5. Pohyb salda finančního účtu a změny devizových rezerv (v mld. Kč)

	1. čtvrtletí					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Finanční účet	13,5	19,2	43,0	2,2	22,1	24,1
- přímé investice	8,4	-0,4	3,0	8,1	7,9	7,8
- portfoliové investice	-0,1	7,2	0,8	-3,5	-5,6	-0,5
- ostatní dlouhodobé investice	1,5	7,3	14,0	12,2	11,1	-12,1
- ostatní krátkodobé investice	3,7	5,1	25,2	-14,6	8,7	28,9
Změna devizových rezerv ČNB (podle plateb.bilance, nárůst -)	-12,2	-20,8	-39,7	13,2	1,1	-30,0

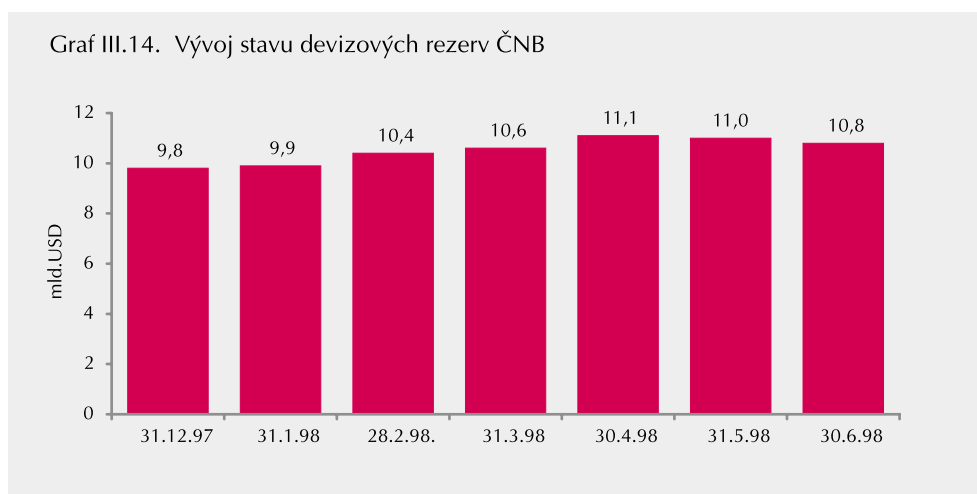
Portfoliové investice vykázaly velmi mírný odliv zdrojů do zahraničí, a to ve výši 0,5 mld. Kč (14 mil. USD). Zahraniční investice do tuzemských cenných papírů dosáhly 3,4 mld. Kč. Investice rezidentů do zahraničních cenných papírů však byly vyšší a činily 3,9 mld. Kč. Celkové dosud realizované zahraniční investice do tuzemských cenných papírů na domácím kapitálovém trhu ke konci března dosáhly 131,8 mld. Kč (3,9 mld. USD). Stav zahraničních investic do tuzemských cenných papírů denominovaných v cizích měnách činil ke stejnému datu 1,0 mld. USD (35,2 mld. Kč).

V ostatních dlouhodobých investicích splátky dřívějších přijatých bankovních vkladů a úvěrů převýšily nově přijaté úložky i čerpání nových úvěrů, čímž došlo k odlivu dlouhodobého kapitálu (ve výši 12,1 mld. Kč, tj. 0,3 mld. USD).

Odliv dlouhodobého kapitálu se příznivě projevil ve vývoji zahraniční zadluženosti státu. K 31. 3. t. r. byl vykázán zahraniční dluh ve výši 690,6 mld. Kč tj. 20,5 mld. USD, což představuje pokles o 58,2 mld. Kč proti konci roku 1997. Poměr zahraničního dluhu k ročnímu HDP činil 40,9 %.

Přírůstek devizových rezerv ČNB za 1. čtvrtletí t. r. dosáhl 30 mld. Kč (po vyloučení kurzových rozdílů), a to především vlivem intervencí ČNB na mezibankovním devizovém trhu. Devizové rezervy ke konci března dosáhly výše 357,7 mld. Kč (10,6 mld. USD) a postačovaly ke krytí 3,9 měsíčního dovozu zboží a služeb.

Ve 2. čtvrtletí vzrostly devizové rezervy ČNB o cca 12 mld. korun (po vyloučení kurzových pohybů) především operacemi na mezibankovním devizovém trhu. Devizové rezervy ČNB k 30. 6. 1998 činily v ekvivalentu USD cca 10,8 mld.



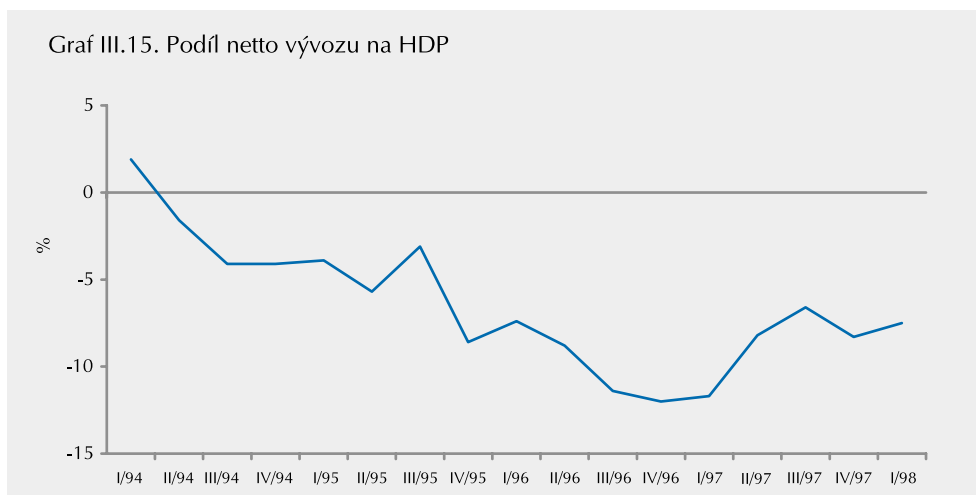
## III.2. Poptávka a nabídka

### III.2.1. Vztah poptávky a nabídky

V průběhu 1. čtvrtletí 1998<sup>7/</sup> pokračovalo snižování nerovnováhy mezi domácí poptávkou a nabídkou, které se ve vývoji ekonomiky projevovalo již v průběhu roku 1997. Absolutní snížení rozsahu vnější nerovnováhy, měřené zápornou hodnotou tzv. netto vývozu (tj. salda vývozu a dovozu zboží a služeb) dosáhlo 11,9 mld. Kč. Podíl tohoto salda na hrubém domácím produktu se snížil o 4,1 procentního bodu na 7,5 % ve srovnání s 1. čtvrtletím předchozího roku.

<sup>7/</sup> Poslední známá data statistiky HDP a poptávky k 31.7.1998 jsou za 1. čtvrtletí 1998.

K poklesu vnější nerovnováhy přispěly především vlivy na straně domácí poptávky, zejména měnová a fiskální restrikce, která se odrazila ve vývoji všech základních složek domácí poptávky a návazně i ve vývoji dovozů (především spotřebních). Pokles celkové i konečné domácí poptávky nebyl vyrovnán odpovídajícím růstem vnější poptávky, což vedlo k poklesu tvorby hrubého domácího produktu. Meziroční růst agregátní poptávky dosáhl 6,8 %.



Tab.III.6. Meziroční míra růstu reálné nabídky a poptávky (v %)

UKAZATEL	SKUTEČNOST							
	1995	1996	1997	I/1997	II/1997	III/1997	IV/1997	I/1998
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	6,4	3,9	1,0	1,2	0,5	-0,1	2,2	-0,9
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (domácí poptávka a vývoz)	11,9	7,4	3,3	3,8	4,1	0,9	4,4	6,8
DOMÁCÍ POPTÁVKA (včetně změny stavu zásob)	9,8	8,5	-0,4	5,2	0,0	-4,4	-1,2	-4,5
v tom:								
Spotřeba domácností	6,9	7,0	1,6	4,0	5,7	-2,2	-0,3	-1,6
Spotřeba vlády	-1,6	4,3	-1,8	1,1	-3,9	-3,2	-1,1	-2,7
Tvorba fixního kapitálu	21,0	8,7	-4,9	-0,6	-8,5	-9,5	-0,9	-2,5
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	16,1	5,4	10,2	1,3	11,7	11,3	15,5	27,8
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	22,0	12,9	6,7	7,5	9,4	2,4	7,7	17,3

### III.2.2. Domácí poptávka

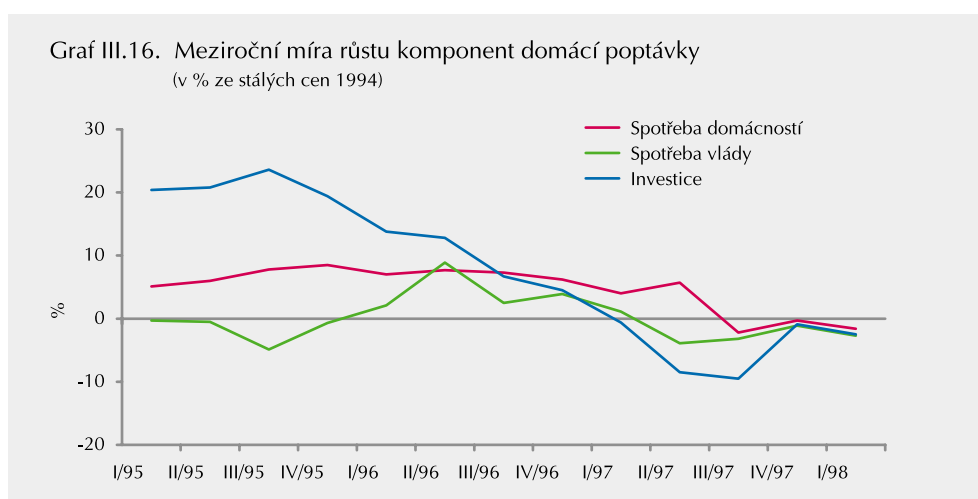
Pro 1. čtvrtletí 1998 byl charakteristický pokračující pokles všech složek celkové domácí poptávky (včetně zásob), která meziročně poklesla o 4,5 %. Meziroční pokles konečné domácí poptávky (po vyloučení vlivu změn zásob) byl mírnější a dosáhl hodnoty - 2,1 %.

Pokles domácí poptávky byl výslednicí řady faktorů. Za nejvýznamnější lze považovat:

- restriktivní měnovou politiku (vliv stávající úrovně úrokových sazeb, zejména na vývoj nově poskytovaných úvěrů);
- fiskální restrikci, která se projevila v omezení vládní poptávky a investic;
- pokračující obezřetnější přístup obchodních bank k úvěrování podnikového sektoru s ohledem na dosaženou úroveň problematických úvěrů a zvýšený zájem o investice do státních cenných papírů, zajišťující vyšší výnosy a nižší riziko než reálné investování;

- omezení růstu mezd v institucích řízených vládou, zpomalení růstu mezd v podnikatelské sféře v důsledku zhoršujících se finančních výsledků podniků a u části podnikové sféry i v důsledku postupující restrukturalizace;
- celkový pokles spotřeby vlády;
- změny vlastnických vztahů, nepříznivou finanční situaci a rostoucí tlaky na zvýšení konkurenceschopnosti v podnikovém sektoru iniciující růst nezaměstnanosti a snížení dynamiky růstu mezd v tomto sektoru;
- slabé expektace budoucího ekonomického růstu.

Při rozdílné míře poklesu jednotlivých složek domácí poptávky byl v důsledku rozdílného podílu na konečné domácí poptávce jejich vliv na její absolutní meziroční pokles zhruba stejný a pohyboval se v rozmezí 2,1 - 2,4 mld. Kč.



### III.2.2.1. Spotřeba domácností

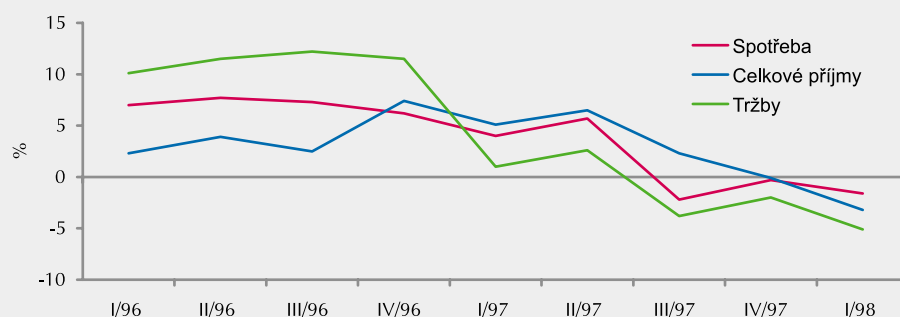
Trend k poklesu spotřeby domácností, projevující se od druhé poloviny roku 1997, pokračoval i v prvním čtvrtletí roku 1998. Zatímco ještě v 1. pololetí 1997 reálná spotřeba domácností meziročně vzrostla o 4,9 %, ve druhém pololetí již absolutně klesala (meziročně ve druhé polovině roku o 4,2 mld. Kč). V prvním čtvrtletí 1998 meziroční pokles pokračoval a dosáhl 1,6 %.

Pokles spotřeby domácností byl důsledkem meziročního poklesu reálných disponibilních příjmů domácností, který vyplynul ze souběhu snížení míry růstu nominálních příjmů domácností a zrychlení růstu spotřebitelských cen v roce 1997 i v 1. čtvrtletí 1998. Zrychlení cenového vývoje se dotklo zejména váhově významných výdajových položek domácností (úpravy regulovaných cen tepla, nájemného, elektřiny aj.). K poklesu spotřeby dále přispěla i mírně rostoucí míra úspor v roce 1997, zřejmě motivovaná rostoucí nejistotou z budoucího vývoje na trhu práce při zvyšující se míře nezaměstnanosti (tvorba peněžních rezerv). Pokles míry úspor v 1. čtvrtletí 1998 však signalizoval, že při pokračujícím snižování míry růstu nominálních příjmů a růstu inflace se prostor pro růst tvorby peněžních rezerv zmenšil (podle propočtu ČSÚ se míra úspor domácností snížila proti roku 1997 o 2,5 procentního bodu, proti 1. čtvrtletí 1997 pokles dosáhl 2,1 bodu).

Analýzy spotřebního chování domácností ukazují, že souvislost mezi vývojem disponibilních příjmů domácností a spotřebou je v české ekonomice poměrně velmi těsná. Postupné snižování meziročního tempa růstu spotřeby domácností a posléze její absolutní pokles v důsledku klesajících reálných příjmů, zejména příjmů z mezd, názorně dokumentuje



Graf III.17. Vývoj spotřeby, disponibilních peněžních příjmů domácností a tržeb v maloobchodě (meziroční míra růstu v % ze stálých cen)

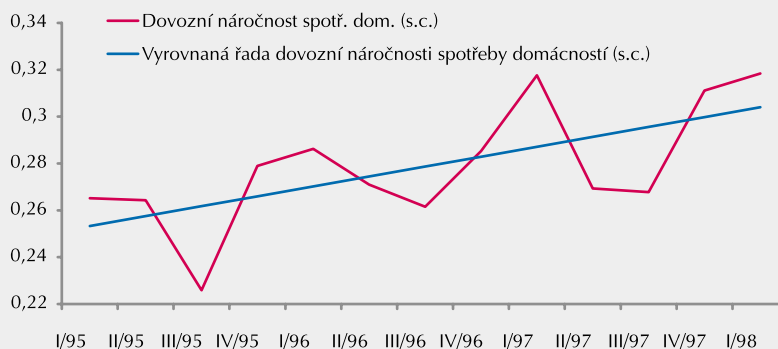


Pokles koupěschopné poptávky domácností naznačují i změny ve struktuře prodejů v maloobchodní síti, projevující se poklesem prodeje automobilů a předmětů dlouhodobé spotřeby. Rovněž výraznější pokles tržeb téměř všech druhů služeb poskytovaných domácnostem (zejména tzv. služeb osobní povahy) svědčí o snižujících se nákupních možnostech domácností.

Postupný pokles spotřebitelské poptávky přispěl:

- k oslabení poptávkových inflačních tlaků v ekonomice;
- k výraznému snížení záporného salda vývozu a dovozu zboží a služeb. Pozitivní vliv uplatňovaných měnových a fiskálních restriktivních opatření na snížení mezery mezi domácí poptávkou a nabídkou domácností byl však do určité míry oslabován rostoucím podílem dovozu spotřebního zboží na spotřebě domácností (Graf III.18.).

Graf III.18. Dovozní náročnost spotřeby domácností (dovoz spotřebního zboží/spotřeba domácností)



### III.2.2.2. Investice

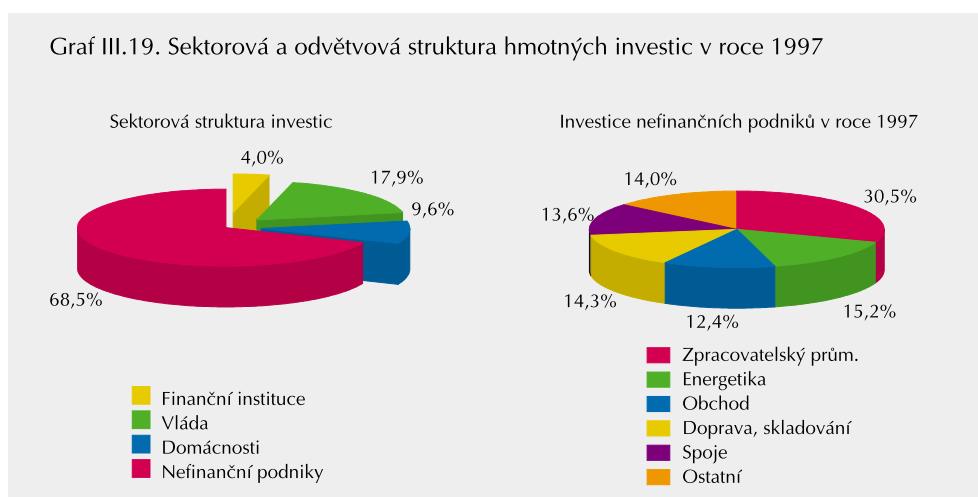
Po výrazném meziročním poklesu v roce 1997 (meziročně o 4,9 %), který kulminoval ve 3. čtvrtletí 1997, dosáhl meziroční pokles hrubé tvorby fixního kapitálu v 1. čtvrtletí 1998 2,5 %. Míra investic přesto zůstala vysoko nad úrovní průmyslově vyspělých zemí OECD (28,6 % ve stálých cenách).

Hlubšímu poklesu investiční poptávky v 1. čtvrtletí 1998 zabránil především sektor vlády (meziroční nárůst o 4,4 %), který se v tomto období stal nejrychleji rostoucím segmentem celkové poptávky po investicích. Svou roli zde zejména sehrála výjimečně nízká srovnávací základna předchozích dvou let a aktivity související s likvidací následků povodní z roku 1997. Vzhledem ke skutečnosti, že kapitálové

výdaje veřejného sektoru (i nominálně) meziročně poklesly, lze usuzovat, že se do hodnoty vládních investic mohly částečně promítnout opožděné fakturace investičních prací a dodávek ještě z předchozího období.

Sektor nefinančních podniků přispěl v 1. čtvrtletí 1998 ke zmírnění poklesu poptávky po investicích meziročním růstem o 1,7 %. Při stávající úrovni úrokových sazeb z investičních úvěrů na úrovni cca 16 % a relativně nízké rentabilitě podniků, zvýšené obezřetnosti obchodních bank a malé ochotě poskytovat dlouhodobé investiční úvěry a vyšší výnosnosti finančního než reálného investování byly možnosti financování investic prostřednictvím tuzemského finančního trhu omezené (přírůstek domácích investičních úvěrů se v 1. čtvrtletí 1998 dále snížil). Na druhé straně došlo ale k růstu čerpání podnikových úvěrů ze zahraničí. Kurzový vývoj rovněž zlepšil podmínky pro dovozy investičních komodit, což potvrzuje skutečný vývoj investičních dovozů za prvních pět měsíců roku 1998 (viz část III.2.3.).

Ve směru poklesu v 1. čtvrtletí 1998 razantně působila poptávka po investicích finančních institucí, která se meziročně snížila o 1/3 (- 34,3 %); tento pokles byl důsledkem určité nasycenosti poptávky po investicích a zhoršení finanční situace tohoto sektoru.



### III.2.2.3. Spotřeba vlády

Spotřeba vlády v průběhu 1. čtvrtletí 1998 meziročně poklesla (Graf III.16.). Meziroční pokles o 2,7 % byl především důsledkem trvající restrikce v oblasti neinvestičních výdajů jak na úrovni centrální vlády, tak u místních orgánů. Pouze výdaje na školství byly v 1. čtvrtletí 1998 čerpány zhruba ve výši odpovídající 1/4 celoročního rozpočtu; v ostatních částech, zejména v kapitole ministerstva obrany a vnitra byly výdaje čerpány v rozsahu 15 - 16 % ročního rozpočtu (v běžných cenách).

Celkové výdaje veřejných rozpočtů v 1. pololetí 1998 při meziročním nominálním růstu o 0,8 % reálně výrazně poklesly. V jejich rámci kapitálové výdaje nominálně stagnovaly, nejvýraznější nominální růst zaznamenaly výdaje na veřejnou spotřebu (o 3,4 %). Při vyšším růstu rozpočtových příjmů o 9,0 % vykazovalo hospodaření veřejných rozpočtů ke konci 1. pololetí 1998 mírný přebytek 3,2 mld Kč.

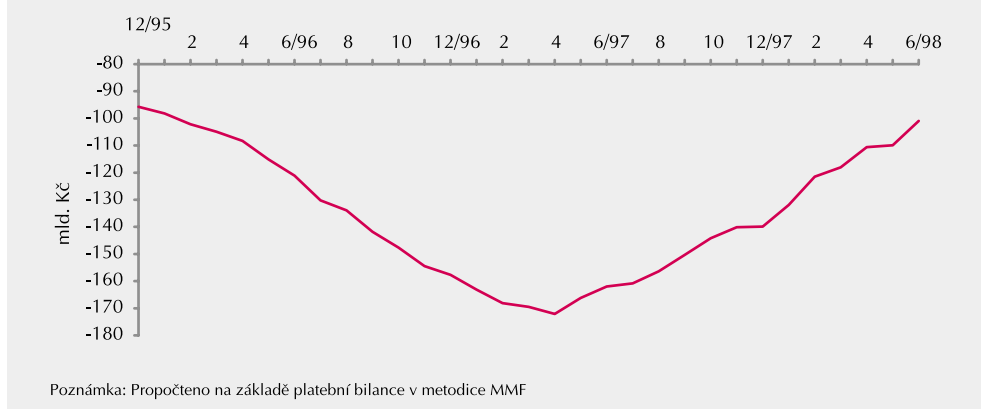
### III.2.3. Čistá zahraniční poptávka

Bilance zboží a služeb vykázala v 1. čtvrtletí 1998 ve s.c. oproti stejnému období předchozího roku podstatně příznivějších výsledků v důsledku rychlejšího růstu vývozu (o 27,8 %) než dovozů (o 17,3 %). Záporné saldo (netto vývoz zboží a služeb) meziročně pokleslo. Jeho podíl na hrubém domácím produktu se meziročně snížil o 4,1 procentního bodu, tj. na 7,5 %.

Celkové meziroční zlepšení salda bilance zboží a služeb ovlivnily hlavně následující čtyři faktory:

- Příznivé podmínky pro odbytové možnosti české produkce na zahraničních trzích v důsledku oživení v zemích západní Evropy, zejména urychlení hospodářského růstu hlavního obchodního partnera SRN.
- Klesající dynamika tuzemské poptávky, na zahraničních trzích tak mohl být realizován větší podíl domácí produkce.
- Začal se projevovat efekt dokončených investic, realizovaných zejména zahraničními investory, které přispěly k růstu objemu vývozu s vyšší přidanou hodnotou včetně vysoce sofistikovaných produktů.
- Nezanedbatelnou měrou se na růstu vývozu podílelo zavedení plovoucího kurzu koruny a jeho depreciace po květnových kurzových turbulencích; vliv tohoto faktoru v důsledku apreciacie kurzu v prvních pěti měsících roku 1998 oslabil. Naopak na straně dovozů apreciacie kurzu koruny spolu s trvajícím příznivým vývojem cen na světových komoditních trzích vytvářela příznivější podmínky pro realizaci dovozů; současně uvedené faktory snižovaly potenciální inflační nákladové tlaky plynoucí z vývoje dovozních cen.
- Vývoj obchodní bilance<sup>8/</sup> ve 2. čtvrtletí 1998 znamená pokračování příznivé tendence předchozího čtvrtletí (Graf III.20.). Saldo obchodní bilance se v souhrnu za celé 1. pololetí 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku snížilo o 53 %; v samotném měsíci červnu byla obchodní bilance téměř vyrovnaná.
- Po zmírnění tempa růstu dovozů v roce 1997 dochází v roce 1998 (i po zohlednění mimořádně nízké základny srovnatelného období roku 1997) ke zrychlení jejich dynamiky. Příčinu tohoto vývoje lze vidět v doposud rostoucích dovozech pro výrobní spotřebu v návaznosti na prohlubující se kooperační vazby některých podniků (zejména se zahraniční majetkovou účastí) a dále i v obnovené dynamice růstu investičních dovozů při příznivějších kurzových a cenových podmínkách. Tyto dvě dovozní skupiny se podílely podle údajů za prvních pět měsíců roku 1998 na celkových dovozech 85,8 % (propočteno na základě nominálních hodnot). Jejich vývoj odrážel rostoucí podíl dovozu na tvorbě HDP.

Graf III.20. Obchodní bilance (klouzávy úhrn salda obchodní bilance za 12 měsíců)



Spotřební dovozy v hmotných objemech se v první polovině roku 1998 pohybovaly na zhruba stejné úrovni jako ve srovnatelném období roku 1997. Jejich stagnaci při celkovém poklesu domácí spotřebitelské poptávky lze považovat za důsledek rostoucí dovozní náročnosti konečné spotřeby domácností, jak ji názorně dokumentuje Graf III.18.

8/ Rozumí se v běžných cenách v metodice MMF pro sestavení platební bilance, ostatní zde uváděné údaje jsou zpracovány v metodice HDP.

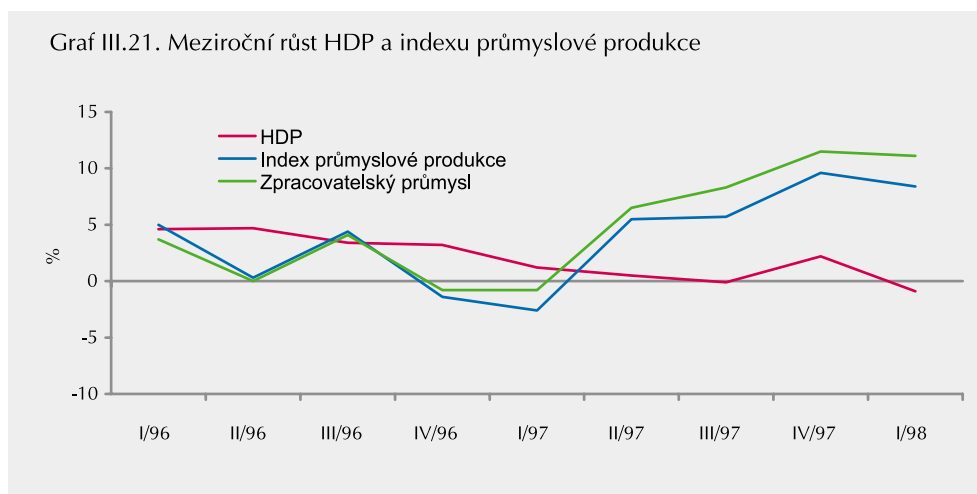
### III.2.4. Výstup

V 1. čtvrtletí 1998 došlo k poklesu tvorby hrubého domácího produktu (meziročně - 0,9 %). Na tomto poklesu se podílel v rozhodující míře sektor služeb, růst přidané hodnoty byl zaznamenán pouze v průmyslu. Výsledek prvního čtvrtletí byl pokračováním dlouhodobější tendence postupného oslabování snižování míry růstu hrubého domácího produktu, které začalo v druhé polovině roku 1996.

Utlumení domácí poptávky vedlo v 1. čtvrtletí k poklesu téměř všech druhů služeb (s výjimkou spojů), které se celkově podílejí zhruba 50 % na tvorbě HDP. Ten se projevil i v poklesu reálných tržeb v maloobchodu a pohostinství (v návaznosti na vývoj reálných příjmů domácností). Největší pokles zaznamenal prodej automobilů a nepotravinářského zboží, současně klesaly i tržby v pohostinství a ubytování (o 6,4 %). Služby pro podniky se meziročně snížily o 5,9 %, ostatní služby (převážně osobního charakteru) se snížily dokonce o 11,5 %. Pokles poptávky po službách byl rovněž důsledkem výraznějšího růstu cen služeb při snižujících se disponibilních zdrojích domácností (index cen tržních služeb 14,4 % převyšoval růst cen průmyslových výrobců téměř dvojnásobně). Meziroční pokles reálných tržeb v maloobchodě a pohostinství se ve 2. čtvrtletí prohloubil, za leden až květen dosáhl 7,1 %.

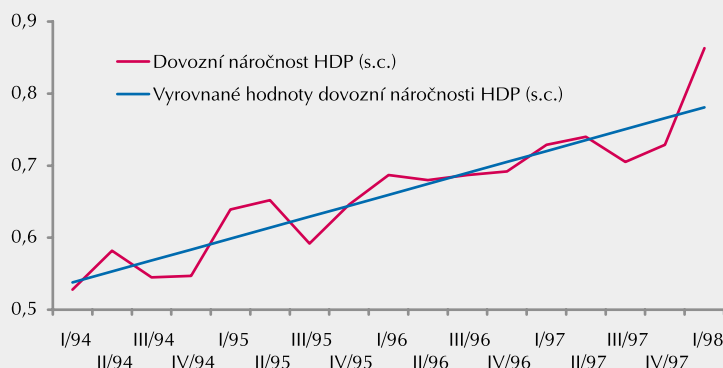
K poklesu výkonu došlo rovněž v odvětví stavebnictví (cca 6 % podíl na tvorbě HDP). Meziroční růst stavební výroby v 1. čtvrtletí 1998 (o 4,6 %) byl především důsledkem nízké srovnávací základny předchozího roku. V prvních pěti měsících stavební výroba meziročně poklesla o 3,1 %, příčinou tohoto vývoje byla snížená poptávka po stavebních pracích, vyplývající z nedostatku finančních prostředků podnikového i veřejného sektoru a změn ve struktuře investic.

Relativně rychle ale rostla průmyslová výroba; její meziroční růst o 8,4 % v 1. čtvrtletí 1998 byl dosažen při mírném poklesu počtu pracovníků (o 3,9 %). Při poklesu domácí poptávky a rostoucí dovozní náročnosti spotřebitelské poptávky byl růst průmyslové výroby pozitivně stimulován především meziročním růstem vnější poptávky. I přes mírné zpomalení růstu ve 2. čtvrtletí 1998 zůstala dynamika růstu průmyslové výroby poměrně vysoká (meziročně za prvních pět měsíců 1998 7,1 %).



Růst průmyslové výroby byl současně doprovázen rozšiřujícími se kooperačními výrobními vazbami (zejména podniků se zahraniční majetkovou účastí), které vyvolávaly zvýšené nároky na dovozy materiálů a komponentů ze zahraničí. Tato skutečnost vedla ke zvyšování podílu dovozu na tvorbě HDP (Graf III.22.).

Graf III.22. Podíl dovozu zboží na HDP



V růstu průmyslové výroby existovaly v 1. čtvrtletí 1998 mezi jednotlivými průmyslovými odvětvími rozdíly. Pozitivní vývoj přidané hodnoty byl zaznamenán v 1. čtvrtletí 1998 ve zpracovatelském průmyslu, kde hrubá přidaná hodnota vzrostla meziročně o více než 10 %.

*Nejrychleji rostl index průmyslové produkce ve výrobě elektrických a optických přístrojů (+ 62,4 %), dopravních prostředků (o 20,6 %), gumárenském a plastikářském průmyslu (o 14,8 %), papírenském a polygrafickém průmyslu (o 15,4 %), chemickém a farmaceutickém průmyslu (o 14 %). Průměrným tempem rostla výroba v průmyslu skla, keramiky a porcelánu (o 8,3 %), kovů a kovodělných výrobků (o 6 %) a výroba strojů a zařízení pro další výrobu (o 8,9 %). V průměru stagnovala výroba potravinářského a textilního průmyslu, výroba energií a dobývání nerostných surovin, výroba kožedělného průmyslu výrazně poklesla (- 23,8 %).*

V zemědělství vývoj indikátorů o prodeji živočišné produkce signalizoval mírný růst. Tržby v zemědělství, sledované ČSÚ za velké podniky (představující zhruba polovinu odvětví zemědělství), vzrostly za prvních pět měsíců roku 1998 meziročně o 1,9 % ve stálých cenách. Příznivější tendence ve vývoji finančních ukazatelů vybraného souboru větších nefinančních organizací a korporací v 1. čtvrtletí 1998 ve srovnání se stejným obdobím minulého roku naznačují, že se v určitých segmentech ekonomiky začínají postupně prosazovat tendence ke zvýšení efektivnosti výrobních procesů a jejich příspěvku k tvorbě HDP. Tento trend se projevoval již v některých čtvrtletích předchozího roku, je však nutno přihlídnout k velmi nízké základně srovnatelného období předchozího roku a dále k faktu, že jde o čtvrtletní údaje v nominálním vyjádření za vybraný soubor organizací.

Tab.III.7. Vybrané finanční ukazatele za 1. čtvrtletí 1998 (běžné ceny)  
(za nefinanční organizace a korporace všech odvětví nad 100 pracovníků)

Meziroční růst v I.Q.1998	v %		1. čtvrtletí		změna
			1997	1998	v proc. bodech
Výnosy celkem	17,0	Rentabilita nákladů (zisk/náklady)	3,82	5,41	1,59
Výkony celkem	16,2	Rentabilita vlastního jmění (zisk/vl. jmění)	1,50	2,45	0,95
Náklady celkem	15,2	Rentabilita výkonů (zisk/výkony)	4,99	7,01	2,02
z toho: výkonová spotřeba	14,9	Materiálová náročnost (výk. spotř./výkony)	67,06	66,32	-0,74
osobní náklady <sup>1/</sup>	7,9	Mzdová náročnost (osob. nákl./výkony)	17,43	16,18	-1,25
Zisk před zdaněním	63,4				

<sup>1/</sup> Zahnuje mzdové a ostatní osobní náklady, odměny členům společnosti a družstva, náklady na sociální zabezpečení a soc. náklady

Při rychlejšímu růstu výnosů než nákladů hrubý zisk vzrostl v 1. čtvrtletí 1998 proti srovnatelnému období předchozího roku o 13,8 mld. Kč, počet ztrátových podniků se snížil o jednu pětinu, byly dosaženy relativní úspory v materiálové spotřebě a mzdové nákladovosti výroby, zlepšila se rentabilita nákladů, výkonů i vlastního jmění. Ve struktuře nákladů rostly ale relativně rychle ostatní, finanční a mimořádné náklady, které se na celkových nákladech podílejí zhruba jednou třetinou a jejichž vývoj vedl ke snížení hospodářského výsledku o cca 4 mld. Kč. Z odvětvového pohledu se na tvorbě hrubého zisku podílelo v rozhodující míře odvětví průmyslu (85 %). Ztráta byla v 1. čtvrtletí 1998 vykázána pouze v dopravě a v zemědělství, nedosahovala však úrovně předchozího roku.

Nadále ale přetrvával nepříznivý trend ve vývoji platební schopnosti podniků; závazky po lhůtě splatnosti se ke konci 1. čtvrtletí 1998 v porovnání se stejným obdobím minulého roku zvýšily o 14,5 % a prvotní zadluženost vzrostla o 21,6 mld. Kč (na 63,9 mld. Kč). Přes určité pozitivní signály zůstávala po 1. čtvrtletí 1998 celková finanční situace podnikové sféry velmi špatná (např. podíl vlastního jmění na aktivech podniků nedosahoval 50 %), souhrnné údaje přitom plně nepostihovaly rostoucí diferenciaci mezi jednotlivými podniky.

### III.3. Trh práce, příjmy domácností

#### III.3.1. Vývoj příjmů domácností

Trend ke snižování meziročního růstu celkových příjmů domácností, postupně se prosazující od roku 1994, pokračoval i v 1. čtvrtletí 1998. Meziroční růst peněžních příjmů domácností se v 1. čtvrtletí 1998 proti konci roku 1997 zpomalil o 2,4 procentního bodu na 9,7 %; při tomto nominálním růstu příjmy domácností meziročně reálně poklesly o 3,2 %. K poklesu příjmů došlo ve všech jejich hlavních složkách - v příjmech z mezd, sociálních příjmech a i ostatních příjmech. Růst mezd, jako rozhodující složky příjmů domácností, se proti konci roku 1997 meziročně snížil o 0,5 procentního bodu na 7,7 %.

Tab.III.8. Základní údaje o mzdovém vývoji a produktivitě práce

meziroční změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST						
	1993	1994	1995	1996	1997	I/1997	I/1998
Peněžní příjmy domácností (nominální)	27,6	19,0	18,4	13,3	12,1	12,6	9,7
(reálné)	5,6	8,3	8,5	4,1	3,3	5,2	-3,2
v tom:							
Příjmy z mezd (nominální)	25,7	19,0	18,1	16,8	8,2	11,1	7,7
(reálné)	4,1	8,3	8,2	7,4	-0,3	3,8	-5,0
Průměrná mzda (nominální)	25,0	17,1	17,5	18,0	11,9	13,7	10,9
(reálná)	3,5	6,6	7,7	8,5	3,1	6,2	-2,1
Národohospodářská produktivita práce	1,9	1,6	4,5	2,7	1,7	1,4	0,8
Jednotkové mzdové náklady (nominální příjmy z mezd na HDP v s.c.)	37,6	15,3	11,0	12,4	7,2	9,7	8,6

Ke zpomalení růstu nominálního objemu mezd a jeho reálnému poklesu došlo jak v podnikatelské, tak rozpočtové sféře. Zpomalení růstu mezd v nepodnikatelské sféře bylo především důsledkem uplatňovaných restriktivních mzdových opatření v institucích řízených vládou (především rozpočtových organizacích). Pomalejší růst mzdových příjmů ve sféře podnikatelské byl důsledkem postupující restrukturalizace části podniků, rostoucí konkurence, zhoršující se stávající finanční situace podniků; tyto tendence vedly k poklesu zaměstnanosti a k poklesu dynamiky růstu průměrných mezd. Reálné průměrné mzdy při daném inflačním vývoji zaznamenaly všeobecný pokles (Tab.III.9.).

Tab.III.9. Vývoj průměrné mzdy (meziroční změna v %)

UKAZATEL		SKUTEČNOST										
		I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98
PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR	nominální	17,4	21,0	16,5	17,1	18,0	13,7	13,0	12,4	8,4	11,9	10,9
	reálná	7,9	11,6	6,6	7,8	8,5	6,2	6,0	2,3	-1,5	3,1	-2,1
v tom:												
Nepodnikatelská sféra	nominální	15,0	33,0	15,3	18,5	20,6	12,2	11,1	10,2	-6,6	5,8	5,0
	reálná	5,7	22,6	5,5	9,1	10,8	4,6	4,2	0,3	-15,2	-2,5	-7,3
Podnikatelská sféra	nominální	18,2	17,1	17,0	16,6	17,1	14,1	13,6	13,0	13,0	13,6	12,6
	reálná	8,7	7,9	7,0	7,3	7,6	6,4	6,6	2,8	2,6	4,7	-0,6
v tom:												
soukromé organizace	nominální <sup>1/</sup>	15,6	16,1	16,0	17,2	16,1	13,7	13,2	11,6	11,9	12,7	11,3
	reálná	6,3	7,0	6,1	7,9	6,7	6,1	6,2	1,6	1,6	3,9	-1,8
státní organizace	nominální <sup>2/</sup>	17,4	28,6	16,2	16,6	19,7	12,8	12,5	11,4	-0,4	8,6	6,8
	reálná	7,9	18,5	6,3	7,3	10,0	5,2	5,5	1,4	-9,5	0,1	-5,7
zahraniční organizace	nominální <sup>3/</sup>	16,6	11,7	12,2	18,5	14,3	17,1	12,4	17,1	14,9	17,3	5,1
	reálná	7,9	18,5	6,3	7,3	10,0	5,2	5,5	1,4	-9,5	0,1	-7,2

1/ Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby bez státní účasti

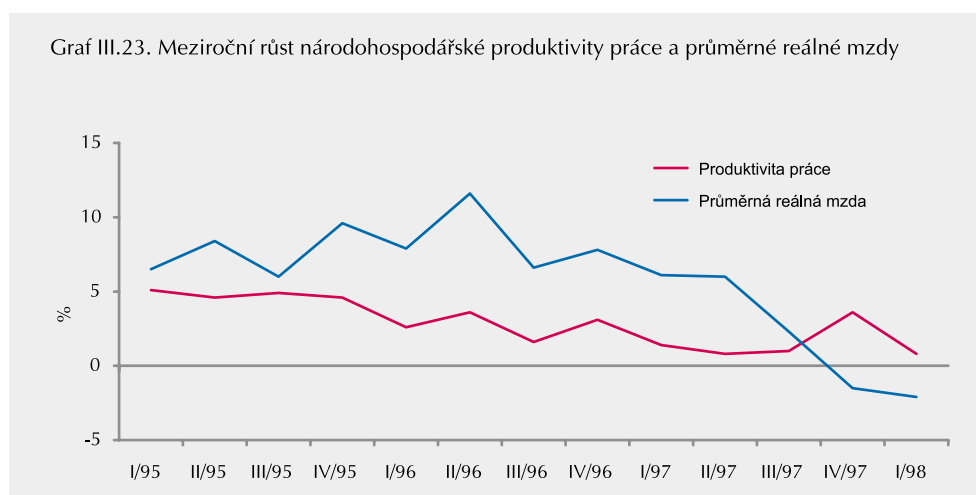
2/ Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby se státní účasti

3/ Zahrnují subjekty se 100 % zahraničním kapitálem

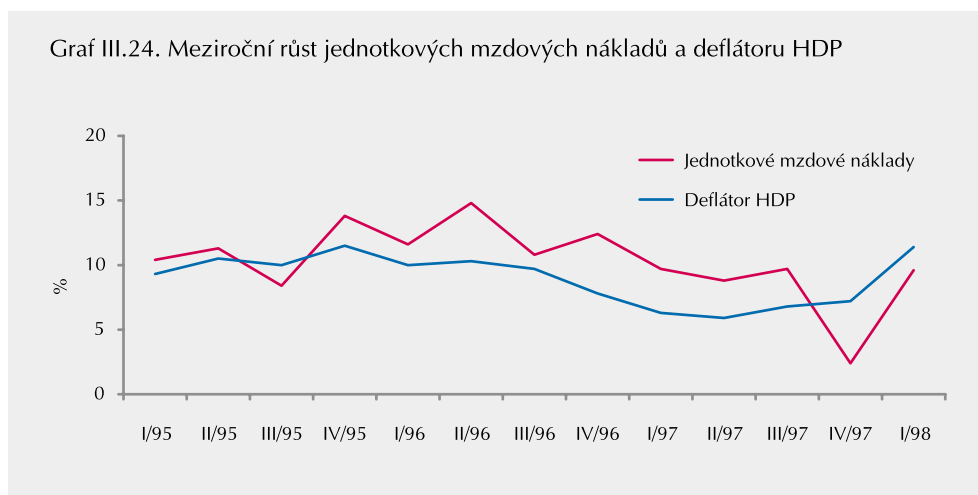
Pramen: ČSÚ.

Ke snížení míry růstu došlo v 1. čtvrtletí i u příjmů poskytovaných ve formě sociálních dávek (proti konci roku 1997 pokles o 2 body na 11,2 %), které představují zhruba 16 % běžných příjmů domácností. Jejich snížení bylo ovlivněno především výraznějším poklesem nemocenských a ostatních dávek. Nejvýrazněji poklesla dynamika růstu ostatních příjmů (o 6,1 procentního bodu proti konci roku 1997 na 12,6 %), přesto si ale nadále udržely nejvyšší tempo růstu.

Vývoj národohospodářské produktivity práce (měřené na bázi HDP) a průměrné reálné mzdy v 1. čtvrtletí 1998 (jejichž vzájemná relace je jedním z indikátorů poptávkového inflačního tlaku v ekonomice) potvrdil udržení předstihu meziročního tempa růstu produktivity práce před meziročním růstem průměrné reálné mzdy, prosazujícího se od 3. čtvrtletí roku 1997. Udržení příznivé relace však bylo důsledkem snížení tempa růstu produktivity práce při reálném poklesu průměrných mezd proti konci roku 1997. Uvedený vývoj signalizoval další snížení poptávkových tlaků na cenový růst. Předstih růstu produktivity práce před růstem průměrných reálných mezd byl zaznamenán jak v odvětví průmyslu, tak stavebnictví.



Vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů (JMN), jako významný nákladový inflační indikátor a návazně i indikátor vývoje konkurenceschopnosti tuzemské produkce, rovněž v 1. čtvrtletí 1998 naznačoval pokračování příznivých tendencí z roku 1997. Rychlejší růst jednotkových mzdových nákladů oproti deflátoru HDP od 1. čtvrtletí 1996 do 3. čtvrtletí 1997 naznačuje, že skutečné mzdové - nákladové inflační tlaky se promítaly do cenového růstu jen částečně a až vývoj ve 4. čtvrtletí 1997 a v 1. čtvrtletí 1998 signalizuje postupné vyrovnávání mezery mezi JMN a deflátořem. Tento závěr podporuje i vzájemný vývoj JMN a cen průmyslových výrobců od roku 1994 až do 1. čtvrtletí 1998; v uvedeném období index růstu cen průmyslových výrobců zaostával za růstem JMN v průměru o 0,8 procentního bodu.



### III.3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pro vývoj na trhu práce v průběhu 1. čtvrtletí 1998 bylo charakteristické pokračování změn, které byly výrazněji nastartovány v předchozím roce. V roce 1997 byl zaznamenán absolutní pokles zaměstnanosti a došlo k růstu nezaměstnanosti. Celková zaměstnanost v národním hospodářství poklesla v 1. čtvrtletí 1998 o 1,3 % proti stejnému období předchozího roku. Rozhodujícími vlivy, které ovlivnily vývoj na trhu práce v roce 1997 i na počátku roku 1998, byly:

- zpomalení a poté pokles ekonomického růstu, vyúsťující ve snížení poptávky po pracovních silách,
- restrukturalizace v části průmyslových podniků, projevující se vyšším tempem růstu výroby a produktivity práce v těchto podnicích při klesajícím počtu pracovníků.

Tab.III.10. Základní údaje o vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti

UKAZATEL	SKUTEČNOST									1988					
	1993	1994	1995	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98
Počet zaměstnaných v NH celkem (prům. počty)															
Mzr. změna v %	-1,6	0,8	2,6	0,6	-0,2	-0,3	-1,4	-1,4	-1,0	-	-	-1,3	-	-	-
Fyzické osoby - počet (v tis.)	4848,2	4884,7	5011,6	5044	4959,3	4952	4945	4941	4949	-	-	4897	-	-	-
Počet nezaměstnaných <sup>1)</sup>															
Fyzické osoby - počet (v tis.)			153,0	186,3	199,6	202,6	247,6	-	268,9	287,1	289,2	284,1	277,6	275,3	289,5
Míra nezaměstnanosti			2,9	3,5	3,9	4,0	4,8	-	5,2	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,6
Počet uchazečů na 1 volné pracovní místo <sup>1)</sup>			1,7	2,2	2,3	2,5	3,4	-	4,3	4,7	4,6	4,4	4,2	4,4	5,0

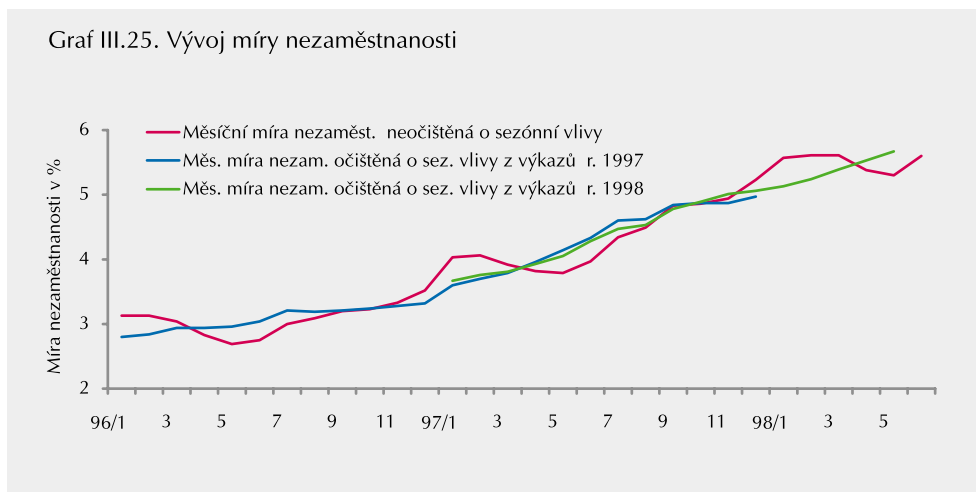
1) stav ke konci období



Z odvětvového pohledu byl nejrychlejší meziroční pokles zaznamenán (o více jak 3 %) ve stavebnictví, zemědělství a v peněžnictví; v průmyslu byl pokles nižší (- 1,9 %), avšak při značné odvětvové diferenciaci. Provedená statistická šetření ve sledovaných organizacích s 20 a více zaměstnanci potvrzují i strukturální přesuny mezi různými typy organizací. Při celkovém meziročním poklesu zaměstnanosti ve sledovaných organizacích o 2,4 % rychleji klesala zaměstnanost v podnikatelské sféře (o 2,8 %) než ve sféře nepodnikatelské, kde byl vykázan pokles pouze 0,8 %. Pokles zaměstnanosti v podnikatelské sféře byl částečně absorbován sektorem malých podniků (tj. s méně než 20 zaměstnanci), kde zaměstnanost vykázala mírný meziroční nárůst o 1,5 %.

*Například v odvětví dobývání nerostných surovin (v návaznosti na útlumové programy), v koksování a rafinářském zpracování ropy a kožedělném průmyslu poklesla zaměstnanost o více než 7 %. Naopak nárůst zaměstnanosti vykázalo odvětví dřevozpracujících, elektrických a optických přístrojů, gumářské a plastikářské.*

Trend k růstu míry nezaměstnanosti, který zesílil v roce 1997, pokračoval i v 1. a 2. čtvrtletí 1998. Přes dílčí obvyklé sezónní kolísání (leden - květen) vzrostla míra nezaměstnanosti ke konci 2. čtvrtletí 1998 proti konci roku 1997 o dalších 0,4 % (Graf III.25.). Jejím růst byl vedle již zmíněných faktorů (pokles hospodářského růstu, restrukturalizace) také ovlivňován nadále nízkou mobilitou pracovních sil; tento faktor přispíval k rostoucí regionální diferenciaci míry nezaměstnanosti, prohlubování regionálního kvalifikačního nesouladu mezi nabídkou a poptávkou na trhu práce (strukturální nezaměstnanost). Z pohledu jednotlivých regionů byla nejvyšší míra nezaměstnanosti (nad 10 %) vykazována v některých okresech severočeského a severomoravského kraje. Z hlediska kvalifikační struktury rostla nezaměstnanost především u pracovníků se základním vzděláním. Postupně ale narůstala nezaměstnanost i ve skupině středoškoláků.



Rostoucí napětí na trhu práce signalizoval také klesající počet volných pracovních míst při rostoucí míře nezaměstnanosti. Ke konci června, v porovnání s koncem roku 1997, se snížila nabídka volných pracovních míst o 4 tis. míst; v červnu tak připadalo na 1 místo 5 osob (koncem roku 1997 4,3 osob).

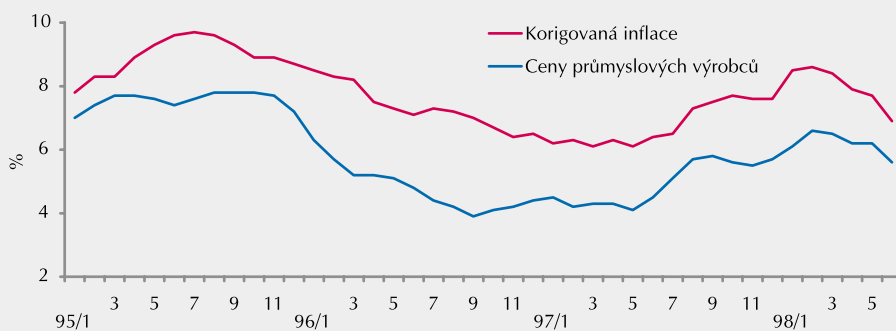
### III.4. Ostatní nákladové indikátory

#### III.4.1. Ceny výrobců

Oproti 1. čtvrtletí, kdy byl růst cen průmyslových výrobců poměrně vysoký v důsledku deprecie na konci předchozího roku a negativních inflačních expektací, se jejich růst v průběhu 2. čtvrtletí téměř zastavil (v dubnu a květnu dosáhl meziměsíční cenový růst 0,1 % a v červnu ceny poklesly o 0,1 %).

Příčinou tohoto vývoje byl vliv souhrnu poptávkových i nabídkových faktorů (slabá domácí poptávka, kurzové vlivy, vývoj mezd v průmyslových podnicích, vývoj světových cen surovin). Důsledkem uvedeného cenového pohybu bylo snížení meziročního růstu cen výrobců z 6,5 % v březnu na 5,6 % v červnu.

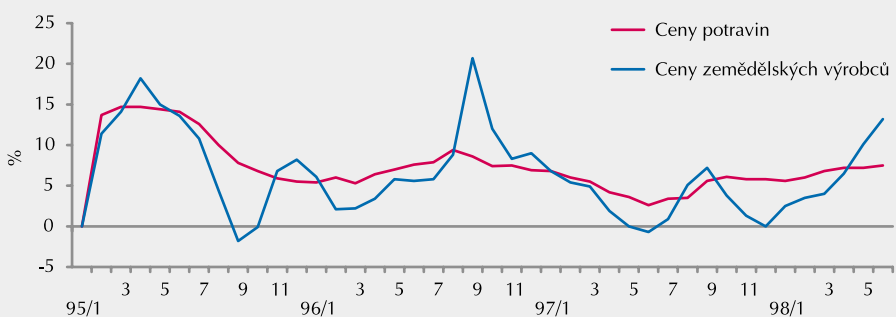
Graf III.26. Meziroční růst cen průmyslových výrobců a korigované inflace



Ceny stavebních prací zaznamenaly ve 2. čtvrtletí 1998 ve srovnání s vývojem v 1. čtvrtletí 1998 mírné snížení míry růstu. Zatímco v prvním čtvrtletí se jejich meziroční dynamika růstu pohybovala v rozmezí 10,7 - 11,7 %, v dubnu a květnu poklesla na hodnoty mírně nad 10 % a v červnu dosáhla rovných 10 %. I přes mírný pokles nevybočuje dosavadní vývoj z dlouhodobých vývojových tendencí těchto cen. Trvajících relativně vysoká dynamika růstu cen stavebních prací při celkovém oslabení poptávky v ekonomice nasvědčuje tomu, že inflace se v této oblasti stává nákladově taženou (především růst cen stavebních materiálů aj.).

Zatímco v 1. čtvrtletí 1998 vzrostly ceny zemědělských výrobců meziročně v průměru o 4,5 %, ve 2. čtvrtletí 1998 se růst zvýšil nad úroveň 10 % (duben 10,1 %, květen 13,2 %, červen 13,1%). Po postupném poklesu meziroční dynamiky růstu v letech 1994 - 1997 (1994 10,1 %, 1995 6,1 %, 1996 6,8 %, 1997 2,5 %) tedy vývoj cen zemědělských výrobců v 1. pololetí 1998 opět signalizoval tendenci k růstu, především v důsledku dlouhodobější nižší míry růstu těchto cen ve srovnání s růstem cen potravin.

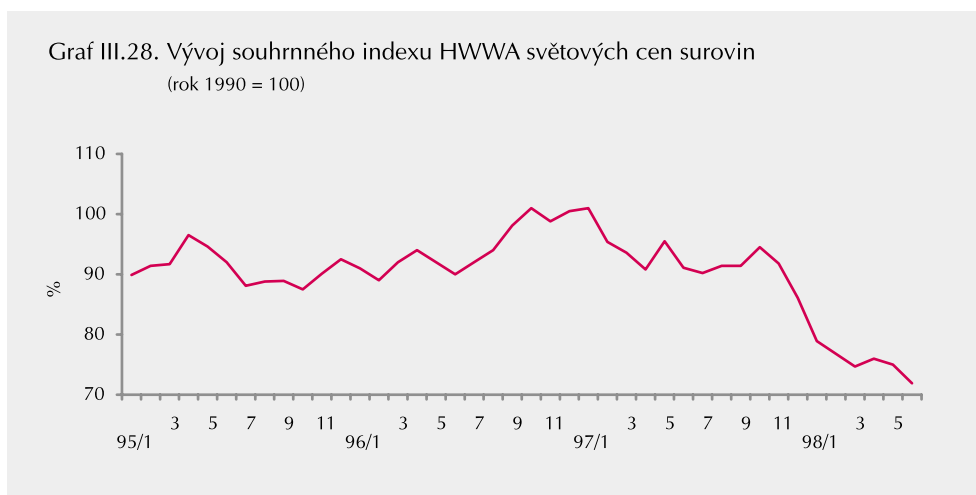
Graf III.27. Meziroční růst cen potravin a cen zemědělských výrobců



### III.4.2. Dovošní ceny

Ve 2. čtvrtletí 1998 meziroční růst dovozních cen ve srovnání s 1. čtvrtletím zpomalil; jejich růst za leden - květen dosáhl 3,7 %. Tento relativně příznivý vývoj byl především důsledkem apreciacie nominálního kurzu koruny a dále rovněž poklesu cen surovin na světových trzích, který byl patrný již v roce 1997, ale zvýraznil v první polovině roku 1998.

Cenový index surovin a potravin se ve 2. čtvrtletí 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku snížil o 19,7 %; nejhlubší pokles přitom zaznamenaly ceny energetických surovin (o 24,4 %). Významně poklesly i ceny potravin a průmyslových surovin. Pozitivní efekt poklesu světových cen surovin byl ve 2. čtvrtletí 1998 do určité míry kompenzován kurzovým vývojem. Za 2. čtvrtletí 1998, ve srovnání se stejným obdobím 1997, kurz koruny vůči německé marce oslabil o 1,9 %.



## IV. OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY A INFLAČNÍ VÝHLED

---

### IV.1. Vývoj inflace a její determinanty - shrnutí hlavních tendencí

V průběhu 2. čtvrtletí 1998 došlo k oslabení inflačních tlaků. Meziměsíční přírůstky spotřebitelských cen i čisté inflace v tomto období potvrdily, že příznivý vývoj v březnu nebyl výjimečný, ale že byl počátkem několikaměsíční korekce růstu cen v lednu a v únoru. V souladu s předpoklady ČNB došlo v březnu ke kulminaci inflace a v dalších měsících k jejímu postupnému snižování. Meziroční čistá inflace poklesla ze 7,9 % v březnu na 6,5 % v červnu a meziroční růst indexu spotřebitelských cen se snížil z 13,4 % na 12 %. Tímto vývojem se potvrzuje střednědobý desinflační trend směřující ke splnění krátkodobého cíle v čisté inflaci koncem roku 1998 a vytvářející dobré předpoklady pro dosažení střednědobého cíle v roce 2000. Postupná desinflace je nezbytnou součástí procesu konvergence k hospodářskému a měnovému prostředí v Evropské unii.

Snižování inflace je výsledkem obnovování žádoucích makroekonomických proporcí pod vlivem stabilizačních hospodářských politik a projevem vývoje nákladových faktorů. Restriktivní měnová politika, podpořená po realizaci druhého vládního balíčku z poloviny roku 1997 i fiskální politikou, a výrazné zbrzdění dlouhodobě neudržitelného růstu mezd působily na utlumení domácí poptávky. Ta vykazuje od 2. čtvrtletí 1997 do současné doby pokles všech svých složek. Rostla-li domácí poptávka v 1. čtvrtletí 1997 meziročně tempem 5,2 %, pak v 1. čtvrtletí roku 1998 klesla o 2,1 % (beze změny stavu zásob). Nejvýznamnější složka domácí poptávky, soukromá spotřeba domácností, klesla o 1,6 %, a to především v důsledku poklesu reálných příjmů z mezd (zvláště v souvislosti s regulací mezd ve veřejném sektoru) a také v důsledku důchodového efektu růstu některých regulovaných cen z počátku roku. Reálný pokles zaznamenaly vládní výdaje i výdaje na investice v důsledku výdajových škrtek a omezeného chování komerčních bank při poskytování úvěrů podnikové sféře. Zpřísnění hospodářských politik přispělo ke zpomalení hospodářského růstu. V 1. čtvrtletí 1998 došlo, dle odhadu ČSÚ, k poklesu HDP o 0,9 %. Posouzení hloubky hospodářské stagnace však bude možné teprve na základě definitivních údajů. Vývoj HDP je důsledkem nezbytné korekce minulého neudržitelného vývoje.

Pod vlivem restrikce domácí poptávky pokračovalo obnovování vnější rovnováhy, které se projevilo v dalším poklesu poměru deficitu běžného účtu k HDP. Přispěl k tomu zejména vývoj obchodní bilance, jejíž deficit v 1. pololetí 1998 poklesl zhruba na polovinu ve srovnání se stejným obdobím roku 1997. K příznivému vývoji obchodní bilance docházelo i přesto, že zpevňující devizový kurz postupně zlevňoval dovozy.

Pokračující proces desinflace ve 2. čtvrtletí byl podpořen mimořádně příznivým vývojem většiny nákladových faktorů, z nichž některé je možno považovat za ryze exogenní. Nákladově příznivé dopady byly spjaty s vývojem směnného kurzu, s vývojem cen komodit na světových trzích, s vývojem relace mezi růstem mezd a růstem produktivity i s vývojem cen průmyslových výrobců. Pozvolné posilování nominálního kurzu koruny vůči německé marce bylo i přes dílčí krátkodobé fluktuace charakteristické pro celé první pololetí 1998. Zhodnocování kurzu vykonávalo silný tlak na mikroekonomickou restrukturalizaci a adaptaci. Také reálný devizový kurz ve sledovaném období poměrně rychle aprecioval. Při deflování indexem spotřebitelských cen překročil reálný kurz koruny svoji úroveň z února 1997 začátkem roku 1998. Ceny komodit na zahraničních trzích měřené cenovým indexem HWWA poklesly v 1. pololetí 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku o 20,1 %. Nejhlubší pokles (o 27,1 %) zaznamenaly ceny energetických surovin. Příznivou okolností byl i nízký růst cen potravin.

Růst nákladové inflace byl příznivě ovlivněn rovněž vývojem mezd, což se promítalo do sbližování temp růstu jednotkových mzdových nákladů a deflátoru HDP, jakož i do udržování předstihu růstu produktivity před růstem mezd. Příznivý vývoj všech uvedených faktorů se odrazil ve zpomalení meziměsíčních přírůstků cen výrobců, které jsou jedním z nákladových faktorů indexu spotřebitelských cen. Zatímco index cen průmyslových výrobců rostl v dubnu a v květnu tempem 0,1 %, v červnu o 0,1 % poklesl. Meziroční růst indexu cen průmyslových výrobců poklesl z 6,6 % v únoru na 5,6 % v červnu. K uvedenému vývoji mezd a cen průmyslových výrobců dochází pod vlivem uplatněných restriktivních makroekonomických politik a v důsledku příznivých exogenních faktorů.

## IV.2. Reakce měnové politiky

Úroková politika ČNB vycházela z podmíněné prognózy inflace, jejíž časový horizont se postupně posouval za konec roku 1998. ČNB během 2. čtvrtletí neměnila nastavení svých základních úrokových sazeb. Nejdůležitější sazba ČNB 2T sazba pro repo operace byla udržována na úrovni 15 % a od této sazby se odvíjely i ostatní sazby peněžního trhu. Zatímco v 1. čtvrtletí byly meziroční hodnoty cenových indexů vysoké, v prvních dvou měsících 2. čtvrtletí sice meziroční inflace nijak výrazně neklesala, ale prognózy ČNB stále přesvědčivěji naznačovaly nástup trendu jejího výrazného snižování počínaje červnem. Nízké meziměsíční přírůstky čisté i celkové inflace ve 2. čtvrtletí v kontextu uplatněné měnové politiky postupně zvyšovaly její kredibilitu i pravděpodobnost splnění inflačního cíle v roce 1998.

Tento vývoj se odrazil v inflačních očekáváních, čemuž nasvědčovala i situace na peněžním trhu. Vývoj střednědobých a dlouhodobých úrokových sazeb peněžního trhu ve 2. čtvrtletí byl charakterizován pozvolným poklesem. Tento trend byl přerušen krátkodobým vzestupem sazeb ve druhé polovině května a začátkem června v souvislosti s vývojem na ruském finančním trhu. K opětovnému poklesu sazeb ve druhé polovině června došlo především na dlouhém konci výnosové křivky, což naznačovalo stabilizaci situace na peněžním trhu a posilování desinflačních očekávání. O formování pozitivních inflačních očekávání ke konci 2. čtvrtletí svědčil vývoj úrokových sazeb na FRA i sazeb IRS. Zvláště u výnosové křivky IRS byl patrný posun na nižší výnosovou hladinu a zvýrazňování jejího inverzního sklonu v důsledku rychlejšího poklesu sazeb s delší splatností.

Přesto, že docházelo k postupnému oslabování inflačních tlaků, ČNB ke snížení svých základních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí nepřikročila. Hlavním důvodem pro ponechání úrokových sazeb na nezměněné úrovni bylo dosud krátké období poměrně příznivého desinflačního makroekonomického vývoje a jen pozvolné odeznívání zmíněných nejistot desinflačního procesu v budoucnu. Navíc náznaky pozitivního vývoje v oblasti inflace se projevovaly v situaci, kdy cenový růst měřený 12 měsíčními klouzavými cenovými indexy dosahoval nejvyšší hladiny za posledních 5 let. ČNB si byla rovněž vědoma toho, že započatý desinflační proces byl částečně výsledkem mimořádně příznivého působení exogenních faktorů. Rizika znovuposílení některých negativních faktorů stále ve sledovaném období existovala. Patřilo k nim možné oživení mzdových tlaků v souvislosti s rozdílnou dynamikou mezd ve veřejném a soukromém sektoru, nebezpečí obnovení vnější nerovnováhy nebo vývoj fiskální oblasti, která signalizovala nebezpečí vzniku poměrně značných deficitů. I když některé tyto nejistoty v červnu poněkud ustoupily, hlavní pozornost byla zaměřena na negativní dopady situace na světových finančních trzích, která má při velké finanční otevřenosti české ekonomiky značný význam. ČNB tak mohla ke snížování úrokových sazeb přikročit až v době, kdy se desinflační proces ukázal jako reálně udržitelný a sdílený většinou tržních aktérů a splnění stanoveného inflačního cíle pro rok 1998 jako velmi pravděpodobné<sup>9/</sup>. Předčasné snížení úrokových sazeb by bylo spjato s rizikem oslabení kredibility měnové politiky a znovuposílení inflačních očekávání.

Nestabilní vývoj na trzích v Rusku a nejistoty spojené s předvolebním obdobím byly hlavními faktory působícími ve 2. čtvrtletí na poměrně značně krátkodobé výkyvy kurzu koruny. ČNB vstupovala na devizový trh nikoliv za účelem udržování kurzu na určité hladině či ovlivňování jeho trendového vývoje, ale s cílem tlumit následky exogenních vlivů a pomocí devizových intervencí umožnit poměrně hladké přesuny obchodování na devizovém trhu mezi různými kurzovými úrovněmi.

## IV.3. Faktory budoucí inflace

Ve srovnání s 1. čtvrtletím 1998, kdy přetrvávaly značné nejistoty ohledně budoucího makroekonomického vývoje a působení inflačních tlaků, došlo v průběhu 2. čtvrtletí ke zlepšení situace a vytvoření příznivého prostředí pro snižování inflace ve druhém pololetí.

---

9/ ČNB přistoupila ke snížení 2T limitní repo sazby o 0,5 procentního bodu na 14,5 % s platností od 17. července 1998.

Trend absolutního poklesu domácí poptávky započatý ve 3. čtvrtletí 1997 s velkou pravděpodobností pokračoval i ve 2. čtvrtletí roku 1998. Ve 2. pololetí roku 1998 ČNB očekává stagnaci, popř. jen mírné oživení domácí poptávky, což by nemělo ohrožovat cenový vývoj v nejbližších měsících a ani v delším časovém horizontu. Současný vývoj domácí poptávky vytváří příznivé podmínky pro pokračování desinflačního procesu v roce 1999.

Zpomalení ekonomického růstu a tlaky na provádění restrukturalizace a zvýšení konkurenceschopnosti v podnikové sféře, vyvolané měnovou a fiskální politikou, ale také vývojem bankovního sektoru, pozvolna vedou k růstu nezaměstnanosti. Tím se omezuje prostor pro nepřiměřený růst mezd.

Vysoký podíl rizikových úvěrů a nutnost tvorby rezerv k jejich krytí se odrážejí v obezřetnějším přístupu bank k poskytování úvěrů a v růstu jejich zájmu o vysoce bonitní aktiva, jako jsou například investice do státních cenných papírů. To spolu s nízkým objemem vlastních zdrojů podniků, nevýrazným přílivem přímých zahraničních investic, snižujícími se očekáváním o hospodářském růstu a nadále omezenými možnostmi čerpat zdroje na kapitálovém trhu destimulovalo růst soukromých investic. ČNB očekává, že poptávka po investicích bude nadále nízká, což bude podvazovat inflační tlaky ve sféře investičních statků.

Utlumená domácí poptávka bude v dalším období omezovat prostor pro prosazování nákladových inflačních impulsů a negativních inflačních očekávání. Dosavadní vývoj většiny nákladových inflačních faktorů byl mimořádně příznivý a není pravděpodobné, že by v příštích měsících mělo dojít k zásadnímu obratu v této oblasti. Vývoj cen komodit na světových trzích nenaznačuje riziko cenových šoků v blízké budoucnosti. Vliv růstu regulovaných cen bude s postupem času slábnout a je pravděpodobné, že zvyšování regulovaných cen se v příštím roce zpomalí. Vývoj v mikrosféře nesvědčí o obratu stávajícího trendu předstihu růstu produktivity před růstem mezd, ani dohánění tempa růstu deflátoru HDP tempem růstu jednotkových mzdových nákladů.

Proces desinflace ve druhém čtvrtletí 1998 však nevedl k odstranění rizik možných inflačních tlaků, ale pouze k jejich potlačení. Rizikovým faktorem působícím na cenový vývoj v krátkém několikaměsíčním časovém horizontu je vývoj devizového kurzu. Lze sice předpokládat, že možný kurzový inflační tlak by byl tlumen nízkou domácí poptávkou, nicméně značné posuny směnného kurzu v důsledku exogenních faktorů by jako zřejmě jediný faktor mohly komplikovat dosažení inflačního cíle ke konci roku 1998. V delším časovém horizontu nelze vyloučit oslabení kurzu pod vlivem vývoje fundamentálních veličin. K tomu by mohlo dojít v souvislosti s opětovným narůstáním vnější nerovnováhy v důsledku možného oživení domácí poptávky, když by toto oživení nebylo konsistentní s dosaženou úrovní restrukturalizace a růstem konkurenceschopnosti podnikové sféry. Střednědobě rizikovým faktorem a s ohledem na váhu mezd v nově vytvořené hodnotě. Možné tlaky na růst mezd lze očekávat ve státním sektoru, kde byl v uplynulém období mzdový růst ve srovnání se soukromým sektorem utlumen. Dalším rizikem je případná tendence k deficitnosti rozpočtového hospodaření ve druhé polovině roku, zejména v případě zpomalení hospodářského růstu. Dlouhodobější dopad na inflaci by mohlo mít zvyšování státních výdajů, i když celkový rozsah fiskální permise bude poměrně značně omezen mastrichtským kritériem, k němuž se vláda přihlašuje. Je totiž pravděpodobné, že tento vývoj by mohl stimulovat mimo jiné i opětovné neudržitelné zhoršování obchodní bilance. Svoji roli by mohlo sehrát to, že ceny zemědělských prvovýrobců v uplynulém období rostly ve srovnání s cenami potravin relativně pomaleji. Výraznější akcelerace růstu cen zemědělských prvovýrobců by se s určitým časovým odstupem projevila v růstu cen potravin.

Inflační očekávání jsou v současné době příznivě ovlivňována dosavadním vývojem inflace. Vzhledem k pokračování desinflačního procesu ČNB předpokládá další posilování kredibility strategie cílování inflace. Významným impulsem pro důvěryhodnost měnové politiky ČNB by se mělo stát splnění inflačního cíle v roce 1998.

#### IV.4. Prognóza inflace

Prognóza inflace se odvíjí od několika základních východisek. Jsou jimi zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen a čistá inflace v průběhu 2. čtvrtletí, příznivý současný vývoj poptávkových faktorů, tj. faktorů, které zpravidla působí s delším časovým odstupem, výhled vývoje nákladových faktorů inflace působících s kratším zpožděním a postupné oslabování rizik případného oživení inflace. ČNB očekává, že čistá inflace se bude na konci roku 1998 pohybovat nad dolní mezí cílového rozpětí 5,5 % - 6,5 %. Tento vývoj odpovídá představě ČNB a dokládá, že nastavení parametrů měnové politiky je konsistentní s její střednědobou desinflační strategií. Skutečnost, že se odhad inflace ke konci roku 1998 pohybuje pod střední hodnotou rozpětí, odpovídá příznivějšímu než očekávanému vývoji devizového kurzu a rovněž vývoji cen surovin na světových trzích. Část desinflačního procesu je výsledkem exogenních faktorů, tj. faktorů mimo dosah hospodářské a měnové politiky, jejichž přetrvání nelze zajistit. K ohrožení splnění inflačního cíle může tak dojít pouze v případě exogenních šoků značného rozsahu.

Těžiště desinflační strategie ČNB v rámci režimu inflačního cílení je proto přesunuto k zajištění postupného přibližování ke střednědobému cíli pro rok 2000. Vzhledem k nastaveným podmínkám ČNB očekává, že v roce 1999 čistá inflace poklesne na úroveň, která bude tvořit plynulý přechod ke splnění střednědobého inflačního cíle v roce 2000 v rozmezí 3,5 % - 5,5 %. Při rozhodování o nastavení měnové politiky pro další období bude přitom ČNB vycházet z toho, do jaké míry se budou vyvíjet uvedené rizikové faktory a bude kompenzovat možné inflační stimuly.

ČNB prognózuje snížení indexu spotřebitelských cen koncem roku 1998 na úroveň konce roku 1997 a pokles na jednocifernou hodnotu v prvních měsících roku 1999. Další snižování tempa růstu spotřebitelských cen bude podmíněno rozsahem a tempem budoucího zvyšování regulovaných cen.

### Záznam z jednání Bankovní rady ČNB dne 30. 4. 1998

Bankovní rada hodnotila vývoj ekonomické a měnové situace z hlediska faktorů, jejichž vývoj by mohl motivovat úvahy o budoucí změně (uvolnění) měnové politiky. Základem těchto úvah jsou některé údaje o aktuální situaci: nízká hodnota poslední meziměsíční změny spotřebitelských cen a indexu čisté inflace, trvalé zlepšování anualizovaného salda obchodní bilance a běžného účtu, zpevnování nominálního kurzu koruny, zlepšování relace mezi vývojem produktivity a mezd. Nebylo opomenuto ani poměrně příznivé hodnocení makroekonomické situace ze strany mise MMF.

Na druhé straně byly v diskusi připomenuty faktory, které jednak korigují některá opticky příznivá data a jednak - stejně jako v uplynulých měsících - představují potenciální riziko pro měnový vývoj. Snížení meziměsíční dynamiky spotřebitelských cen bylo hodnoceno jako první signál zlepšení vývoje inflace, který byl ovšem doprovázen podstatně vyšší dynamikou růstu sezónně očištěných hodnot (+ 0,4). Růst spotřebitelských cen tlumí v současné době momentální příznivá situace ve vývoji světových cen surovin. Za jisté riziko pro budoucí vývoj spotřebitelských cen lze považovat vzestup cen zemědělské produkce.

Bankovní rada považuje i nadále za hlavní nebezpečí pro dosažení makroekonomické stability situaci ve mzdové oblasti, především rozdílný vývoj mezd ve státní a soukromé sféře. Konstatovala, že dílčí údaje o utlumení dynamiky mzdového růstu nejsou dosud natolik přesvědčivé, aby (zvláště v kontextu avizování nových mzdových požadavků) vyloučily možnost recidivy silných poptávkových tlaků. Růst jednotkových mzdových nákladů podvazuje budoucí konkurenceschopnost české produkce a vytváří tak i rizika pro vývoj měnového kurzu.

Mírný pokles úrokových sazeb je spojen s pokračujícím uklidňováním situace na finančních trzích, která souvisí s některými příznivými zprávami o vývoji ekonomiky a vede tak k poklesu rizikových prémie. Celkově byl zastáván názor, že pozitivní tendence mohou mít jen krátkodobý charakter, zatímco potenciální rizika jsou spíše systémového charakteru projevující se ve střednědobém horizontu. S přihlédnutím k výše uvedeným důvodům bankovní rada rozhodla ponechat nastavení současné výše úrokových sazeb beze změny.



## Záznam z jednání Bankovní rady ČNB dne 28. 5. 1998

Na svém zasedání dne 28. 5. 1998 Bankovní rada ČNB vyhodnotila faktory formující krátkodobý a střednědobý inflační vývoj. Za základní pozitivní informaci bylo označeno pokračující zmírnění dynamiky cenového vývoje. V diskusi bylo poukázáno na to, že tento pozitivní vývoj byl krátkodobě podmíněn mimořádně dobrými podmínkami na světových trzích surovin a na devizovém trhu. Příznivá situace se projevila zklidněním na domácích finančních trzích, především poklesem úrokových spreadů. Krize v Rusku však svým dopadem naznačila, že zklidnění má poměrně křehký charakter.

Analýza vývoje reálné ekonomiky za prvních 5 měsíců potvrdila pokračování některých pozitivních trendů. Zmírnila se dynamika soukromé spotřeby i maloobchodního obratu. Bylo konstatováno, že pro udržení nastolených trendů bude důležité, aby mzdový vývoj zůstal v souladu s vývojem produktivity práce. V oblasti vnějších vztahů byl současný vývoj charakterizován stabilizací. Rizika však byla indikována ve střednědobém horizontu. Diskutovány byly potenciální dopady vývoje vnějšího segmentu slovenské ekonomiky na domácí obchodní bilanci.

Bankovní rada se shodla na tom, že ačkoli se podíl deficitu běžného účtu na HDP snížil a nedosahuje již tak kritických hodnot, stále existuje nebezpečí obnovení vnější nerovnováhy ve střednědobém horizontu a následného neudržitelného zahraničního zadlužení domácí ekonomiky. Existuje obava z možného zhoršení podmínek financování zahraničního dluhu na mezinárodních finančních trzích - a to jak z důvodu exogenní změny chování zahraničních investorů angažujících se na rozvíjejících se trzích, tak z důvodu kumulace některých domácích rizik, především v oblasti bankovního sektoru.

V souvislosti s vývojem vnějších vztahů byla diskutována role přímých zahraničních investic, které jsou považovány za stabilizující formu přílivu zahraničního kapitálu a jejichž objem ČNB sleduje a porovnává s výší deficitu běžného účtu. Květnové údaje naznačovaly, že objem přímých zahraničních investic má klesající tendenci a že jejich struktura je méně příznivá, vzhledem k poklesu podílu investic do nových projektů. Trend slabého přílivu stabilního zahraničního kapitálu by mohl být ve střednědobém horizontu korigován vlivem zlepšení investičního prostředí.

Analýza situace na domácích finančních trzích ukázala, že trhy jsou poměrně efektivní a plní svou samoregulační roli. V periodách krátkodobého přílivu kapitálu se zhodnocuje kurz a zároveň klesají krátkodobé sazby ve splatnostech tří až šesti měsíců. Vlivem exogenních šoků je volatilita kurzu vysoká a především se často mění rovnovážná hladina, na které jsou obchody na devizovém trhu uzavírány. Tato charakteristika je důležitým faktorem při formování strategie centrální banky směrem k devizovému trhu. V režimu plovoucího kurzu ČNB nevstupuje na devizový trh s cílem udržovat kurz na určité hladině, ale intervenuje s cílem ztlumit následek exogenního šoku a plynule převést obchodování z jedné rovnovážné hladiny do druhé bez nadměrné kurzové volatility.

Značnou pozornost věnovala bankovní rada očekávanému vývoji ve fiskální oblasti. Rozsah odhadovaného deficitu centrálního rozpočtu překročil původní předpoklad použitý při vyhlášení inflačního cíle na konci roku 1997. Pokud by se potvrdily tendence rozpočtu k narůstání deficitu i ve druhém pololetí roku 1998, znamenalo by to vyslání dodatečného inflačního impulsu do ekonomiky. Diskutována byla otázka dopadů sekuritizace skrytého dluhu na domácí finanční trhy. Proces odkrytí dluhu byl označen za pozitivní faktor, který přispěje k efektivnější alokaci finančních zdrojů v ekonomice.

Bankovní rada vyhodnotila vazbu mezi cenovým pohybem v segmentu regulovaných cen a čistou inflací na základě lednové zkušenosti s nápravou cen. Dopad inflačního impulsu vyslaného ze segmentu regulovaných cen do indexu čisté inflace byl poměrně značný a byl původními analýzami podhodnocen. Přestože byl druhotný efekt nápravy cen vyšší, jeho vliv na vývoj čisté inflace kompenzovaly mimořádně příznivé podmínky ve vnějším sektoru. Dopady červencové nápravy cen do čisté inflace budou mít poněkud jiný charakter než tomu bylo v lednu. Důvodem je odlišná skladba podindexu, v jehož rámci budou nápravy cen provedeny. Dopad do čisté inflace bude pravděpodobně mírnější následkem působení příjmového efektu.

Po diskusi krátkodobých i střednědobých faktorů formujících vývoj čisté inflace se Bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat nastavení hladiny úrokových sazeb na stávající výši. Bylo konstatováno, že údaje o aktuálním inflačním vývoji jsou příznivé a také krátkodobé faktory formující inflační vývoj jsou prozatím v souladu s ročním cílem stanoveným pro čistou inflaci. Vyhodnocení makroekonomických trendů ve střednědobém horizontu však odkrylo řadu rizikových faktorů, jejichž naplnění by bez případné reakce centrální banky mohlo posunout čistou inflaci až nad horní hranici cílového inflačního intervalu. Vzhledem k pravděpodobnému scénáři, v němž se rizika nenaplní zcela, bude při současném nastavení úrokových sazeb inflačního cíle dosaženo.

## Záznam z jednání Bankovní rady ČNB dne 2. 7. 1998

Bankovní rada ČNB na svém zasedání 2. 7. 1998 hodnotila změny, které nastaly v domácí ekonomice a ve vnějším prostředí od posledního hodnocení makroekonomické situace Bankovní radou dne 28. 5. 1998. Konstatovala, že nové údaje za květen a červen potvrdily postupné snižování poptávkových a inflačních tlaků. Změna tvaru výnosové křivky naznačuje snižování inflačních očekávání. V souvislosti s tímto vývojem bylo poznamenáno, že další pokračování poklesu inflačních očekávání v budoucnu při neměnné výši nominálních úrokových sazeb vede ke zvýšení reálných sazeb. Dále bylo upozorněno na to, že inflační impuls vznikající při uvolňování regulovaných cen s ohledem na působení důchodového efektu se nemusí plně promítnout do celkové inflace. Nominální kurz a ceny komodit na světových trzích z krátkodobého hlediska působí pozitivně na vývoj inflace. Byl vysloven názor, že s ohledem na asijskou krizi nelze vyloučit další pokles cen světových komodit.

V diskusi bylo konstatováno, že krátkodobá inflační prognóza je podmíněna výchozími exogenními předpoklady a bylo upozorněno, že při nenaplnění možných rizik střednědobá inflační prognóza indikuje inflační trajektorii mířící do spodní části cílového střednědobého intervalu. S ohledem na zpoždění, se kterým měnová politika ovlivňuje ekonomický a následně inflační vývoj, bylo zdůrazněno, že je nutné reagovat s dostatečným předstihem na snižování poptávkových impulsů v ekonomice.

Bankovní rada pojmenovala řadu rizikových faktorů, které v krátkém nebo střednědobém horizontu mohou negativně působit na inflační vývoj. Situace na světových finančních trzích byla označena za jeden z rizikových faktorů, který s ohledem na velice volatilní kapitálové pohyby může negativně ovlivnit desinflační vývoj. V diskusi byly zvažovány alternativní strategie ČNB jako možné reakce na výrazné posilování nominálního kurzu koruny.

Bylo konstatováno, že vývoj běžného účtu platební bilance a jeho nedluhové financování má významný vliv na udržitelnost desinflačního procesu. Vývoj na světových finančních trzích, potenciální pokles zahraniční poptávky a vysoká dovozní náročnost české ekonomiky byly označeny za hlavní rizikové faktory udržitelného vývoje. Při posuzování mzdového vývoje byla rozdílná dynamika mezd ve veřejném a soukromém sektoru označena za faktor, který může vést k obnovení poptávkových tlaků.

Hodnocení vývoje fiskální politiky bylo posuzováno z cyklického a strukturálního hlediska. Bylo konstatováno, že s ohledem na nižší ekonomický růst než tomu bylo v předchozích letech, nelze hodnotit hospodaření veřejných financí výhradně na základě salda. Je žádoucí koncentrovat se na strukturální aspekt deficitu. V tomto ohledu současný vývoj ve fiskální oblasti nebyl označen z hlediska poptávkových tlaků za klíčový faktor, případný další nárůst deficitu veřejných financí ovšem byl považován za nežádoucí s ohledem na jeho inflační vliv.

V závěrečné diskusi Bankovní rada ČNB rozhodla neměnit nastavení základních měnově politických nástrojů a uložila zpracování dalších analýz.

## Záznam z jednání Bankovní rady ČNB dne 16. 7. 1998

Na svém zasedání dne 16. 7. 1998 vyhodnotila Bankovní rada ČNB nové údaje o inflačním vývoji a výsledky analýz, jejichž zpracování bylo zadáno na jednání Bankovní rady dne 2. 7. 1998. Bankovní rada konstatovala, že vývoj čisté inflace je v souladu s inflačními cíli. Koncem roku 1998 bude hodnota čisté inflace pravděpodobně v dolní části cílového intervalu. To vytváří příznivou pozici pro dosažení střednědobého cíle.

Na úvod jednání Bankovní rada diskutovala aktuální informace o kurzovém vývoji. Situace na devizovém trhu byla ovlivněna devizovými intervencemi, kterými vstoupila ČNB na trh v úterý 14. 7. 1998 a které pravděpodobně zabránily dalšímu posunu kurzu. V této souvislosti bylo vysloveno několik názorů na kurzovou problematiku. Postavení české koruny na finančních trzích je významný faktor měnového vývoje. Při současném stupni konvertibility koruny je kurz určován především pohyby na finančním účtu, zatímco běžný účet ovlivňuje kurzový vývoj především v situacích výraznější obchodní nerovnováhy a často s jistým zpožděním.

Přestože uklidnění situace v Rusku stabilizovalo situaci na finančních trzích, existuje stále možnost kurzové korekce v případě aktivace tohoto externího faktoru. Většina členů bankovní rady zdůraznila, že aktuální kurzový vývoj není důvodem k současné diskusi o snížení sazeb a kurz nebude měnově-politickým opatřením přímo ovlivněn. Bylo zmíněno, že výhledově je možné posoudit nastavení lombardní a diskontní sazby.

Hlavním předmětem diskuse bylo působení měnové politiky. Specifikace předpokladů o fiskální a hospodářské politice nové vlády v dalších dvou letech je zatím velmi obtížná, což se projevuje ve zvýšené nejistotě, s níž ČNB pracuje při vyhodnocování dopadů měnově-politických opatření. Bylo konstatováno, že jde o závažný problém, protože váha měnové transmise je v krátkodobém horizontu zřejmě relativně nižší než váha transmise fiskální. Za důležitý transmisní mechanismus měnové politiky bylo v diskusi označeno formování inflačních očekávání a jejich vliv na investiční rozhodnutí a míru úspor. V diskusi byla formulována hypotéza o převládnutí nákladových faktorů inflace, zejména úrokových sazeb, nad vlivem utlumené poptávky. Převládl názor, že v české ekonomice leží problém spíše v existenci jistého časového zpoždění mezi utlumením domácí poptávky a zpomalením inflace. Názor, že úrokové sazby jsou významným nákladovým faktorem, odmítla většina členů bankovní rady na základě analýzy předložených dat jako empiricky nepotvrzený.

Bankovní rada České národní banky rozhodla jednohlasně snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repooperace ČNB ze současných 15 % na 14,5 % s platností od 17. 7. 1998. Změna úrokové sazby odráží změnu ekonomické situace, charakterizované sníženou rizikovou premií a poklesem inflačních očekávání. Bankovní rada se domnívá, že nově nastavená hladina sazeb odpovídá za daných podmínek dosažení střednědobého inflačního cíle ČNB i cíle pro letošní rok. Další měnově-politická opatření mohou být přijata po analýze dopadů červencových náprav cen. Budou-li pozitivní tendence v ekonomickém vývoji pokračovat, je ČNB připravena na ně dále přiměřeně reagovat. V případě významnějšího zhoršení současných příznivých vnějších podmínek nebo zásadnější změny fiskální politiky by bylo nutno měnovou politiku opět zpřísnit.



## TABULKOVÁ PŘÍLOHA

---

**vydává:**  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
NA PŘÍKOPĚ 28  
115 03 PRAHA 1  
ČESKÁ REPUBLIKA

**kontakt:**  
ODBOR VEŘEJNÝCH INFORMACÍ  
tel.: 02/2441 3585  
fax: 02/2441 3070  
<http://www.cnb.cz>

sazba a tisk: PRATR Trutnov

