

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

2. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah - důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na 1. pololetí 1998

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Spolupracující oddělení úseku bankovních obchodů

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto materiálu přizváni na jednání bankovní rady:

Ing. Vojtíšek, Ing. Olšovský, Ing. Matalík,
doc. Ing. Čapek, Ing. Bárta, RNDr. Hlédík,
Ing. Klíma

Část I.

Návrh usnesení bankovní rady

Část II.

Předkládací zpráva

Část III.

Vlastní materiál včetně shrnutí
a tabulkových příloh

Příloha č. 1: Reálné úrokové sazby

Příloha č. 2: Popis makroekonomických
důsledků

Příloha č. 3: Indikátory vnější
nerovnováhy ČR

Část IV.

Zpráva pro veřejnost se předkládá
členům bankovní rady separátně

Předkládá: Ing. Pospíšil, CSc.

Kontroloval: Ing. Vojtíšek

Zpracoval: měnový odbor

N á v r h

R o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

"2. situační zpráva o měnovém a hospodářském vývoji"

Bankovní rada po projednání materiálu

s o u h l a s í

se zvýšením sazby 1T PRIBOR o 0,25 p.b.

Předkládací zpráva

Situační zpráva o měnovém a hospodářském vývoji se předkládá podle plánu bankovní rady na 1. pololetí 1998. Obsahuje následující přílohy :

Příloha č. 1 : "Reálné úrokové sazby"

Příloha č. 2 : "Popis makroekonomických důsledků zvolené dezinflační strategie s využitím malého dynamického modelu"

Příloha č. 3 : "Indikátory vnější nerovnováhy České republiky"

Obsah

- I. Dosavadní vývoj inflace
 - 1. Vývoj CPI a čisté inflace v podrobné struktuře
 - 2. Vývoj cen obchodovatelných a neobchodovatelných komodit
- II. Faktory inflace
 - 1. Měnový vývoj
 - 1.1. Peníze
 - 1.1.1 Vývoj peněžních agregátů
 - 1.1.2 Tvorba peněz dle sektorů
 - 1.1.3 Zdroje růstu peněz
 - 1.2. Domácí úvěrová emise
 - 1.3. Úrokové sazby
 - 1.3.1 Vývoj krátkodobých sazeb
 - 1.3.2 Vývoj dlouhodobých sazeb
 - 1.3.3 Klientské sazby
 - 1.4. Devizový kurz, kapitálový účet a devizové rezervy
 - 1.4.1 Nominální kurz
 - 1.4.2 Reálný kurz
 - 1.4.3 Kapitálový účet a devizové deriváty
 - 1.5. Akciový trh
 - 2. Agregátní poptávka a nabídka
 - 2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky
 - 2.2. Domácí poptávka
 - 2.2.1 Spotřeba
 - 2.2.2 Investice
 - 2.2.3 Spotřeba vlády
 - 2.3. Čistá zahraniční poptávka
 - 2.4. Výstup
 - 3. Trh práce
 - 3.1. Mzdový vývoj
 - 3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost
 - 4. Nákladové faktory
 - 4.1. Ceny výrobců
 - 4.2. Dovošní ceny, kurz a ceny surovin
 - 4.3. Ceny služeb
- III. Shrnutí

Zvláštní příloha č. 1: Reálné úrokové sazby

Zvláštní příloha č. 2: Popis makroekonomických důsledků

Zvláštní příloha č. 3: Indikátory vnější nerovnováhy ČR

Tabulkové přílohy

I. Dosavadní vývoj inflace *napad ke lozout*

V lednu 1998 činil meziroční růst spotřebitelských cen 13,1 %, míra inflace 8,9 % a meziměsíční růst 4,0 %. Lednový růst inflace byl mimořádně vysoký (s výjimkou ledna 1993 nejvyšší od dubna 1991). Proti konci m.r. byl meziroční růst cen vyšší o 3,1 bodu; ke zrychlení došlo jak v regulovaných cenách, tak v čisté inflaci. Čistá inflace činila 7,5 % (mzr. růst), v samotném lednu byl vykázán růst 1,5 %. I přes mimořádně vysoký růst čisté inflace v lednu považujeme stanovený roční cíl za dosažitelný. Proti našemu očekávání se zvýšení čisté inflace soustředilo do měsíce ledna ve vyšším rozsahu (týká se jak potravin, tak korigované inflace - viz další analýza) a v únoru a březnu již očekáváme podstatně nižší meziměsíční růst (0,4 %). S ohledem na lednový mimořádně vysoký růst cen upřesňujeme naše očekávání: čistá inflace 6,4%, CPI 9,0 %, míra inflace cca 11 %.

ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOTŘEBITELSKÝCH A PRODUKČNÍCH CENÁCH

UKAZATEL	SKUTEČNOST					PREDIKCE					mzr. změna v %	
	3/97	6/97	9/97	12/97	1/98	2/98	3/98	12/98	1/99	12/2000		
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	8.8	8.8	10.3	10.0	13.1	13.1	13.3	9.4	8.5	6.0		
v tom												
Regulované ceny	12.8 (2,5)	13.3 (2,8)	23.2 (4,8)	22.7 (4,6)	30.7 (6,4)	30.9 (6,4)	30.3 (6,4)	16.1 (3,8)	16.7 (3,8)	11.5 (2,4)		
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)	0.0 (0,0)		
Čistá inflace	5.3 (4,3)	5.2 (4,2)	6.9 (5,5)	6.8 (5,4)	7.5 (6,0)	7.5 (6,0)	7.8 (6,2)	6.4 (5,1)	5.9 (4,7)	4.5 (3,6)		
z toho:												
- ceny potravin	4.2 (1,4)	3.4 (1,2)	6.1 (2,0)	5.6 (1,8)	6.1 (2,0)	6.1 (2,0)	6.5 (2,1)	5.6 (1,8)	5.4 (1,7)	4.5 (1,5)		
- korigovaná inflace	6.1 (2,9)	6.4 (3,0)	7.5 (3,5)	7.6 (3,6)	8.6 (4,0)	8.3 (4,0)	8.9 (4,1)	7.0 (3,3)	6.4 (3,0)	4.5 (2,1)		
MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	8.4	7.9	8.1	8.5	8.9	9.4	9.9	11.3	10.9	6.2		

Na 4 % lednové inflaci se podílel růst regulovaných cen 2,2 body, vliv nepřímých daní 0,7 bodu a čistá inflace 1,1 bodem (zde růst cen potravin 0,5 bodu a korigované inflace 0,6 bodu). My jsme očekávali růst 2,5 % (rovněž nejvyšší růst od dubna 1991 s výjimkou ledna 1993); podcenili jsme dopad regulovaných cen o 1 bod (zvýšení cen tepla jsme uvažovali na středu místo horní hranice možného zvýšení), cen potravin o 0,2 bodu a korigované inflace o 0,4 bodu. Přesně jsme odhadli dopad nepřímých daní.

Regulované ceny vzrostly v lednu o 9,3 %; meziroční růst regulovaných cen činil 30,7% (proti konci m.r. došlo ke zrychlení meziročního růstu o 8,0 bodu).

Konkrétní zvýšení regulovaných cen v lednu:

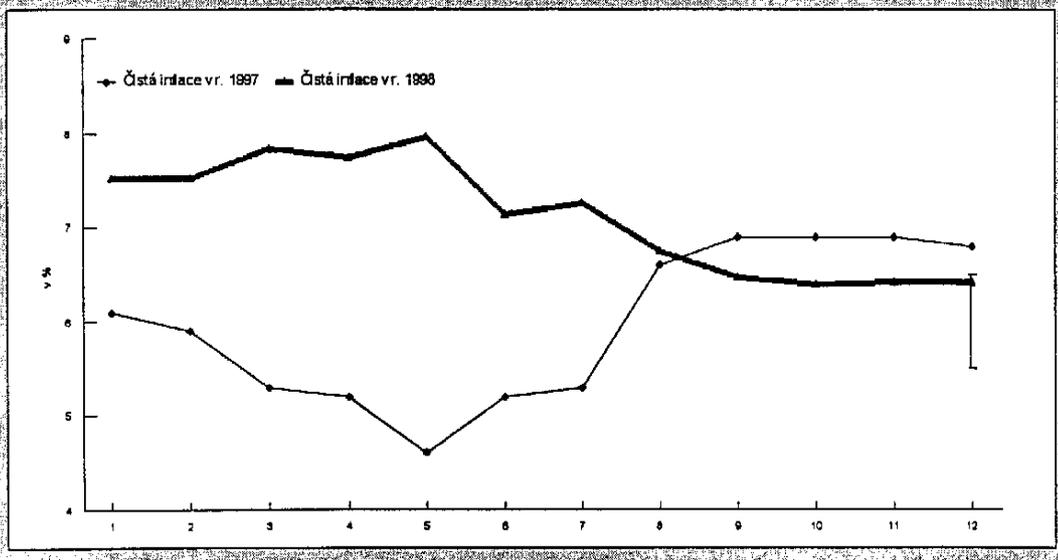
	růst v %	dopad do inflace
- zvýšení zák. pojištění motor. vozidel	59,4	0,33
- zvýšení DPH u elektřiny z 5 na 22 %	16,1	0,46
- zvýšení DPH u plynu z 5 na 22 %	16,5	0,21
- zvýšení cen tepla u cca 50 % domácností v rozsahu 4 - 44 %	19,4	0,84
- zvýšení cen ve zdravotnictví	0,6	0,02
- úpravy na úrovni místních orgánů - (vodné, MHD, autob. dopr., odvoz odpadků)	10,0	0,32
celkem	9,3	2,18

Kromě uvedených úprav došlo ke

- zvýšení spotř. daně u tabáku a alkoholu	0,296
- zvýšení spotř. daně u poh. hmot	0,158
- zvýšení DPH u pevných paliv	0,127
- zrušení dotací na školní stravování	0,115
celkem	0,696

Čistá inflace (mzr. růst) se proti konci m.r. zrychlila o 0,7 bodu (ze 6,8 na 7,5 %). V r. 1998 předpokládáme kulminaci meziročního indexu čisté inflace v květnu s následujícím trendem poklesu, viz graf:

VÝVOJ ČISTÉ INFLACE V ROCE 1997 A PREDIKCE VÝVOJE V ROCE 1998 (kl. obd. předch. roku = 100)



V lednové čisté inflaci se odrazila řada vzájemně se prolínajících vlivů. Na zrychlení růstu korigované inflace (lednový růst 1,4 %) se výrazněji neprojevil vliv depreciace kurzu Kč v závěru r. 1997 (resp. byl eliminován protisměrnými vlivy, zejména poklesem poptávky): Cenový růst "tradables" výrobků zahrnutých do korigované inflace dosáhl celkově v lednu 0,5 % (zde např. "odívání" pokles o 0,1 %, "zařízení a provoz domácnosti" + 0,5 %). Podstatně rychlejší růst cen zaznamenaly služby zahrnované do "nontradables" korigované inflace, a to o 2,7 %. V cenách těchto služeb bylo zřejmě zakalkulováno zvýšení DPH u energií. Projevil se zde současně vliv inflačních expektací. Lednový růst cen potravin (po odpočtu vlivu zvýšení spotřební daně u tabáku a alkoholu) ve výši 1,6 % byl zřejmě ovlivněn růstem cen zemědělských výrobců v prosinci (meziměsíčně 4,5%), v určité míře i dopadem depreciace kurzu Kč (dovážená čerstvá zelenina).

BOX: Zpřesnění propočtu čisté inflace

V lednu byly ve spolupráci s ČSÚ a MF zpřesněny položky zahrnované do regulovaných cen při propočtu čisté inflace. Plný seznam položek je uveden v příloze. Provedené úpravy znamenaly ve svém celku snížení stálé váhy regulovaných cen v CPI z 21% na 18,3%. Současně jsme začali v souladu s praxí ČSÚ používat pro výpočet indexu proměnlivé váhy, jejichž popis uvádíme dále. Díky těmto úpravám byl pro r. 1997 zvýšen meziroční index regulovaných cen a snížen index neregulovaných cen a tedy i čisté inflace. Např. pro meziroční index čisté inflace pro prosinec 1997 tato úprava představovala snížení původního indexu z 1,074 na 1,068 - tedy míru meziroční inflace z 7,4% na 6,8%.

Variabilních vah se používá pro výpočet CPI a propočet vlivu jeho jednotlivých složek na celkový CPI. Pro výpočet bazických indexů se používají konstantní váhy - od r. 1995 jsou váhy odvozené od skutečného spotřebního koše z roku 1993. Pro výpočet řetězových indexů v čase t - např. meziroční změna cen měsíc proti stejnému měsíci minulého roku nebo meziměsíční změna cen u dvou následujících měsíců - se používají variabilní (proměnlivé) váhy, které odrážejí změnu podílu jednotlivých položek v čase $t-1$. Pro tyto váhy, jejichž podrobné odvození lze nalézt v příloze "Popis makroekonomických důsledků zvolené dezinflační strategie za pomoci malého dynamického modelu", zohledňují odlišný růst cen jednotlivých položek a skupin položek ve spotřebitelském koši. Růst váhy (podílu) určité položky je přímo úměrný relativnímu růstu bazického indexu této položky vzhledem k průměrnému růstu celého koše. Tedy, jestliže má určitá položka nadprůměrný cenový růst, její váha v koši se zvyšuje.

Vzorec pro výpočet celkové meziroční měsíční změny cen z indexů dvou skupin položek

$$CPI_t^C = w_t^R CPI_t^R + w_t^X CPI_t^X \quad (1)$$

kde pro $i = C, X$ a R je meziroční měsíční změna cen v čase t pro

C ... celkové,

R ... regulované,

X ... neregulované ceny a jsou variabilní váhy.

Řetězový index CPI_t^i je definován pomocí bazických indexů

$$CPI_t^i = CPIB_t^i / CPIB_{t-1}^i \quad \text{pro } i = C, X, R \quad (2)$$

kde $CPIB_t^i$ je bazický index.

Variabilní váhy v rovnici (1) jsou počítány postupně pro každé období

$$w_t^i = w_B^i (CPIB_{t-1}^i / CPIB_{t-1}^C) \quad \text{pro } i = X, R. \quad (3)$$

kde w_B^i jsou stálé váhy pro výpočet bazických indexů.

Vztah (3) platí nejen pro řetězové indexy, ale se stejnými vahami i pro relativní cenové přírůstky běžně užívané jako míra inflace

$$\pi_t^C = w_t^R \pi_t^R + w_t^X \pi_t^X \quad (4)$$

kde π_t^i je relativní meziroční cenový přírůstek definovaný jako

$$\pi_t^i = (CPI_t^i - CPI_{t-1}^i) / CPI_{t-1}^i \quad (5)$$

Konkretizace lednového růstu základních segmentů čisté inflace:

- **Ceny potravin** vzrostly (po odpočtu vlivu spotřební daně) o 1,6 %, růst byl vykázan především u cen mléka a mléčných výrobků o 3,4 %, čerstvého ovoce mírného pásu o 28,4% a čerstvé zeleniny o 32,2 %. Naproti tomu poklesly ceny masa a masných výrobků o 0,5 %.
- **V korigované inflaci** (růst 1,4 %) se projevil odlišný vývoj ve skupině výrobků a ve skupině služeb. U výrobků došlo k nárůstu cen o 0,5 % (po odpočtu vlivu nepřímých daní). V rámci těchto výrobků (cca 550 komodit) docházelo jak k poklesu cen (psací a kalkulační stroje -5,7 %, textilní galanterie -0,6 %, obuv -0,5 %), tak i růstu (neelektrické domácí příslušenství +0,8%, čisticí prostředky +1,8 %, autokosmetika +1,7 %). V závěru roku u řady dovážených výrobků došlo k poklesu ceny (tel. přijímače, videorekordéry o 0,1%, foto - kinopřístroje o 0,6 %). Pravděpodobně zde působily i slevy ve výprodejových akcích. Naproti tomu rychlejší růst cen o 2,7 % byl zaznamenán ve službách zahrnovaných do korigované inflace. Např. domácí služby jako prádelny a čistírny zaznamenaly zvýšení o 9,0%, sociální služby o 12,3 %, předškolní a základní vzdělání o 6,1 %, doplňkové vzdělávací služby o 9,7 %.

V lednu pokračoval rychlejší růst **neobchodovatelných cen** (+6,0 %), než **obchodovatelných** (+2,3 %). Hlavním důvodem růstu neobchodovatelných cen byl vysoký růst regulovaných cen (+9,3 %). V rámci obchodovatelných komodit rostly rychleji ceny potravin (+2,6 %), než ostatních výrobků (+1,8 %). Růst obchodovatelných komodit byl současně cca z 1/2 ovlivněn administrativními opatřeními (spotřební daň u tabáku, alkoholu a pohonných hmot a zvýšení DPH u pevných paliv).

V únoru a březnu nepředpokládáme růst regulovaných cen, u čisté inflace očekáváme meziměsíční růst v rozsahu cca 0,4 %. U potravin předpokládáme podstatně mírnější růst cen mléčných výrobků, ovoce a zeleniny, u masa a masných výrobků zhruba stagnaci cen, příp. i mírný pokles (zatím se projevuje tendence mírného poklesu). U korigované inflace by nemělo dojít k výraznějšímu růstu; bude převažovat vliv snížené poptávky (očekáváme, že v řadě případů dojde ke snížení cen, které byly v lednu ovlivněny nadsazenými inflačními expektacemi) a rovněž očekáváme, že nákladové vlivy (DPH u energií a spotř. daň u pohonných hmot) byly promítnuty do cen již v lednu.

II. Faktory inflace

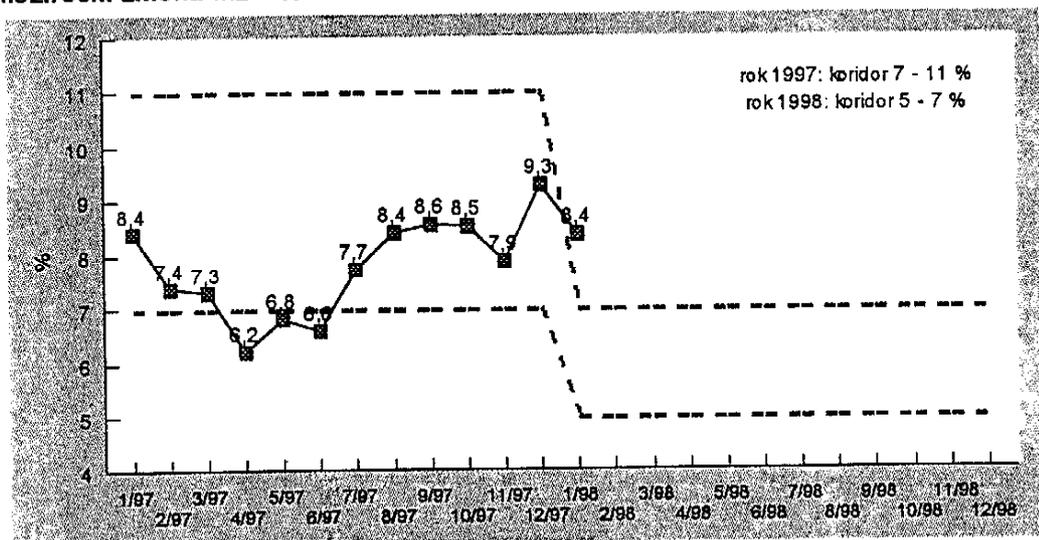
1. Měnový vývoj

1.1. Peníze

1.1.1 Vývoj peněžních agregátů

Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 byl za rok 1997 upraven ze 7,9 % na 9,3 % (nadále se však jedná o předběžný údaj). Důvodem této úpravy je potvrzení předběžných vyšších údajů o vývoji vkladů obchodními bankami. Původní nižší odhad vycházel především ze zdrojové tvorby peněz. Očekávaný definitivní přírůstek M2 by se tak mohl pohybovat cca uprostřed cíleného koridoru 7 - 11 % pro rok 1997.

Meziroční změna M2 v %



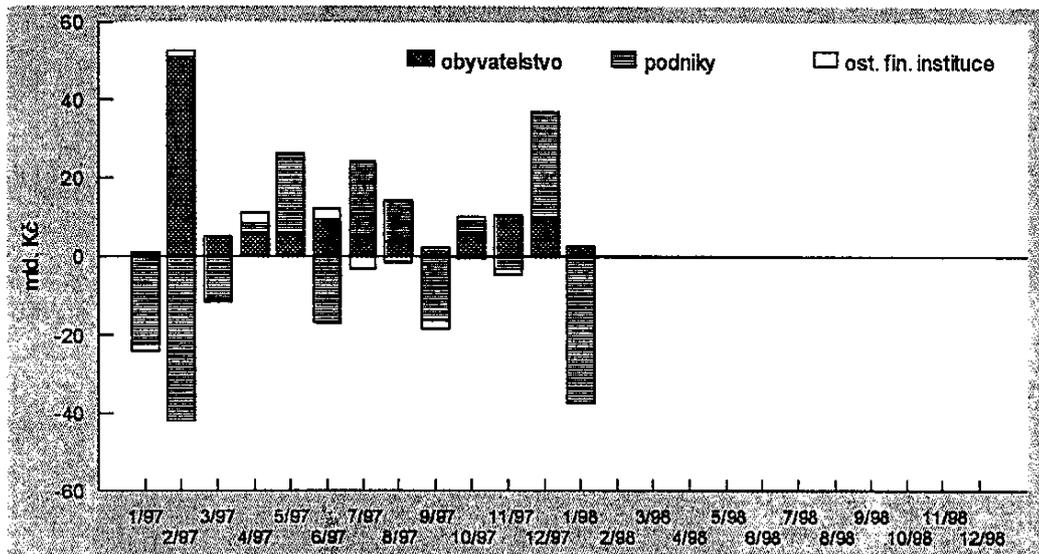
V lednu očekáváme pokles meziroční dynamiky M2 na cca 8,4 %. Toto snížení vyplývá z většího poklesu vkladů u bank než je sezónně počátkem roku obvyklé. Na tento pokles působil více než čtyřnásobný přebytek státního rozpočtu než ve stejném období m. r. a prudké zvýšení portfolia poukázek ČNB u nebankovních subjektů. Za předpokladu pokračování současné úrokové restrikce by se nabídka peněz měla postupně přibližovat koridoru 5 - 7 % pro poptávku po penězích v roce 1998, tj. v souladu s cílem v čisté inflaci a předpokládaným výkonem ekonomiky. Vývoj množství peněz v lednu t. r. tak neindikuje výraznější tlaky na vývoj inflace v nejbližších 12 měsících.

Vývoj peněžního agregátu M1 je i nadále charakterizován velmi nízkými přírůstky (mnohdy negativními) a peněžní agregát L1 počátkem roku prudce vzrostl vlivem zvýšení portfolia poukázek ČNB u domácích nebankovních subjektů (příloha č. 2).

1.1.2 Tvorba peněz dle sektorů

Na prosincovém přírůstku a lednovém poklesu M2 se podílel především podnikový sektor. Tento vývoj byl ovlivněn nejdříve deficitním (prosinec) a poté přebytkovým (leden) hospodařením státního rozpočtu, vč. vlivu prudké změny portfolia poukázek ČNB u domácích nebankovních subjektů ve stejném období.

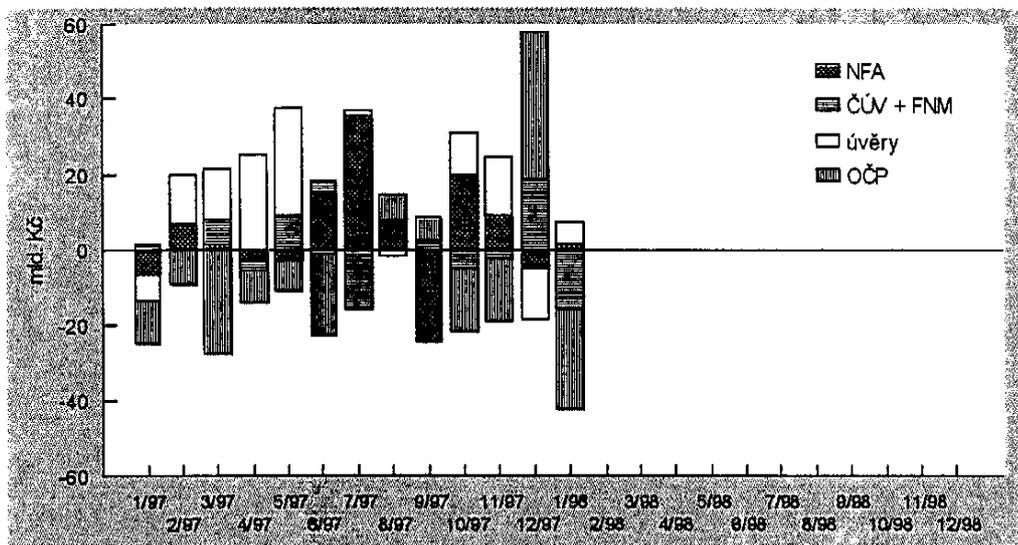
Tvorba peněz dle sektorů (meziměsíční změny v mld. Kč)



1.1.3 Zdroje růstu peněz

Vývoj peněžního agregátu M2 v lednu odráží především pokles ČÚV o 14,3 mld. Kč a FNM o 1,5 mld. Kč a prudké navýšení ostatních čistých položek vlivem nárůstu portfolia a poukázek ČNB u domácích nebankovních subjektů. Pokles ČÚV je výsledkem dosažení přebytkového státního rozpočtu ve výši 17 mld. Kč, jehož zdroje byly použity k profinancování průběžných vládních potřeb, což vedlo k poklesu emise SPP.

Zdroje tvorby peněz (meziměsíční změny v mld. Kč)



V příštích měsících očekáváme pokles čistého úvěru konsolidované vlády oproti počátečnímu období a sice o 4,8 mld. Kč v únoru a o 4,3 mld. Kč v březnu. Na tomto vývoji se bude rozhodující měrou podílet očekávané snížení přebytku běžného hospodaření o cca 11 mld. Kč s protisměrným působením přechodného použití volných depozit Ministerstva financí (ukončení termínovaného vkladu ve státních finančních aktivech) k profinancování vládní dluhové služby. Emise státních dluhopisů bude o tyto prostředky nižší. Uvedená volná depozita MF budou využita k plánované splátce zahraniční půjčky až v měsíci březnu.

Čistý úvěr vládního sektoru

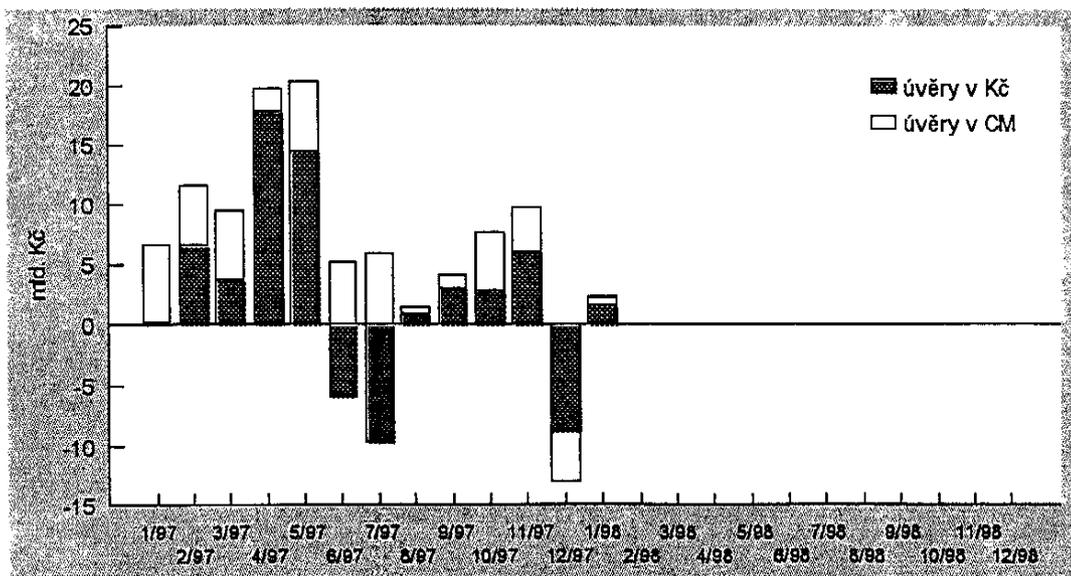
mld. Kč

(+) nárůst, (-) pokles úvěru (změna stavu, změna proti počátečnímu období)	předběžně 31.12.1997	předběžně 31.1.1998	predikce k 28.2.1998	predikce k 31.3.1998
Pozice centrální vlády	12,4	-15,0	-6,5	-7,2
v tom:				
(+) schodek, (-) přebytek státního rozpočtu	10,7	-17,0	-6,0	-6,0
mimorozp. oper. MF zahr. do SR 1997	5,0	0,0	0,0	0,0
Pozice státních fondů	-4,1	-0,3	0,2	0,7
Pozice zdravotních pojišťoven	1,6	0,3	0,5	0,4
ČISTÝ ÚVĚR CENTRÁLNÍ VLÁDY	9,9	-15,0	-5,8	-6,1
Pozice místních rozpočtů	3,0	0,7	1,0	1,8
ČISTÝ ÚVĚR KONSOLIDOVANÉ VLÁDY	12,9	-14,3	-4,8	-4,3
Fond národního majetku	3,8	-1,5	0,0	2,0
ČISTÝ ÚVĚR VLÁDNÍHO SEKTORU	16,7	-15,8	-4,8	-2,3

1.2. Úvěrová emise

Vývoj úvěrové emise i nadále charakterizuje stagnace jejich objemu. Celkový objem úvěrů vzrostl od května do konce ledna pouze o cca 8 mld. Kč (pro hodnocení úvěrové emise používáme očištěné údaje - viz příloha č. 4). Úvěry v Kč v tomto období poklesly o 11 mld. Kč, úvěry v cizí měně vzrostly o 19 mld. Kč. Vývoj v lednu potvrzuje setrvání těchto tendencí (úvěry v Kč stagnace, úvěry v cizí měně + 2,2 mld. Kč).

Vývoj úvěrů celkem (v Kč a CM, očištěno, meziměsíční změny v mld. Kč)



Nárůst úvěrů v Kč v listopadu m. r. byl negován poklesem v prosinci. Úroková restrikce ČNB je tak (měřená vývojem úvěrové emise) značná. V nejbližším období (i přes pokles a stabilizaci úrokových sazeb na cca 15 % 1T PRIBOR) neočekáváme výraznější obnovu úvěrové emise.

Přírůstek úvěrové emise se tak realizuje pouze prostřednictvím úvěrové emise v cizí měně. I tato část úvěrové emise však od května m. r. vykazuje velmi nízké přírůstky. Z celkového přírůstku emise úvěrů v cizí měně v roce 1997 (42 mld. Kč) bylo v 1. pololetí realizováno 30 mld. Kč a v 2. pololetí již pouze 12 mld. Kč. I přes velmi výhodné úročení těchto zdrojů (4,4 - 6,6 %) brání vyšší poptávce po těchto úvěrech pravděpodobně nutnost pokrytí úrokového rizika. Omezení na straně nabídky vyplývají z nízké bonity klientů.

Časovou strukturu úvěrů v cizí měně tvoří z cca 50 % úvěry krátkodobé (se splatností do 1 roku), střednědobé 13 % a dlouhodobé 37 %. Užití těchto úvěrů v porovnání s korunovými je více soustředěno na krytí běžných provozních potřeb podniků (na provozní účely vč. krytí přechodného nedostatku zdrojů připadá 62 %), zbývající část naplňují prakticky úvěry na investice (ostatní užití např. na privatizaci nebo nákup cenných papírů zaujímá nevýznamný podíl). Většina cizoměnových úvěrů směřuje do odvětví zpracovatelského průmyslu (45 %) a odvětví obchodu, údržby a prodeje (18 %). Z jednotlivých odvětví zpracovatelského průmyslu zaujímají hlavní místo úvěry do výroby kovů a kovárenských výrobků, chemického a farmaceutického průmyslu, výroby a rozvodu energií a výroby strojů a strojních zařízení.

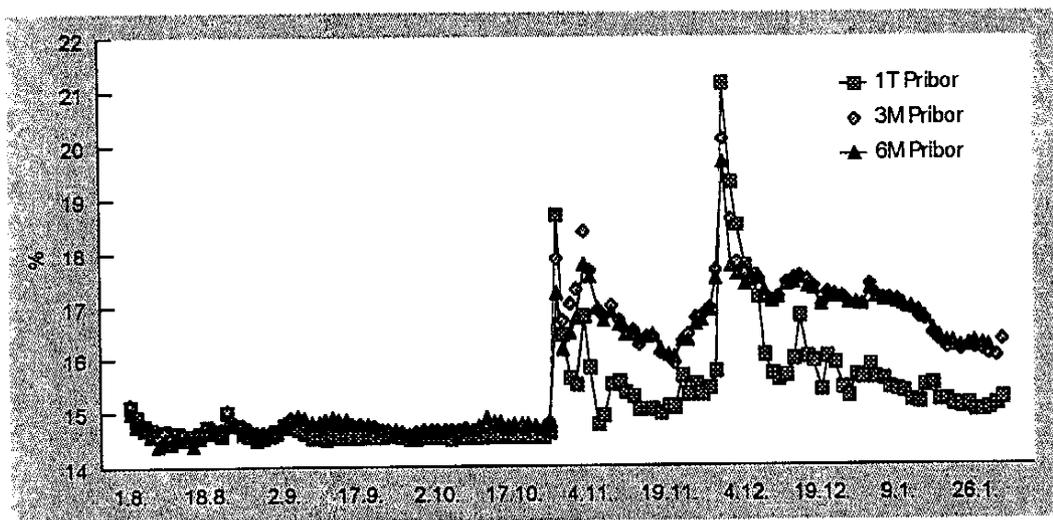
1.3. Úrokové sazby

1.3.1 Vývoj krátkodobých sazeb

Krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu (měřeno sazbou 3M a 6M PRIBOR) v průběhu měsíce ledna poklesly a dosáhly průměrné výše 16,59 % (3M) a 16,64 % (6M). Tato výše sazeb se nachází 0,9 % bodu (3M) a 0,8 % bodu (6M) pod průměrnou úrovní prosince, stále však 4,3 resp. 4,6 % bodu nad úrovní dubna 1997. Vývoj krátkodobých úrokových sazeb tak odrážel úrokovou politiku ČNB zaměřenou na hladinu úrokové sazby 1T PRIBOR ve výši 15 % při nastavení 2T REPO sazby na úrovni 14,75 %.

Na pokles krátkodobých úrokových sazeb v lednu působilo především celkové uklidnění situace na finančním trhu jako odraz postupující stabilizace domácí politické scény, částečné uklidnění vývoje v Asii, nové eurobondové emise v Kč a snížení lombardní sazby z 23 % na 19 %. Na krátkém konci výnosové křivky sazeb PRIBOR se úroková sazba 1T PRIBOR přiblížila úrovni 15 %, která odpovídá úrovni operativního cíle ČNB v této sazbě. Postupná stabilizace situace na peněžním trhu je patrná rovněž ze snížení spreadu OFFER/BID (příloha č. 7).

Vývoj krátkodobých sazeb



Pokles krátkodobých úrokových sazeb indikují rovněž kótace FRA 3*6, 6*9 a 9*12. Dle těchto kótací by úroková sazba 3M mohla v nejbližších 3 až 9 měsících poklesnout z 16,28 % na 15,08 % (příloha č. 8).

Na segmentu trhu krátkodobých dluhopisů proběhly během ledna tři primární aukce SPP se splatností 3T, 3M a 6M (hrubé výnosy 15,6 %, 15,7 % a 17 %). Ve dvou aukcích s kratší splatností byl zájem bank vyšší než objem nabízený do aukce. Zatím není jasné, zda se projeví změny v danění výnosů poukázek ve zvýšené likviditě tohoto trhu, během ledna se však podstatně zvýšil objem poukázek v portfoliu nefinančních subjektů. Výnosy daněných SPP na sekundárním trhu jsou opět k dispozici od počátku ledna.

Úrokový diferenciál se v lednu v souladu s vývojem úrokových sazeb na trhu PRIBOR postupně snižoval, i nadále však zůstává vysoký. Na konci druhé lednové dekády se dostal pod hranici 12 % a na konci měsíce se u sledovaných splatností (1M, 3M a 12M) přiblížil k úrovni 11,8 %.

Pokles krátkodobých úrokových sazeb není primárně způsoben uvolňováním úrokové politiky ČNB, ale postupnou stabilizací na finančním trhu. V lednu se tak výrazněji proměnil sklon výnosové křivky sazeb PRIBOR, který dosáhl u spreadu 1R-1T 1,37 %. Sazba 1R PRIBOR tak poklesla v průměru oproti prosinci o cca 0,7 % ve srovnání s poklesem u sazby 1T 1,3 %. Z tohoto pohledu je i nadále zachována úroková restrikce ČNB.

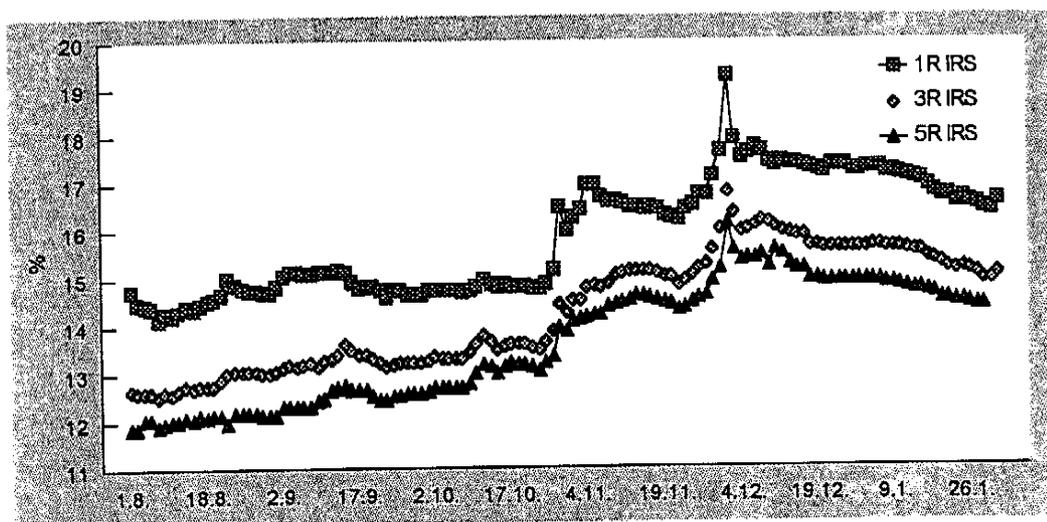
1.3.2 Vývoj dlouhodobých sazeb

Vzhledem k neexistenci významnějšího objemu dlouhodobých (tj. nad 4R nebo v EU nad 5R) úspor a tím i z domácích zdrojů financovaných investic pokládáme za středně a dlouhodobý segment českého finančního trhu již sazby od 1R do 5R. Tento segment je v porovnání s existujícími kótacemi nad 5R rovněž likvidnější. Jelikož dlouhodobé sazby rovněž indikují expektace trhu na vývoj krátkodobých sazeb (tj. měnovou politiku) a tím i inflaci, je pro posouzení relevance splatností u dlouhodobých sazeb důležité rovněž zpoždění mezi opatřením a účinkem měnové politiky. Domníváme se, že toto zpoždění bude oproti

vyspělým zemím činit pouze cca 1 rok. Z tohoto důvodu jsou z hlediska inflačních expektací rovněž významné již roční splatnosti.

Dlouhodobé sazby, měřeno vývojem sazeb 1R, 3R a 5R IRS, v průběhu měsíce ledna ve srovnání s hladinou v prosinci rovnoměrně poklesly v průměru o cca 0,5 % - 0,6 %. Stále se však udržují nad hladinou října, kdy započal jejich opětovný výraznější růst. Výnosová křivka sazeb IRS (příloha č. 9) tak zachovává i nadále z hlediska inflačních expektací negativní sklon, avšak na hladině stále vyšší než v dubnu 1997.

Vývoj dlouhodobých sazeb



Výnosová křivka na segmentu státních daněných dluhopisů zachovává rovněž negativní tvar (příloha č. 10). V lednu se oproti prosinci posunula o 0,8 - 0,2 bodu níže, přičemž více poklesly výnosy u kratších splatností, čímž se spread mezi krátkým a dlouhým koncem vrátil na 1 bod. Na počátku ledna trh dluhopisů krátkodobě reagoval na oslabování koruny a nejistotu ohledně končící splatnosti korunových eurobondů. Byly však ohlášeny nové emise korunových eurobondů, což přispělo k určitému zklidnění na trhu a do konce ledna výnosy mírně klesaly. Obdobně se vyvíjel i trh firemních dluhopisů.

Počátkem února (2. 2.) se konala první letošní aukce SD se splatností 5R. Maximální přijatelný výnos v aukci 14,85 % investoři hodnotili jako nízký, a proto z nabízených 5 mld. bylo prodáno pouze 2,57 mld. Kč. Podle nových daňových pravidel je totiž kupón již zahrnován do základu daně z příjmu.

Trh dlouhodobých sazeb byl celkově v lednu charakterizován poklesem sazeb u všech splatností. Tento mírný pokles (sazby se pouze započaly přibližovat říjnové úrovni, kdy po květnovém postupném sestupu začaly opět výrazněji růst) lze sice hodnotit pozitivně, ale jeho malý rozsah naznačuje přetrvávání spíše nepříznivých inflačních očekávání na trhu.

1.3.3 Klientské sazby

Průměrné úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry se v prosinci v souladu s vývojem na peněžním trhu zvýšily o 0,9 procentních bodů na 16,5 %. Průměrné reálné úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry vzrostly rovněž o 0,9 procentních bodů).

V lednu lze očekávat snížení těchto průměrných úrokových sazeb. Vyplývá to jak z lednového vývoje na peněžním trhu, tak i z vývoje referenčních sazeb, které téměř všechny významné banky (s výjimkou IPB, která obvykle reaguje s určitým zpožděním) v průběhu ledna v návaznosti na vývoj na peněžním trhu snížily.

Vývoj referenčních sazeb u vybraných bank v %

Banka	Název sazby	1997			1998	
		1. 2.	1. 11.	1. 12.	1. 1.	1. 2.
Česká spořitelna	Základní sazba	12,6	14,8	15,8	17,5	16,4
ČSOB	Prime rate	11,9	16,3	16,5	16,5	16,2
IPB	Bazická sazba	12,3	16,5	16,9	17,3	17,3
Komerční banka	Referenční sazba	12,3	16,2	18,0	17,6	16,3

Sníčováním referenčních úrokových sazeb v lednu banky korigovaly jejich zvýšení v předchozích dvou měsících. Je však třeba mít na zřeteli, že současná hladina referenčních sazeb bank je cca o 4 procentní body vyšší než před rokem a celkově restriktivní charakter výše těchto sazeb zůstává i nadále zachován.

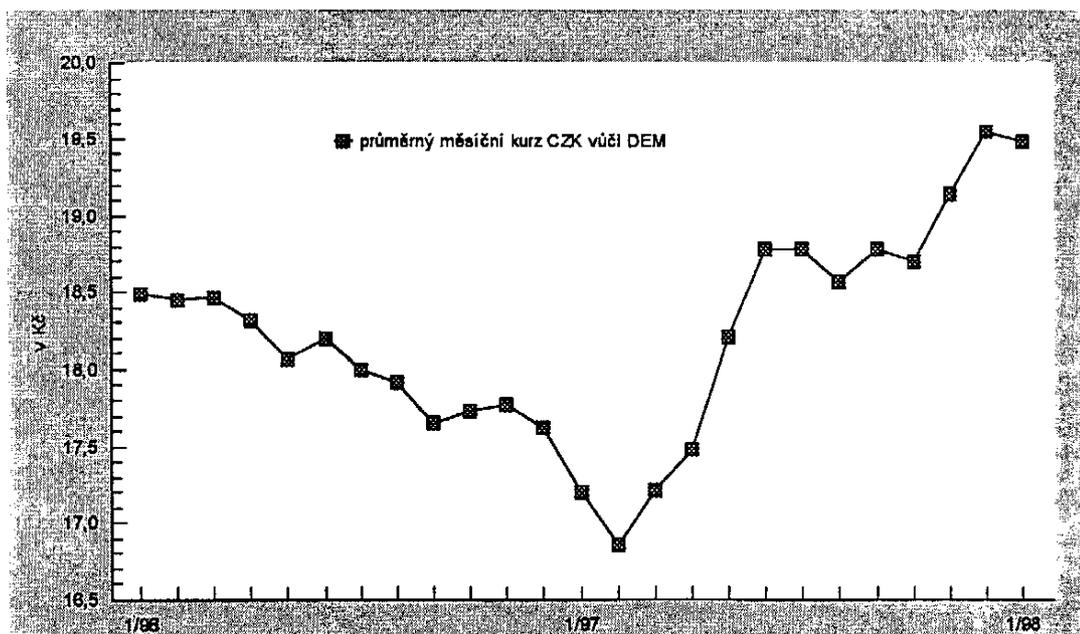
Průměrné úrokové sazby na termínované vklady činily v listopadu 11,22 % (reálné 1,12 %). V průběhu ledna se rovněž do vývoje těchto sazeb promítl vývoj na peněžním trhu a většina bank vyhlásila jejich snížení až o 1 procentní bod.

Přetrvávající vysoká hladina úrokových sazeb na dílčích segmentech peněžního a kapitálového trhu (vč. trhu úvěrů a depozit) dokládá, že měnová restrikce je značná a lze jen velmi obtížně počítat s výraznějším obnovením domácí poptávky (jak investiční, tak i spotřebitelské) v nejbližším období.

1.4. Devizový kurz, kapitálový účet a devizové rezervy

1.4.1 Nominální kurz

VÝVOJ NOMINÁLNÍHO KURZU KORUNY VŮČI DEM

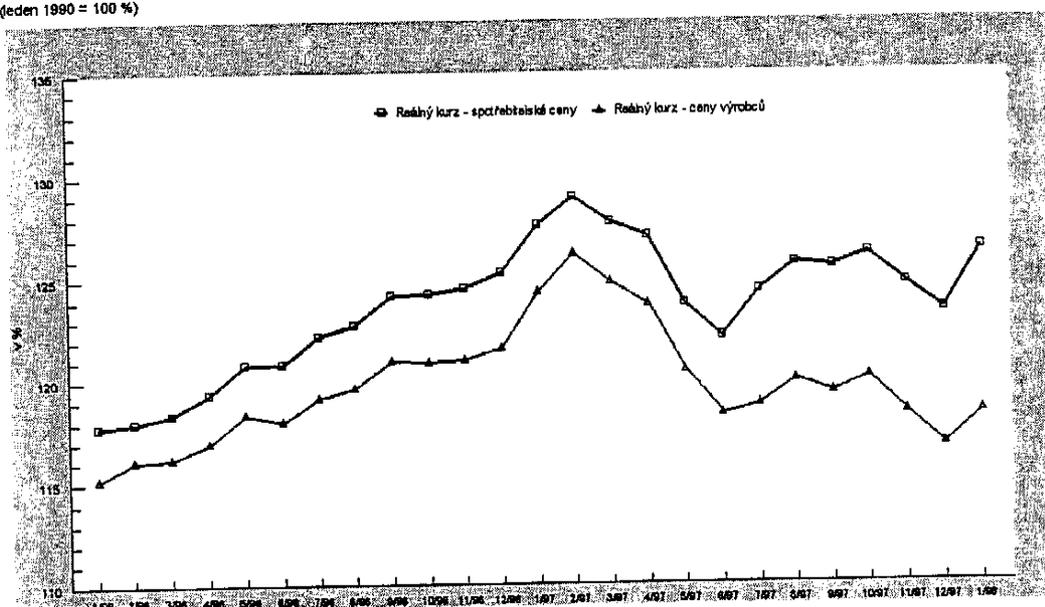


Kurz koruny vůči DEM byl na začátku ledna ovlivněn politickou nestabilitou. Nejistota, mělkost trhu a realizace nabídky deviz vyplývající z úvěru přijatého Konsolidační bankou vedly ke značné volatilitě kurzu koruny. Vývoj nominálního kurzu ve IV. čtvrtletí vyvolává v krátkodobém horizontu I. Q. 98 inflační očekávání, což se zřejmě projevilo v údajích o inflaci v lednu 1998. Vzhledem k předpokládanému nízkému deficitu obchodní bilance v lednu a v I. Q. 98 nepředpokládáme výrazné depreciační tlaky.

Apreciace kurzu na přelomu ledna a února je vedle zklidnění politické situace možno spojovat s realizací podrozvahových pozic vybudovaných zahraničními subjekty v předchozím období. Očekávané zvýšení úrokových sazeb po zveřejnění lednového údaje o inflaci vedlo k zesílení přílivu krátkodobého kapitálu a k dalšímu apreciačnímu tlaku. Vývoj kurzu vůči DEM je v souladu s předpoklady inflačního cílení.

1.4.2 Reálný kurz

VÝVOJ REÁLNĚHO KURZU KORUNY VŮČI DEM
(leden 1990 = 100 %)



Vývoj reálného kurzu koruny vůči DEM byl při stabilně nízkém cenovém růstu v zahraničí ovlivněn především depreciační nominálního kurzu koruny. Depreciace reálného kurzu koruny tlumí poptávku po dovozech, což se projeví v poklesu deficitu obchodní bilance v lednu 1998. Vývoj inflace v lednu 98 však povede opět ke zpevnění reálného kurzu.

1.4.3 Kapitálový účet a devizové rezervy

Krise na asijských trzích a nestabilita politického vývoje v České republice koncem roku 1997 a do konce druhé dekády ledna 1998 se projevily v odlivu části *krátkodobého kapitálu* prostřednictvím obchodních bank. Ve IV. čtvrtletí m.r. se rozvahová pozice obchodních bank vůči nerezidentům zlepšila o 44,4 mld. Kč. Od poslední dekády ledna nastal opět příliv kapitálu. Vývoj rozvahových a podrozvahových pozic bank byl jedním z faktorů

ovlivňující vývoj devizového kurzu depreciačním a na přelomu ledna - února apreciačním směrem.

	v mld. Kč				
	1.čtvrť.1997	2.čtvrť.1997	3.čtvrť.1997	Odhad 4.čtvrť.1997	Očekskuteč. 1.čtvrť.1998
Kapitálový účet	22,1	-6,1	33,1	-20,4	40
Změna devizových rezerv ČNB (podle plateb.bilance)	1,1	33,6	-16,9	42,3	-35

Příliv kapitálu přes bankovní sektor koncem ledna byl spojen m.j. s čerpáním 1. tranše půjčky Konsolidační bankou od Evropské investiční banky ve výši 100 mil. ECU na financování vládního programu oprav silničních a železničních sítí, výstavby protipovodňových staveb a na opravy místní infrastruktury. Půjčka bude splatná do 25 let s šestiměsíčním odkladem a úrokem 5,5 - 6,0 %. Nabídka deviz z této půjčky vedla k posilování kurzu koruny v poslední dekádě ledna. Získání konsorciální půjčky ve výši 27,5 mil. USD oznámila v lednu také Investiční a Poštovní banka na dobu 1 roku s úrokovou sazbou 22,5 základního bodu nad LIBOR.

Po zveřejnění údaje o lednové inflaci zesílily expektace na zvýšení úrokových sazeb a příliv krátkodobého kapitálu dále podpořil apreciaci kurzu koruny. Začátkem února je patrný vzestup indexu akcií, což indikuje přítomnost zahraničního kapitálu. Registrován je zájem zahraničního kapitálu o investice i v Polsku a Maďarsku.

V lednu bylo splatno 12 mld. Kč *korunových euroobligací*. Nové emise byly realizovány ve výši 4,5 mld. Kč. Neobnoveno zůstalo 7,5 mld. Kč. Tím tlak splatných korunových eurobondů na depreciaci koruny byl výrazně zmírněn. V únoru jsou splatné korunové euroobligace za 11 mld. Kč. Nové emise byly v únoru již realizovány za 4,5 mld. Kč a další jsou ohlášeny ve výši 4,0 mld. Kč. Poprvé se objevila emise euroobligací (EIB) se splatností 15 let, což vyjadřuje důvěru v přijetí ČR do EU vč. horizontu sladění úrokových sazeb a míry inflace. Korunové euroobligace zůstávají v každém případě jedním z cenných indikátorů ukazujících stupeň důvěry investorů k české měně, ekonomice a politice.

Vlivem pasiva z operací na běžném a kapitálovém účtu platební bilance ve IV. čtvrtletí 1997 devizové rezervy ČNB poklesly. Operace v lednu a únoru 1998 indikují možnost zvýšení devizových rezerv v řádu až 1 mld. USD v I. Q. 1998.

1.5. Akciový trh (příloha)

a) objem obchodů

Objemy obchodů ve všech segmentech kapitálového trhu zaznamenaly značný pokles. Co se týče akcií, i v lednu byl rozhodujícím trhem RM systém. Obchody s akciemi na centrálním trhu burzy se oproti prosinci snížily z 1264 mil. Kč na 784 mil. Kč, což představuje denní průměr 39 mil. Kč (denní průměr loňského roku byl 81 mil. Kč).

Dosavadní vývoj obchodů na veřejných trzích v únoru nese svědčí o významném zvýšení zájmu o cenné papíry. Pouze v SCP došlo k vyššímu objemu úplatných převodů obligací, za kterým stojí úpis státního dluhopisu.

Segment trhu	Akcie			Obligace		Podíl na celkových transakcích s CP v %
	Objem v mid. Kč	Index objemu	Podíl centr. trhu v %	Objem v mid. Kč	Index objemu	
BCPP	7,6	50,7	10,3	23,8	49,6	56,3
RM-S	12,5	39,9	3,1	4,2	127,3	33,5
SCP	5,3	61,6	-	0,5	31,3	10,2
Celkem	25,4	46,3	4,6	28,5	53,9	100,0

Prosinec 1997 = 100

b) cenové indexy

Index PX 50 oslabil za leden téměř o tolik, jako za celý loňský rok. Jeho oslabení souvisí s nízkou poptávkou po akciích. Na vyslovení důvěry vládě index prakticky vůbec nereagoval. K tzv. lednovému efektu, podle něhož je výnos z akcií větší než v ostatních měsících roku, nedošlo. Indexy trhů sousedních zemí rovněž oslabily, naopak index DAX 30 posílil (o 4,5 %). Během 8 únorových seancí PX 50 posílil téměř o 7 %, což svědčí o určitém oživení zájmu zahraničních investorů, jak je tomu i v případě sousedního Polska a Maďarska.

Index	Hodnota k 30. 1. 1998	Vývoj indexu (leden 1998/prosinec 1997)
PX 50	455,7	92,0
PX Glob	557,1	93,0
PK 30	620,2	90,3

Hodnota k 30. 12. 1997 = 100

c) implikace pro inflaci

Vliv inflace na akciové kurzy nebyl dosud empiricky prokázán a dosavadní vývoj indexu PX 50 nekoreloval s vývojem inflace. Navíc vypovídací schopnost cen našich akcií je velmi omezená, tudíž je interpretace vývoje indexu v souvislosti s predikcí inflace velmi obtížná. Z nízkých objemů akciových obchodů vyplývá, že i přes určité oživení zájmu zahraničních investorů dosud nelze akciový trh považovat za významnější kanál přílivu peněz do ekonomiky.

2. Agregátní poptávka a nabídka

2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky

Podle odhadu ČNB vzrostl HDP ve 4. čtvrtletí o 1,0 %. Souběžný poměrně výrazný meziroční pokles domácí poptávky, především hrubé tvorby fixního kapitálu vedl k opakování předstihu dynamiky domácí nabídky před domácí poptávkou (po 10 čtvrtletích zaznamenanému již ve 3. čtvrtletí m.r.) a návazně k určitému snížení vnější nerovnováhy a jistému zmírnění poptávkového tlaku na cenový růst. Souhrmně se ve 2. pololetí 1997 znatelně snížila nerovnováha v ekonomice (gap mezi dynamikou domácí poptávky a nabídky činil v 1. pololetí 1,1 bodu, ve 2. pololetí dle odhadu -4,2 bodu, podíl záporného netto vývozu na HDP v s.c. se proti 1. pololetí snížil o cca 1,9 bodu, proti 2. pololetí 1996 o 4,7 bodu). Snížila se závislost domácí poptávky na zahraničních zdrojích (podíl záporného netto vývozu na domácí poptávce, který ve 4. čtvrtletí 1996 dosáhl maxima 11,2 %, klesl ve 4. čtvrtletí roku 1997 na cca 8,3 %). Pokračování předstihu dynamiky nabídky předpokládáme i pro 1. čtvrtletí. Pro tuto predikci hovoří pokračující silný souběh faktorů, omezujících poptávkový růst (podrobněji v části o poptávce) při odhadovaném pokračujícím nevýrazném růstu produktu kolem 0,5 %. Slabá poptávka by měla posílit tlaky na restrukturalizaci podniků a na zpomalení růstu mezd, tím by měla příznivě ovlivnit růst produktivity podniků, pokles dynamiky jednotkových mzdových nákladů, udržení dynamiky vývozu a zlepšení finanční situace podniků. Všechny tyto faktory by měly příznivě ovlivnit i cenový vývoj.

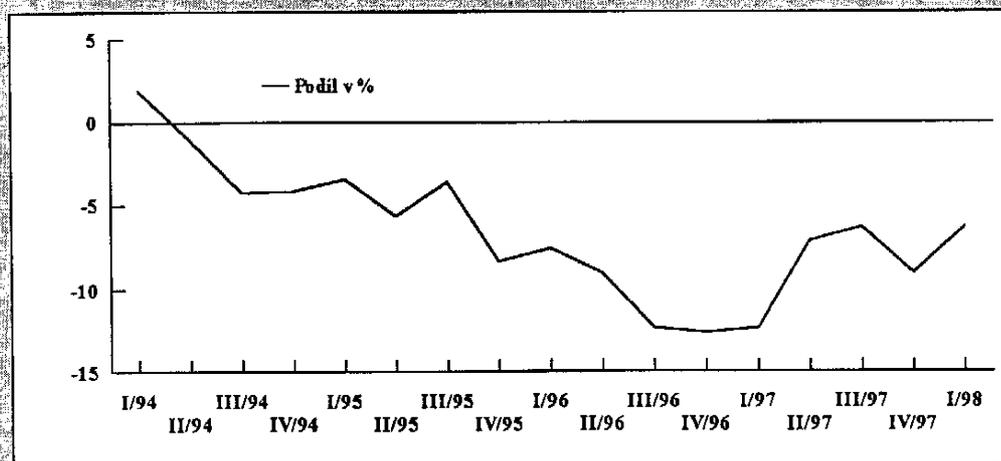
ZÁKLADNÍ ÚDAJE O NABÍDCE A POPTÁVCE V REÁLNÉM VYJÁDRĚNÍ

mzr. změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST					SKUTEČNOST			OČ. SKUT.		PREDIKCE	
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	1998
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	4.4	4	3.9	3.9	4.1	1.5	1.2	0.8	1	1.1	0.5	1
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom. popt. a vývoz)	7.3	5.6	9.4	6.1	7.0	3.6	4.9	1.5	4.0	3.5	2.1	2.3
DOMÁCÍ POPTÁVKA (vč. změny stavu zásob)	8.8	7.5	12.6	7.9	9.1	5.9	-0.6	-4.6	-2.2	-0.7	-4.9	-1.2
DOMÁCÍ POPTÁVKA (beze změny stavu zásob)	7.8	7.7	5.8	4.8	6.4	4.0	1.5	-3.9	-2.5	-0.6	-2.2	-1.1
v tom												
Spotřeba domácností	6.6	7.2	6.7	4.8	6.3	5.2	5.6	-1.0	-0.2	2.3	-1.0	0.0
Spotřeba vlády	1.3	4.1	2.9	4.0	3.1	3.6	1.7	-3.7	-2.5	-0.4	-1.8	-0.2
Tvorba fixního kapitálu	17.0	10.8	6.4	6.3	6.6	1.8	-4.8	-8.3	-5.0	-4.7	-5.1	-3.5
ČISTÝ VÝVOZ zboží a služeb (saldo, absol., míř. Kč)	-21.0	-29.1	-39.3	-43.3	-132.7	-34.5	-23.1	-20.4	-31.4	-109.4	-17.9	-80.0

PODÍL NETTO VÝVOZU NA HDP

(v % z s.c.)



2.2. Domácí poptávka

Domácí poptávka ve 4. čtvrtletí dle odhadu ČNB meziročně poklesla o 2,2 %, především v důsledku poměrně silného mizr. poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu (o 5,0 %), a spotřeby vlády (o 2,5 %). Fakticky stagnovala spotřeba domácností (pokles o 0,2 %). V 1. čtvrtletí očekáváme další mizr. pokles domácí poptávky (dle odhadu o 4,9 %). Hlavní faktory, které ovlivnily poptávkový pokles v 2. pololetí 1997, budou v neztenčené intenzitě působit i nadále (především úsilí vlády o vyrovnanost státního rozpočtu při slabém růstu, slabá investiční poptávka podniků a očekávaný pokles reálných příjmů domácností. Předpokládáme, že spotřeba domácností poklesne o cca 1 % (při poklesu reálných příjmů z mezd cca o 3,8 %), hrubá tvorba fixního kapitálu o 5,1 %.

2.2.1 Spotřeba

Pokles spotřeby domácností byl výsledkem především poměrně výrazného snížení koupěschopné poptávky (pokles mizr. dynamiky reálných příjmů ve 2. pololetí proti 1. pololetí o cca 5 bodů). Nízká dynamika koupěschopné poptávky daná poklesem dynamiky reálných příjmů, růstem nezaměstnanosti a růstem podílu nákladů spojených s bydlením se odrazila ve snížené dynamice spotřeby jednotlivých kategorií domácností zaměstnanců i domácností důchodců. Uvedené trendy budou pokračovat i ve 4. čtvrtletí.

2.2.2 Investice

Pokračující mizr. pokles investic byl důsledkem souběžného působení řady faktorů. Vysoké úrokové sazby přispěly k zastavení růstu investičních úvěrů, nejistoty politického a hospodářského vývoje vedly ke zpomalení přílivu zahraničního kapitálu. Významný vliv mělo omezení vládních investic a také zhoršující se výsledky hospodaření podniků. Depreciace a zavedení plovoucího kurzu znesnadnily přístup k zahraničním úvěrům a zdražily investiční dovozy, což opět snížilo prostor pro reálný růst investic.

BILANCE ÚSPOR

mld. Kč

UKAZATEL		SKUTEČNOST			OČ. SKUT.	
		I/97	II/97	III/97	IV/97	1997
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT v b.c.	Y	348.5	414.1	417.4	489.7	1669.7
Konečná spotřeba domácností a vlády	-(C+G)	266.4	304.2	294.3	337.1	1202.0
HRUBÉ DOMÁCÍ ÚSPORY	= SD	82.1	109.9	123.1	152.6	467.7
Přínos ze zahraničí (-saldo netto vývozu)	-X-M	-29.6	-23.7	-18.1	-14.9	-86.3
HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU		111.7	133.6	141.2	167.5	554.0
Hrubé domácí úspory/HDP v %		23.6	26.5	29.5	31.2	28.0
Hrubá tvorba kapitálu/HDP v %		32.1	32.3	33.8	34.2	33.2
rozdíl		8.5	5.8	4.3	3.0	5.2

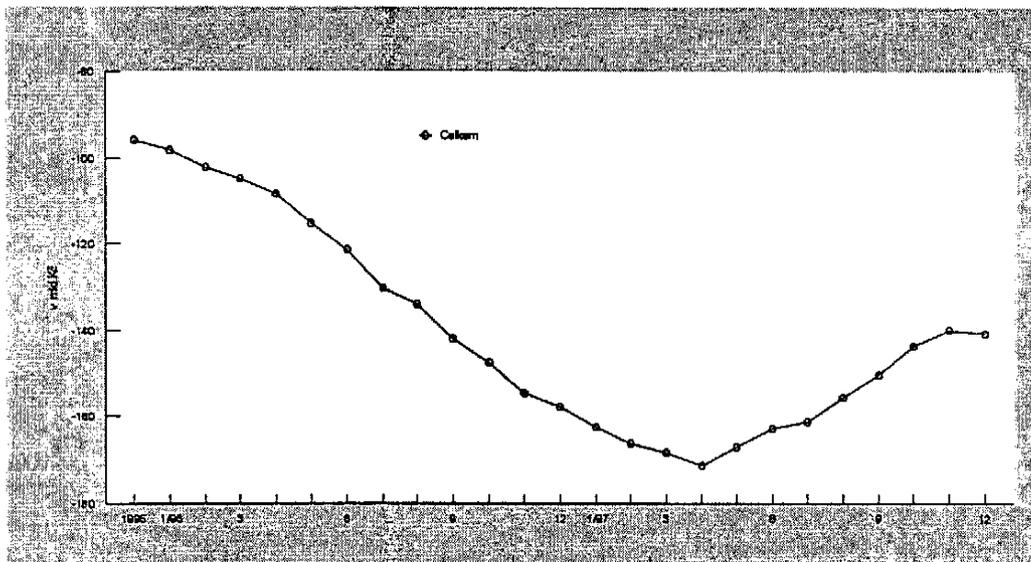
2.2.3 Spotřeba vlády

V rámci domácí poptávky se očekává, že celková vládní spotřeba ve s.c. v 1. čtvrtletí 1998 poklesne o 1,8 % proti stejnému období m.r. Přitom její rozhodující část, tj. výdaje z veřejných rozpočtů klesnou o cca 20 %. Na druhé straně zdravotní pojišťovny a příspěvkové organizace budou přispívat k růstu výdajů na vládní spotřebu cca o 30 %.

2.3. Čistá zahraniční poptávka

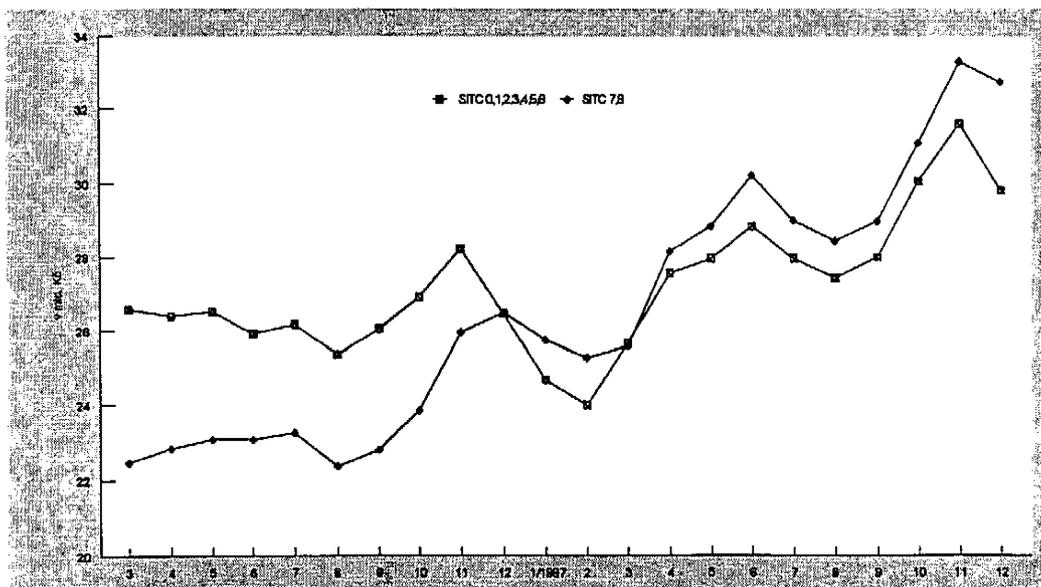
Obchodní bilance za rok 1997 skončila v běžných cenách schodkem 141 mld. Kč, který byl o 16,8 mld. Kč nižší než v roce 1996. Vlivem vysokého prosincového schodku (18,3 mld. Kč) však došlo k pozastavení tendence poklesu deficitu obchodní bilance pozorované během 2. pololetí. Hlavním důvodem je realizace předzásobení firm vlivem očekávání depreciační kurzu začátkem roku 1998.

OBCHODNÍ BALANCE - ZMĚNY ZA 12 MĚSÍCŮ



Tempo vývozní aktivity (celoroční index 120,2) trvale od června předstihovalo dovoz (celoroční index 113,7). Komoditně ve vývozu dominoval strojírenský průmysl (s vahově významným podílem automobilové produkce), který má hlavní podíl na zlepšení jeho struktury ve prospěch produkce s vyšší přidanou hodnotou. Pro růst exportu ve 2. pololetí bylo rozhodující zvýšení exportu z nově vybudovaných kapacit. Vliv depreciační kurzu napomohl zvýšit export položek s nižší přidanou hodnotou (podíl na přírůstku exportu 30 %).

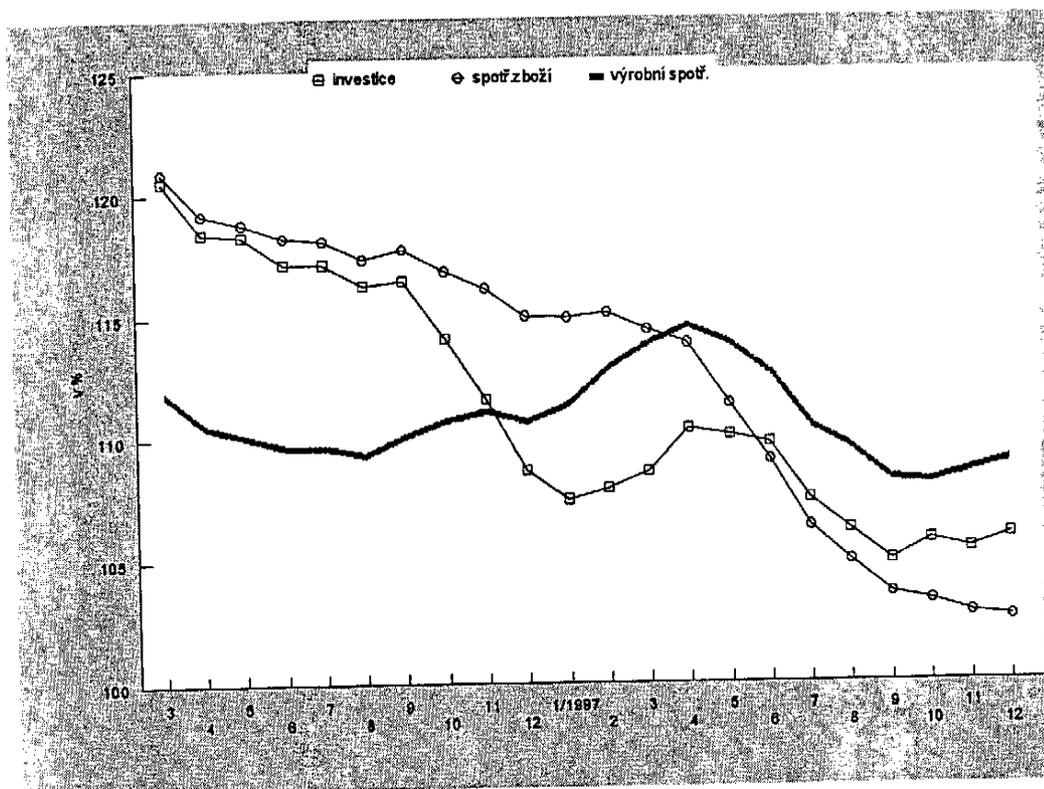
VÝVOZ SKUPIN SITC S VYŠŠÍ A NIŽŠÍ PŘIDANOU HODNOTOU - 3 měsíční klouzávé průměry očištěné o kurzovou změnu



Přes pokles domácí poptávky rostl dovoz především pro výrobní spotřebu, což lze vysvětlit zvyšující se dovozní náročností ekonomiky danou provázanností řady exportérů se zahraniční účastí (např. Škoda Auto, AVX Tesla, Procter & Gamble, Varta AKU, Barum Continental, Matsushita television a j.) na dovoz materiálů a komponentů ze zahraničí, dále důsledkem útlumu některých tuzemských výrob (koželužny, část sortimentu papírenského průmyslu, ropných výrobků) a jejich nahrazením dovozy. Navíc koncem roku působil zesíleně vliv očekávané depreciační kurzu (pod tlakem politické nestability) podporující snahu tuzemských firem po předzásobení zejména po kompletačních a náhradních dílech (automobilový průmysl), rudách kovů (hutnictví) a dále zařízení investičního charakteru (zejména pro elektrárny).

Na straně importu po očištění o kurzový pohyb je patrné postupné snižování dynamiky dovozu pro osobní spotřebu a investice (vliv dokončení některých velkých investic v telekomunikacích a restrikce rozpočtu). Zvyšuje se však dovoz pro výrobní spotřebu.

INDEXY 6 MĚSÍČNÍCH PRŮMĚRŮ DOVÁŽENÝCH SKUPIN ZBOŽÍ PODLE UŽITÍ očištěné o kurzové změny



V I. Q. 1998 se předpokládá, že deficit obchodní bilance v běžných cenách dosáhne výše 20 mld. Kč (meziroční zlepšení o cca 17 mld. Kč) a celoroční predikce schodku je uvažována v rozsahu 104 mld. Kč (zlepšení oproti roku 1996 o 37 mld. Kč). Předzásobení realizované v prosinci 1997 povede k radikálnímu snížení obchodního deficitu v lednu 1998.

2.4. Výstup

Meziroční růst HDP dosáhl ve 4. čtvrtletí 1997 dle našeho odhadu 1,0 %, tzn. za rok 1997 1,1 %. Ke stagnaci, resp. poklesu tvorby HDP v řadě odvětví přispěl především pokles poptávky domácností, podniků i vládního sektoru. Výjimku tvořil průmysl, kde růst byl tažen vnější poptávkou, na kterou zareagovala nabídka (v důsledku jak náběhu řady nových výrob, tak i nezanedbatelného vlivu depreciační). Výrazně rostl rovněž výkon v odvětví spojů v důsledku pokračující masivní telefonizace. Slabá poptávka vedla i k mírnému poklesu v odvětví ostatních tržních služeb a dopravy a k výraznému poklesu ve stavebnictví. V důsledku předpokládaného pokračujícího poklesu domácí poptávky a růstu poptávky po vývozu očekáváme v 1. čtvrtletí obdobný vývoj jako ve 4. čtvrtletí 1997. Poměrně silný růst průmyslové produkce bude doprovázen stagnací ve většině dalších národně hospodářských odvětví (s výjimkou spojů) a v souhrnu slabým růstem HDP (cca 0,5 %).

Průmyslová produkce¹ meziročně vzrostla za leden až listopad o 2,3 %, zejména v důsledku růstu ve zpracovatelském průmyslu (5,6 %). Silný růst průmyslové výroby především v důsledku silné vnější poptávky očekáváme i v prosinci (7,4 %), meziroční růst indexu průmyslové produkce ve 4. čtvrtletí lze odhadnout na cca 6,5 %, za rok 1997 cca 2,8 %. Především zásluhou pokračujícího silného růstu vnější poptávky předpovídáme v lednu 5,0 % a v 1. čtvrtletí 7,0 % růst průmyslové produkce.

Stavební výroba meziročně poklesla za leden až listopad 1997 o 4,5 %. Vzhledem ke klesající poptávce po stavebních pracích (pokles nákladů st. povolení, výrazný pokles investičních aktivit vládního sektoru, nedostatečné finanční prostředky podniků) očekáváme v prosinci pokračování dosavadního trendu a mizr. pokles o 6,0 %, za 4. čtvrtletí cca 7 % pokles, celkově za rok 1997 cca 4,6 % mizr. pokles. Slabou poptávku po stavebních pracích lze očekávat i v 1. čtvrtletí (mizr. stagnace v lednu v důsledku extrémního poklesu v lednu 1996, celkově v 1. čtvrtletí pokles o 5,0 %).

Tržby v obchodu a pohostinství dosáhly za leden až listopad 1997 meziročního růstu o 1,0 %. Výrazně nižší mizr. dynamika růstu tržeb v roce 1997 ve srovnání s rokem 1996 pokračovala dle našeho názoru i v prosinci (dle odhadu 3,4 %), celkově odhadujeme růst tržeb v obchodě za r. 1997 ve výši 1,2 %. Nízký růst je důsledkem zpomalující se dynamiky kupní síly obyvatelstva (nižší růst reálných příjmů z mezd a ostatních příjmů, růst nezaměstnanosti) a rostoucím směřováním příjmů do jiných oblastí (nemovitosti, investice do cizí měny), což se promítá do nákupní zdrženlivosti domácností. V lednu a v 1. čtvrtletí očekáváme pokračování výše uvedených trendů, především dalšího snižování dynamiky kupní síly obyvatelstva, zčásti i růst míry úspor. Předpokládáme mizr. pokles tržeb v lednu (o 0,8 %) i v 1. čtvrtletí (rovněž o 0,8 %). Uvedený vývoj se příznivě (slabý poptávkový tlak) promítne i do cenového vývoje.

¹ Poslední údaje o průmyslové výrobě, stavební produkci a tržbách za listopad 1997

3. Trh práce

3.1. Mzdový vývoj

mzr. změna v %

ZÁKLADNÍ ÚDAJE O MZDOVÉM VÝVOJI A PRODUKTIVITĚ PRÁCE

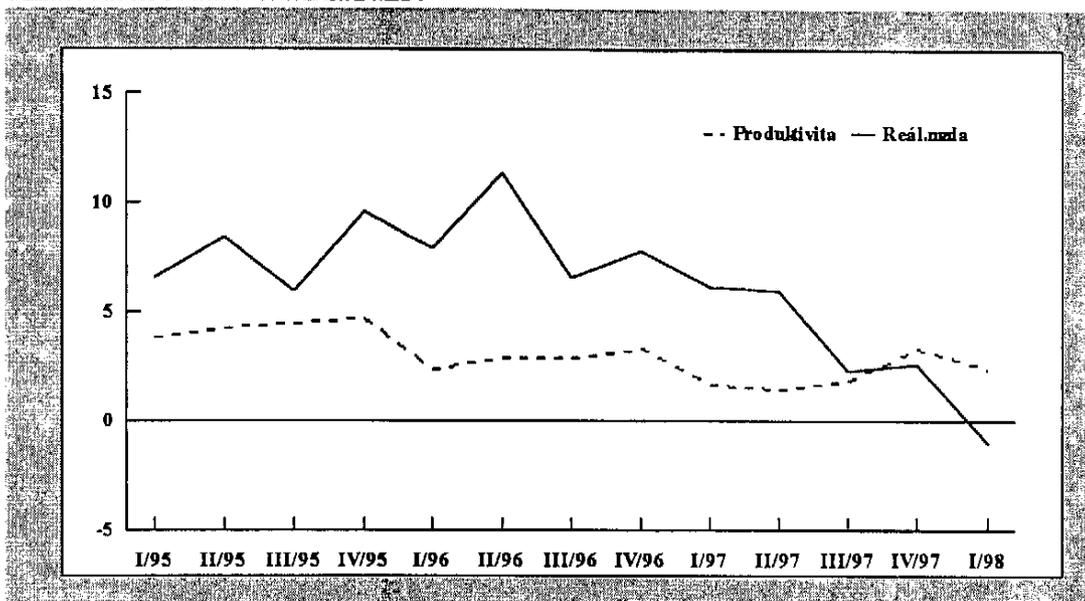
UKAZATEL	SKUTEČNOST					SKUTEČNOST			OČ. SKUT.		PREDIKCE	
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	1998
PENEŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTI (nominální)	13,8	14,8	11,1	13,0	13,1	12,0	10,9	9,1	9,2	10,3	9,2	8,6
(reálné)	4,4	5,7	1,6	4,1	4,0	4,5	4,1	-0,7	-0,7	1,7	-3,5	-2,4
v tom:												
Příjmy z mezd (nominální)	17,7	21,1	15,8	16,8	17,8	11,2	10,0	8,0	9,0	9,8	8,9	8,5
(reálné)	8,2	11,5	5,9	7,6	8,3	3,7	3,2	-0,8	-0,9	1,2	-3,8	-2,5
PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR (nominální)	17,4	21,0	16,5	16,7	18,0	13,7	13,0	12,4	13,0	13,0	12,0	10,8
(reálné)	7,9	11,5	6,6	7,6	8,5	6,2	6,0	2,3	2,6	4,1	-1,0	-0,4
NHPP	2,4	2,9	2,1	3,8	2,9	1,7	1,5	1,9	3,3	2,7	2,4	2,6
JMN (nominální příjmy z mezd na HDP v s.c.)	12,7	16,4	11,4	12,4	13,2	9,6	8,7	8,2	7,9	8,6	8,4	7,4

Celkové příjmy domácností vzrostly ve 4. čtvrtletí 1997 dle odhadu o 9,2 %, což znamená vývoj obdobný jako ve 3. čtvrtletí a zároveň výrazné zvolnění jejich růstu proti 1. pololetí. Uvedený vývoj ovlivnily mzdové restriktce v rozpočtové sféře, rostoucí mzdová zdrženlivost v podnikatelské sféře a rostoucí nezaměstnanost. V 1. čtvrtletí předpokládáme zhruba stejnou dynamiku růstu celkových nominálních příjmů jako ve 4. čtvrtletí m.r. (při meziročním reálném poklesu). Výraznější pokles mzd. růstu očekáváme u příjmů z mezd v rozpočtové sféře, ve které se vláda zavázala zmrazit růst nominálních mezd (případný růst průměrné mzdy musí být kompenzován snížením počtu pracovníků). Vývoj vede k poklesu kupní síly domácností s příznivým dopadem do cenového vývoje.

Pokles mzd. dynamiky růstu zaznamenaly podle našeho odhadu v 2. pololetí (proti 1.) průměrná nominální i reálná mzda. Dynamika růstu průměrné reálné mzdy ve 4. čtvrtletí 1997 byla ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku nižší o 5,0 bodů. V 1. čtvrtletí již očekáváme mzd. pokles průměrné reálné mzdy. Důvodem bude jak další pokles dynamiky nominální průměrné mzdy, tak i růst průměrné míry inflace. (Při překročení určité hranice by mohl tento vývoj posílit tlaky na růst nominálních mezd. Nelze však přesně odhadnout jak silný může tento tlak být v podmínkách rostoucí nezaměstnanosti).

Výrazný předstih dynamiky růstu průměrné reálné mzdy před dynamikou národohospodářské produktivity práce, dosahovaný v minulých letech a kulminující v roce 1996, se v roce 1997 snížil, především v důsledku příznivého vývoje ve 3. čtvrtletí a dle očekávání i ve 4. čtvrtletí roku. Toto zlepšení vzájemné relace reálné mzdy a produktivity práce, jehož pokračování očekáváme i v 1. čtvrtletí (mzd. pokles reálné mzdy o 1,0 % a mzd. růst národohospodářské produktivity práce o 2,4 %) povede k dalšímu snížení mzdové poptávkových tlaků na cenový vývoj.

MEZIROČNÍ RŮST NHPP A REÁLNÉ MZDY



Jednotkové mzdové náklady ve 3.čtvrtletí a dle odhadu i ve 4. čtvrtletí nadále rychle rostly, dynamika jejich růstu se však proti předchozím obdobím poněkud zpomalila. Uvedený vývoj - v závislosti na očekávaném vývoji mezd a produktivity - bude pokračovat i v 1. čtvrtletí.

← 3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve 4. čtvrtletí 1997 očekáváme výraznější pokles zaměstnanosti v souvislosti s vyřazením lidí, jejichž zaměstnavatel ukončil v průběhu 3. čtvrtletí činnost v návaznosti na dopad povodní a dále v důsledku celkově očekávaného vyššího propouštění zaměstnanců ke konci roku v rozpočtové i podnikatelské sféře. V 1.čtvrtletí předpokládáme další pokles zaměstnanosti v návaznosti na pokračující restrukturalizaci a očekávaná úsporná opatření v průmyslu, peněžnictví a v rozpočtové sféře.

Míra nezaměstnanosti v průběhu roku 1997 trvale rostla; růst byl výsledkem snižování počtu pracovníků prakticky ve všech výrobních odvětvích a jen velmi nízké absorpční schopnosti terciární sféry. Dále se zvýrazňovala regionální diference v míře nezaměstnanosti. Očekáváme, že v měsíci únoru a březnu zůstane nezaměstnanost zhruba na lednové úrovni, s dalším pokračováním poklesu. Trvalý růst nezaměstnanosti by měl přispět ke zpomalování dynamiky kupní síly domácností a v konečné fázi ke snížení tlaku na cenový růst.

ZÁKLADNÍ ÚDAJE O VÝVOJI ZAMĚSTNANOSTI A NEZAMĚSTNANOSTI

UKAZATEL	SKUTEČNOST				SKUTEČNOST				PREDKCE			
	3/96	6/96	9/96	1996	3/97	6/97	9/97	1997	1/98	2/98	3/98	1998
POČET ZAMĚST. V NH CELKEM (prům. počty)												
Mz. změna v %	1.2	1.1	1.1	0.8	-0.2	-0.3	-0.7	-1.8	.	.	-1.9	-1.5
Fyzické osoby - počet (v tis.)	5013.0	5030.3	5038.2	5113.4	5000.2	5018.3	5002.9	5032.4	.	.	4804.8	4957.0
POČET NEZAMĚSTNANÝCH												
Fyzické osoby - počet (v tis.)	159.2	144.1	169.0	188.3	188.6	202.6	242.8	265.0	287.1	286.5	286.5	364.0
Míra nezaměstnanosti	3.0	2.7	3.2	3.5	3.9	4.0	4.8	5.2	5.8	5.6	5.8	7.0
POČET UCHAZEČŮ NA 1 VOLNÉ PRAC. MÍSTO	1.7	1.3	1.8	2.2	2.3	2.5	3.4	4.3	4.7	.	.	.

Nabídka volných pracovních míst se v průběhu roku 1997 snižovala. Na jedno volné pracovní místo připadalo v lednu 1998 cca 5 osob. Nejvíce žadatelů je z řad nekvalifikovaných pracovníků, nabídka těchto míst však klesá. Snižuje se nabídka pro občany se změněnou pracovní schopností. Pokračování tohoto trendu očekáváme i v 1. čtvrtletí. Zvýší se přechodně nabídka pracovních míst v sezónních odvětvích (zemědělství, lesnictví, likvidace následků povodní), toto zvýšení však zdaleka nepokryje poptávku.

4. Nákladové faktory

4.1. Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců meziměsíčně vzrostly v lednu t.r. o 1,8 %, což odpovídá meziročnímu růstu 6,1 %. V prosinci m.r. vzrostly ceny průmyslových výrobců meziměsíčně o 0,2 % a meziročně o 5,7 %. Ke konci m.r. zaznamenaly nejvyšší meziroční růst ceny odvětví koksování a rafinérského zpracování ropy (9,4 %), odvětví dobývání nerostných surovin (8,4 %, zejména stavebního kamene) a dřevozpracující výroby (7,4 %, zejména upraveného dřeva, dřevěných výrobků a korku). V lednu 1998 předpokládáme každoročně se opakující výraznější zrychlení meziměsíčního růstu cen průmyslových výrobců navíc posílené vlivem depreciace Kč ze závěru loňského roku. Ke konci 1. čtvrtletí 1998 predikujeme meziroční růst rovněž cca 6,1 %.

Ceny stavebních prací vzrostly v lednu t.r. o 1,9 %, meziročně o 12,3 % (v prosinci m.r. meziměsíčně o 0,7 %, meziročně o 11,6 %). Růst cen ve stavebnictví v roce 1997 byl ovlivněn především růstem cen stavebních materiálů. Předpokládáme, že růst cen stavebních prací bude v následujících měsících v průměru mírně nižší, než v tomto období v roce 1997, což bude způsobeno nižší poptávkou po stavebních pracích především z důvodu úsporných opatření vlády. Očekáváme, že v ke konci 1. čtvrtletí 1998 dojde k meziročnímu růstu cen stavebních prací o cca 11,4 %. Vliv vývoje cen stavebních prací na vývoj indexu spotřebitelských cen je zanedbatelný. Ve spotřebitelském koši se dotýkají oboru stavebnictví pouze položky výroby a služby pro běžnou údržbu a opravy bytu (tapety, barvy, umyvadlo, malířské práce, sklenářské práce apod.) se stálou váhou cca 0,5 %.

Ceny zemědělských výrobců vzrostly v lednu t.r. meziročně o 3,5 % (v prosinci m.r. meziročně o 2,5 %). Pokles meziroční dynamiky růstu cen zemědělských výrobců ze srpnového meziročního růstu 7,2 % v minulém roce až na současnou úroveň byl způsoben především poklesem meziroční dynamiky růstu cen rostlinné výroby z 11,1 % v červenci 1997 a 9,3 % v srpnu 1997 na -4,3 % v prosinci m.r. (poslední známé údaje). Meziroční dynamika růstu cen rostlinné výroby poklesla především z toho důvodu, že v září 1996 došlo k výraznému růstu cen obilovin, který se v m.r. neopakoval. K poklesu cen obilovin přispěla i skutečnost, že nedošlo k dohodě mezi zemědělci a Správou státních hmotných rezerv o výkupu obilí a zemědělci bez sil jsou nuceni prodávat obilí i za nižší ceny, aby se nezkažilo. Ceny živočišné výroby vzrostly v prosinci m.r. meziročně o 5,6 %. Ke konci 1. čtvrtletí 1998 očekáváme meziroční růst cca 2,0 %.

4.2. Dovozní ceny, kurz a ceny surovin

Index růstu dovozních cen za 11 měsíců roku 1997 dosáhl 105,4 %. Jeho vývoj byl ovlivněn:

- ♦ nominálním směnným kurzem koruny - meziročně za 11 měsíců oslabeném u DEM o 0,4 % a u USD o 15,9 %;
- ♦ v průměru mírným poklesem cen na zahraničních trzích - měřeno indexem HWWA;
- ♦ snížením tuzemské celní ochrany následkem poklesu dovozních celních sazeb ze 3,8 % na 3,2 %;
- ♦ zvyšováním cen přepravních tarifů železniční dopravy v zahraničí (i tuzemsku) a jejich promítnutí do cen výrobků, které tuto dopravu využívají.

Rok 1997 nezaznamenal v cenách komodit na zahraničních trzích žádné mimořádné výkyvy. Ceny průmyslových surovin spíše klesaly a to jak u ropy, tak u kovů. Jak index HWWA tak Reuterův index byly nižší v porovnání s rokem 1996.

SUROVINOVÝ CENOVÝ INDEX HWWA v %
(ROK 1990 = 100)

UKAZATEL	SKUTEČNOST				PREDIKCE
	1994	1995	1996	1997	1998
HWWA (celkem)	83	91	94	93	92
vtom:					
Potraviný	125	127	125	131	131
Průmysl. suroviny	92	107	94	92	90
Energet. suroviny	72	78	90	87	85

V prosinci m.r. index HWWA vykázal nejnižší úroveň za posledních 5 měsíců vlivem snižujících se cen paliv a průmyslových surovin při mírném vzestupu cen potravin. V I. čtvrtletí t.r. se neočekávají u surovin a potravin výraznější pohyby cen.

V dovozních cenách ČR se vývoj cen na zahraničních trzích společně s kurzovými dopady projevil vyšší citlivostí především u paliv (ropy i plynu), nápojů a tabáku a průmyslových výrobků. Vliv depreciace kurzu se do dovozních cen a tím i do tuzemské cenové hladiny promítal od začátku 2. pololetí a jeho zesilující působení dokládá vývoj dovozního indexu, který za 5 měsíců roku dosáhl růstu o 1,2 % a za 11 měsíců vzrostl o 5,4 %.

CENOVÉ INDEXY PRŮMĚRNÝCH HODNOT v %
(st. období m.r. = 100)

SITC	1-11/1997		
	vývoz	dovoz	směn. relace
0 Potraviny	105,1	105,5	99,6
1 Nápoje	108,8	115,0	94,4
2 Suroviny	103,0	103,8	99,2
3 Paliva	108,2	113,4	95,4
4 Tuky	102,9	106,7	96,4
5 Chemikálie	104,5	105,2	99,3
6 Tržní výr.	104,7	104,2	100,5
7 Stroje	104,1	102,4	101,7
8 Prům. výr.	107,6	108,1	99,5
9 Nezařaz.	101,9	112,4	119,2
Celkem ČR	104,8	105,4	99,4

Pokles cen dovážené ropy byl anulován v tuzemských cenových relacích oslabením kurzu koruny. V korunovém vyjádření vzrostly ceny ropy meziročně o 9,1 % a byly tak jedním z inflačních vlivů.

Ceny zemního plynu v USD se naopak zvyšovaly a jejich korunový přepočtení měl silný hospodářský dopad na dovozce - státní podnik Transgas. Ve spotřebitelských cenách se nárůst neprojevil, vzhledem k regulovaným cenám plynu pro distributory i domácnosti. Pro rok 1998 se u plynu očekává mírný pokles dovozních cen. Od 1. 1. 1998 došlo k vyššímu zatížení DPH plynu z 5 na 22 % a od 1. 7. dojde ke zvýšení jeho regulované maximální ceny.

V roce 1998 se nepředpokládají výraznější změny v úrovni zahraničních cen, které by se promítly do vnitřní cenové hladiny. Přes původní prognózy o poklesu cen ropy zůstává zatím otázkou jejich další vývoj. Po silném poklesu jejich cen na 4 leté minimum začátkem třetí dekády ledna (14,78 USD/barel s dodáním v březnu) zkomplikovala situaci hrozba války v Perském zálivu a cena ropy Brent na londýnské Mezinárodní burze ropy se u březnového kontraktu zvedla na 16,52 USD. V případě odvrácení konfliktu se očekává pokles cen až k 12 USD. V cenách potravin na světovém trhu došlo k významnému růstu ceny černého čaje, které v důsledku rozsáhlých záplav v Keni a přerušení transportních cest dosáhly 15 letého maxima.

Protiinflačně by mohlo letos působit snížení reálné průměrné celní sazby ze 3,2 % na 2,9 % od 1. 1. 1998, které ale obchodníci nejspíše do tuzemských cen u jednotlivých výrobků nepromítanou.

Naopak vliv na tuzemskou inflaci bude mít zdražení nákladních železničních tarifů v ČR o 17 % od 1. 1. 1998, které se projeví v navýšení cen dovážené i tuzemské produkce.

Shrnutí

1. V roce 1997 nedošlo k mimořádnému cenovému vývoji na zahraničních trzích. Na vnitřní cenovou hladinu působil jako jeden z inflačních činitelů devalvační vývoj kurzu, což sice stimulovalo vývoz avšak současně vyvolalo zdražení dovozu s přesunem dopadu do výrobních a prodejních cen.
2. V roce 1998 nejsou predikovány výraznější výkyvy cen komodit na zahraničních trzích a při klidném vývoji směnného kurzu by kurzové dopady neměly mít podstatnější vliv na další růst cen. Očekáváme určité nasycení poptávky po dovozech (tlumené fiskální a měnovou restrikcí) a pokračující růst exportu. Otevřený je zatím dopad vývoje měnové krize v asijských ekonomikách, a jeho přímý a nepřímý vliv na vnější ekonomické vztahy regionu střední a východní Evropy a tedy i ČR.

← 4.3. Ceny služeb

Ceny tržních služeb, zahrnující všechny statisticky sledované okruhy cen tržních služeb v produkční sféře (s výjimkou cen vodného, které jsou součástí cen průmyslových výrobců), vzrostly v lednu t.r. meziměsíčně o 2,1 %, meziročně o 12,9 % (v prosinci m.r. meziměsíčně o 0,4 % a meziročně o 9,6 %), z toho index cen peněžnictví vzrostl o 8,0 % (ceny peněžnictví jsou pro vývoj cen tržních služeb rozhodující, protože mají stálou váhu 69 %), vnitrostátní nákladní dopravy o 9,7 %, pošt a telekomunikací o 18,0 %, stočného o 16,3 % a ostatních podnikatelských služeb o 13,5 %. Vyšší meziměsíční růst cen v lednu t.r. bude ovlivněn především růstem cen dopravy a stočného. V únoru a březnu neočekáváme výraznější růst u žádné tržní služby (růst cen tržních služeb nepřímo způsobuje tlak na růst všech cen, protože zvyšuje náklady podniků všech druhů).

III. Shrnutí

A) Shrnutí trendů

V důsledku úpravy regulovaných cen a zvýšení nepřímých daní z počátku roku došlo v lednu k prudkému vzestupu inflace. Zatímco meziroční růst spotřebitelských cen činil 13,1 %, meziroční růst čisté inflace dosáhl 7,5 % a roční míra inflace představovala 8,9 %. Oproti prosinci 1997 vzrostl CPI o 4 procentní body, přičemž hlavními faktory tohoto cenového skoku (nejvyššího meziměsíčního zvýšení od ledna 1993) bylo zvýšení regulovaných cen (příspěvek 2,2 procentního bodu), úpravy daní (0,7 bodu) a nárůst čisté inflace (1,1 bodu).

Tento výsledek je horší, než jsme očekávali v lednové SZ a nepochybně předčil i nejpesimističtější očekávání trhu. Nabízí se proto otázka, nakolik může tento inflační šok při souběhu dalších nepříznivých okolností zkomplikovat dosažení inflačního cíle stanoveného pro tento rok a samozřejmě, jaká by měla být optimální strategie měnové politiky v nadcházejícím období. Po vyhodnocení nejnovějšího vývoje zvyšujeme naši prognózu čisté inflace na 6,4 procenta meziročního růstu ke konci roku 1998. I nadále počítáme s tím, že inflační cíl pro tento rok bude dodržen, i když se velmi těsně přiblížíme k horní hranici cílového rozpětí. Podívejme se, jaké hlavní hospodářské souvislosti budou naše inflační cílení v prvním roce jeho zavedení doprovázet.

Hospodářský vývoj v lednu potvrdil některé dříve se projevující tendence a přinesl směs dobrých i špatných zpráv. Z hlediska **inflačního vývoje** se spíše dobré zprávy koncentrují na **poptávkové straně ekonomiky**. Ve třetím čtvrtletí minulého roku došlo k dramatickému poklesu domácí poptávky a to ve všech jejích složkách. Podle všech náznaků se tento vývoj prosazoval i ve čtvrtletí posledním a pro první čtvrtletí prognózuje další prohloubení tohoto trendu. Očekáváme, že nejvíce poklesne tvorba fixního kapitálu (o 5,1 %) a dále vzhledem k rozpočtovým úsporám i spotřeba vlády (o 1,8 %). Hlavní měrou však k poklesu agregátní poptávky přispěje pokles spotřeby domácností především v důsledku předpokládaného poklesu reálných peněžních příjmů domácností (o 3,7 % v 1Q a o 2,3 % za celý rok).

Očekáváme, že ochablá domácí poptávka bude mít dvojitý dopad. Jednak zostří konkurenční podmínky na trzích zboží, čímž dále podníti dosud vážnou mikroekonomickou restrukturalizaci a uspíšením selekce neefektivních subjektů vytvoří předpoklady pro růst národohospodářské produktivity. Kromě toho dojde ke zbrzdění mzdových tlaků, čemuž bude napomáhat velmi rychle se měnící situace na trhu práce projevující se v růstu nezaměstnanosti (zvláště v segmentu nekvalifikovaných neadministrativních pracovníků) a prudkém růstu počtu žadatelů připadajících na jedno volné místo. Celkově by mělo oslabení domácí poptávky vést ke slábnutí typických krátkodobých poptávkových inflačních stimulů a ke snižování deficitu obchodní bilance ceteris paribus.

Vzhledem k tomu se stal nečekaně negativní výsledek zahraničního obchodu za prosinec 97 obtížně interpretovatelný. Pro jeho vysvětlení se nabízely následující možnosti: a) krátkodobý výkyv stimulovaný potřebou výrobců se předzásobit; b) projev prohlubující se dovozní náročnosti produktu; c) první příznaky vyčerpávání depreciačních impulsů působících po celou druhou polovinu minulého roku; d) silná makroekonomická restrikce, která si spolu s nelitostnými konkurenčními podmínkami vynucují úpadek nejslabších domácích výrobců a jejich postupnou náhradu dovozem. I když se na základě předběžného odhadu obchodní bilance za leden začíná ukazovat, že efekt předzásobení výrobců byl dominantní a že tudíž prosinec byl jednorázovým výkyvem, soudíme, že hlavní objem stávajících obchodních deficitů je povahy strukturální, neboť jich je dosahováno při pomalém hospodářském růstu. Očekáváme, že v jarních měsících se bude udržovat dosavadní tempo exportu, ale že výsledky obchodní bilance budou silně ovlivňovány kursem. Pokud se udrží stávající nadhodnocení

kurs (tj. pod 19 Kč za 1 DEM) po několik příštích týdnů, lze již v březnu očekávat zvýšení dovozu ceteris paribus a obnovení tlaků na domácí výrobce.

Špatné zprávy z hlediska **inflace** se naopak koncentrují na straně **nabídky**. Pokles kursu koruny od listopadu do prosince se promítl nejen v lednových cenách prodávaného zboží, ale i (spolu s dalšími faktory) v cenách průmyslových výrobců (meziměsíční růst o 1,6 procentního bodu, meziročně o 5,9). Ceny stavebních prací vzrostly v lednu o 1,7 procentního bodu (meziročně o 11,7) a obdobný vývoj zaznamenaly i ceny tržních služeb (meziměsíční růst o 1,6 procentního bodu a meziročně o 12,3). Krátkodobé nominální úrokové sazby sice koncem minulého roku i v průběhu ledna klesaly, ale reálné úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů (aproximující náklady na kapitál) jsou stále velmi vysoké. Potenciálně hrozivý a dlouhodobý nákladový tlak bude představovat skrytá zadluženost celého veřejného sektoru (sanace bank a velkých průmyslových podniků prováděné v minulých letech ve formě implicitní průmyslové politiky) a další nákladový impuls přivodí příští kolo cenových deregulací plánovaných na polovinu tohoto roku. Zdá se tedy oprávněné usuzovat, že charakter naší inflace se z **poptávkou tažené** mění postupně v inflaci **náklady tlačenu**. Přehled hlavních inflačních faktorů je obsažen v příloze *Indikátory budoucí inflace*.

B) Hlavní dilemata české ekonomiky

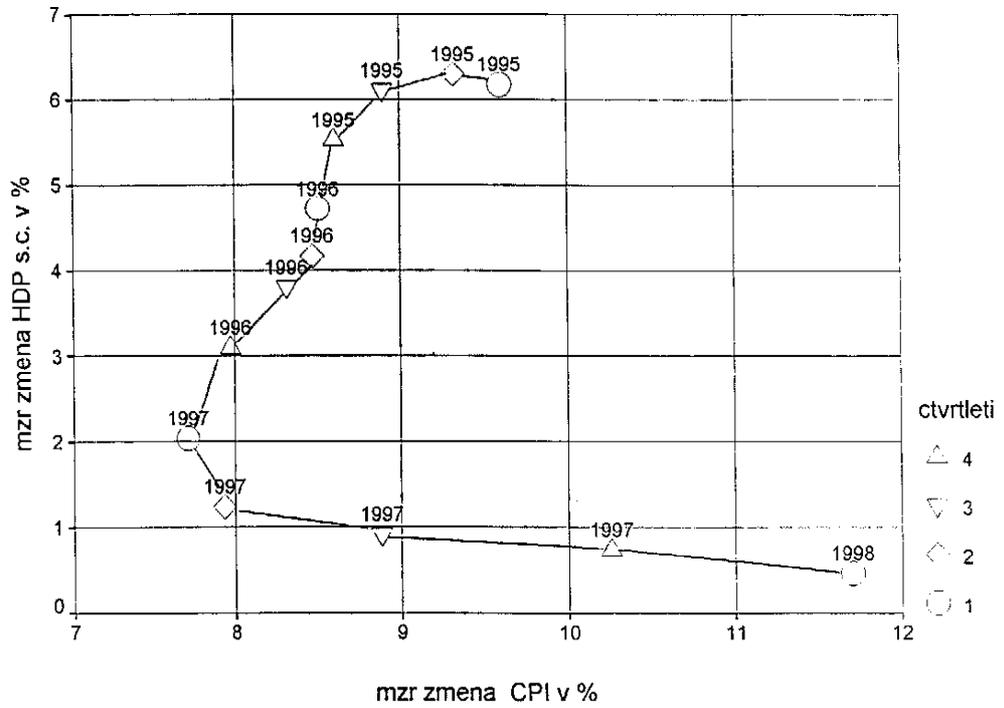
Ve čtvrtém čtvrtletí pokračovala žádoucí korekce tří základních, vzájemně provázaných makroekonomických souvislostí.

Po několika letech dochází k postupnému **přibližování temp růstu reálných mezd a produktivity práce** a to především cestou snižování tempa růstu reálných mezd. Zatímco v roce 1996 vzrostly reálné peněžní příjmy domácností o 4% a národohospodářská produktivita o necelá 3%, v roce minulém to bylo již 1,7% proti 2,7% a pro tento rok dokonce předpokládáme předstih produktivity před reálnými příjmy o 4%. Obnovuje se tak jedna z nutných, nikoliv však postačujících podmínek dlouhodobého ekonomického růstu. Zároveň se postupně sblíží **poměr hrubé tvorby kapitálu k HDP k poměru hrubých domácích úspor k HDP**. Zatímco rozdíl mezi oběma veličinami čínil v prvním čtvrtletí roku 1997 ještě 8,5 procent (v poměru k HDP), očekáváme, že v posledním čtvrtletí se rozdíl snížil na 3 procenta. Ruku v ruce s tím jde i **snížování vnější nerovnováhy** měřené podílem záporného salda běžného účtu platební bilance v poměru k HDP.

Lze tedy shrnout, že minulý rok potvrdil zásadní změnu celé makroekonomické konfigurace naší ekonomiky posledních dvou let. **Z relativně rychle rostoucí, ale nerovnovážné se přeměňuje v pomalu rostoucí a více rovnovážnou**. Velmi znepokojivé však je, že k žádoucímu obnovování základních makroekonomických proporcí dochází ve **staglačním či dokonce slumpflačním prostředí**. Na přiloženém grafu jsou zaneseny vyrovnané hodnoty (pomocí klouzavých průměrů) meziročních změn HDP a inflace v posledních 12 čtvrtletích a predikce na první čtvrtletí 1998. Abychom se vyhnuli nesprávným interpretacím, uvádíme vztah HDP jak k CPI, tak k čisté inflaci. Z dat jednoznačně vyplývá několik poznatků: 1) Od druhého čtvrtletí 1995 až do současnosti dochází k poklesu meziročních přírůstků HDP. 2) Od počátku celého období až do prvního čtvrtletí 1997 (v případě CPI) resp. druhého čtvrtletí (v případě čisté inflace) docházelo k postupnému snižování meziroční inflace - jinými slovy existoval obvyklý krátkodobý desinflační trade-off mezi výstupem a inflací. 3) Počínaje druhým čtvrtletím 1997 (v případě CPI) a třetím čtvrtletím (v případě čisté inflace) se tento trade-off mění ve stagflaci, kdy další decelerace HDP je provázána inflačními tlaky. 4) Ve srovnání průběhu CPI a čisté inflace se projevuje jistá asymetrie - zatímco počáteční hodnoty CPI jsou relativně nízké a konečné naopak relativně vysoké, v případě čisté inflace je tomu naopak. Protože reziduální veličinou je vývoj regulovaných cen, lze ze srovnání tvaru obou křivek odvodit zrychlující se tempo cenových

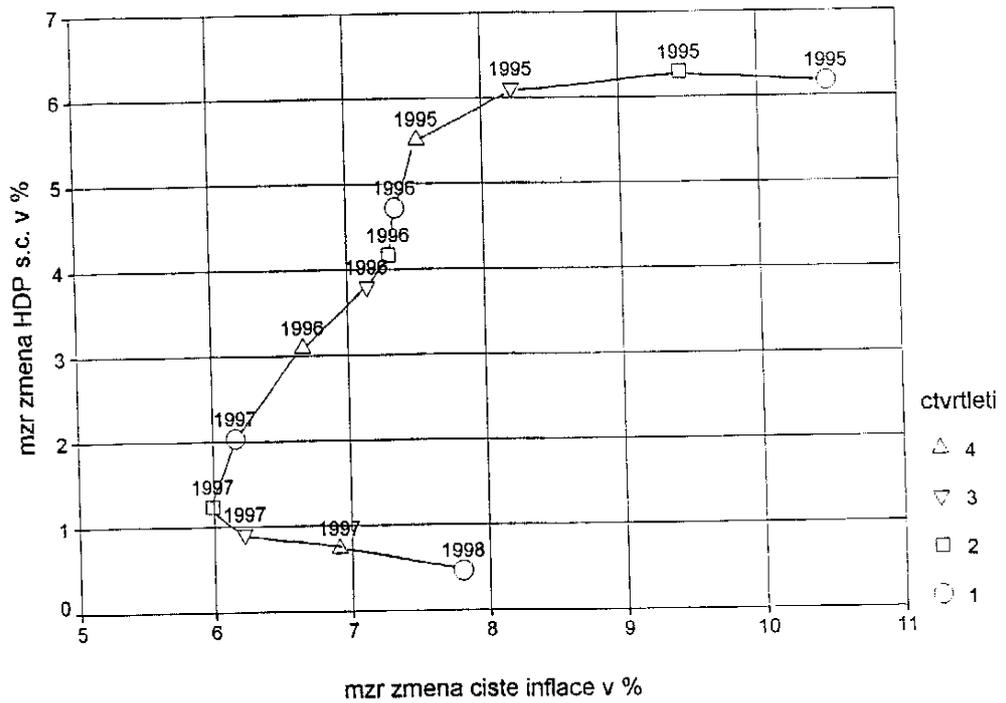
HDP a INFLACE

vyrovnane hodnoty



HDP a CISTA INFLACE

vyrovnane hodnoty



deregulací v posledním období. Jinak řečeno, zatímco nižší dávky deregulací v počátcích sledovaného období opticky "vylepšují" vývoj **CPI v minulosti**, vyšší dávky deregulací v nedávné minulosti "vylepšují" vývoj **čisté inflace v přítomnosti**. Ať však vezmeme do úvahy jakýkoliv cenový index, oba naznačují naše současné směřování **staglačním směrem**.

Přestože staglační epizody obvykle následují po nějakých nabídkových (nejčastěji vnějších) šokách, v našem případě tomu tak není. Poměrně příznivý vývoj hospodářského cyklu u našich nejdůležitějších obchodních partnerů v posledním roce naznačuje, že příčiny stagflace tkví v **domácí ekonomice**. Terminologicky je ovšem třeba rozlišit mezi šoky vnějšími (tj. přicházejícími ze zahraničí) a šoky exogenními, tj. způsobenými nějakými diskrečními opatřeními či politikami. Přesně řečeno, v posledním roce na ekonomiku působily **vnitřní exogenní šoky** cenových deregulací doprovázené pozvolna odeznívajícím nárůstem nominálních mezd), které jak kanálem přes náklady, tak kanálem přes expektace tlačily inflaci vzhůru.

C) Krize produktivity

Jsme přesvědčeni, že společným jmenovatelem dnešní stagflace je **krize produktivity**. Rozumíme tím soubor faktorů zahrnujících mikroekonomickou neefektivnost, dlouhodobou podkapitalizaci velkých segmentů ekonomiky, nízkou rentabilitu vloženého kapitálu, nízkou institucionální výkonnost, apod. Nelze nevidět, že při nízkém růstu produktivity se obnažují četné strukturální slabosti ekonomiky a vyostřují se problémy, které jsou v období růstu latentní. Nízký růst produktivity oslabuje schopnost ekonomiky efektivně čelit inflačním tlakům a zvláště pak šokům (vnitřním i vnějším) na nabídkové straně ekonomiky.

Je samozřejmě mimo možnosti peněžní politiky nepříjemnou skutečností nákladových tlaků v prostředí nedostatečně dynamického růstu produktivity eliminovat. V jejím dosahu však je směřovat k takovému **dlouhodobému mixu** aplikace měnových nástrojů, v němž by byly **stimulovány investice a export** a **naopak potlačena soukromá spotřeba**, která by jinak bývala zčásti uspokojována dovozem. Z těchto důvodů by bylo žádoucí **nebránit dalšímu pozvolnému poklesu úrokových sazeb** (a zvýšit tím podněty pro investování) a případně mírným znehodnocením kursu **napomoci růstu exportu**. Pokud by obě tyto složky (v prvním případě inflačně permissivní a v druhém případě inflačně restriktivní) byly alespoň přibližně ve vzájemné rovnováze, **výsledný dopad na inflaci by nemusel být velký**. Přitom by tento mix politik mohl "napomoci" dosud sice slabé, ale nadějně tendenci ožívování některých segmentů zpracovatelského průmyslu tažených zahraniční poptávkou. Taková doporučení se samozřejmě vztahují k dlouhodobým cílům, které se často dostávají do konfliktu s cíli krátkodobými.

D) Inflační expektace

Než se dostaneme k hlavnímu dnešnímu dilematu měnové politiky, považujeme za potřebné říci několik slov o inflačních expektacích. Jejich utřídění bude mít vliv na formulaci našeho návrhu měnových opatření. Domníváme se, že v lednu a v únoru lze hovořit o třech vlnách expektací. **Primární expektace** byly generovány na trzích zboží a meziproductů, kdy výrobci a obchodníci zvýšili ceny pod vlivem předem oznámených deregulačních kroků. Tato praxe je už u nás vžitá a nepředstavuje žádný problém. Komplikující okolností se však stala amplituda cenového skoku a odhad toho, do jaké míry jsou dílčí nákladové impulsy vratné či nevratné. Lze si totiž představit, že část cenového zvýšení byla "propašována" do lednových cen "na zkoušku" a poté, co se trh v únoru přesvědčí, že se tak stalo na základě nerealistických předpokladů o síle poptávky, část cenového zvýšení bude opět anulována. Do okamžiku

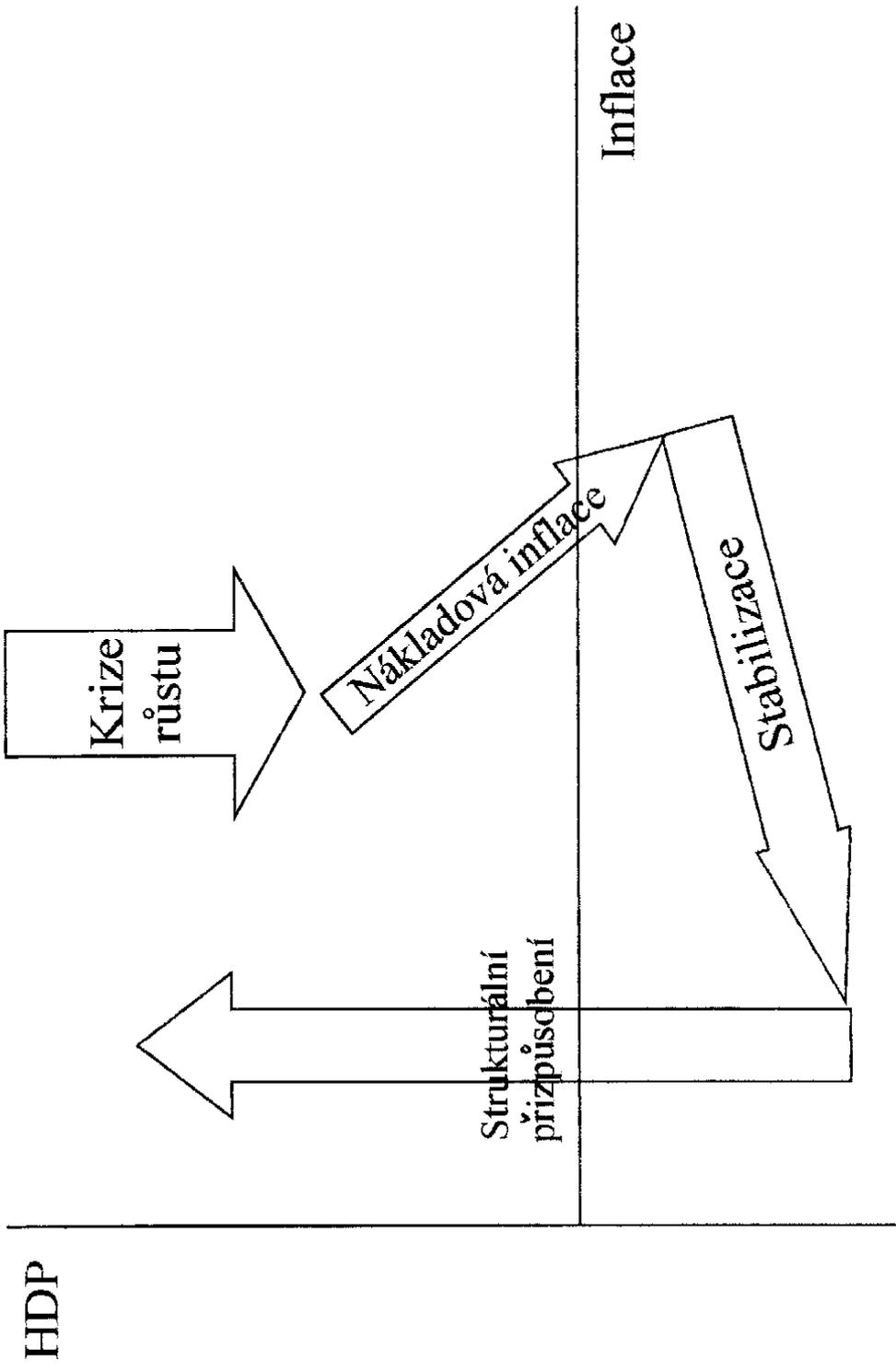
zveřejnění inflace za leden (9. února) zasazujeme vznik sekundárních expektací, které se tentokrát týkají trhu pracovních sil a finančních trhů. Je odůvodněné očekávat, že materializace těchto expektací (tedy tlak na růst mezd a vzestup úrokových sazeb) by představovala roztočení cenově-mzdové spirály. Vznik terciárních expektací se váže na očekávanou reakci ČNB. Protože bylo vyhlášeno cílení na inflaci, je velmi pravděpodobné, že trhy očekávají naši restriktivní reakci. Pokud by k ní nedošlo mohlo by to být interpretováno dvojím způsobem. Buď by mohlo vzniknout zdání, že se podle ČNB nic zvláštního neděje a že jsou věci pod kontrolou nebo, a to je mnohem pravděpodobnější, by tím značně utrpěla naše kredibilita. Zdá se tedy, že posílení měnové restrikce je nevyhnutelné. Otázkou však zůstává její dosování a časování.

E) Hlavní dilemata měnové politiky

Otázka časování a dosování měnových opatření existuje ve dvou rovinách odvozených od délky. Pokud bychom dávali přednost dlouhodobým cílům, bylo by rozumné zachovat stávající míru restrikcí a usilovat o mix diskutovaný v části C). Protože: a) jsme v režimu inflačního cílení; b) zvyšujeme prognózu čisté inflace ke konci roku; c) existuje reálné nebezpečí generování silných inflačních expektací; d) je v sázce kredibilita ČNB, **nepředstavuje zachování stávající restrikce žádnou alternativu**. Řešení tedy spočívá v měnově restriktivní krátkodobě orientované akci, reagující bezprostředně na lednový vývoj. Dosoování a časování této krátkodobé akce by se mělo odvíjet od vyhodnocení směrů a síly trojího typu inflačních expektací. V každém případě se jeví jako žádoucí reagovat urychleně na sekundární a terciární typ expektací "vystřelením signální světlice". Cílem této akce by mělo být vydání jasného signálu, že ČNB vývoj pozorně sleduje, že je připravena splnit svoje inflační předsevzetí, že je schopna reagovat rozhodněji a že jí záleží na zachování kredibility. Míra měnové reakce na primární inflační expektace by pak měla být odvozena od projevení vratnosti a nevratnosti lednových inflačních impulsů promítnutých v únorové inflaci. V případě, že by se inflační impulsy ukázaly jako nevratné (a dnes se předběžně zdá, že tomu tak v případě potravin bude) a naše prognóza čisté inflace ke konci roku přesáhne horní hranici plánovaného rozpětí, bude velmi dobrá příležitost pro rozhodnější měnovou restrikci. Lze očekávat, že důsledkem razantněji prováděné desinflace bude vývoj znázorněný na přiloženém obrázku. Ve smyslu tohoto obrázku a předcházejícího grafu bychom se od poslední hodnoty vpravo dole dostali s největší pravděpodobností pod vodorovnou osu do oblasti záporného hospodářského růstu a zároveň směrem doleva k nižší inflaci. Teprve v poslední fázi (řekněme během dvou let) by se ekonomika mohla začít díky pokroku v mikroekonomické restrukturalizaci pohybovat při nízkých tempech inflace směrem k vyššímu růstu tedy vzhůru podél svislé osy.

F) Doporučení změny měnové politiky

Po důkladném a všestranném vyhodnocení nejnovějších informací a po zvážení protikladných aspektů současného vývoje se většina vedoucích pracovníků měnového odboru shodla na následujícím doporučení bankovní radě. Doporučujeme zvýšit sazbu 1T PRIBOR s okamžitou platností o 0,25 procentního bodu. Zároveň doporučujeme učinit prohlášení do sdělovacích prostředků, že ČNB pozorně sleduje vývoj inflace a že dosavadní cenový vývoj bezprostředně neohrožuje dosažení inflačního cíle na konci tohoto roku. Jakmile by však v příštích týdnech došla k názoru, že inflační prognóza se od cíle odchyľuje, bude připravena k dalšímu kolu restrikce. S největší pravděpodobností bude zásadnější rozhodnutí o změně měnové politiky přijato po vyhodnocení únorové inflace.



Vývoj čisté inflace v % (meziměsíční, meziroční) v r. 1997 a 1998

Měsíc	1997		1998		1998 (po lednu, v SZ č.2/98) meziměsíční meziroční
	meziměsíční	meziroční	původní meziměsíční	meziroční	
1	0,8	6,1	0,6	6,6	1,5
2	0,3	5,9	0,5	6,7	0,4
3	0,1	5,3	0,6	7,2	0,4
4	0,5	5,2	0,4	7,1	0,4
5	0,1	4,6	0,4	7,4	0,3
6	1,4	5,2	0,4	6,4	0,6
7	0,2	5,3	0,4	6,6	0,3
8	0,8	6,6	0,5	6,2	0,4
9	0,6	6,9	0,5	6,1	0,4
10	0,6	6,9	0,5	6,0	0,5
11	0,5	6,9	0,5	6,0	0,5
12	0,6	6,8	0,6	6,0	0,6

Pozn.: Upřesněno na základě znalosti čisté inflace v r. 1997 (ČSÚ, dne 9.2.1998) a vývoje v lednu

Zpracoval: Mgr. Murárik, Ing. Stejskal

11.2.1998

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE

Indikátor	Skutečnost III. Q / 1997	Skutečnost IV. Q / 1997	Skutečnost leden 1998	Očekávaná skutečnost 1. Q / 1998
1.				
meziroční index CPI	S 10,3	10,0	13,1	13,3
meziroční index čisté inflace	S 6,9	6	7,5	7,8
meziroční index korigované inflace	S 7,5	7,6	8,6	8,9
2.				
peněžní zásoba (M2)	S 8,6	9,3 xx)	8,4 xx)	7 - 9%
3.				
spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	S 0,17	0,72	1,37	x
spread bid/offer 1T PRIBOR	S 0,36	1,27	0,77	x
spread bid/offer 1R PRIBOR	S 0,37	1,13	0,79	x
FRA 3x6, 12x24	S 14,53 13,00	16,70 15,28	16,28 14,74	x
spread 2R IRS - 1R IRS	S -0,98	-0,96	-0,99	x
spread 5R IRS - 1R IRS	S -2,42	-2,30	-2,24	x
4.				
míra nezaměstnanosti	S 4,8	5,2	5,6	5,6
tempo růstu HDP (s.c.)	T 0,8	1,0 x)	x	0,5
tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	T 5,3	2,8 x)	2,1	7,0
předstih tempa růstu domácí poptávky a HDP	T -5,3	-3,2 x)	x	-5,3
5.				
příjmy z mezd - nominální	T 9,0	9,0 x)	x	8,9
příjmy z mezd - reálné	T -0,8	-0,9 x)	x	-3,8
předstih tempa růstu reálné mzdy a produktivity	T 0,4	-0,7 x)	x	-3,4
6.				
meziroční index PPI	S 5,8	5,7	5,9 x)	5,9
index dovozních cen	T 108,40	x	x	x
7.				
index nominálního kursu (zákl. I/93)	S 104,99	109,27	108,95	109,44
index reálného kursu (zákl. I/90)	S 125,52	123,37	125,24 x)	124,98

Predikce míry inflace v roce 1998

(poslední údaje zveřejněné jednotlivými institucemi do 10. 2. 1998):

ČSÚ	10,5 - 12,0
Ministerstvo financí	9,8
OECD	9,3
WoodCommerz	12,0
Patria Finance	10,0
Komerční banka	10,0 - 11,0
Živnostenská banka	9,5 - 12,0
Expandia Finance	10,5
Creditanstalt	9,5
Kadera, Potůček	9,0 - 13,0
Zpřesněná predikce ČNB	11,2

Reálné úrokové sazby

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto
materiálu přizváni:
Ing. Vojtíšek, doc. Ing. Čapek, CSc.,
Ing. Matalík

REÁLNÉ ÚROKOVÉ SAZBY

1. Úvod

Během měnových turbulencí v květnu mr. došlo k prudkému růstu úrokových sazeb centrální banky, mezibankovního trhu i klientských sazeb. Současně došlo i k charakteristickému rozšíření rozpětí mezi nabízenými a poptávanými sazbami a rovněž mezi krátkodobými a dlouhodobými sazbami. S postupnou stabilizací peněžního trhu v podepreciačním období sice došlo k postupnému poklesu úrokových sazeb a k opětovnému zúžení uvedených rozpětí, nicméně úrokové sazby setrvávají dosud na vyšší úrovni než v předdepreciačním období. To platí i o reálných úrokových sazbách a jsou vyslovovány obavy o možném nepříznivém vlivu vysokých reálných sazeb na ekonomiku.

Tyto obavy jsou racionální do té míry, do jaké se obáváme nepříznivého dopadu restrikce agregátní poptávky na ekonomický růst a do jaké míry je nežádoucí pokles investiční aktivity, co by nástroj reálné restrukturalizace a modernizace ekonomiky. Vysoké úrokové sazby rovněž zvyšují finanční náklady podniků a přispívají k nákladové inflaci.

Vysoké úrokové sazby na druhé straně přispívají k postupné eliminaci vnější nerovnováhy. Co by nástroj měnové restrikce utlumily domácí poptávku do té míry, že ve druhé polovině uplynulého roku její meziroční dynamika poklesla pod dynamiku vytvořeného HDP. Vysoké reálné sazby zvyšují atraktivnost úsporných instrumentů a mohou tak pozitivně ovlivňovat relaci mezi úsporami a spotřebou, která patřila k problematickým místům v dosavadním ekonomickém vývoji. Vyšší úrokové sazby sehrávají rovněž svou úlohu při stabilizaci směnného kurzu v období, kdy existují určité nejistoty o budoucím ekonomickém a politickém vývoji.

2. Metodologie výpočtu

V souvislosti s poukazováním na výši reálných úrokových sazeb vzniká otázka, jejich adekvátní kvantifikace. V souladu s tzv. Fisherovou rovnicí jsou reálné úrokové sazby vyčíslovány jako rozdíl mezi nominálními úrokovými sazbami a očekávanou inflací:

$$r = i - \pi^e$$

Ve skutečnosti je ale tento zápis nepřesný, protože opomíjí dopad inflace na úrokové platby, což je ospravedlnitelné v situaci relativně nízké inflace a nízkých úrokových sazeb. Při vyšší inflaci a tedy i vyšších úrokových sazbách je ovšem třeba vliv inflace na splatné úroky brát v úvahu a přesnější výraz pro reálné úrokové sazby vychází ze vzorce, který vyčísluje nominální výši jistiny a úroku na konci doby úročení daného aktiva, jako součin reálné jistiny a úroku inflovaný příslušnou inflací:

$$1 + i = (1 + r)(1 + \pi^e)$$

což po úpravě je

$$i = r + \pi^e + r * \pi^e$$

a tedy reálná úroková sazba se vypočte:

$$r = \frac{i - \pi^e}{1 + \pi^e}$$

V praxi se ovšem zpravidla v zemích s nižší inflací vychází z prvního vzorce a reálné úrokové sazby jsou rozdílem mezi nominálními sazbami a inflací. Tímto způsobem jsou propočítány reálné úrokové sazby i v předloženém textu.

První otázkou, která vzniká v souvislosti s výpočtem reálných sazeb, je zda vycházet z očekávané inflace nebo skutečné inflace v období úročení finančních aktiv. Na první pohled se zdá, že smysluplné je vycházet z očekávané inflace, protože potenciální věřitelé a dlužníci vycházejí při rozhodování zda si půjčit, či naopak poskytnout úvěr z předpovědi reálného výnosu či nákladu zvažované půjčky či výpůjčky, a tedy adekvátní je vycházet z předpokládané inflace do doby splatnosti daného aktiva. Uvedený ex-ante přístup k vyjádření reálných úrokových sazeb je tedy relevantní např. při uvažování o tom, jak vývoj sazeb ovlivní ekonomickou aktivitu tj. výdaje na spotřebu, investice či úsporné chování. Tj. výpočet reálných sazeb na základě očekávané budoucí inflace by byl relevantní i z hlediska analýzy a prognózy možných efektů měnové politiky.

V praxi ovšem nemusí být jasné ani jednoduché určit očekávanou inflaci. Jednou z možností je vzít určité oficiální prognózy budoucí inflace např. centrální banky, vlády nebo důležitých finančních institucí a předpokládat, že ti, co uvažují o tom, zda půjčit, či vypůjčit si vycházejí z těchto prognóz a vypočítávají reálné úrokové sazby na jejich základě. Významnější subjekty na finančním trhu však mohou mít své vlastní prognózy inflace, z nichž vycházejí a jejich chování na trhu pak je ovlivňováno vlastními očekávanými reálnými sazbami, které se mohou odlišovat od reálných sazeb spočtených na základě oficiálních prognóz. V extrémních případech např. v obdobích zvýšené nejistoty o budoucím měnovém hospodářském a cenovém vývoji potom chování jednotlivých subjektů na trhu nemusí být snadno interpretovatelné, protože nevíme z jakých reálných sazeb vlastně vycházejí. Použití očekávané inflace je rovněž problematické s ohledem na dostupnost vhodných údajů o prognózované inflaci. Ty jednak neexistují v delší využitelné časové řadě a na druhé straně existující odhady budoucí inflace zpravidla nejsou formulovány v potřebné časové struktuře. Různé instituce uveřejňují své prognózy inflace zpravidla na nejbližší období nebo do konce určitého kalendářního období, např. konec roku, ale nikoliv v potřebné podobě meziročních indexů.

Dalším problémem je to, že většina úrokových sazeb (okolo 80 %) jsou tzv. sazby plovoucí, upravované průběžně dle vývoje inflace nebo míry restriktivnosti měnové politiky. To komplikuje případný propočet reálného očekávaného výnosu finančních aktiv a pasiv ekonomickými subjekty, protože nelze jednoduše vyjít z výchozích sazeb, které se v průběhu období budou měnit. Je tedy diskutabilní i předpoklad, že ekonomická aktivita je ovlivňována na základě propočtů hypotetického reálného výnosu uvedeným způsobem.

V této souvislosti se jako alternativa deflování úrokových sazeb jeví využití současné inflace. Současná inflace tj. např. meziroční cenový index ke dnešku je smysluplný s ohledem na to, že při neexistenci spolehlivých odhadů budoucí inflace představuje využití minulé inflace jakési second best řešení a vychází se z toho, že minulé inflace poskytuje adekvátní informaci i o budoucí inflaci.

Pro ilustraci redistribučních efektů cenového vývoje v minulosti, tj. k naznačení toho, k jakým eventuálním přesunům bohatství došlo mezi dlužníky a věřiteli v důsledku pohybu cen, je teoreticky vhodné při zpětném dopočtu reálných úrokových sazeb za uplynulé období použít skutečné inflace. Jestliže např. při daných nominálních sazbách dojde k většímu než očekávanému nárůstu cen v ekonomice, lze očekávat přesun bohatství směrem k dlužníkům, kteří půjčené zdroje použili k nákupu reálných aktiv. Naopak na nižším skutečném než očekávaném nárůstu cen vydělávají věřitelé, jejichž reálné bohatství se zvyšuje. Skutečná inflace se v tomto případě tedy používá k dopočtu minulých reálných sazeb tj. např. reálných sazeb před rokem. Je ale třeba poznamenat, že redistribuční efekt se prosadí pouze v případě fixních nebo určitým způsobem rigidních nominálních sazeb. Ve skutečnosti ovšem, jak jsme uvedli, velká část klientských sazeb (více jak polovina) jsou sazby "plovoucí", které jsou průběžně přizpůsobovány dynamice inflace. Toto průběžné přizpůsobování nominálních sazeb potom eliminuje zmiňovaný redistribuční efekt.

Druhým metodologickým problémem, který vyvstává při výpočtu reálných úrokových sazeb, je volba cenového indexu, kterým deflujeme nominální sazby. Kritériem by mělo být posouzení nákladů příležitosti směrodatných pro daný konkrétní případ. Např. v případě obyvatelstva a domácností je na straně vkladů, či jiných úročených finančních aktiv, nákladem příležitosti teoretický výnos z nákupu reálných aktiv daný jejich cenovým vývojem. Konkrétně ekonomický subjekt bude zvažovat, zda investovat do úročeného finančního aktiva, či koupit např. nemovitost nebo zboží dlouhodobé spotřeby v závislosti na nabízených úrokových sazbách a předpokládaném vývoji cen nemovitostí, resp. uvedených zboží dlouhodobé spotřeby. Pro deflování nominálních sazeb by v tomto případě bylo adekvátní použít cenový index postihující očekávaný cenový vývoj uvedeného reálného aktiva. V praxi ale nelze jednoduše zjistit očekávanou inflaci v případě mnoho reálných aktiv, která by bylo vhodné uvažovat jako rozumné alternativy investic do finančních aktiv a nabízí se tedy použití indexu spotřebitelských cen. Tento index co by deflátor úrokových sazeb je ovšem zjevně problematický s ohledem na to, že ve značné míře zachycuje cenový vývoj mnoha komodit (např. základních potravin), které není příliš smysluplné považovat za alternativu finanční investice a tedy koncept nákladů příležitosti zde poněkud selhává. Rovněž zahrnutí do CPI jako deflátoru pro klientské sazby celé řady regulovaných cen (nájemné, energie) není zřejmě příliš vhodné, protože výdaje za uvedené položky zpravidla nejsou považovány za alternativu investic do finančních aktiv a jsou tedy na úrokové sazby málo citlivé. Určitým řešením by tedy mohlo být např. očištění CPI o uvedené položky. V tabulce č. 2 jsou provedeny ilustrační výpočty reálných sazeb deflovaných indexem CPI očištěným o vliv regulovaných cen. Námitkou proti uvedené úpravě používaných cenových indexů může být ale na druhé straně to, že očištěním se zbavíme i vlivu cen některých položek, které na úrokové sazby citlivé jsou. Navíc "nadměrným" očištěním se můžeme dostat postupně k cenovým indexům, které jsou příliš úzké a nepopisují dobře skutečný cenový vývoj v ekonomice.

V případě podniků a jejich rozhodování o tom, zda si půjčit, se jeví jako logické využít indexu cen výrobců. Výrobci totiž porovnávají náklady vypůjčení si, s výnosností kapitálu

pořízeného za vypůjčené prostředky. Výnosnost kapitálu je ovšem ovlivňována právě vývojem cen průmyslové produkce, tj. cen, za které výrobci prodávají svůj výstup. Ve skutečnosti je však situace poněkud složitější. Jde např. o to, že exportéři prodávají za exportní ceny, které v mnoha případech kopírují cenový vývoj v zahraničí a tedy smysluplné by mohlo být využít pro deflování nominálních úrokových sazeb, za které si podniky půjčují, zahraniční cenový index namísto domácího indexu. Dále jde o to, že výnosnost kapitálu není dána pouze vývojem cen výstupu, ale také vývojem cen různých druhů nákladů tj. mzdovým vývojem, vývojem cen surovin, meziprojektu, energií apod., a tedy samotný index cen výrobců nemusí adekvátně naznačovat vývoj výnosnosti kapitálu.

Samostatným problémem v otevřené ekonomice s liberalizovaným kapitálovým účtem, je to, že subjekty si mohou půjčovat nebo naopak mohou investovat v zahraničí. Tudíž vycházet z tuzemských úrokových sazeb, coby indikátoru restriktivnosti měnové politiky nemusí být adekvátní, prostě proto, že si lze půjčit v zahraničí nebo naopak při nízkých domácích sazbách lze investovat v zahraničí. Výsledkem těchto kapitálových toků je potom teoreticky dosažení stejné výše reálných úrokových sazeb v různých zemích. Jinými slovy směrodatná je restriktivnost měnové politiky v mezinárodním měřítku, vedoucí k určité úrovni "světových" reálných sazeb a nikoliv restriktivnost měnové politiky v jednotlivé zemi. ČR sice dosud nedosáhla úplné liberalizace veškerých kapitálových transakcí, nicméně vývoj světových reálných úrokových sazeb má určitě vliv i na vývoj domácích sazeb. Konkrétně se to projevuje např. v tom, že řada bank a firem si půjčuje v zahraničí.

3. Empirická ilustrace

Pro ilustraci vývoje reálných úrokových sazeb v dosavadním ekonomickém vývoji byly provedeny jejich výpočty pro vybrané finanční instrumenty, jejichž nominální sazby byly deflovány alternativními cenovými indexy. Konkrétně byly použity sazby 1T PRIBOR, 1R PRIBOR, sazby na krátkodobá a střednědobá depozita a na nově poskytnuté krátkodobé a střednědobé úvěry.

Tyto sazby byly deflovány dvěma způsoby. Jednak skutečnou inflací k danému datu, tj. skutečnou úrovní indexů CPI a PPI za roční období předcházející vzniku finančních instrumentů. Tento způsob deflování není sice teoreticky příliš smysluplný, nicméně jak bylo naznačeno výše, v období nejistoty, či neexistence vhodných údajů o budoucí očekávané inflaci, může být současná změřená inflace jakousi základní informací o inflaci (jde o uvedené second best řešení), z níž mohou subjekty vycházet při svých kalkulacích reálných úrokových sazeb. Současná inflace, tj. inflace změřená v momentě stanovení nominálních úrokových sazeb, je v tomto smyslu vhodná především pro výpočet reálných sazeb krátkodobých (velmi krátkodobých -den, týden, měsíc) instrumentů, kdy očekáváme, že tato inflace je dobrou aproximací inflace do doby splatnosti daných instrumentů.

Jednak byly nominální sazby deflovány inflací za období následující vznik daných finančních aktiv a pasiv, tj. indexy CPI a PPI za roční období následující vznik finančního aktiva. Vydeme-li ze skutečně dosažené roční inflace mohly být dopočítány pouze reálné sazby do prosince 1996. Protože však máme k dispozici kratší časovou řadu odhadů očekávané inflace v

následujícím období, tj. až do konce r. 1998 bylo možno tuto řadu reálných sazeb prodloužit až do října 1997 s tím, že reálné sazby spočtené tímto způsobem za období leden96 - říjen97 (klientské sazby) prosinec97 (sazby peněžního trhu) představují teoreticky žádanou výpočet reálných sazeb na základě očekávané inflace. Uvedené výpočty reálných sazeb jsou v tabulce č. 1 vyznačeny kurzívou. Jak bylo naznačeno v předchozí části, tento způsob deflování vede teoreticky při existenci fixních sazeb k reálným sazbám směřodátným pro rozhodování subjektů, zda půjčit resp. si vypůjčit. Údaje do prosince 96 naproti tomu naznačují, jak bylo výhodné či nevýhodné si půjčit, či poskytnout úvěr.

Ve skutečnosti ale tato úvaha není úplně přesná a je relevantní pouze pro splatnosti právě jednoho roku. U splatností kratších, by bylo třeba deflovat nominální sazby cenovými indexy za dané období propočtenými na roční bázi. V případě, kdy cenový vývoj je během roku značně nerovnoměrný, totiž aplikace celoročního cenového indexu nevede k adekvátnímu vyjádření nákladů příležitosti daného úročeného aktiva. Reálné sazby potom mohou být zdánlivě volatelné, i když ve skutečnosti jsou možná poměrně stabilní, protože subjekty vycházejí z krátkodobých inflačních prognóz směřodátných pro dobu splatnosti finančních aktiv. I tento moment je tedy třeba brát v úvahu a interpretovat vývoj reálných úrokových sazeb opatrně.

Provedené výpočty jsou obsaženy v příložených tabulkách a grafech. Na základě grafického zobrazení reálných úrokových sazeb lze učinit následující závěry:

- V delším období mají nominální i reálné sazby charakteristický průběh, který je určitým způsobem vysvětlitelný hospodářským a politickým vývojem v uplynulém období. Počátkem roku 1993 dochází k růstu úrokových sazeb v reakci na nejistoty způsobené rozdělením Československa a oddělením české a slovenské měny. Zvýšení úrokových sazeb umožnilo udržet vnější stabilitu měny a předejít problémům v platební bilanci. Tento nárůst je dobře patrný u sazeb na peněžním trhu, méně zřetelný u klientských sazeb. Uvedený vývoj zřejmě souvisí s cenovým dopadem daňové reformy, která poměrně dramaticky zvýšila skutečný CPI a PPI, ale jejich prognóza na příští období byla značně optimistická. V následujícím období s postupným zánikem nejistot a stabilizací ekonomické a politické situace se prosazuje tendence k poklesu úrokových sazeb, nominálních i reálných, což je patrné opět ve větší míře u sazeb peněžního trhu, ale do značné míry i u kreditních sazeb a v jistém rozsahu u depozitních sazeb. Tento pokles kulminuje v závislosti na druhu sazby mezi koncem r. 1993 a polovinou r. 1994 a v případě sazeb deflovaných skutečnou inflací k danému datu je přerušen skokovým nárůstem, který je výsledkem jednorázového poklesu meziroční inflace v lednu 1994 v souvislosti s vysokým základem pro její výpočet v lednu 1993, ke kterému je index počítán a který je odrazem náhlého cenového nárůstu v tomto měsíci v souvislosti se zmiňovanou daňovou reformou. V následujícím období dochází v hospodářství k postupnému ekonomickému oživení. To je doprovázeno postupným zvyšováním nominálních a reálných sazeb při jejich určité krátkodobější volatilitě. K většímu nárůstu nominálních sazeb dochází v polovině r. 1996 v reakci na restriktivní měnová opatření centrální banky. Postupné zpřísnění měnové politiky v l. 1994-96 lze dokumentovat i vývojem sklonu výnosových křivek. Zatímco koncem r. 1993 měla výnosová křivka peněžního trhu jasně kladný sklon a indikovala menší míru restriktivnosti měnové politiky a vyšší očekávanou inflaci, v následujícím období se výnosové křivky peněžního trhu jednak posouvají směrem nahoru (zejména nakrátkém konci) a současně se

zplošťují, což je odrazem vyšší měnové restriktive a určitých desinflačních očekávání v delším období. Koncem roku 1997 je ovšem výnosová křivka peněžního trhu opět poněkud strmější. Reálné sazby deflované "budoucí" inflací ve druhé polovině r. 1996 klesají s ohledem na zrychlení růstu cen ve druhé polovině r. 1997. Tento vývoj sazeb tedy není symptomem uvolnění měnové politiky, pouze zpětně naznačuje, že ze zrychlení inflace v r. 1997 benefitují dlužníci, kteří si vypůjčili v minulém období za fixní sazby. Na druhé straně je ovšem potřeba zmínit i to, že počínající pokles dynamiky ekonomického růstu již v uvedeném období vedl k poklesu transakční poptávky po penězích, což mohlo vést k počínajícímu tlaku na reálné i nominální sazby směrem dolů. V druhé polovině r. 1996 a na začátku r. 1997 je skutečně patrná určitá stabilizace reálných sazeb deflovaných skutečným PPI, která může odrážet uvedený vývoj. Vývoj reálných sazeb v r. 1997 je ovlivněn především pohybem nominálních sazeb v průběhu depreciační krize v květnu tr. Podle dosavadních údajů se nominální i reálné sazby posléze usadily na úrovni vyšší ve srovnání s předdepreciačním obdobím. Výjimkou jsou snad sazby deflované skutečným CPI, kde nárůst uvedeného indexu ve druhé polovině r. 1997 stlačil reálné sazby na úroveň srovnatelnou se začátkem roku.

- Druhý závěr, který, jak se zdá, uvedené grafy naznačují, se týká charakteru volatility reálných sazeb. Volatilita reálných sazeb peněžního trhu a reálných sazeb z nových úvěrů se zdá být dána jak fluktuacemi v inflaci, tak samotnou volatilitou nominálních sazeb. Naznačuje to letný pohled na přiložené grafy, jakož i hodnoty rozptylu či směrodatné odchylky. U depozitních sazeb existuje v úrovni rozptylu či směrodatné odchylky mezi nominálními a reálnými sazbami větší rozdíl. To je způsobeno jednak tím, že jde o úrokové sazby z celého objemu depozit. Současně je to zřejmě i výrazem určité setrvačnosti a větší stability nominálních depozitních sazeb, což je vcelku přirozené s ohledem na to, že změny depozitních sazeb jsou z různých důvodů méně snadné, nákladné a tedy i méně časté. Volatilita reálných klientských depozitních sazeb je tak ve větší míře dána změnami v minulé či budoucí inflaci.
- Dalším závěrem, který již byl naznačen výše, je že vývoj reálných sazeb do značné míry závisí na způsobu deflování nominálních sazeb. Ilustrativní v tomto směru je právě zmiňované období druhé poloviny r. 1996 a začátku roku 1997 charakteristické protisměrným pohybem různě deflovaných reálných úrokových sazeb. Je tedy třeba vždy explicitně naznačit, k jakému účelu chceme reálné sazby použít, zda jako indikátor restriktivnosti měnové politiky nebo redistribučních efektů v ekonomice.

4. Mezinárodní srovnání

Komparace úrokových sazeb v mezinárodním měřítku naráží na problémy srovnatelnosti dostupných údajů o sazbách a cenových indexech použitelných pro jejich deflování při výpočtu reálných sazeb. Údaje v přiložené tabulce umožňující určité mezinárodní srovnání úrokových sazeb je proto třeba interpretovat opatrně. Vyjdeme-li nicméně z uvedených údajů, lze konstatovat, že:

- V případě nominálních sazeb je úrokový diferenciál sazeb peněžního trhu mezi ČR a SRN (i dalšími vyspělými zeměmi) větší než je tomu v případě klientských sazeb. To zřejmě souvisí s odlišným významem sazeb peněžního trhu a klientských sazeb s ohledem na mezinárodní toky kapitálu a působení úrokových sazeb na směnný kurs. V důsledku rozdílné úrovně investičního rizika v různých zemích se liší výše rizikové prémie vyžadované investory u aktiv

denominovaných v různých měnách, což se promítá do sazeb peněžního trhu ve větší míře než je tomu u klientských sazeb.

- V případě reálných sazeb je úrokový diferenciál mezi ČR a SRN (i dalšími vyspělými zeměmi) menší. ČR nicméně patří mezi země s vysokými reálnými sazbami na peněžním trhu, jež jsou odrazem restriktivnosti měnové politiky a výše zmiňovaných premií za riziko. Výše klientských reálných sazeb je však ve srovnání se SRN, ale i jinými zeměmi poměrně nízká. Týká se to jak depozitních tak kreditních sazeb. Možné vysvětlení je následující. Kreditní sazby se odvíjejí mimo jiné od míry výnosnosti kapitálu v sektoru podniků, jimž banky poskytují úvěry. Při nízké výnosnosti výrobního kapitálu by teoreticky měly být nižší i kreditní úrokové sazby, aby si racionálně se chovající podniky vůbec byly ochotny půjčovat od bank. Relativně nízké kreditní sazby spolu s problémem špatných půjček však snižují výnosy bank a tlačí depozitní sazby směrem dolů. Úroveň kreditních i depozitních sazeb je pak v průměru nižší ve srovnání se zeměmi s vyšší ziskovostí podniků. Rozdíl v kreditních sazbách mezi ČR a SRN by byl ještě podstatně větší v případě deflování nominálních sazeb indexem cen výrobců, které jsou v SRN téměř stabilní. Ještě zjevněji by tak byla dokumentována odlišná rentabilita podnikové sféry v obou zemích.
- Úroková marže, tj. rozdíl mezi kreditními a depozitními sazbami byla ve sledovaném období v ČR přibližně stejná ve srovnání se SRN i s dalšími vyspělými i transformujícími se ekonomikami. Posouzení významu marže pro hospodaření bank je ovšem ovlivněno rozsahem úrokových operací v rámci bankovních činností, který může být v případě různých bank v různých zemích rozdílný. Dále záleží na objemu klasifikovaných aktiv v bilancích bank. Srovnatelná marže v ČR a jiných zemích potom fakticky může znamenat nižší ziskovost bank v ČR.
- Záporné, resp. nízké reálné depozitní sazby v ČR souvisí na jedné straně s uvedeným "posazením" reálných kreditních i depozitních sazeb na nižší úrovni v souvislosti s vyšší inflací a nižší výnosností kapitálu. Na druhé straně záporné, či nízké, reálné depozitní sazby jsou odrazem stavu konkurence v bankovním sektoru, omezeného rozsahu alternativních úsporných instrumentů, pokračující regulace možnosti otevírat vkladové účty v zahraničí a zřejmě i určité konzervativnosti českého vkladatele. Nízké depozitní sazby ovšem bezesporu ovlivňují relaci mezi úsporami a spotřebou.
- Reálné kreditní sazby vypočtené s využitím cenových indexů CPI nebo PPI nemusí adekvátně postihovat míru restriktivnosti měnového vývoje. Vyjdeme-li z toho, že okolo poloviny celkového objemu úvěru je umístěno v sektoru služeb, kde je dynamika cenového vývoje vyšší, nemusí dané reálné sazby znamenat pro řadu firem tak vysoké relativní náklady, jak by mohlo na první pohled z jejich výše vyplývat. To se týká i úvěrů poskytnutých na jiné činnosti než ty, které se váží k tvorbě HDP, např. obchod s nemovitostmi nebo finančními aktivy. V situaci, kdy jejich ceny rychle rostou, mohou být i relativně vysoké reálné kreditní sazby pro firmy podnikající v dané oblasti fakticky poměrně nízké s ohledem na výši jejich kapitálových zisků. V současnosti je to ovšem spíše naopak, a pokles cen finančních aktiv a nemovitostí (resp. jejich pouze pomalý růst) může uvedeným firmám při daných reálných kreditních sazbách způsobovat vážné problémy.

Reálné úrokové sazby ve vybraných zahraničních centrálních bankách

Význam reálných úrokových sazeb pro měnovou politiku je v zahraničních centrálních bankách obecně uznáván, současně se však přiznává, že neexistuje jednotný všeobecně akceptovaný přístup k jejich propočtu a že každý z realizovaných přístupů k jejich propočtu má nedostatky, které jejich význam pro praxi omezují. V současné době máme k dispozici informace o propočtech reálných úrokových sazeb v Bank of England, Banque de France a Deutsche Bundesbank.

Bank of England

Propočet vychází z následujícího principu:

$$r^a = i_t^a - (E_t \Delta p_{t+1})^a$$

kde r^a = anualizovaná ex-ante tříměsíční úroková reálná úroková sazba v období (čtvrtletí) t

$(E_t \Delta p_{t+1})$ = očekávaná tříměsíční (čtvrtletní) anualizovaná změna logaritmu indexu spotřebitelských cen

K odhadu inflačních expektací pro následující čtvrtletí jsou použity jednoduché klouzavé průměry čtvrtletní inflace za čtyři čtvrtletí.

$$(E_t \Delta p_{t+1}) = \left[1/4 \sum_{i=0}^3 \Delta p_{t-i} \right]$$

Banque de France

Propočet reálných úrokových sazeb v Banque de France je jednoduchý. Banque de France vychází z předpokladu, že očekávaná inflace se rovná inflaci aktuální. Od aktuálních nominálních reálných sazeb je odečítána aktuální hodnota meziroční inflace.

Deutsche Bundesbank

Deutsche Bundesbank používá jednak stejného přístupu jako Banque de France, tedy že očekávaná inflace se rovná inflaci aktuální, tento přístup je tzv. přístup na základě "statistických očekávání", a tato inflace se odečítá o nominálních úrokových sazeb, jednak tzv. přístup na základě "autoregresivních očekávání", který je rovněž aditivní, avšak místo aktuální inflace využívá klouzavých průměrů inflační míry posledních dvou let. Rozšířenější je první přístup, někdy se využívají oba přístupy současně. V některých případech, např. při výpočtu reálných úrokových sazeb v souvislosti s investiční výstavbou byly v minulosti pro výpočet reálných úrokových sazeb využity modelově speciální komplikovanější přístupy.

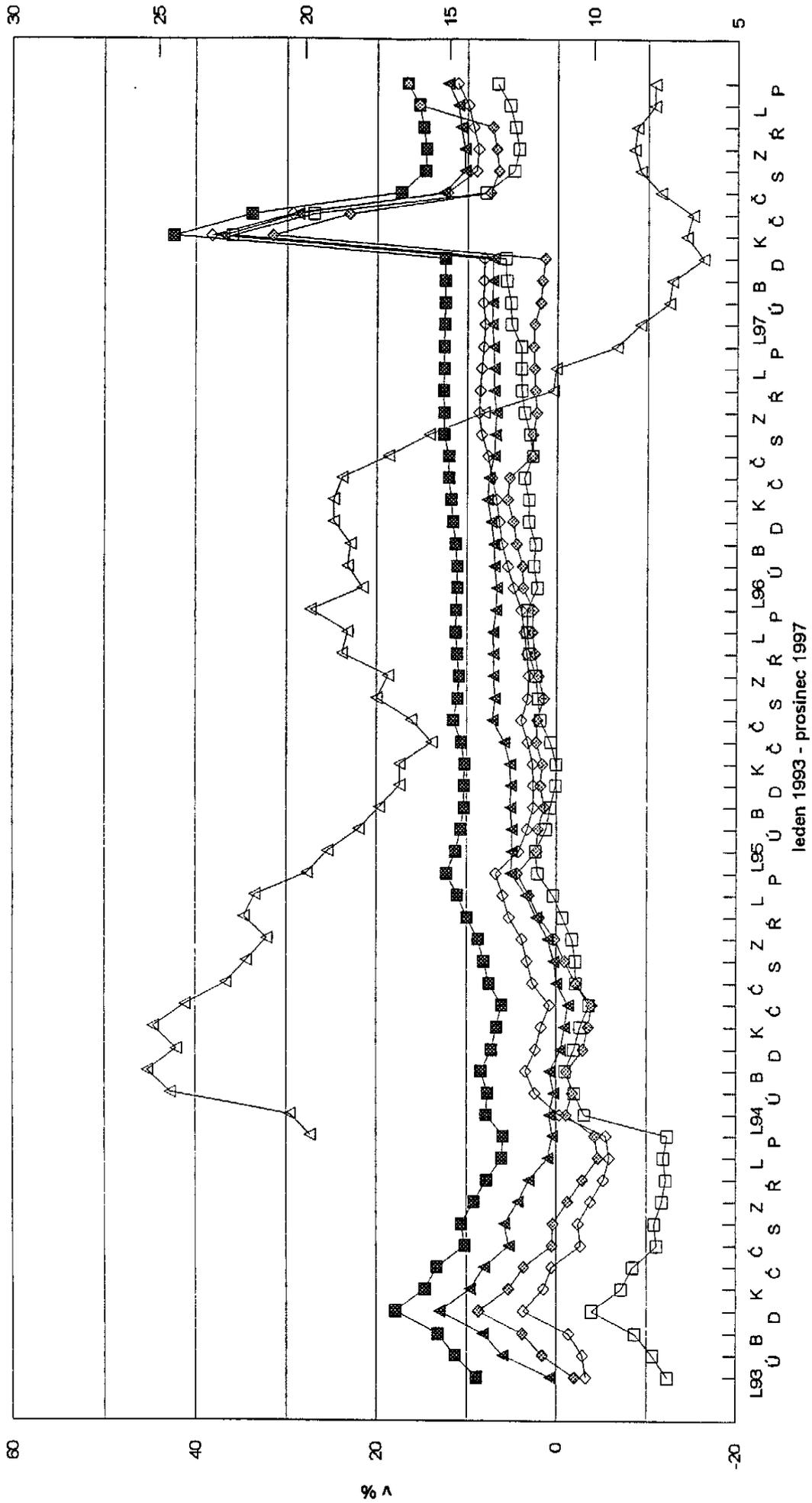
Propočet reálných úrokových sazeb

	nominálné sazby (%)		ceny		reálné sazby dle CPI		reálné sazby dle PPI		reálné sazby dle CPI-reg. ceny									
	kr. úvěry	stř. úvěry/kr. vklady	CPI	PPI	CPI - reg	kr. úvěry	stř. úvěry/kr. vklady	kr. úvěry	stř. úvěry/kr. vklady	kr. úvěry	stř. úvěry/kr. vklady	kr. úvěry	stř. úvěry/kr. vklady					
1/96	12,7	14,2	9,6	10,7	7,4	4,5	5,1	6,8	2,2	3,3	8,2	9,7	5,1	6,2	7,6	9,1	4,5	5,6
2/96	12,7	14,7	9,6	10,7	7,3	4,2	4,9	7,4	2,3	3,4	8,5	10,5	5,4	6,5	7,8	9,8	4,7	5,8
3/96	12,7	14,1	9,6	10,6	6,8	4,3	4,5	7,3	2,8	3,8	8,4	9,8	5,3	6,3	8,2	9,6	5,1	6,1
4/96	12,7	14,4	9,4	10,5	6,7	4,3	4,2	7,7	2,7	3,8	8,4	10,1	5,1	6,2	8,5	10,2	5,2	6,3
5/96	13,0	14,1	9,3	10,5	6,3	4,1	3,8	7,8	3,0	4,2	8,9	10,0	5,2	6,4	9,2	10,3	5,5	6,7
6/96	13,1	14,4	9,2	10,0	6,8	4,5	4,2	7,6	2,4	3,2	8,6	9,9	4,7	5,5	8,9	10,2	5,0	5,8
7/96	13,7	14,7	9,4	10,0	9,4	5,1	4,7	5,3	-0,0	0,6	8,6	9,6	4,3	4,9	9,0	10,0	4,7	5,3
8/96	13,8	14,5	9,3	10,0	9,9	5,7	5,7	4,6	-0,6	0,1	8,1	8,8	3,6	4,3	8,1	8,8	3,6	4,3
9/96	13,8	14,5	9,4	9,9	10,3	5,8	6,1	4,2	-0,9	-0,4	8,0	8,7	3,6	4,1	7,7	8,4	3,3	3,8
10/96	13,7	14,4	9,5	9,9	10,2	5,9	6,1	4,2	-0,7	-0,3	7,8	8,5	3,6	4,0	7,6	8,3	3,4	3,8
11/96	13,8	14,5	9,4	9,9	10,0	6,0	6,0	4,5	-0,6	-0,1	7,8	8,5	3,4	3,9	7,8	8,5	3,4	3,9
12/96	13,6	14,3	9,3	9,8	10,0	6,0	6,0	4,3	-0,7	-0,2	7,6	8,3	3,3	3,8	7,6	8,3	3,3	3,8
1/97	13,5	14,3	9,1	9,8	10,6	6,5	6,3	3,7	-1,5	-0,8	7,0	7,8	2,6	3,3	7,2	8,0	2,8	3,5
2/97	13,4	14,0	9,4	9,8	10,8	6,6	6,5	3,2	-1,4	-1,0	6,8	7,4	2,8	3,2	6,9	7,5	2,9	3,3
3/97	13,4	14,5	9,3	9,8	11,1	6,7	6,9	3,4	-1,8	-1,3	6,7	7,8	2,6	3,1	6,5	7,6	2,4	2,9
4/97	13,4	13,6	9,3	9,8	10,8	6,6	6,9	2,8	-1,5	-1,0	6,8	7,0	2,7	3,2	6,5	6,7	2,4	2,9
5/97	23,8	16,6	15,5	11,1	10,8	6,8	6,9	5,8	4,7	0,3	17,0	9,8	8,7	4,3	16,9	9,7	8,6	4,2
6/97	21,1	17,4	13,0	11,3	9,9	6,8	6,1	7,5	3,1	1,4	14,3	10,6	6,2	4,5	15,0	11,3	6,9	5,2
7/97	17,0	16,5	11,7	10,8	8,2	6,8	5,6	8,3	3,5	2,6	10,2	9,7	4,9	4,0	11,4	10,9	6,1	5,2
8/97	15,8	15,5	11,1	11,0	7,8	6,5	5,3	7,7	3,3	3,2	9,3	9,0	4,6	4,5	10,5	10,2	5,8	5,7
9/97	15,7	16,0			7,7	6,5	5,2	8,3			9,2	9,5			10,5	10,8		
10/97					7,8	6,2	5,3											
11/97					7,8	6,1	5,2											
12/97					7,6	6,0	5,1											

Mezinárodní srovnání úrokových sazeb (poslední údaje duben, květen 1997)

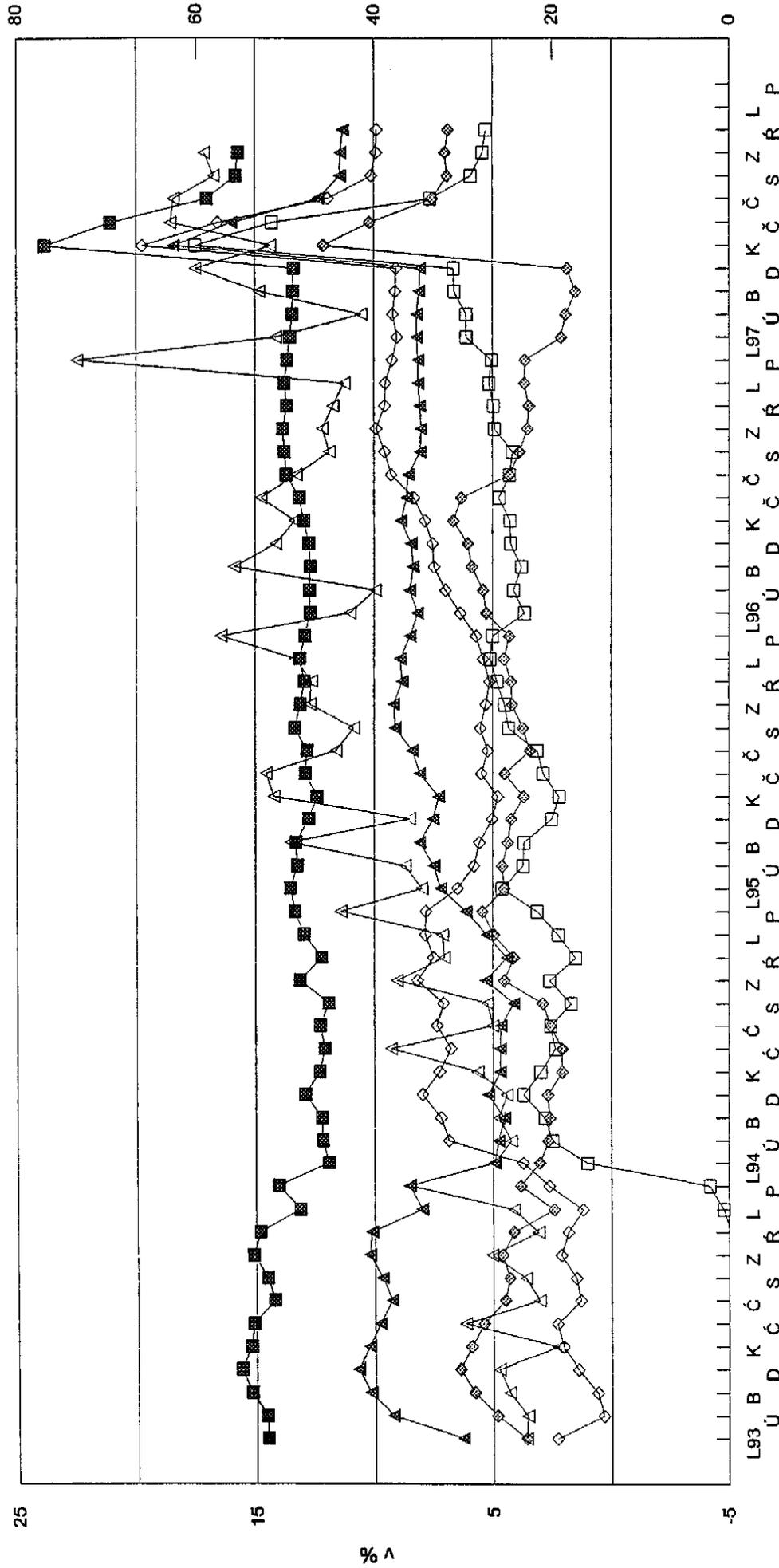
země	3 M tržní sazby		vklady	úvěry	inflace	reálné ÚS		reálné ÚS úvěry	úrokový diferencál
	3 M tržní sazby	vklady				reálné ÚS 3 M tržní	reálné ÚS vklady		
Česká republika	12,27	6,63	11,92	6,7	5,57	-0,07	5,22	9,19	
Polsko	22,5	19,2	24,1	19,1	3,4	0,1	5	19,42	
Slovensko	x	7,57	14,17	6,5	x	1,07	7,67	x	
Německo	3,08	2,65	9,13	1,4	1,68	1,25	7,73	x	
Velká Británie	5,94	2,97	6,5	2,4	3,54	0,57	4,1	2,86	
Korejská rep.	12,95	7,5	8,75	4,8	8,15	2,7	3,95	9,87	
Čína	x	7,47	10,1	3,2	x	4,27	6,9	x	
Rusko	x	18,2	47,8	14,5	x	3,7	33,3	x	
Slovensko	x	11,47	20,15	8,2	x	3,27	11,95	x	
Belgie	3,27	2,79	7,25	1,6	1,67	1,19	5,65	0,19	
Itálie	7,13	5,28	10,25	1,6	5,53	3,68	8,65	4,05	
Španělsko	x	4,12	6,09	1,5	x	2,62	4,59	x	

1 T PRIBOR



leden 1993 - prosinec 1997

Nově poskytnuté úvěry (krátkodobé)

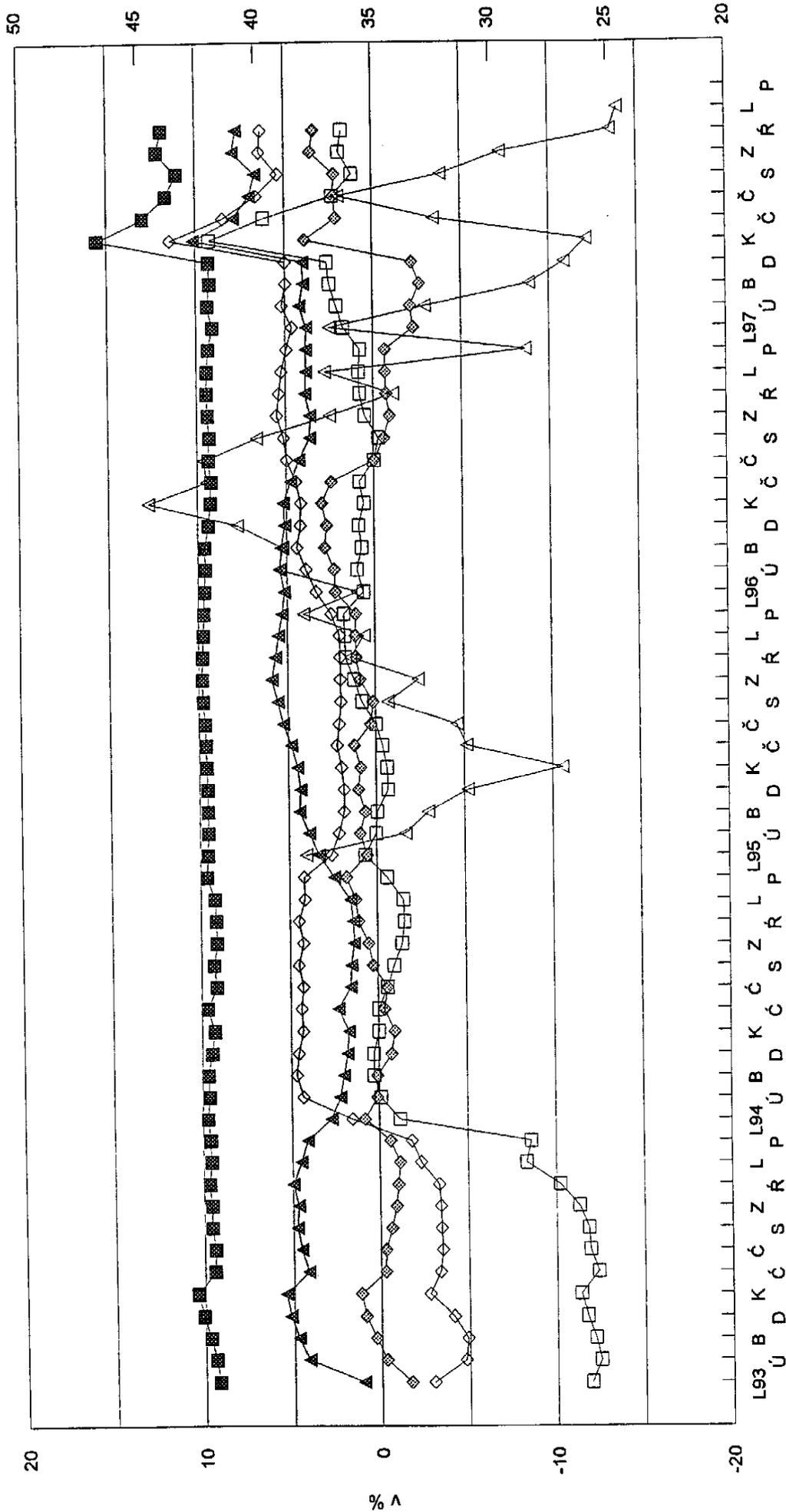


leden 1993 - prosinec 1997

- nominální ÚS
- reál. ÚS (CPI st. obd.)
- △ reál. ÚS (PPI st. obd.)
- ▲ reál. ÚS (zpět. posun PPI)

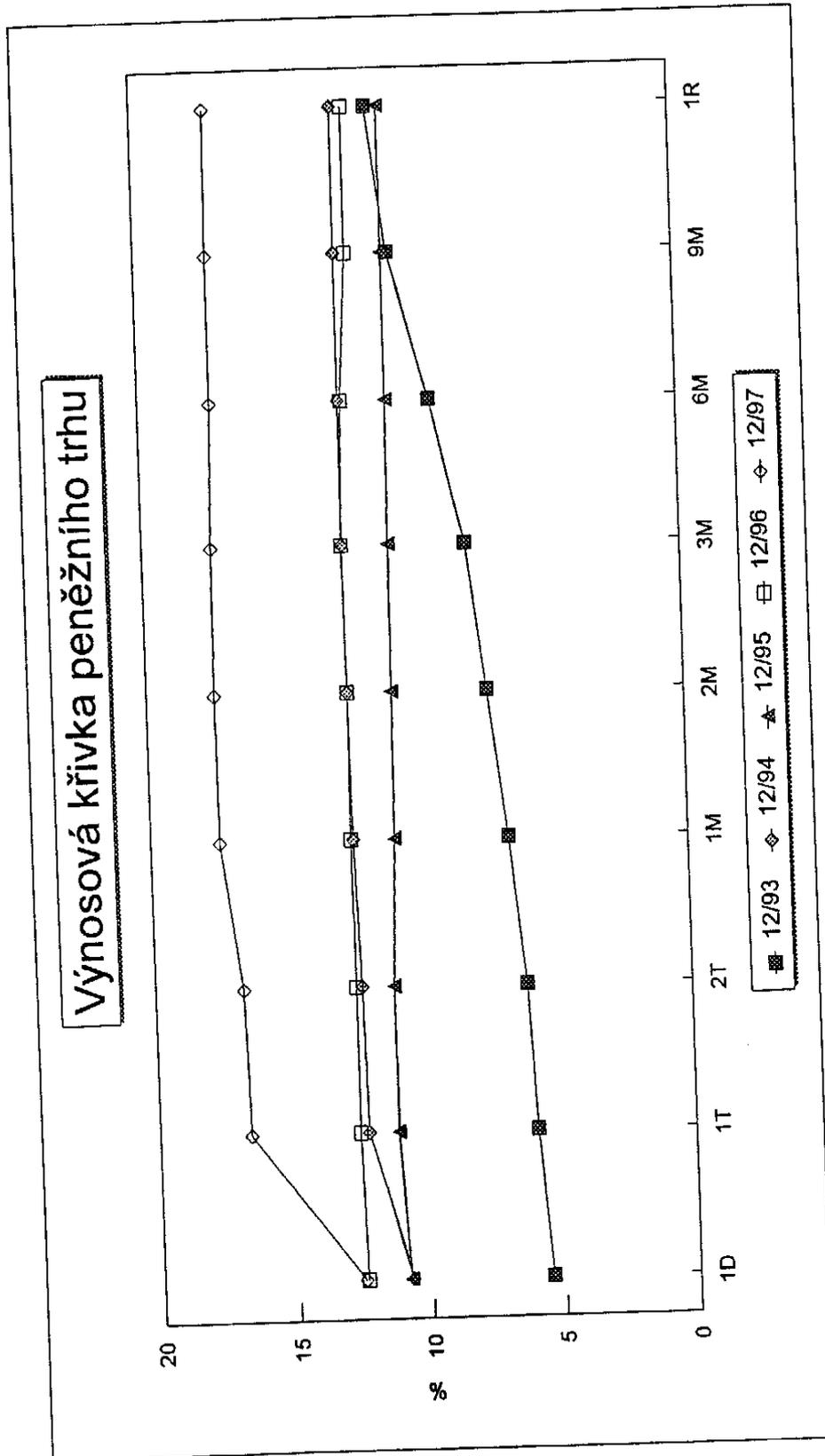
%

Krátkodobá termínovaná depozita



reál. ÚS (zpět. posun PPI)
 ▲ reál. ÚS (zpět. posun CPI)
 ◇ reál. ÚS (CPI st. obd./st. obd.)
 ◇ reál. ÚS (PPI st. obd./st. obd.)

leden 1993 - prosinec 1997



**Popis makroekonomických důsledků zvolené dezinflační strategie s využitím
malého dynamického modelu**

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto
materiálu přizváni:
Ing. Vojtíšek, Ing. Klíma, Ing. Polák,
Ing. Stavrev

Popis makroekonomických důsledků zvolené dezinflační strategie s využitím malého dynamického modelu

Úvod

Pro potřeby přímého cílení na inflaci (dále PCI) byla v TSMA zpracována další verze malého dynamického makroekonomického modelu MMTS II (malý model TSMA verze 2). Navazujeme zde na MMTS I, který byl popsán v Příloze III/4 Měnového programu na r. 1998 (Prognózování inflace za pomoci jednoduchého makroekonomického modelu). I tento model byl konstruován explicitně pro potřeby PCI. V materiálu byly popsány simulace tří strategií dezinflačního procesu z hlediska podmínek na straně měnové politiky (nastavení úrokových sazeb), vlivu na měnový kurz a vývoje HDP. Náklady dezinflačního procesu byly vyjádřeny kumulovanou ztrátou HDP proti potenciálnímu produktu.

Dynamický model MMTS II, se kterým pracujeme zde, lze též využívat k analytickým účelům i pro konstrukci prognóz. Hlavní změnou oproti předchozí verzi je podrobnější modelování inflace. Aby měl model využití pro PCI, bylo nutno specifikovat dva ukazatele inflace. Proto bylo nutno rozšířit počet rovnic a proměnných modelů a explicitně vyjádřit výpočet proměnných vah. Určitá ztráta průhlednosti a jednoduchosti je na druhé straně vyvážena větší přesností. Takto specifikovaný model má lepší využití pro potřeby PCI v podmínkách ČNB při cílení na úroveň čisté inflace. Z tohoto důvodu sledujeme v modelu dva ukazatele změny cen

- * celkovou inflaci, která je v modelu zachycena relativním přírůstkem indexu spotřebitelských cen (CPI) - označujeme π_t ,
- * čistou inflaci (dále ČI) měřenou indexem očištěných neregulovaných cen (dále ONC) - označujeme π_t^* .

Prvý ukazatel se objevuje v rovnicích (4), (5), druhý ukazatel v rovnici (1). Vzhledem k používání těchto dvou ukazatelů v modelu jsou definovány i jejich vazby - rovnice (2). Součástí modelu je též explicitní propočtení proměnlivých vah, s jejichž pomocí je definován

vztah obou ukazatelů inflace - rovnice (2). Rovnice (1), (4), (5) jsou behaviorální, ostatní jsou identity.

Specifikace modelu

MMTS II je čtvrtletní model. Pro potřeby PCI byly výsledky převedeny na roční časové řady. V modelu vycházíme z následujících jednoduchých předpokladů

- * nominální úroveň úrokových sazeb (přesněji úrokový diferenciál) působí na hladinu nominálního kurzu - bez zpoždění
- * reálná úroveň úrokových sazeb ovlivňuje reálný produkt se zpožděním 1 rok
- * na růst spotřebitelských cen má vliv
 - předchozí inflace - zpoždění 1 rok
 - úroveň zahraničních cen - bez zpoždění
 - odchylka HDP od potenciálního produktu - zpoždění 1 rok.

Rovnice pro čistou inflaci

$$\pi_t^x = \alpha_1 \pi_{t-4}^x + \alpha_2 z_{t-4} + \alpha_3 (\pi_t^* + \Delta e_t) + \varepsilon_t^\pi \quad (1)$$

kde π_t^x je čistá domácí inflace, π_t^* je zahraniční inflace, která je v tomto případě považována za exogenní veličinu, z_t je odchylka růstu aktuálních reálných příjmů od potenciálního růstu, který je 3,5% ročně v rámci předkládaného cvičení (tato hodnota byla stanovena jako průměrná míra růstu HDP za období 1993 a 1997) a Δe_t je relativní změna efektivního nominálního kurzu. Index $t-4$ u proměnné znamená zpoždění o jeden rok.

Rovnice pro výpočet celkové inflace

$$\pi_t = \varpi_t^x \pi_t^x + \varpi_t^R \pi_t^R \quad (2)$$

Uvedenou rovnici získáme následujícím způsobem

$$CPI_t = \varpi_B^x CPI_t^x + \varpi_B^R CPI_t^R \quad (2.1)$$

kde ϖ_B^x a ϖ_B^R jsou stálé váhy indexů neregulovaných a regulovaných cen, a CPI_t^i pro $i = x, R$ jsou bazické indexy neregulovaných a regulovaných cen se základem v roce 93.

Inflace ve dvou skupinách je definována následovně

$$\pi_t^i = \frac{CPI_t^i - CPI_{t-4}^i}{CPI_{t-4}^i}, \quad (2.2)$$

pro $i = x, R$, kde π_t^i je relativní meziroční změna cen.

Celková inflace je

$$\pi_t = \frac{CPI_t - CPI_{t-4}}{CPI_{t-4}} \quad (2.3)$$

Potom dosadíme CPI z rovnice (2.1) do rovnice (2.3) a po úpravách obdržíme následující vzorec pro celkovou inflaci

$$\pi_t = \varpi_B^x \frac{CPI_{t-4}^x}{CPI_{t-4}} \left(\frac{CPI_t^x - CPI_{t-4}^x}{CPI_{t-4}^x} \right) + \varpi_B^R \frac{CPI_{t-4}^R}{CPI_{t-4}} \left(\frac{CPI_t^R - CPI_{t-4}^R}{CPI_{t-4}^R} \right) \quad (2.4)$$

Členy před závorkami jsou proměnlivé váhy

$$\varpi_t^i = \varpi_B^i \frac{CPI_{t-4}^i}{CPI_{t-4}} \quad \text{pro } i = x, R \quad (3)$$

Rovnice pro produkt

$$z_t = -\gamma_1(i_{t-4} - \pi_{t-4}) + \gamma_2(\pi_{t-4}^* + \Delta e_{t-4} - \pi_{t-4}) + \varepsilon_t^z \quad (4)$$

kde i_t je jednotýdenní PRIBOR. Prvý člen rovnice $(i_{t-4} - \pi_{t-4})$ reprezentuje reálnou úrokovou sazbu, druhý člen $(\pi_{t-4}^* + \Delta e_{t-4} - \pi_{t-4})$ reálný směnný kurz.

Rovnice pro kurz

$$\Delta e_t = -\beta_1(i_t - i_t^*) + \beta_2(\pi_{t-4} - \pi_{t-4}^*) + \varepsilon_t^e \quad (5)$$

kde i_t^* je zahraniční průměrná krátkodobá úroková sazba. V rovnici pro relativní změnu nominálního kurzu vycházíme z modifikované nepokryté úrokové parity (UIP). Inflační diferenciál používáme jako proxy pro rizikovou prémii.

Všechny koeficienty jsou kladné a chybové členy (error terms) mají charakter “bílého šumu“. V tabulce 1 uvádíme odhady koeficientů s jejich t-statistikami a hodnotami R^2 a DW pro jednotlivé rovnice. Při odhadech používáme čtvrtletní data pro období 1. čtvrtletí 1993 až 3. čtvrtletí 1997

Výsledky odhadu modelu a simulace “základní varianty“ podle Měnového programu

Simulovali jsme průběh inflace pro roky 1998 - 2007. V předchozí práci jsme kvantifikovali důsledky a náklady tří různých dezinflačních strategií ČNB - razantní, pomalé, optimální. Zde popisujeme pouze jedinou dezinflační strategii z hlediska cíle měnové politiky definovaného pomocí ČI. Dříve než jsme přistoupili k simulacím museli jsme odhadnout parametry nového modelu. Hodnoty koeficientů jsou v tabulce 1.

Výsledky simulace ukazuje graf a tabulka 2 na straně 6 a 7. K těmto výsledkům je nutno učinit několik poznámek

- * Ve všech případech se jedná o koncové stavy ukazatelů. Výjimkou je směnný kurz (meziroční změna na bázi čtvrtletních průměrů) a HDP, kde vycházíme z ročních přírůstků reálného HDP
- * Údaje o deregulaci jsou převzaty z oddělení 315. Vychází se ze záměrů vlády z prosince 1997. Skutečné změny regulovaných cen se budou pravděpodobně od našeho předpokladu lišit - zejména po roce 1998. Podle našeho předpokladu skončí deregulace v roce 2000 a po tomto datu bude změna regulovaných a neregulovaných cen stejná.

Výsledky - graf a tabulka 2 - ukazují, že je možné dosáhnout cílů ČNB v čisté inflaci (6,0%, 5,2%, 4,5%). Bude to znamenat velmi vysokou úroveň úrokových sazeb - více než 15,5%. Měnová restrikce ještě více vynikne při pohledu na reálné úrokové sazby pro toto

Tabulka 1 **Ekonometrické výsledky**

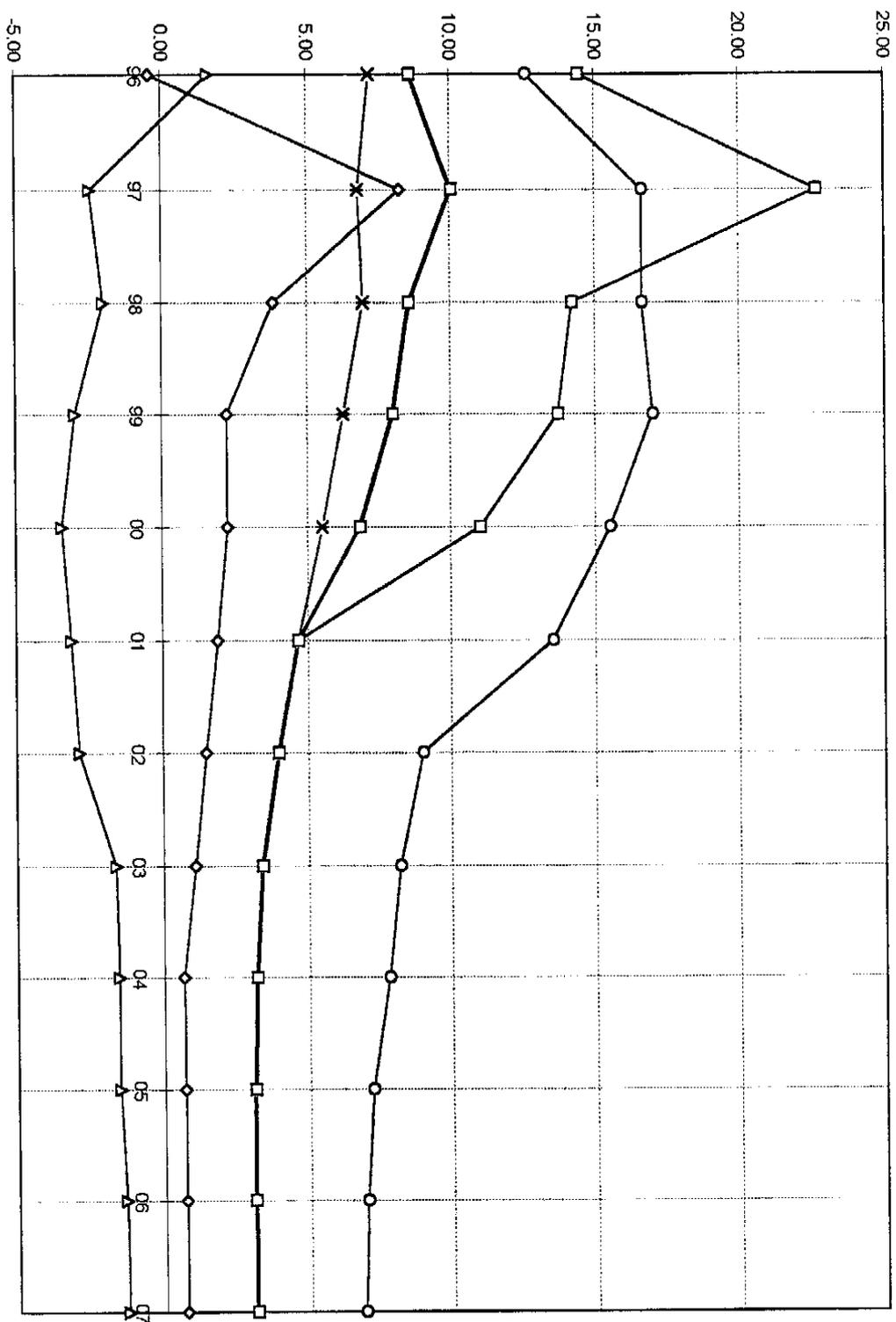
Rovnice	koeficient	hodnota	t- statistika	R ² , DW
1	α_1	0.64	18.37	0.59, 1.08
	α_2	0.34	1.57	
	α_3	0.60	omezen	
3	γ_1	0.31	3.49	0.62, 0.70
	γ_2	0.17	1.08	
4	β_1	0.38	kalibrován kalibrován	
	β_2	0.98		

období (8,5 - 9%). Celospolečenské náklady inflace budou vysoké. Do r. 2002 nepřekročí růst HDP 1% a kumulovaná ztráta relativně k potenciálnímu produktu bude do r. 2000 přes 8 proc. bodů, do r. 2007 více než 20 proc. bodů. Po celé období bude kurz dále oslabovat - do r. 2001 o 1 - 4% ročně, po tomto datu méně než 1% ročně.

Tabuľka 2 - Simulace měnové politiky do roku 2007 (všechny údaje v procentech)

rok	depreciace kurzu	celková inflace	čista inflace	změna reg. cen	odchylka produk. od pot. růstu	real. sazb.	PRIBOR
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	1.60	4.01	12.61
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.44	6.60	16.64
98	3.83	8.55	6.97	14.20	-2.01	8.09	16.64
99	2.24	7.98	6.28	13.70	-2.97	9.02	17.00
00	2.25	6.85	5.52	11.00	-3.43	8.65	15.50
01	1.90	4.66	4.66	4.66	-3.12	8.84	13.50
02	1.47	3.97	3.97	3.97	-2.87	5.03	9.00
03	1.10	3.39	3.39	3.39	-1.64	4.81	8.20
04	0.68	3.19	3.19	3.19	-1.54	4.61	7.80
05	0.71	3.12	3.12	3.12	-1.52	4.08	7.20
06	0.72	3.09	3.09	3.09	-1.33	3.91	7.00
07	0.72	3.13	3.13	3.13	-1.28	3.77	6.90
Komulat. ztrata HDP							
(1998-2000)			-8.412				
(1998-2007)			-21.713				

Desinflační proces v ČR



Simulace zvýšení nominálních úrokových sazeb o 1% pouze v roce 1998 proti základní variantě

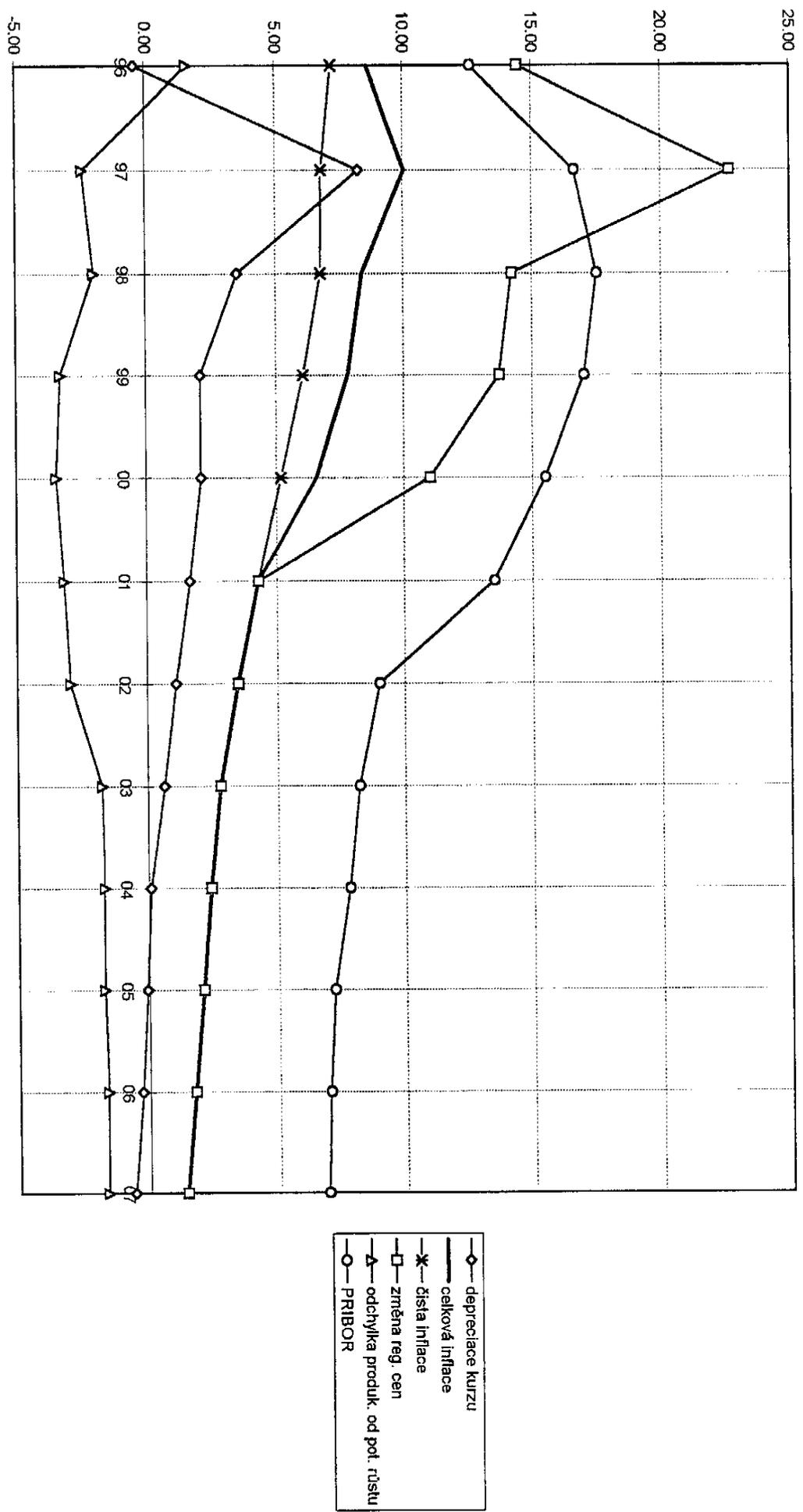
Na základě posledních čísel o inflaci za leden t. r. jsme udělali demonstrativní simulaci dopadu zvýšení úrokových sazeb (jednotýdenní PRIBOR) v modelu MMTS II. Pro zvýraznění průběhu vlivů jsme zvýšili PRIBOR o přibližně 1% a jenom pro r. 1998. "Jednorázovou" změnu úrokové sazby aplikujeme proto, aby vlivy tohoto zvýšení byly lépe čitelné, tj. aby bylo jasné vidět, jak se taková změna postupně promítne celým mechanismem modelu. Propočty potvrdily jenom malý vliv zvýšených úrokových sazeb na inflaci v r. 1998. Dopady zvýšení se promítají postupně v dalších letech. Zvýšení PRIBOR-u z 16,64 na 17,5% se odrazi ve snížení inflace neregulovaných cen v r. 1998 z 6,91 na 6,77%. V posledním roce simulovaného období je snížení výraznější, tj. z 2,16 na 1,39%. Dopady vyplývají z logiky konstrukce modelu a jsou podrobněji uvedeny v příložené tabulce 3 a grafech 2 a 3.

Základním problémem zůstává odpověď na otázku, jestli lednová inflace, která ukrojila z inflace pro r. 1998 značnou porci (přibližně 23%), ohrožuje naplnění inflačního cíle ČNB. Poslední komentáře potvrzují skutečnost, že na lednové inflaci se výrazně podílely dva faktory. Došlo k výraznějšímu zvýšení cen potravin, které lze považovat spíše za jednorázové nabídkové přizpůsobení těchto cen. Dalším faktorem byl vliv očekávaných a v lednu realizovaných administrativních cenových úprav do nových kalkulací tržně tvořených cen. Pro další měsíce roku 1998 za předpokladu splnění inflačního cíle zbývá prostor pro inflaci v rozsahu 0,46% měsíčně. Pro srovnání lze uvést, že v minulém roce byla průměrná měsíční čistá inflace 0,56%. Do tohoto průměru se však promítlo i výrazné znehodnocení měny v minulém roce. Vzhledem k tomu, že měnová restrikce trvá již delší dobu a účinnost měnové politiky má určité zpoždění, nelze v tomto okamžiku považovat inflační cíl za nesplnitelný (předpokládáme, že v tomto roce znehodnocení měny nebude nad předpokládaný rámec, tj. přibližně 3,5%).

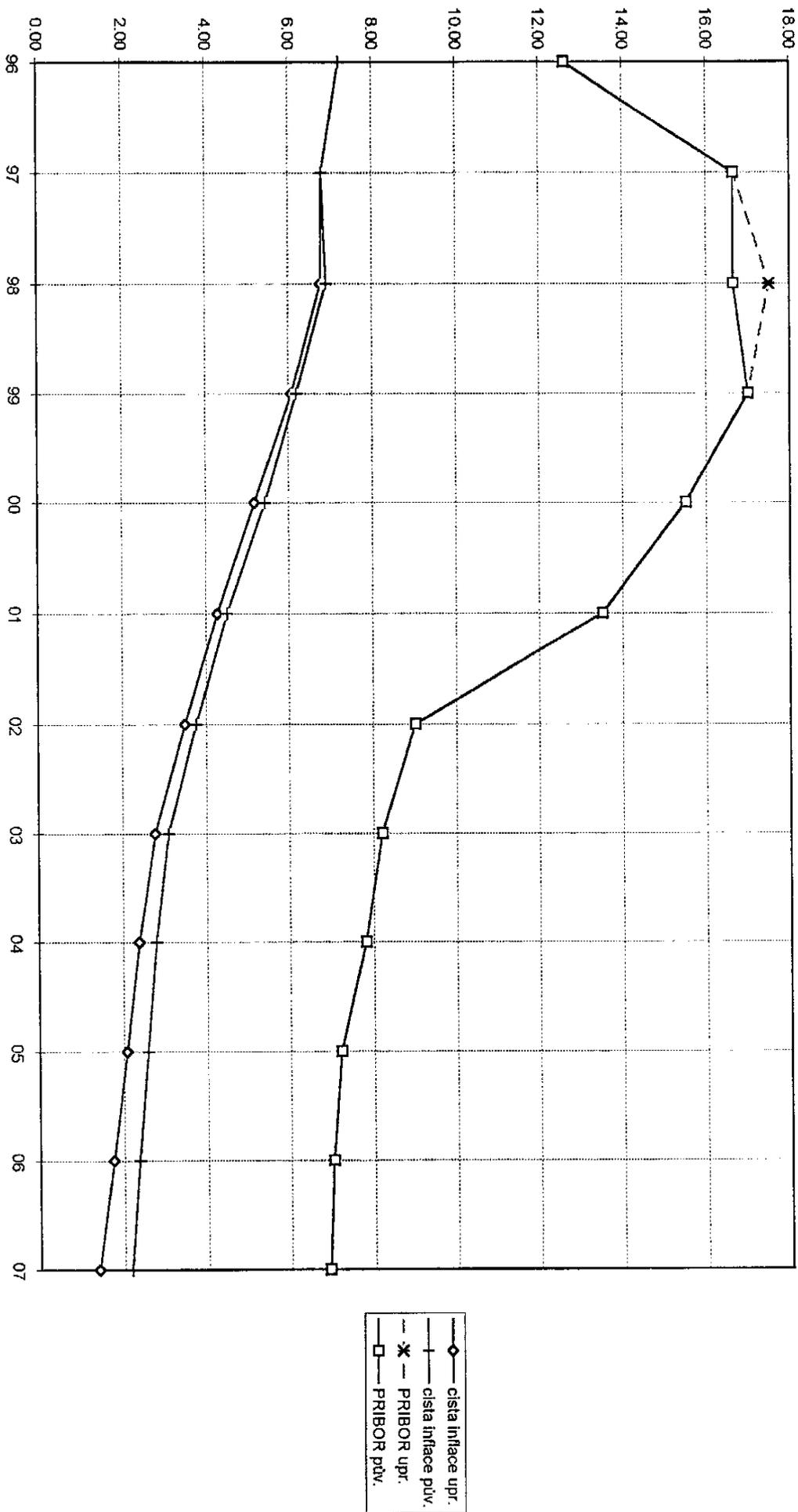
Tabulka 3 - Simulace měnové politiky do roku 2007 při zvýšení úr. sazeb v r. 98
(všechny údaje v procentech)

rok	depreciace kurzu	celková inflace	inflace nereg. cen	inflace reg. cen	odchylka produk. od pot. růstu	real. sazb.	PRIBOR
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	1.60	4.01	12.61
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.44	6.60	16.64
98	3.51	8.40	6.77	14.20	-2.01	9.10	17.50
99	2.09	7.83	6.07	13.70	-3.31	9.17	17.00
00	2.10	6.59	5.17	11.00	-3.48	8.91	15.50
01	1.65	4.28	4.28	4.28	-3.19	9.22	13.50
02	1.10	3.48	3.48	3.48	-2.97	5.52	9.00
03	0.62	2.76	2.76	2.76	-1.78	5.44	8.20
04	0.07	2.38	2.38	2.38	-1.71	5.42	7.80
05	-0.08	2.08	2.08	2.08	-1.73	5.12	7.20
06	-0.30	1.74	1.74	1.74	-1.61	5.26	7.00
07	-0.60	1.39	1.39	1.39	-1.64	5.51	6.90
Komulat. ztrata HDP							
(1998-2000)			-8.802				
(1998-2007)			-23.425				

Desinflační proces v ČR



Porovnáni variant



Závěr

Simulace na modelu MMTS II ukazuje, že schválená strategie ČNB pro roky 1998 - 2000 je realizovatelná. Naproti tomu náklady této razantní dezinflace budou velmi vysoké v krátkém i středním horizontu. Realné úrokové sazby do r. 2001 budou 8 - 9 % a k obnovení ekonomického růstu alespoň 2% dojde až od r. 2003.

Podle provedené simulace může ČNB ovlivnit ČI v běžném roce pouze omezeně - zvýšení PRIBORu o jeden procentní bod sníží běžnou ČI o 0,2 procentního bodu.

Musíme brát v úvahu, že tento jednoduchý model nemůže zohlednit další možné vlivy a šoky, které by dosažení cíle ČNB mohly výrazně usnadnit nebo naopak ztížit

- * bude dosažena dohoda s odbory, které by kladly jen "rozumné" požadavky na růst mezd
- * velké změny úrovně nominálního kurzu Kč nesouvisící s úrokovým diferencíálem - způsobené např. politickou krizí v ČR nebo východní Evropě, mezinárodní měnovou krizí, měnovou krizí v rozvojových zemích
- * velké změny světových cen surovin.

Indikátory vnější nerovnováhy ČR

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto
materiálu přizváni:
Ing. Vojtíšek, Ing. Olšovský

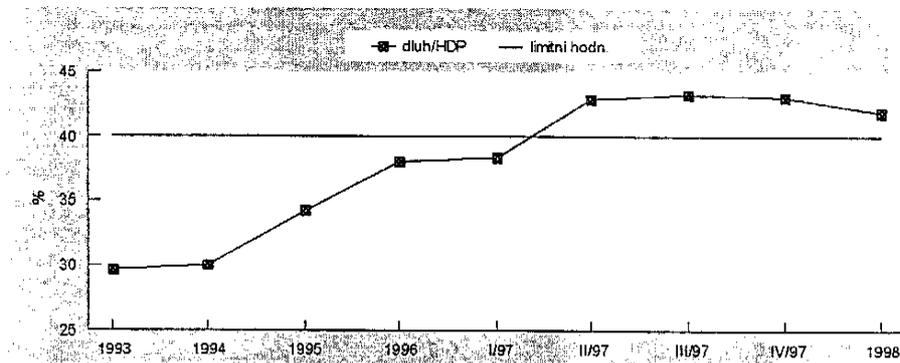
Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Mezinárodně uznávané indikátory

1/ podíl zahraniční zadluženosti na vytvořeném HDP

V roce 1997 překročil podíl zahraničního zadlužení mezinárodně uznávanou 40 %-ní hranici ve vztahu k HDP. V letošním roce se předpokládá stabilizace podílu na dosažené úrovni s tendencí k poklesu v následujících letech. Může působit ve směru inflačních očekávání.

PODÍL ZAHRANIČNÍHO DLUHU NA HDP

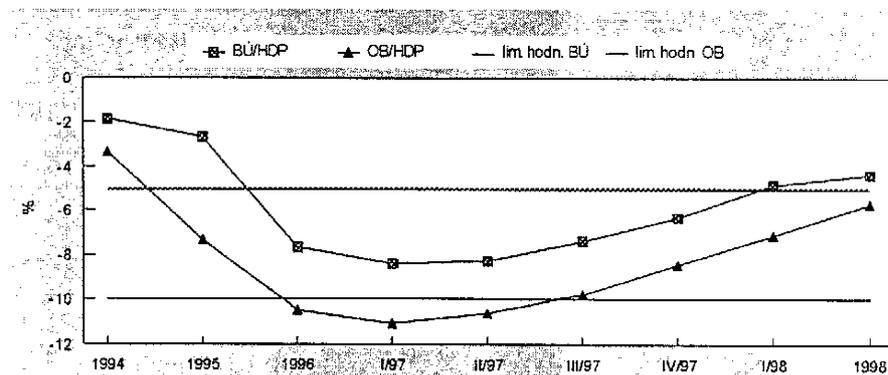


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

2/ podíl běžného účtu a obchodní bilance na vytvořeném HDP

Od II. čtvrtletí m.r. dochází k narovnávání vnější nerovnováhy vyjádřené podílem běžného účtu a obchodní bilance na HDP (na bázi ročních klouzavých úhrnů). V letošním roce se předpokládá přechod obou sledovaných veličin nad mezinárodně akceptovatelnou hranici. Na inflační očekávání působí tento faktor pozitivně.

SALDO BĚŽNÉHO ÚČTU A OBCHODNÍ BILANCE V POMĚRU K HDP

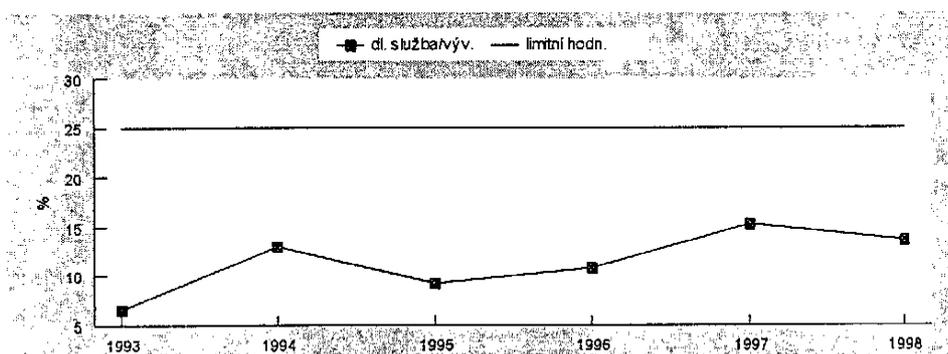


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

3/ dluhová služba z střednědobých a dlouhodobých zdrojů nepřevyší max. 25 % ročního vývozu zboží a služeb

Dluhová služba ze založených střednědobých a dlouhodobých závazků (cca 15 % ročního exportu) se nachází zatím v bezpečné vzdálenosti od mezinárodně akceptovatelné hranice a nepředstavuje tak z hlediska inflačních očekávání stimulační faktor. V jejím vývoji se však prosazuje rostoucí trend, který by mohl v budoucnu negativní očekávání implikovat.

DLUHOVÁ SLUŽBA Z DLOUHODOBÝCH ZDROJŮ VYJÁDŘENÁ V % ROČNÍHO VÝVOZU ZB. A SLUŽEB

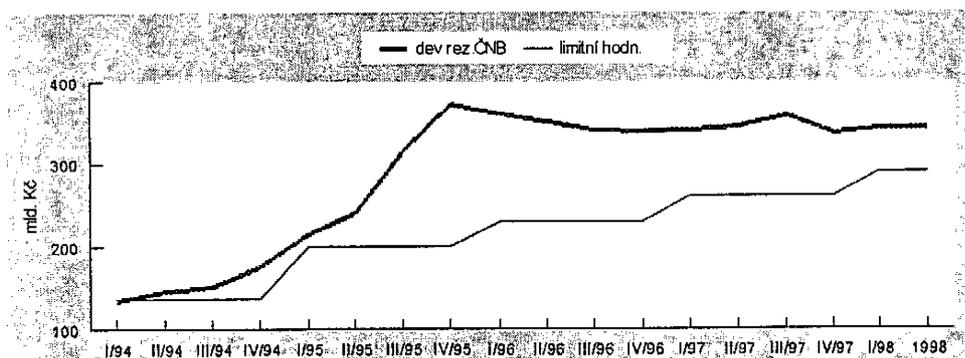


Pozn.: roční údaje

4/ devizové rezervy ČNB nepoklesnou pod hranici 3-měsíčního dovozu zboží a služeb

Vývoj devizových rezerv ČNB se ze současné úrovně krytí 3,9 měsíčního dovozu zboží a služeb bude blížit v roce 1998 mezinárodně ještě akceptovatelné tříměsíční úrovni. Tato hranice by v letošním roce měla zůstat přesto nedotčena. Možné dopady na inflační očekávání by mohly nastat v případě pokračujícího poklesu absolutní úrovně rezerv.

DEVIZOVÉ REZERVY ČNB VE VZTAHU K TŘIMĚSÍČNÍMU DOVOZU ZBOŽÍ A SLUŽEB



Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; průměrná hodnota tříměsíčního dovozu v příslušném roce

5/ změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Vývoj názorů zahraničních investorů je reprezentován hodnocením renomovaných agentur Goldman - Sachs a J.P. Morgan. Podle prvně jmenované (hodnocení z 27.1.) pokračuje ekonomická stagnace, chybí důkazy o zlepšení vnější konkurenceschopnosti a není zřejmé zlepšení ve vývoji fundamentals. Trvá politická nestabilita, a nejistoty ohledně budoucí povolební hospodářské politiky. Zlepšení exportní schopnosti ekonomiky je dočasné vzhledem k nízké korekci kurzu a obavám o zpomalení růstu v západní Evropě (vliv turbulencí v zemích jihových. Asie).

Závěr: pokračující periodické tlaky na depreciazi Kč v horizontu 6 měsíců, devalvační expektace (je možné i subjektivně zabarvené hodnocení autora statě v G.-Sachs pana G. Bognara).

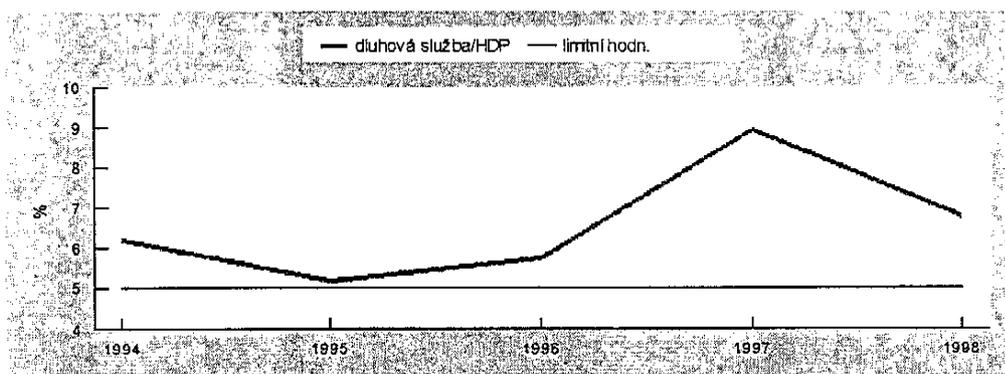
K obdobným závěrům dochází i J.P.Morgan (k dispozici je méně aktuální komentář z 9.1.). Slabost české měny je dána do souvislosti s přetrvávající politickou nejistotou a zobecňováním problémů zemí jihovýchodní Asie na celou oblast rozvíjejících se trhů. Přijetí koncepce inflačního řízení měnové politiky ČNB bude znamenat uplatňování restriktivní politiky v roce 1998 v podmínkách slabé ekonomiky a ochrany domácí měny před prudkým znehodnocením.

Interně sledované ukazatele

1/dluhová služba ve vztahu k HDP

Rozsah dluhové služby v poměru k HDP je poměrně vysoký, tzn. část přírůstku HDP připadá na splácení dříve čerpaných závazků. Předpokládáný mírný pokles tohoto ukazatele predikovaný na letošní rok uvedenou disproporcí pouze zmírňuje, což může v budoucnu vytvářet tlaky na devizový kurz.

PODÍL DLUHOVÉ SLUŽBY K HDP

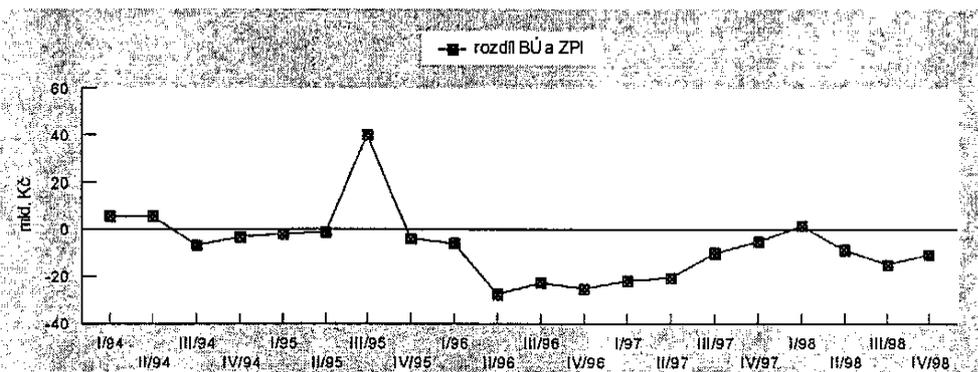


Pozn.: roční údaje

2/ krytí deficitu běžného účtu přílivem přímých zahraničních investic

Přiliv zahraničních přímých investic k financování schodku běžného účtu nebude ani v letošním roce postačující. Přesto se předpokládá, že dojde ke zvýšení jejich podílu na financování běžného účtu vlivem určité stabilizace přílivu zdrojů touto formou a klesajícím běžným účtu.

FINANCOVÁNÍ SALDA BĚŽNÉHO ÚČTU PŘÍLVEM ZAHRANIČNÍCH PŘÍMÝCH INVESTIC

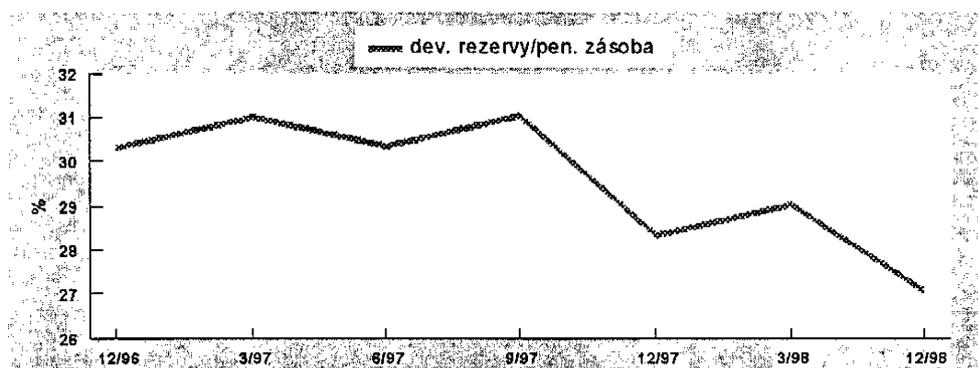


Pozn.: čtvrtletní údaje

3/ podíl devizových rezerv ČNB na peněžní zásobě

Od III. čtvrtletí m.r. dochází k poklesu krytí peněžní zásoby devizovými rezervami ČNB. Tento pokles se předpokládá i pro letošní rok. Narůstající nedůvěra v tuzemskou měnu by mohla vést k rozsáhlým konverzím korunových depozit do deviz a silně působit na depreciaci devizového kurzu.

PODÍL DEVIZOVÝCH REZERV NA PENĚŽNÍ ZÁSOBĚ

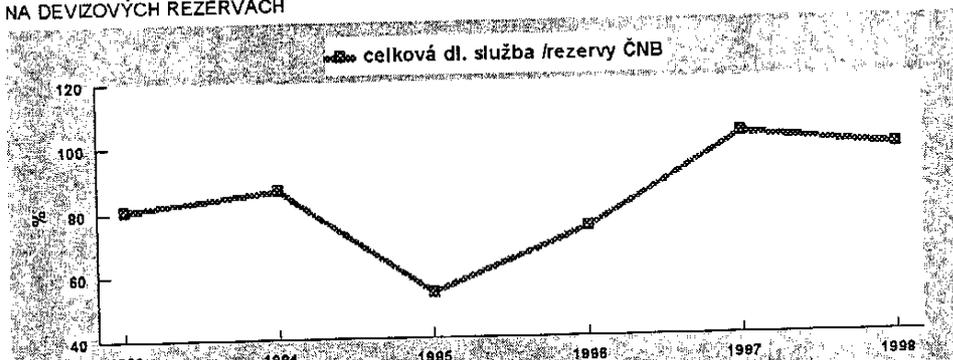


Pozn.: stav k ultimu příslušného čtvrtletí

4/ Podíl dluhové služby ze střednědobých a dlouhodobých závazků a stavu krátkodobého dluhu k devizovým rezervám ČNB

Tento ukazatel je sledován zejména po zkušenostech z měnových krizí v zemích jihovýchodní Asie, kde došlo k nárůstu krátkodobého dluhu, který není zahrnován do obvykle sledovaného rozsahu dluhové služby. Kumulace krátkodobého dluhu a jeho poskytování střednědobě do vnitřní ekonomiky vedlo ke krizi likvidity vzhledem k časovému nesouladu aktiv a pasív. U ČR tento ukazatel zejména v posledních dvou letech vykazuje negativní trend.

PODÍL DLUHOVÉ SLUŽBY Z DLOUHODOBÉHO DLUHU A STAVU KRÁTKODOBÉHO DLUHU
NA DEVIZOVÝCH REZERVÁCH

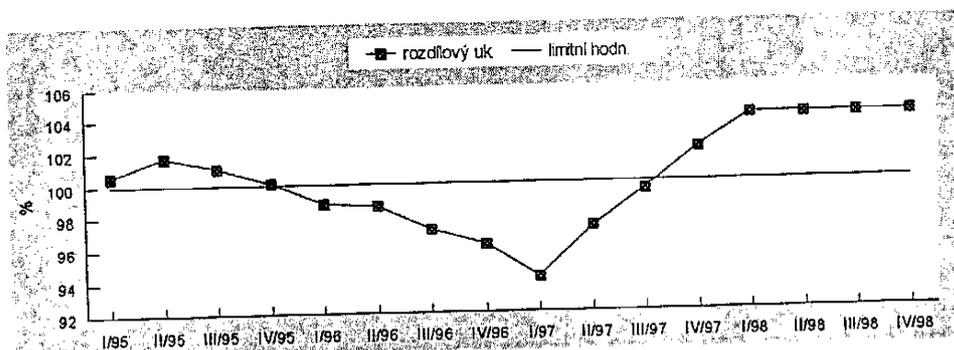


Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu roku

5/ rozdílový ukazatel ve vývozu

Rostoucí trend v ziskovosti vývozu vyvolaný depreciací Kč pravděpodobně bude zastaven a měl by následovat stabilní vývoj. I přesto by měl zůstat zahraniční odbyt před tuzemským zvýhodněn vlivem předpokládané stabilizace reálného kurzu.

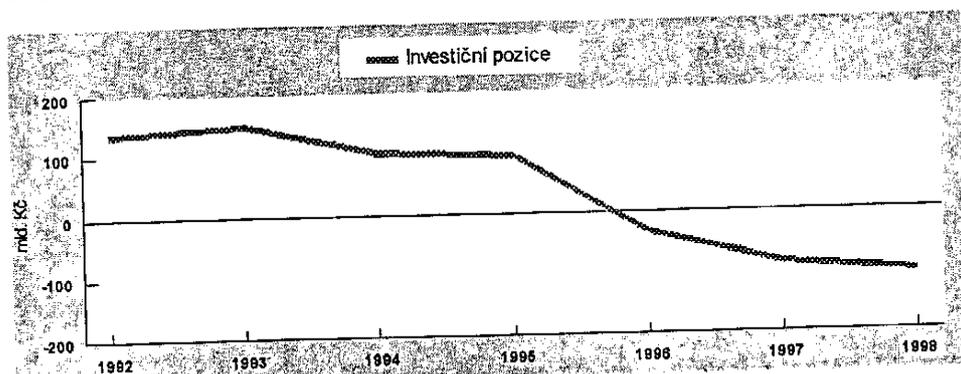
ROZDÍLOVÝ UKAZATEL VE VÝVOZU



Pozn.: čtvrtletní hodnoty

6/ vývoj investiční pozice vůči nerezidentům

INVESTIČNÍ POZICE VŮČI NEREZIDENTŮM

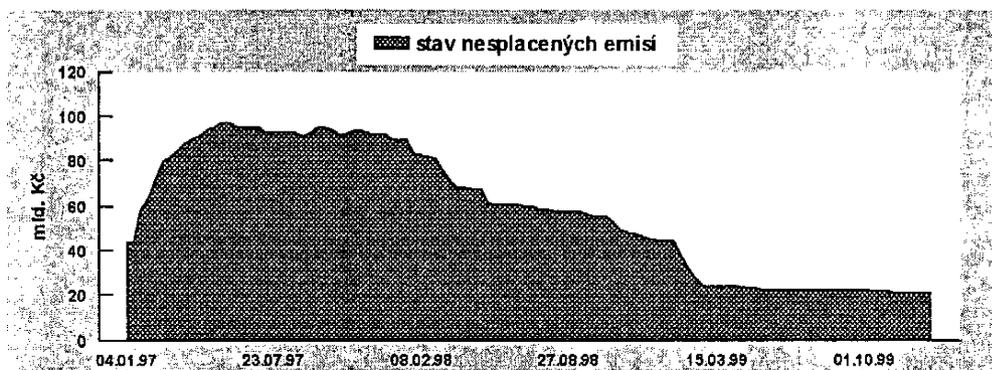


Pozn.: stav k ultimu přísl. roku

V roce 1996 přešla investiční pozice vůči nerezidentům do pasivního salda, klesající trend se však v následujícím roce zpomalil. Pro letošní rok by se prohlubování pasiva mělo dále zmírnit vlivem předpokládaného poklesu deficitu běžného účtu a nižšího růstu zahraničního zadlužení. Uvedený vývoj by neměl implikovat inflační očekávání.

7/ vývoj stavu eurokorunových obligací

VÝVOJ NESPLACENÝCH EUROKORUNOVÝCH OBLIGACÍ



Potvrzuje se tendence k obnovování splatných korunových euroobligací (ze splatného objemu 13 mld. Kč v lednu bylo obnoveno 11 mld. Kč). Vzhledem k této skutečnosti a předchozímu zajištění investorů se nepředpokládá bezprostřední tlak na depreciaci Kč.

Závěr:

Oproti situaci charakterizované v minulé situační zprávě nedochází k výrazným posunům. U mezinárodně uznávaných kritérií ukazatele hrubé zadluženosti a běžného účtu vykazují překročení senzitivní hranice, i když u obou lze ve střednědobém horizontu předpokládat narovnávání negativního vývoje. U vývoje dluhové služby a devizových rezerv není senzitivní hranice dosažena, ale skutečné hodnoty se k této hranici přibližují. Z hodnocení zahraničních investorů převládá negativní hodnocení zejména v oblasti výkonu ekonomiky doprovázené politickými a ekonomickými nejistotami ohledně budoucího vývoje.

Současně zahraniční subjekty po likviditní krizi bank v Koreji (nesoulad krátkodobého zahraničního dluhu a dlouhodobých zdrojů do tuzemska) více monitorují vývoj dluhové služby včetně krátkodobých pasív v poměru k rezervám ČNB. Poměrové ukazatele vykazované ČR v mezinárodním srovnání patří do senzitivní skupiny emerging markets.

U dalších interně sledovaných ukazatelů dochází z hlediska proinflačních stimulů k žádoucímu posunu v oblasti obnovování eurokorunových obligací, za negativní skutečnost lze považovat pokles přírůstku devizových rezerv na peněžní zásobě (což je významné zejména v krizových situacích). U ostatních ukazatelů se neprojeví zásadní změny.

Z výše uvedeného hodnocení nevyvozujeme možnost výrazných bezprostředních tlaků na devizový kurz z tohoto titulu.

Devizová likvidita bank, podniků a vlády

Měnové turbulence v asijských a některých východoevropských zemích byly výsledkem nakuumulovaných makroekonomických, ale i mikroekonomických problémů. Spouštěcím mechanismem k devizové krizi může být:

- ♦ vysoký objem zahraničních splátek ze střednědobého a krátkodobého dluhu;
- ♦ časový nesoulad mezi splátkami zahraničního dluhu a tuzemských tokem likvidity u bank, podniku nebo vlády;
- ♦ masivní pokles cen akcií způsobený odchodem zahraničních investorů z trhu vzhledem k špatné situaci ekonomiky a snahou o konverzi domácí měny do deviz.

Také vývoj politické situace v zemi analyzovaný zahraničními subjekty jako destabilizující může být spouštěcím mechanismem měnové krize. Vývoj pozic podniků, bank a vlády vůči nerezidentům je jedním z ukazatelů, který dokumentuje potenciální rizika v okamžiku vzniku krizové situace.

Vývoj pozice bank

Problémy spojené s udržováním devizové likvidity země mohou narůstat v bankovním a podnikovém sektoru. Obecným příznakem těchto problémů je čerpání externích zdrojů pro tuzemské subjekty, nemožnost obstarání dlouhodobých zdrojů až po obtíže s obnovováním krátkodobých závazků bank. Tato situace může vyústit v únik rychle mobilizovatelného zahraničního kapitálu ze země.

Vývoj jednotlivých segmentů pozice obchodních bank vůči nerezidentům byl v uplynulých měsících následující:

Vývoj bankovní pozice vůči nerezidentům

	v mld. Kč					
	30.9.97	31.10.	30.11.	31.12.	31.1.98	2.2.
Rozvahová pozice bank	-69,7	-53,8	-31,3	-25,1	-29,8	-29,7
- krátkodobá	71,9	81,8	99,2	99,3	92,5	92,4
- dlouhodobá	-141,6	-135,6	-130,5	-124,4	-122,3	-122,1
Podrozvahová pozice	30,2	5,7	-10,1	-3,3	-15,2	-10,2

Rozvahová pozice obchodních bank je v pasivu vůči nerezidentům podle údajů k 2.2.98 ve výši 29,7 mld. Kč. Od konce září 97 se zlepšila o cca 40 mld. Kč. V rámci této změny došlo k navýšení aktiva krátkodobé korunové pozice vůči nerezidentům o cca 11 mld. Kč, k nárůstu aktiva krátkodobé devizové pozice o cca 10 mld. Kč a ke snížení pasiva dlouhodobé pozice (devizové i korunové) o 19,5 mld. Kč.

Vývoj podrozvahové pozice, která odráží změny v aktivních a pasivních termínových operacích, byl v uvedeném období opačný - saldo dlouhé pozice ze září m.r. ve výši 30 mld. Kč přešlo postupně do krátké - k 2.2. t.r. 10 mld. Kč, tj. pokles o 40 mld. Kč. Vývoj

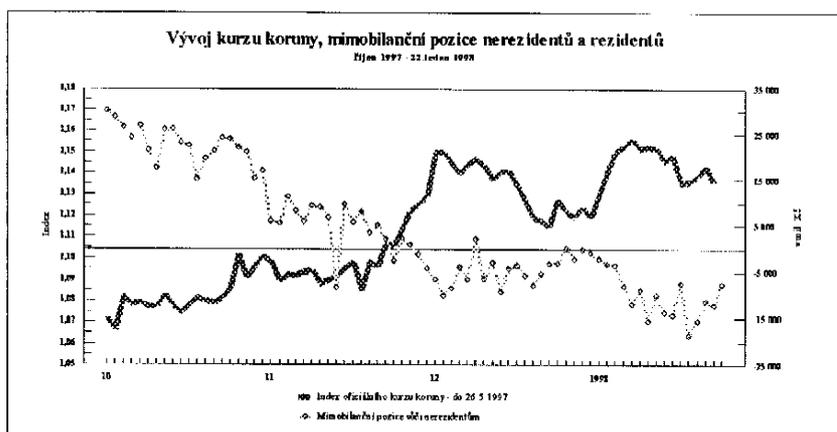
podrozvahových pozic odráží jednak zajištění nerezidentů v souvislosti se splatnostmi korunových euroemisí a jednak odráží očekávání trhu na další vývoj devizového kurzu.

Dalším podstatným rysem je stále širší poskytování devizových úvěrů českými bankami rezidentům. Jejich stav ke konci ledna dosáhl na 200 mld. Kč ke konci ledna t.r. (změna stavu za rok 1997 činila +67 mld Kč). Z 50% jde o úvěry se splatností do 1 roku, které je třeba obnovit. Zdroj pro poskytování úvěru jsou dlouhodobé a krátkodobé zdroje ze zahraničí, nebo devizová depozita domácích podniků a obyvatelstva. Devizově tuzemské úvěry zvyšují angažovanost bank i podniků v devizách a mohou narušit přes rozdíl splatností aktiv a pasív devizový cash flow a přispět k turbulencím na devizovém trhu.

V krajním případě může devizovou likviditu českého bankovního sektoru ovlivnit rozhodnutí mezinárodní arbitráže ohledně řešení pohledávky ČSOB vůči Slovenské inkasní jednotce s.r.o. garantované MF SR ve výši 10,7 mld. Kč. V případě negativního postoje slovenské strany ke kladnému rozhodnutí se výše uvedený spor může stát předmětem řízení Mezinárodního soudu v Haagu a poškodit důvěryhodnost Slovenska ohledně splácení vládních či vládou garantovaných závazků. V nejzašším případě by mohlo dojít k předčasnému defaultu společných půjček z období federace (česká a slovenská část tzv. CDZ z období centrálně plánované ekonomiky) a pravděpodobně i dlouhodobých půjček ČSOB - celkem cca 0,5 mld. USD, jejichž splacení by způsobilo výraznější pokles devizových rezerv ČNB, které by se přiblížily hranici krytí tříměsíčního dovozu zboží a služeb. Odříznutí ČSOB od dlouhodobých zdrojů by pravděpodobně mělo i negativní účinky na krátkodobou devizovou likviditu této banky a zhoršení přístupu i ostatních českých bank k zahraničním zdrojům. Tento průběh událostí však bezprostředně nehrozí vzhledem ke zdoluhavému průběhu případného právního vymáhání nároků české strany mezinárodního soudní cestou.

Z hlediska hodnocení vývoje likvidity obchodních bank jsou podstatné následující skutečnosti:

- rozvahová pozice se zlepšila v řádu zhoršení salda podrozvahových termínových operací a část zlepšení byla realizována navýšením krátkodobých korunových úvěrů pro nerezidenty .
- přechod termínových podrozvahových pozic do krátké pozice přispěl k depreciaci kurzu a volatilita podrozvahových položek v lednu a únoru 98 přispívala i ke fluktuaci kurzu v lednu a únoru 1998.



- postupně roste objem čerpání korunových úvěrů nerezidenty, kteří získané prostředky mohou použít k zpětnému nákupu deviz ("shortování" pozic) v současné době je stav

krátkodobých korunových úvěrů poskytnutých nerezidentům cca 80 mld korun.

- část krátkodobých aktiv obchodních bank je vázána v poskytnutých devizových úvěrech tuzemským subjektům.
- v roce 1997 došlo k poklesu využívání dlouhodobých externích zdrojů obchodními bankami, jejichž stav se v uvedeném období snížil o cca 10 mld. V roce 1998 budou banky čerpat zdroje ze zahraničí k posílení kapitálového vybavení bank.
- prozatím není zjevný problém obnovování krátkodobých devizových depozit obchodními bankami .

Z dosavadního vývoje lze usuzovat, že se zvyšují nároky na revolování devizových zdrojů bankami v krátkodobé i dlouhodobé pozici. Zvyšuje se také korunová angažovanost českých bank v korunách vůči nerezidentů, což vytváří potenciální prostor pro realizaci spekulativního ataku na kurz koruny formou short sellingu. Bankovní sektor české republiky z pohledu zahraničních investorů je velmi zranitelný. Analýza Goldman, Sachs vykazuje ve svém hodnocení v lednu 1998 kvalitativní známku - 2 /hodnotící škála je od -2 do + 2/. Hodnocení je stejné jako pro země, které prošly hlubokou měnovou krizí, tj. Thajsko a Korea.

Vývoj **podnikové pozice** vůči nerezidentům, pro niž je určující zejména čerpání finančních úvěrů ze zahraničí, je charakteristický náběhem nákladů na dluhovou službu z dříve přijatých závazků a to jak v oblasti splácení jistiny, tak i plateb úroků. Ve výši úroků se postupně odrazí zhoršení mezinárodního ratingu pro české subjekty. Současně finanční situace podniků a nároky na revolving existujících půjček snižují prostor pro pokračování úvěrové expanze ze zahraničí v dynamice, která byla zaznamenána v roce 1995 a 1996.

Čerpání a splácení finančních úvěrů podnikovou sférou ze zahraničí

	v mld. Kč			
	1996	I.Q.97	II.Q.97	III.Q.97
Čerpání	87,7	26	21,6	31,4
Splácení	25,4	20	13,5	15,2
Saldo	62,3	6	8,1	16,2
Stav podn. fin. úvěrů x/	164	195,9	224,3	231,1

x/ k ultimu období

Pro rok 1997 je odhadováno cca poloviční saldo přírůstu devizových úvěrů proti předchozímu roku. vlivem růstu splátek z dříve čerpaných úvěrů. Intenzivnější splácení půjček podniky bude probíhat i v následujících letech. Ve vztahu k tuzemským bankám podniky ročně revolují devizové úvěry v rozsahu 100 mld korun. Z údajů je patrné , že zadluženost podnikové sféry v devizách se zvyšuje vůči zahraničí i tuzemsku a roste náročnost na obnovu devizových zdrojů podnikovou sférou.

Vládní sektor

Vládní dluh tuzemský a zahraniční je relativně nízký. V roce 1997 však vzrostla potřeba vládního sektoru financovat vnitřní dluh vlivem deficitu centrálního rozpočtu a místních rozpočtů. Současně se kumulují skryté formy deficitu rozpočtu v transformačních organizacích /Konsolidační banka, Česká inkasní, Česká finanční/ dosahující řádů desítek mld Kč. Problémy s financováním státního dluhu byly jednou z příčin turbulencí v zemích Latinské Ameriky a v jihovýchodní Asii. Proto organizace sledující vývoj v nově se rozvíjejících ekonomikách zahrnující potřeby financování schodku běžného účtu, zahraniční dluhové služby vč. krátkodobého zahraničního dluhu a splatného vládního dluhu bez ohledu zda je financován v devizách nebo v domácí měně. Společnost Goldman Sachs obeslala centrální banky a shromáždila podklady pro kompletní pohled na potřeby refinancování zdrojů v dané ekonomice. Vzhledem k deficitu běžného účtu, objemu dluhové služby, výši krátkodobého zahraničního dluhu a rozsahu obnovy krátkodobého financování státního rozpočtu patří ukazatele České republiky mezi senzitivnější skupinu zemí s rozvíjející se ekonomikou.

Shrnutí

Ze stavových i tokových veličin v oblasti vnějších ekonomických vztahů vyplývá, že Česká ekonomika se stále pohybuje v citlivé zóně z pohledu zahraničních investorů. Snížení ratingu koncem roku 1997 pro ČR /IBCA/ i pro obchodní banky /Standard and Poor's/ vyjadřuje obezřetný přístup k hodnocení ekonomické a politické situace v zemi. Zvyšují se zejména nároky podnikového sektoru na obnovu devizového financování vůči zahraničí i vůči tuzemským bankám. Situace v bankovním sektoru a rýsující se růst deficitu státního dluhu zvyšují zranitelnost české ekonomiky ve vnější oblasti a zužuje se manévrovací prostor měnové i fiskální politiky. Snížení deficitu obchodní bilance je nezbytné k eliminaci tlaku na depreciaci kurzu koruny a zlepšení vykazovaných poměrových ukazatelů.

ZAHRANIČNÍ AKTIVA

<i>v mil USD</i>	stav k 31.12.1996	stav k 31.3.1997	stav k 30.6.1997	stav k 30.9.1997
	1/	1/	1/	1/
Aktiva bankovní soustavy ve vztahu k zahraničí	17600,8	16542,9	16756,1	16617,5
<i>v tom</i>				
Devizové rezervy ČNB	12435,4	11717,8	10763,7	10935,6
Zlato 2/	83,8	83,7	34,4	68,7
Devizová aktiva	12351,6	11634,1	10729,3	10866,9
Držba ZPC				
Krátkodobá aktiva obchodních bank	5065,4	4825,1	5992,4	5681,9
Zlato 2/	0,7	0,7	0,7	0,7
Devizová aktiva	3660,1	3687,3	4405,9	3786,7
Korunová aktiva	1404,6	1137,1	1585,8	1894,5
Ostatní aktiva ve směnitelných měnách	8926,9	8805,1	8448,3	8432,1
<i>v tom</i>				
Vládní pohledávky 3/	1861,3	1831,9	1873,1	1879,9
Bankovní aktiva dlouhodobá 4/	2179,9	2112,7	2026,2	1922,1
<i>z toho pohledávka ČNB za NBS</i>	955,8	894,6	815,0	796,8
Podnikové pohledávky	3682,5	3571,7	3472,3	3591,5
Portfoliové investice	704,9	771,8	578,9	541,7
Majetkové účasti v zahraničí (kmenové jmění)	385,8	410,0	390,0	390,5
Podíl v mezinárodních organizacích	112,5	107,0	107,8	106,4
AKTIVA VE SMĚNITELNÝCH MĚNÁCH celkem	26427,7	25348,0	26204,4	25049,6
Aktiva v nesměnitelných měnách	4046,7	4054,8	3991,5	3946,6
<i>v tom</i>				
Vládní pohledávky 3/	3914,9	3922,1	3858,3	3812,5
Bankovní aktiva - ČNB	0,2	0,2		
Obchodní banky				
Podnikové pohledávky	131,5	132,5	133,2	134,1
Portfoliové investice				
Majetkové účasti v zahraničí (kmenové jmění)				
Aktiva vůči Slovenské republice 5/				
Vládní pohledávky				
Bankovní aktiva - ČNB				
Obchodní banky				
Podnikové pohledávky				
Majetkové účasti ve SR				
Portfoliové investice (vč. kuponové privatizace)				
AKTIVA V NESMĚNITELNÝCH MĚNÁCH celkem	4046,7	4054,8	3991,5	3946,6
ZAHRANIČNÍ AKTIVA CELKEM	30474,4	29402,8	29195,9	28996,2

1/ zpfesněné údaje - 1996, předběžné údaje - 1997

2/ zlato oceněno 42,22 USD za 1 troj. unci

3/ v průběhu ledna 1993 byla část pohledávek ve volně směnitelných (CDZ) a nesměnitelných měnách převedena z pozice ČSOB na MF ČR

- v tabulce k 1.1.1993 jsou tyto částky zahrnuty v pozici vlády,

pohledávka ve vztahu k SNS je v údajích k 1.1.1993 vyjádřena saldem účtů v XTR a USD, zatímco v dalších obdobích jsou účty vedeny obrátově

4/ od 31.12.1996 vč. korunových

5/ pohledávky ve vztahu ke Slovenské republice jsou od roku 1996 obsaženy ve směnitelných měnách podle "opatření" MF čj.282/70 490/95 ze dne 22.12.1995

ZAHRANIČNÍ ZÁVAZKY

v mil. USD	stav k 31.12.1996 1/	stav k 31.3.1997 1/	stav k 30.6.1997 1/	stav k 30.9.1997 1/
ZÁVAZKY VE SMĚNITELNÝCH MĚNÁCH				
Dlouhodobé závazky	14823,1	14555,2	14820,0	14937,5
<i>a) podle věřitelů</i>	14823,1	14555,2	14820,0	14937,5
Zahraníční banky	11009,5	11193,4	11455,9	10982,3
Vládní instituce	242,6	224,2	234,1	218,6
Mnohostranné instituce	645,6	600,7	580,1	558,5
Dodavatelé a přímí investoři	992,1	933,1	911,0	1077,3
Ostatní investoři	1933,3	1603,8	1638,9	2100,8
<i>b) podle dlužníků</i>	14823,1	14555,2	14820,0	14937,5
Banky	5925,6	5931,4	6021,0	5823,6
v tom ČNB	409,0	383,5	401,1	379,1
Obchodní banky 3/	5516,6	5547,9	5619,9	5444,5
Vláda 2/	1710,1	1503,3	1488,2	1431,3
Podniková sféra a ostatní subjekty	7187,4	7120,5	7310,8	7682,6
Krátkodobé závazky 3/	6021,5	5834,9	6353,8	6065,4
z toho korunová pasiva bank	1783,5	1615,4	1530,8	1600,4
Zadluženost ve směnitelných měnách celkem	20844,6	20390,1	21173,8	21002,9
ZÁVAZKY V NESMĚNITELNÝCH MĚNÁCH				
Závazky vůči Slovenské republice				
Dlouhodobé závazky				
Krátkodobé závazky 3/	11,5	8,7	8,3	8,4
Závazky vůči Slovenské republice celkem 4/	11,5	8,7	8,3	8,4
Ostatní závazky v nesměnitelných měnách				
Dlouhodobé závazky 2/	324,4	303,6	276,6	270,5
Krátkodobé závazky 3/				
Ostatní závazky v nesměnitelných měnách celkem	324,4	303,6	276,6	270,5
Zadluženost v nesměnitelných měnách celkem	335,9	312,3	284,9	278,9
ZADLUŽENOST VŮČI ZAHRANIČÍ CELKEM	21180,5	20702,4	21458,7	21281,8
v tom				
dlouhodobá	15147,5	14858,8	15096,6	15208,0
krátkodobá	6033,0	5843,6	6362,1	6073,8
Stav zahraničních investic v ČR ve směnitelných měnách				
přímých	7060,9	6903,0	6458,5	6708,7
portfoliových (akcie)	3397,7	3233,6	2972,2	3267,5
Stav zahraničních investic v ČR v nesměnitelných měnách				
přímých				
portfoliových (akcie)				
ZÁVAZKY VŮČI ZAHRANIČÍ CELKEM	31639,1	30839,0	30889,4	31258,0

1/ zpřesněné údaje - 1996, předběžné údaje - 1997

2/ v průběhu ledna 1993 byla část závazků ve volně směnitelných (CDZ) a nesměnitelných měnách převedena z pozice ČSOB na MF ČR - v tabulce k 1.1.1993 jsou tyto částky zahrnuty v pozici vlády

3/ k 31.12.1995 jsou krátkodobá a k 31.12.1996 i dlouhodobá korunová pasiva vůči nerezidentům zahrnuta pod pasivy obchodních bank ve směnitelných měnách, zatímco v údajích k 31.12.1994 jsou prostředky na korunových účtech nerezidentů obsaženy v krátkodobých pasivech v nesměnitelných měnách a vůči Slovenské republice (metodická změna v souvislosti se zavedením směnitelnosti Kč od 1.10.1995)

4/ k 31.12.1996 představuje uvedená částka dosud nevyrovnaný zůstatek salda vzájemných účtů po skončení clearingů se Slovenskou republikou; ostatní závazky vůči Slovenské republice jsou od roku 1996 obsaženy ve volných měnách podle "opatření" MF čj.282/70 490/95 ze dne 22.12.1995

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Česká národní banka
Měnový odbor (31), Oddělení měnových analýz (312)

MĚNOVÝ PŘEHLED
(v mlrd. Kč)

	12/96	01/97	02/97	03/97	04/97	05/97	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	1998
AKTIVA														
Čistá zahraniční aktiva (celkem)	281,9	275,2	281,7	283,3	280,5	277,8	292,9	328,5	335,6	311,1	331,1	340,2	335,5	337,1
Zahraníční aktiva	538,0	514,2	534,1	544,5	575,2	601,8	602,1	650,7	642,9	607,9	638,6	665,3	673,6	656,0
Zahraníční pasíva	256,1	239,0	252,4	261,2	294,7	324,0	309,2	322,2	307,3	296,8	307,5	325,1	338,1	318,9
Čistá zahraniční aktiva (krátkodobá)	376,8	372,0	385,0	393,0	403,2	413,7	416,9	456,6	454,6	430,4	444,6	447,6	438,0	438,2
Zahraníční aktiva	478,3	460,6	479,2	489,3	511,6	536,3	537,1	585,4	579,7	544,8	573,6	598,5	601,3	583,7
Zahraníční pasíva	101,5	88,6	94,2	96,3	108,4	122,6	120,2	128,8	125,1	114,4	129,0	150,9	163,3	145,5
Čistá zahraniční aktiva (dlouhodobá)	-94,9	-96,8	-103,3	-109,7	-122,7	-135,9	-124,0	-128,1	-119,0	-119,3	-113,5	-107,4	-102,5	-101,1
Zahraníční aktiva	59,7	53,6	54,9	55,2	63,6	65,5	65,0	65,3	63,2	63,1	65,0	66,8	72,3	72,3
Zahraníční pasíva	154,6	150,4	158,2	164,9	186,3	201,4	189,0	193,4	182,2	182,4	178,5	174,2	174,8	173,4
Čistá domácí aktiva	838,6	822,0	826,1	818,5	832,7	862,1	842,3	828,2	833,8	842,4	832,1	828,8	872,7	836,8
Domácí úvěry	1029,7	1024,4	1037,7	1057,7	1080,4	1118,1	1119,7	1105,4	1104,5	1107,1	1113,4	1126,5	1131,3	1121,4
- Čistý úvěr vládě	28,5	27,0	27,4	34,4	34,3	44,0	47,3	27,9	30,8	31,2	26,7	24,8	41,4	27,1
- Čistý úvěr FNM	-15,9	-12,7	-12,9	-13,3	-15,7	-16,1	-16,5	-12,7	-14,7	-13,2	-13,6	-14,2	-12,1	-13,6
- Úvěry celkem	1017,1	1010,1	1023,2	1036,6	1061,8	1090,2	1088,9	1090,2	1088,4	1089,1	1100,3	1115,9	1102,0	1107,9
- Úvěry podnikům a obyvatelstvu v Kč	886,6	877,8	883,9	889,3	906,1	919,5	915,3	905,2	905,2	906,2	908,0	914,5	907,0	908,5
- Úvěry podnikům	850,6	840,2	845,6	850,4	866,2	877,8	874,3	863,6	863,0	863,1	864,2	870,0	862,5	864,0
- Úvěry obyvatelstvu	38,0	37,6	38,3	38,9	39,9	41,7	41,0	41,6	42,2	43,1	43,8	44,5	44,5	44,5
- Úvěry v cizí měně	128,5	132,3	139,3	147,3	155,7	170,7	173,6	185,0	183,2	182,9	192,3	201,4	195,0	199,4
PASIVA														
Peněžní zásoba (M2)	1120,5	1097,2	1107,8	1101,8	1113,2	1139,9	1135,2	1156,7	1169,4	1153,5	1163,2	1169,0	1208,2	1173,9
Peníze (M1)	475,3	437,8	438,1	432,1	436,0	414,2	397,3	405,7	418,1	412,1	420,6	424,4	421,4	400,5
Oběživo	118,9	116,1	116,8	117,4	118,1	116,7	113,9	114,1	115,8	117,2	118,9	122,1	119,1	118,2
Neterminované vklady	356,4	321,7	321,3	314,7	317,9	297,5	283,4	291,6	302,3	294,9	301,7	302,3	302,3	282,3
- obyvatelstvo	121,5	126,4	131,0	130,9	131,4	122,2	115,4	117,3	119,1	118,2	117,8	119,1	118,0	120,0
- podniky	229,8	190,9	185,6	179,4	182,0	171,4	164,6	170,6	179,3	173,9	179,8	180,4	181,3	159,3
- pojišťovny	5,1	4,4	4,7	4,4	4,5	3,9	3,4	3,7	3,9	2,8	4,1	2,8	3,0	3,0
Korunové vklady celkem	915,9	895,6	902,2	891,2	899,7	892,0	889,9	912,6	918,9	905,1	909,8	919,2	953,0	924,0
Quasi peníze	645,2	659,4	669,7	669,7	677,2	725,7	737,9	751,0	751,3	741,4	742,6	744,6	786,8	773,4
Termínované vklady	559,5	573,9	580,9	576,5	581,8	594,5	606,5	621,0	616,6	610,2	608,1	616,9	650,7	641,7
- obyvatelstvo	362,8	366,7	408,1	410,8	412,3	413,9	434,5	435,4	436,0	438,1	441,0	446,0	459,0	460,0
- podniky	175,9	187,7	152,4	145,5	146,3	156,0	144,4	161,3	157,9	150,4	147,3	151,2	172,0	162,0
- pojišťovny	20,8	19,5	20,4	20,2	23,2	24,6	27,6	24,3	22,7	21,7	19,8	19,7	19,7	19,7
Vklady v cizí měně	85,7	85,5	86,8	93,2	95,4	131,2	131,4	130,0	134,7	131,2	134,5	127,7	136,1	131,7
- obyvatelstvo	40,1	34,3	39,2	41,6	44,9	59,7	59,7	62,1	62,3	62,2	64,4	66,2	67,0	67,0
- podniky	45,6	51,2	49,6	51,6	50,5	71,5	71,7	67,9	72,4	69,0	70,1	61,5	69,1	64,7
Ostatní čisté položky	191,1	202,4	211,6	239,2	247,7	256,0	277,4	277,2	270,7	264,7	281,3	297,7	268,6	284,6
z toho:														
- nezúčtované položky mezi klienty a obch. bankami	23,9	39,3	37,6	40,5	41,5	43,1	37,5	35,2	35,6	36,1	41,9	49,8		
z toho: přijaté úvěry od nebankovních klientů	4,8	2,7	0,7	0,7	0,9	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9	1,2	1,2		
- cenné papíry nakoupené od nebankovních subjektů	-84,5	-94,8	-94,5	-94,6	-92,9	-90,5	-84,8	-86,8	-103,9	-106,5	-108,4	-113,0		
- kapitál a rezervy bank	194,3	196,1	195,1	205,8	217,0	233,0	226,4	232,3	226,2	222,7	231,8	239,2		
- emise poukázek ČNB nakoupených klienty	13,5	5,6	11,4	16,7	18,1	13,4	12,7	8,3	6,7	11,6	10,7	12,4		
- emise poukázek obchodních bank	0,000	0,000	0,000	0,000	0,091	0,023	0,000	0,022	0,022	0,022	0,022	0,000		
- oprávký k úvěrům celkem	92,7	87,6	93,2	91,7	92,1	94,0	94,4	94,7	96,4	95,0	96,6	96,2		
Celkem	239,9	233,8	242,8	260,1	275,9	293,0	286,2	283,7	261,1	259,0	272,6	284,6		
Upravená M2	x/	1105,8	1083,4	1094,3	1088,4	1100,2	1126,5	1123,2	1145,7	1159,3	1144,5	1155,7	1169,0	1208,2
Rozšířená peněžní zásoba L1	xx/	1138,9	1109,5	1132,7	1130,2	1142,2	1160,8	1152,2	1177,9	1189,0	1178,0	1192,2	1208,7	1232,4
Vklad SPT Telecom		14,7	13,8	13,5	13,4	13,0	13,4	12,0	11,0	10,1	9,0	7,5	0,0	0,0
SPP, P ČNB, P FNM		33,1	26,1	38,4	41,8	42,0	34,3	29,0	32,2	29,7	33,5	36,5	39,7	24,2
Meziroční změny v %														
M1		4,9	1,2	0,3	1,6	0,0	-6,7	-10,4	-10,1	-7,9	-8,2	-6,7	-8,0	-11,3
M2 (upravená)	x/	9,2	8,4	7,4	7,3	6,2	6,8	6,6	7,7	8,4	8,6	8,5	7,9	9,3
L1	xx/	11,8	9,6	9,3	9,3	7,9	7,7	7,1	8,1	8,9	9,4	8,8	8,9	8,2
Kurzové vlivy														
- CZA		-8,4	-13,0	-8,8	-4,0	7,7	21,9	19,0	29,7	26,4	22,0	30,3	38,8	35,6
- úvěry v cizí měně		-3,8	-6,3	-4,4	-2,1	4,3	13,4	11,2	16,7	14,4	13,0	17,6	23,0	20,7
- vklady v cizí měně		-2,6	-4,0	-2,8	-1,3	2,6	10,3	8,5	11,8	10,6	9,3	12,3	14,6	14,4
Odpisy (realizované)		29,6	30,0	30,4	30,6	31,7	32,7	33,3	33,7	34,6	38,6	39,7	39,3	40,0

/) Předběžná data

x/ Upraveno o vklad SPT Telecom u ČNB od 07/95 do 10/97.

xx/ Upravená M2 plus SPP, P ČNB a P FNM v portfoliu domácích nebankovních institucí

Vývoj přírůstků peněžních agregátů (v %)

	přírůstek peněžního agregátu za poslední				
	měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
M1	srpen	3.1	0.9	-4.6	-7.9
	září	-1.4	3.7	-4.6	-8.2
	říjen	2.1	3.7	-3.5	-6.7
	listopad	0.9	1.5	2.5	-8.0
	prosinec	-0.7	2.3	6.1	-11.3
	leden 98	-5.0	-4.8	-1.3	-8.5

M2	srpen	1.2	2.9	5.9	8.4
	září	-1.3	1.9	5.2	8.6
	říjen	1.0	0.9	5.0	8.5
	listopad	1.2	0.8	3.8	7.9
	prosinec	3.4	5.6	7.6	9.3
	leden 98	2.4	2.0	2.9	8.8

L1	srpen	0.9	2.4	5.0	8.9
	září	-0.9	2.2	4.2	9.4
	říjen	1.2	1.2	4.4	8.8
	listopad	1.4	1.7	4.1	8.9
	prosinec	2.0	4.6	7.0	8.2
	leden 98	-0.6	2.7	4.0	10.4

Přírůstek sezónně očištěného agregátu M2 (v %)

	měsíc	anualizované poslední			
		3 měsíce	6 měsíců	rok	
M2	srpen	0.7	6.1	10.5	8.4
	září	0.1	4.4	8.4	8.6
	říjen	0.7	6.0	9.5	8.5
	listopad	0.6	5.9	6.0	7.9
	prosinec	2.3	15.6	9.9	9.3
	leden 98	-1.5	5.8	5.9	8.8

prosinec	předběžné údaje
leden 98	odhady

MĚNOVÁ BÁZE ČNB A REZERVY OBCHODNÍCH BANK

Měnový odbor (31)
Oddělení měnových analýz (312)

(průměrné stavy v příslušném období v mld. Kč)

	3/96	6/96	9/96	12/96	1/97	2/97	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98
I. ZDROJE MB ČNB a rezerv obchodních bank	198,9	209,5	243,5	256,7	250,4	249,3	251,1	252,5	238,4	232,9	230,6	233,2	236,7	240,9	240,1	250,6	251,3
1. AUTONOMNÍ FAKTORY	288,9	292,9	308,4	305,9	301,6	306,2	306,4	299,3	286,1	238,4	269,6	304,9	318,1	324,2	319,6	290,8	304,1
1.1. VNĚJŠÍ SEKTOR CELKEM	323,0	323,2	319,6	315,7	313,2	312,2	311,7	311,2	295,2	243,3	269,4	290,6	292,1	292,1	277,6	248,4	255,0
1.2. ČISTÁ AKTIVA ČNB vůči NBS (bilance SBČS)	26,2	26,2	26,2	26,2	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1	27,0
1.3. ČISTÝ ÚVĚR VLÁDE (bez cenných papírů)	-46,3	-45,4	-43,5	-43,1	-44,7	-41,0	-39,6	-43,6	-40,7	-38,0	-45,6	-42,6	-40,6	-36,1	-33,6	-34,1	-35,1
1.4. ÚVĚRY DO EKONOMIKY	0,6	0,5	1,1	1,8	3,0	4,1	4,1	4,2	5,2	7,5	15,8	19,8	22,1	22,6	21,9	21,0	19,4
1.5. ČISTÁ OSTATNÍ AKTIVA	-7,7	-1,7	8,1	10,5	13,0	13,7	17,6	19,4	17,2	11,1	13,1	16,3	26,7	29,3	37,3	36,9	47,3
1.6. POUKÁZKY ČNB MIMO BANKOVNÍ SEKTOR	-6,9	-10,0	-3,1	-5,2	-8,9	-8,9	-13,5	-17,9	-16,9	-11,6	-9,2	-5,4	-8,3	-9,9	-9,9	-7,5	-9,5
2. MĚNOVÉ POLITICKÉ FAKTORY	-90,0	-83,4	-65,0	-49,2	-51,3	-56,9	-55,3	-46,8	-47,7	-5,5	-38,9	-71,7	-81,4	-83,3	-79,4	-40,2	-52,8
2.1. REFINANČNÍ ÚVĚRY:	11,4	14,1	16,2	14,7	15,1	14,4	14,6	17,8	22,1	24,4	18,0	19,9	21,8	23,9	25,9	29,4	31,4
2.1.1. Aukční ref. úvěr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.1.2. Překlenovací úvěr	6,0	8,0	11,0	9,5	10,1	9,6	10,2	13,6	18,0	20,4	13,7	16,1	19,2	22,0	24,6	28,7	31,1
2.1.3. Reeskont	4,0	4,3	3,4	3,5	3,2	2,9	2,9	2,8	2,6	2,6	2,7	2,3	1,4	1,1	0,6	0,2	0,0
2.1.4. Eskont	1,5	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,5	1,5	1,2	0,9	0,6	0,5	0,3
2.1.5. Lombardní úvěr	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2
2.2. DRŽBA CENNÝCH PAPIRŮ:	-101,4	-97,5	-81,2	-63,9	-66,4	-71,3	-69,8	-64,7	-69,8	-29,9	-57,0	-91,6	-103,2	-107,2	-105,3	-69,6	-84,2
2.2.1. Držba cenných papírů bez PP ČNB	0,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,5	2,0	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
2.2.2. Emise PP ČNB v portfoliu obchodních bank	-101,9	-98,0	-81,6	-64,3	-66,5	-71,4	-69,8	-64,7	-70,3	-31,9	-58,2	-91,9	-103,2	-107,2	-105,3	-69,7	-84,3
2.2.3. Doporučení pro OMO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. UŽITÍ MB ČNB	198,9	209,5	243,5	256,7	250,4	249,3	251,1	252,5	238,4	232,9	230,6	233,2	236,7	240,9	240,1	250,6	251,3
1. OBEŽIVO	120,0	128,2	133,0	143,1	138,3	135,1	135,7	136,5	138,7	134,2	133,0	134,0	136,0	137,9	139,7	147,0	144,6
2. REZERVY BANK	78,9	81,2	110,5	113,6	112,1	114,2	115,4	116,1	99,6	98,7	97,6	99,3	100,7	103,0	100,5	103,6	106,7
2.1. PMR	79,77	82,71	112,92	115,46	114,43	114,94	115,50	115,81	101,20	96,69	98,33	98,75	99,62	100,84	100,13	101,00	105,90
2.2. Volné rezervy	-0,85	-1,48	-2,47	-1,85	-2,38	-0,70	-0,11	0,27	-1,57	1,97	-0,70	0,52	1,03	2,13	0,33	2,63	0,84
Cenné papíry v portfoliu obchodních bank																	
SPP	42,43	51,71	42,03	47,17	50,48	40,08	47,07	51,88	53,84	60,25	53,65	50,06	49,56	40,34	35,29	41,81	44,14
P ČNB	101,87	97,96	81,59	64,35	66,46	71,43	69,84	64,74	70,27	31,90	58,16	91,92	103,25	107,24	105,34	69,71	84,27
P FNM	1,30	3,19	2,65	1,43	1,50	3,01	2,95	2,47	2,47	2,63	2,52	1,76	0,67	0,65	0,64	0,34	0,00
Celkem	145,60	152,86	126,27	112,95	118,44	114,52	119,86	119,09	126,58	94,78	114,33	143,74	153,48	148,23	141,27	111,87	128,41
Přímý multiplikátor (M2 / prům. MB)	5,21	5,12	4,40	4,36	4,38	4,44	4,39	4,41	4,78	4,87	5,02	5,01	4,87	4,83	4,87	4,82	4,69

Čistý úvěr vládnímu sektoru v roce 1997 a 1998

	Východisko 1.1.1997			Předběžné vč. dovedků 31.12.1997			Předběžné k 31.1.1998			Předice k 28.2.1998			Předice k 31.3.1998			Předice k 31.12.1998		
	Celkem	ČNB	Ostatní banky	Celkem	ČNB	Ostatní banky	Celkem	ČNB	Ostatní banky	Celkem	ČNB	Ostatní banky	Celkem	ČNB	Ostatní banky	Celkem	ČNB	Ostatní banky
I. Pozice centrální vlády	44,0	-42,2	86,2	56,4	-24,4	80,8	41,4	-29,9	71,3	49,9	-22,3	72,2	49,2	-22,0	71,2	49,4	-32,4	81,8
1) Běžné hospodářství státního rozpočtu - bilance příj	0,0	0,0	0,0	10,7	10,7	10,7	-17,0	-17,0	-17,0	-6,0	-6,0	-6,0	6,0	6,0	6,0	0,0	0,0	0,0
2) Výšky státních pokladničních poukazů na běžné	0,0	0,0	0,0	-11,0	-11,0	-11,0	15,7	15,7	15,7	6,0	6,0	6,0	-6,0	-6,0	-6,0	0,0	0,0	0,0
3) Bilance státních finančních úřadů a peněz	-12,0	-14,4	2,4	-9,0	-6,9	-2,1	-9,0	-6,9	-2,1	-7,3	-7,3	-2,1	-9,1	-7,0	-2,1	-18,1	-18,1	0,0
4) Státní pokladniční poukázky v nominální hodnotě	49,5	0,0	49,5	42,1	42,1	42,1	33,4	0,8	32,6	31,4	31,4	31,4	30,4	30,4	30,4	38,6	38,6	38,6
5) Státní bondy	34,3	0,0	34,3	40,8	40,8	40,8	48,3	48,3	40,8	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	42,9	43,2	43,2	43,2
6) Komercovní depozita na podporu plátní bilance	-24,0	-24,0	0,0	-18,3	-18,3	-18,3	-18,3	-18,3	-18,3	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-10,2	-10,2	-10,2
7) Depozita na účtech Finančních úřadů u ČNB	-3,8	-3,8	0,0	-3,9	-3,9	-3,9	-4,2	-4,2	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1
II. Pozice státních fondů	-2,8	-1,0	-1,8	-6,7	-0,8	-6,9	-7,0	-1,0	-6,0	-6,5	-0,8	-6,7	-6,0	-0,6	-5,5	-4,9	-0,8	-4,1
1) Celková bilance státních fondů	-3,0	-1,0	-2,0	-6,9	-0,8	-6,1	-7,2	-1,0	-6,2	-6,7	-0,8	-5,9	-6,2	-0,5	-5,7	-4,9	-0,8	-4,1
2) Úvěry poskytnuté bankami státním fondům	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
3) Cenné papíry - bondy																		
III. Pozice zdravotních pojišťoven	-1,3	0,0	-1,3	0,3	0,0	0,3	0,6	0,0	0,6	0,8	0,0	0,8	0,7	0,0	0,7	-0,1	0,0	-0,1
1) Celková bilance zdravotních pojišťoven	-2,5	1,2	-1,3	-1,7	2,0	0,3	-1,4	2,0	-1,4	-1,9	2,7	0,8	-2,0	2,7	0,7	-2,1	2,0	-0,1
2) Úvěry poskytnuté zdravotním pojišťovám																		
3) Cenné papíry - bondy																		
IV. Pozice místních rozpočtů	-11,8	0,0	-11,8	-8,6	0,0	-8,6	-7,9	0,0	-7,9	-7,6	0,0	-7,6	-6,8	0,0	-6,8	3,0	0,0	3,0
1) Celková bilance u komerčních bank	-20,5		-20,5	-18,4		-18,4	-17,2		-17,2	-16,7		-16,7	-15,5		-15,5	-9,1		-9,1
2) Úvěry poskytnuté bankami místním úřadům	6,6		6,6	6,8		6,8	6,8		6,8	6,6		6,6	6,2		6,2	8,0		8,0
3) Municipální bondy	2,3		2,3	3,0		3,0	2,5		2,5	2,5		2,5	2,6		2,6	4,1		4,1
ČISTÝ ÚVĚR KONSOLIDOVANÉ VLÁDY	28,5	-43,2	71,7	41,4	-25,2	66,6	27,1	-30,9	58,0	36,6	-23,1	59,7	37,1	-22,5	59,6	47,4	-33,2	80,6
V. Fond národního majetku	-15,9	-25,1	9,2	-12,1	-21,1	9,0	-13,6	-21,1	7,5	-12,1	-21,1	9,0	-10,1	-21,1	11,0	-3,0	-7,1	4,1
1) Poukázky a obligace FNM u bank	19,4		19,4	17,0	0,0	17,0	17,0	0,0	17,0	17,0	0,0	17,0	18,0		18,0	19,0		19,0
2) Úvěry poskytnuté bankami FNM				0,0		0,0	0,0		0,0	0,0		0,0	0,0		0,0	0,0		0,0
3) Depozita FNM	-35,3	-25,1	-10,2	-29,1	-21,1	-8,0	-30,6	-21,1	-9,5	-29,1	-21,1	-8,0	-28,1	-21,1	-7,0	-22,0	-7,1	-14,9
ČISTÝ ÚVĚR VLÁDŮMĚK SEKTORU - General Gov	12,6	-68,3	80,9	29,3	-46,3	75,6	13,5	-52,0	65,5	24,5	-44,2	68,7	27,0	-43,6	70,6	44,4	-40,3	84,7

Vývoj plnění státního rozpočtu k 31.12.1997 - skutečnost po dodatcích

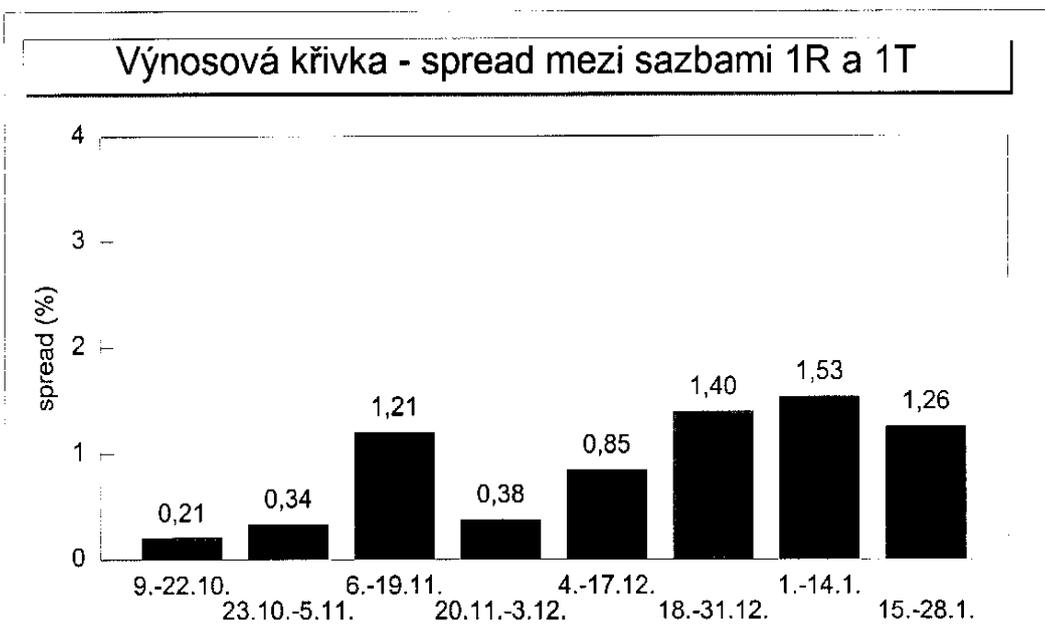
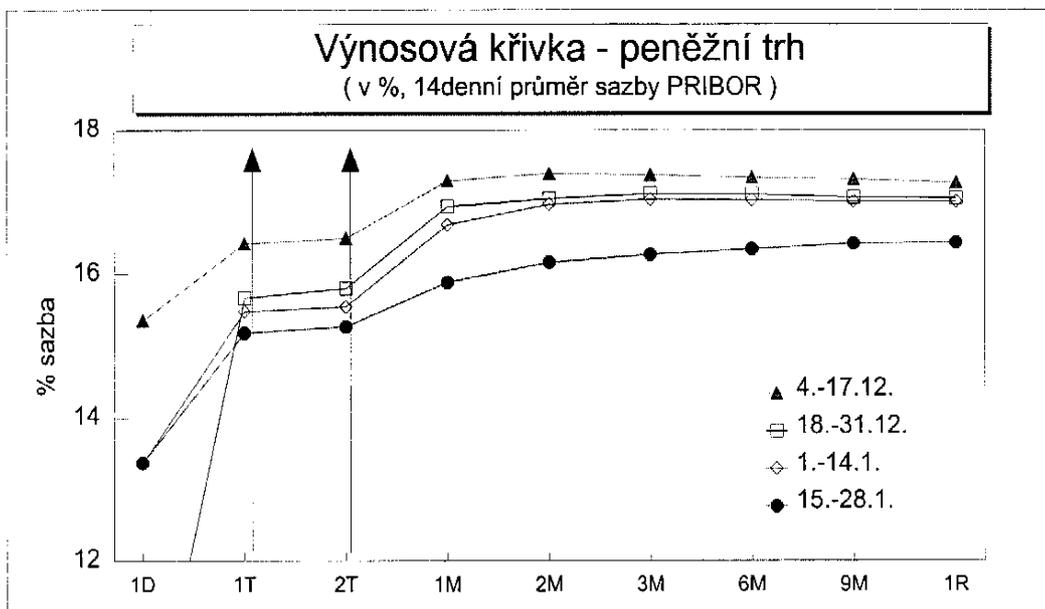
UKAZATEL	1996				1997				Index 97/96		
	Schválený rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost k 31.12.96	Podíl na schv. rozp.	Podíl na uprav. rozp.	Roční rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost 1997		Podíl na rozpočtu	Podíl na upr.rozpj.
VAT	109,1	111,2	104,4	95,7	93,9	127,8	117,2	117,6	92,0	100,3	112,6
SPOTŘEBNÍ DAŇ	62,7	61,5	60,2	96,0	97,9	65,4	64,0	64,2	98,2	100,3	106,6
POJISTNÉ NA SOC. ZAB.	178,9	179,9	168,9	94,4	93,9	205,5	196,7	185,7	90,4	94,4	109,9
DAŇ Z PŘÍJMŮ	82,7	78,8	78,3	94,7	99,4	90,9	75,1	74,8	82,3	99,6	95,5
PŘÍJMY CELKEM	497,6	491,0	482,8	97,0	98,3	549,1	510,4	508,9	92,7	99,7	105,4
VÝDAJE CELKEM	497,6	491,0	482,4	96,9	98,2	549,1	510,4	519,6	94,6	101,8	107,7
SALDO	0	0,0	0,4	x	x	0,0	0,0	-10,7	x	x	x

Vývoj plnění státního rozpočtu k 31.1.1998

UKAZATEL	1997				1998			Index 98/97
	Roční rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost k 31.1.97	Podíl na roč. rozpoč.	Podíl na uprav. rozp.	Roční rozpočet	Skutečnost k 31.1.98	
VAT	127,8	117,2	9,9	7,7	8,4	128,0	11,2	8,8
SPOTŘEBNÍ DAŇ	65,4	64,0	5,1	7,8	8,0	74,0	6,6	8,9
POJISTNÉ NA SOCIÁLNÍ ZABEZPEČENÍ	205,5	196,7	15,8	7,7	8,0	209,5	17,3	8,3
DAŇ Z PŘÍJMŮ	90,9	75,1	6,4	7,0	8,5	67,9	6,9	10,2
PŘÍJMY CELKEM	549,1	510,4	43,0	7,8	8,4	536,6	49,7	9,3
VÝDAJE CELKEM	549,1	510,4	39,2	7,1	7,7	536,6	32,7	6,1
SALDO	0	0,0	3,8	x	x	0,0	17,0	x

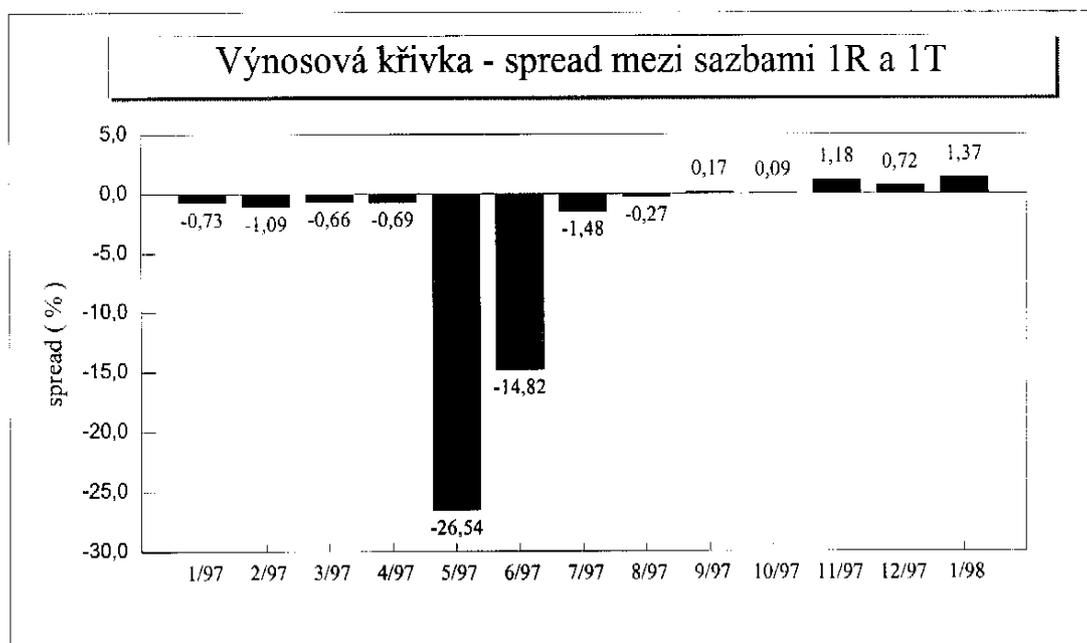
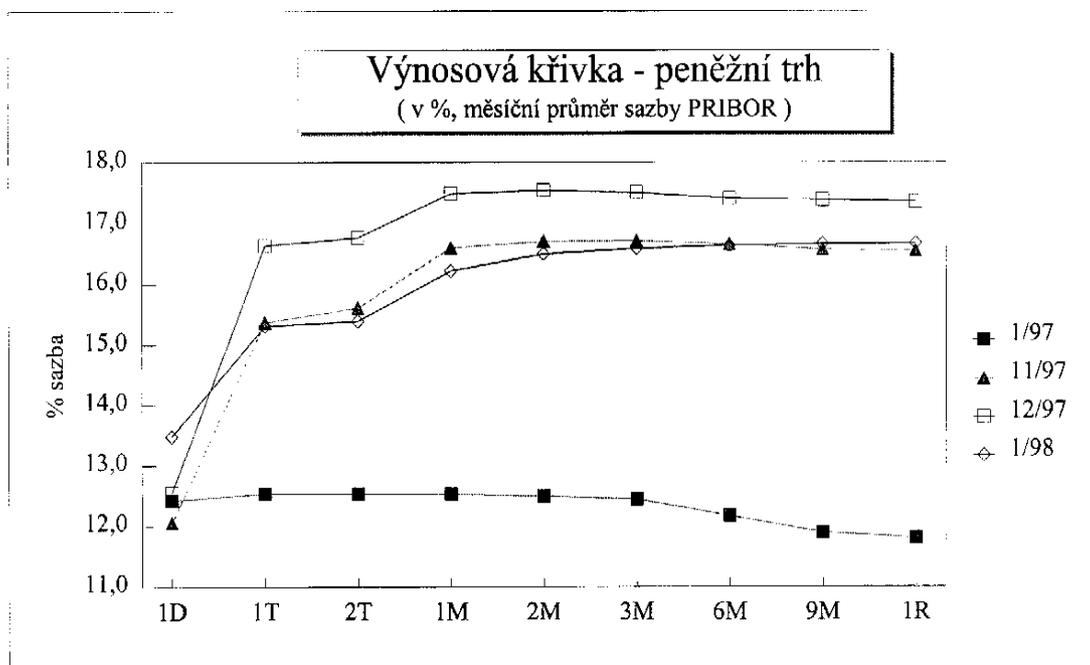
Výnosová křivka peněžního trhu ČR - čtrnáctidenní průměry sazby Príbor v %

termín	9.-22.10.	23.10.-5.11.	6.-19.11.	20.11.-3.12.	4.-17.12.	18.-31.12.	1.-14.1.	15.-28.1.
1D	12,90	7,07	12,68	13,26	15,36	8,88	13,37	13,37
1T	14,55	15,87	15,19	16,71	16,42	15,67	15,48	15,18
2T	14,57	16,26	15,40	16,86	16,50	15,80	15,55	15,27
1M	14,66	16,82	16,36	17,41	17,30	16,94	16,69	15,88
2M	14,68	16,87	16,47	17,40	17,40	17,05	16,97	16,16
3M	14,72	16,82	16,47	17,33	17,38	17,12	17,04	16,27
6M	14,78	16,49	16,45	17,14	17,34	17,11	17,03	16,35
9M	14,76	16,31	16,41	17,10	17,32	17,07	17,01	16,42
1R	14,76	16,21	16,40	17,09	17,27	17,06	17,02	16,44
spread 1R a 1T	0,21	0,34	1,21	0,38	0,85	1,40	1,53	1,26
spread offer - bid (1T)	0,30	2,16	1,09	1,49	0,98	0,94	0,87	0,71
spread offer - bid (1R)	0,31	1,58	1,12	1,19	1,04	0,91	0,86	0,74



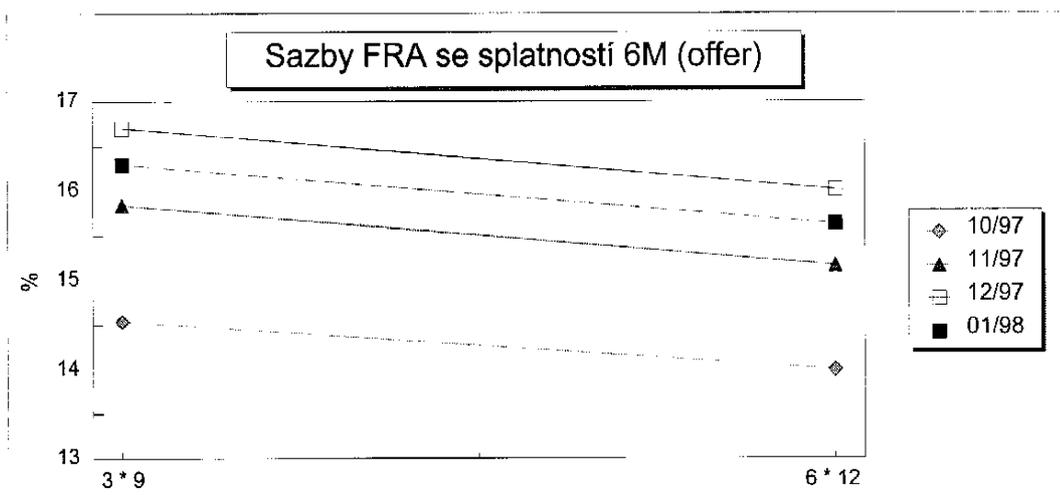
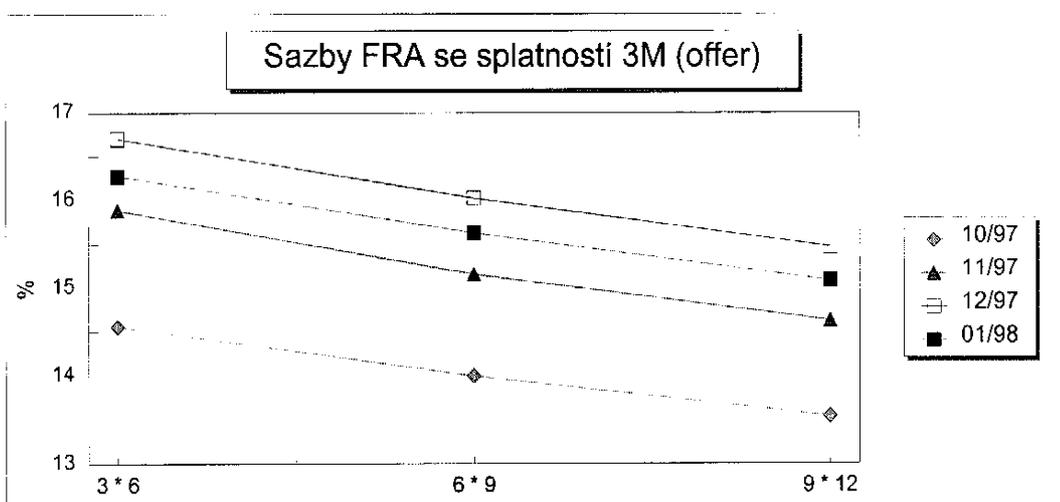
Výnosová křivka peněžního trhu ČR - měsíční průměry sazby Príbor v %

termín	1/97	2/97	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98
1D	12,42	12,52	12,46	12,19	67,97	31,52	15,37	13,15	13,49	11,55	12,05	12,55	13,48
1T	12,53	12,47	12,48	12,47	42,34	33,84	17,34	14,69	14,59	14,92	15,37	16,64	15,31
2T	12,53	12,45	12,47	12,45	39,41	33,81	17,34	14,70	14,62	15,00	15,61	16,77	15,39
1M	12,53	12,44	12,46	12,39	30,00	31,54	17,36	14,74	14,71	15,14	16,60	17,49	16,22
2M	12,48	12,39	12,45	12,34	24,15	28,74	17,06	14,72	14,74	15,15	16,71	17,54	16,50
3M	12,44	12,32	12,40	12,27	20,76	25,98	16,83	14,70	14,74	15,16	16,72	17,50	16,59
6M	12,16	11,97	12,16	12,00	17,40	21,26	16,26	14,62	14,77	15,09	16,66	17,40	16,64
9M	11,89	11,49	11,87	11,83	16,16	19,44	15,94	14,51	14,76	15,04	16,58	17,39	16,67
1R	11,81	11,38	11,83	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68
spread 1R a 1T	-0,73	-1,09	-0,66	-0,69	-26,54	-14,82	-1,48	-0,27	0,17	0,09	1,18	0,72	1,37
spread offer - bid (1T)	0,26	0,25	0,24	0,24	18,05	9,25	1,79	0,49	0,36	0,79	1,18	1,27	0,77
spread offer - bid (1R)	0,28	0,27	0,28	0,26	3,58	5,18	1,87	0,56	0,37	0,58	1,18	1,13	0,79



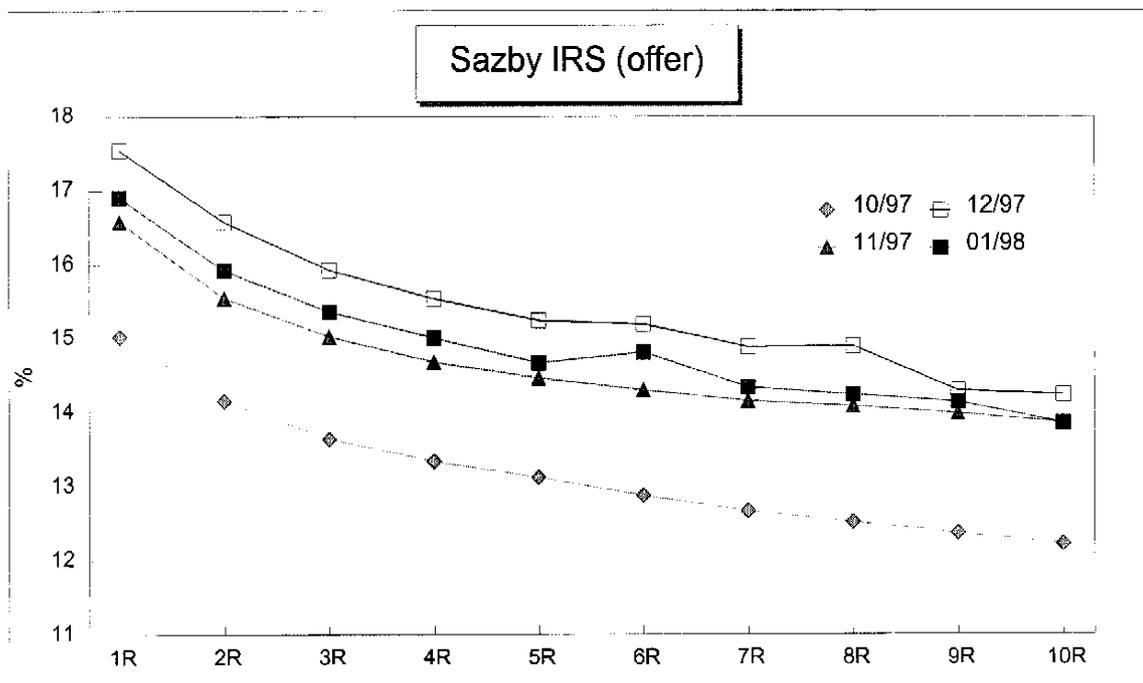
Výnosová křivka sazeb FRA - měsíční průměry v %

	02/97	03/97	04/97	05/97	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98
3 * 6	11,40	11,82	11,64	12,59	14,60	14,87	14,15	14,53	14,55	15,89	16,70	16,28
3 * 9	11,19	11,52	11,48	12,28	14,22	14,51	14,06	14,53	14,54	15,84	16,70	16,29
6 * 9	10,47	11,00	11,04	11,89	13,33	13,69	13,49	14,02	14,00	15,15	16,03	15,63
6 * 12	10,38	10,97	10,95	11,80	13,13	13,56	13,40	13,97	14,00	15,16	16,01	15,63
9 * 12	10,05	10,57	10,71	11,47	12,63	12,96	12,91	13,52	13,54	14,63	15,47	15,08
12 * 24	9,83	10,44	10,38	10,99	12,16	12,33	12,42	13,00	13,21	14,35	15,28	14,74
spread 9*12 - 3*6	-1,35	-1,25	-0,93	-1,13	-1,97	-1,90	-1,24	-1,01	-1,01	-1,26	-1,23	-1,19
spread 6*12 - 3*9	-0,81	-0,55	-0,52	-0,47	-1,09	-0,95	-0,66	-0,55	-0,54	-0,68	-0,69	-0,67
spread offer - bid (3*6)	0,10	0,10	0,10	0,15	0,21	0,20	0,19	0,21	0,19	0,21	0,21	0,20
spread offer - bid (12*24)	0,16	0,17	0,19	0,18	0,36	0,38	0,38	0,35	0,25	0,29	0,30	0,28

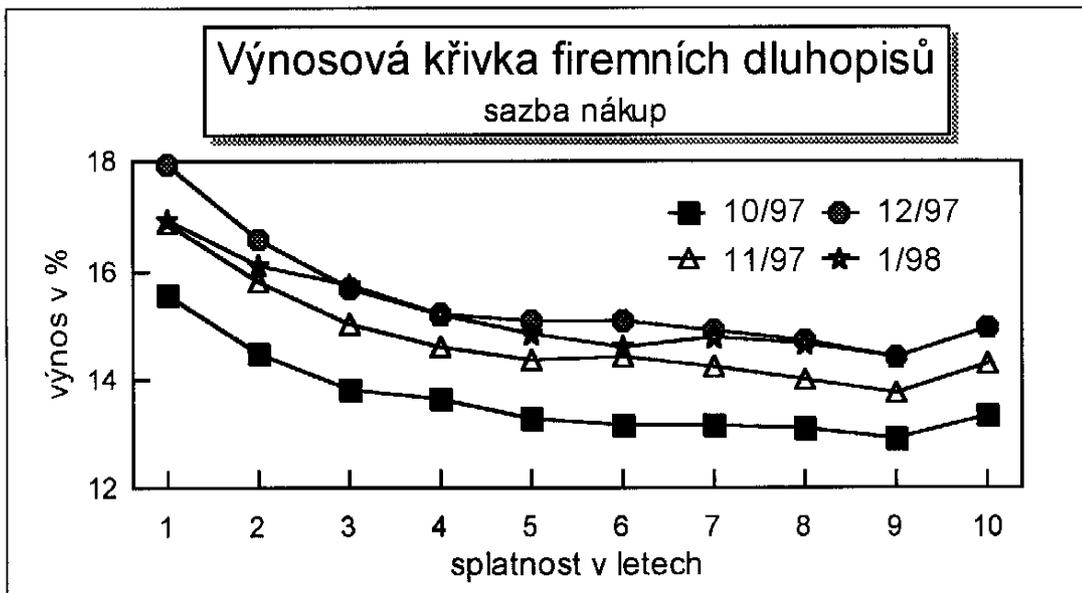
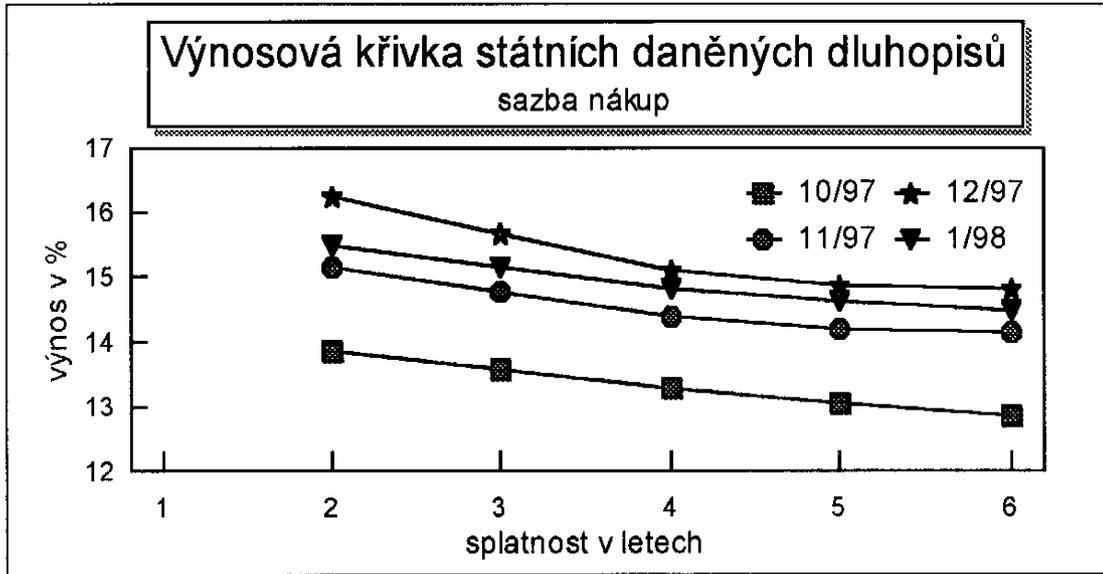


Výnosová křivka sazeb IRS - měsíční průměry v %

	02/97	03/97	04/97	05/97	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98
1R	11,49	11,89	11,85	14,82	18,07	15,64	14,55	14,92	15,02	16,58	17,54	16,91
2R	10,70	11,17	11,16	12,81	15,34	14,05	13,54	13,94	14,15	15,55	16,58	15,92
3R	10,55	11,05	10,96	12,21	14,34	13,08	12,79	13,26	13,64	15,03	15,93	15,37
4R	10,48	11,01	10,92	11,94	13,79	12,59	12,31	12,84	13,34	14,68	15,54	15,01
5R	10,43	10,98	10,84	11,73	13,28	12,27	12,07	12,50	13,13	14,47	15,25	14,67
6R	10,39	10,97	10,79	11,49	12,81	12,11	11,80	12,28	12,88	14,30	15,19	14,81
7R	10,28	10,91	10,74	11,41	12,64	11,95	11,63	12,09	12,66	14,15	14,88	14,34
8R	10,27	10,94	10,75	11,39	12,47	11,87	11,58	12,03	12,52	14,08	14,90	14,24
9R	10,15	10,90	10,73	11,34	12,31	11,73	11,50	11,92	12,37	13,98	14,29	14,14
10R	10,05	10,88	10,71	11,29	12,20	11,64	11,46	11,81	12,22	13,86	14,24	13,86
spread 2R - 1R	-0,79	-0,72	-0,69	-2,01	-2,73	-1,59	-1,01	-0,98	-0,87	-1,03	-0,96	-0,99
spread 5R - 1R	-1,06	-0,91	-1,00	-3,09	-4,78	-3,37	-2,48	-2,42	-1,90	-2,12	-2,30	-2,24
spread 10R - 1R	-1,44	-1,01	-1,13	-3,53	-5,87	-4,00	-3,09	-3,11	-2,80	-2,72	-3,30	-3,05
spread offer - bid (1R)	0,12	0,12	0,12	0,34	0,38	0,22	0,16	0,13	0,12	0,19	0,23	0,21
spread offer - bid (2R)	0,14	0,12	0,13	0,38	0,54	0,30	0,21	0,19	0,18	0,22	0,30	0,22
spread offer - bid (5R)	0,20	0,17	0,16	0,47	0,60	0,37	0,25	0,24	0,21	0,25	0,37	0,30
spread offer - bid (10R)	0,31	0,35	0,32	0,54	0,76	0,44	0,35	0,29	0,28	0,37	0,46	0,48



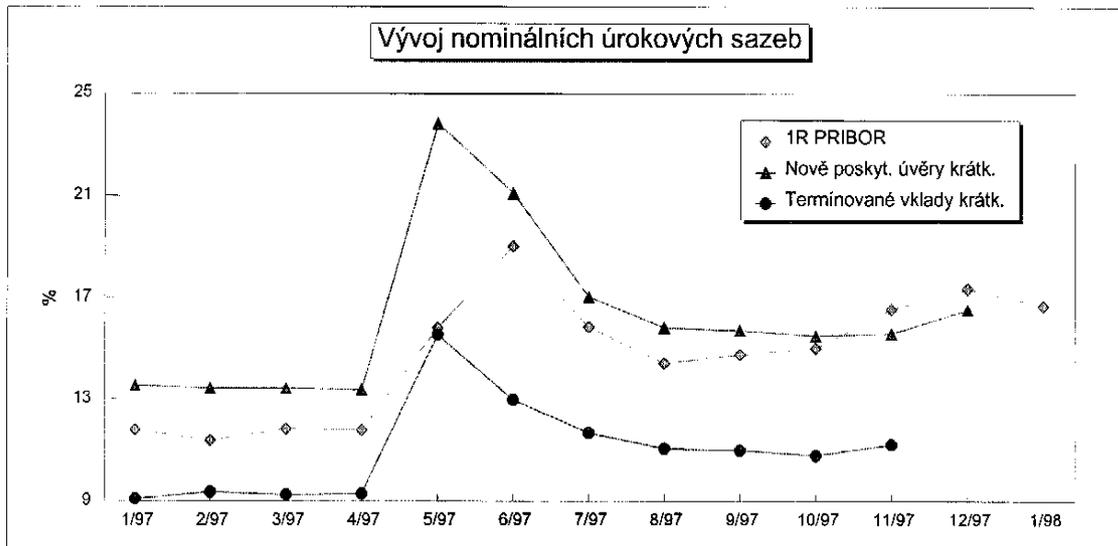
Výnosové křivky dluhopisů



Vývoj úrokových sazeb

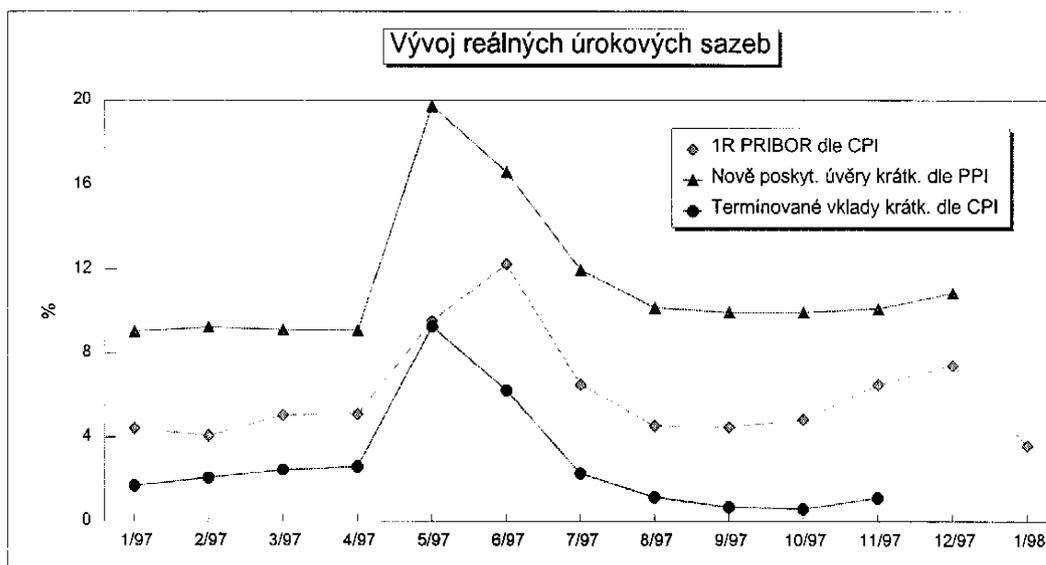
Nominální úrokové sazby

Úroková sazba	1/97	2/97	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98
1R PRIBOR	11,81	11,38	11,83	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68
Nově poskyt. úvěry krátk.	13,53	13,43	13,42	13,37	23,83	21,09	17,04	15,83	15,72	15,51	15,59	16,53	
Terminované vklady krátk.	9,10	9,38	9,26	9,29	15,55	12,98	11,68	11,06	10,98	10,79	11,22		



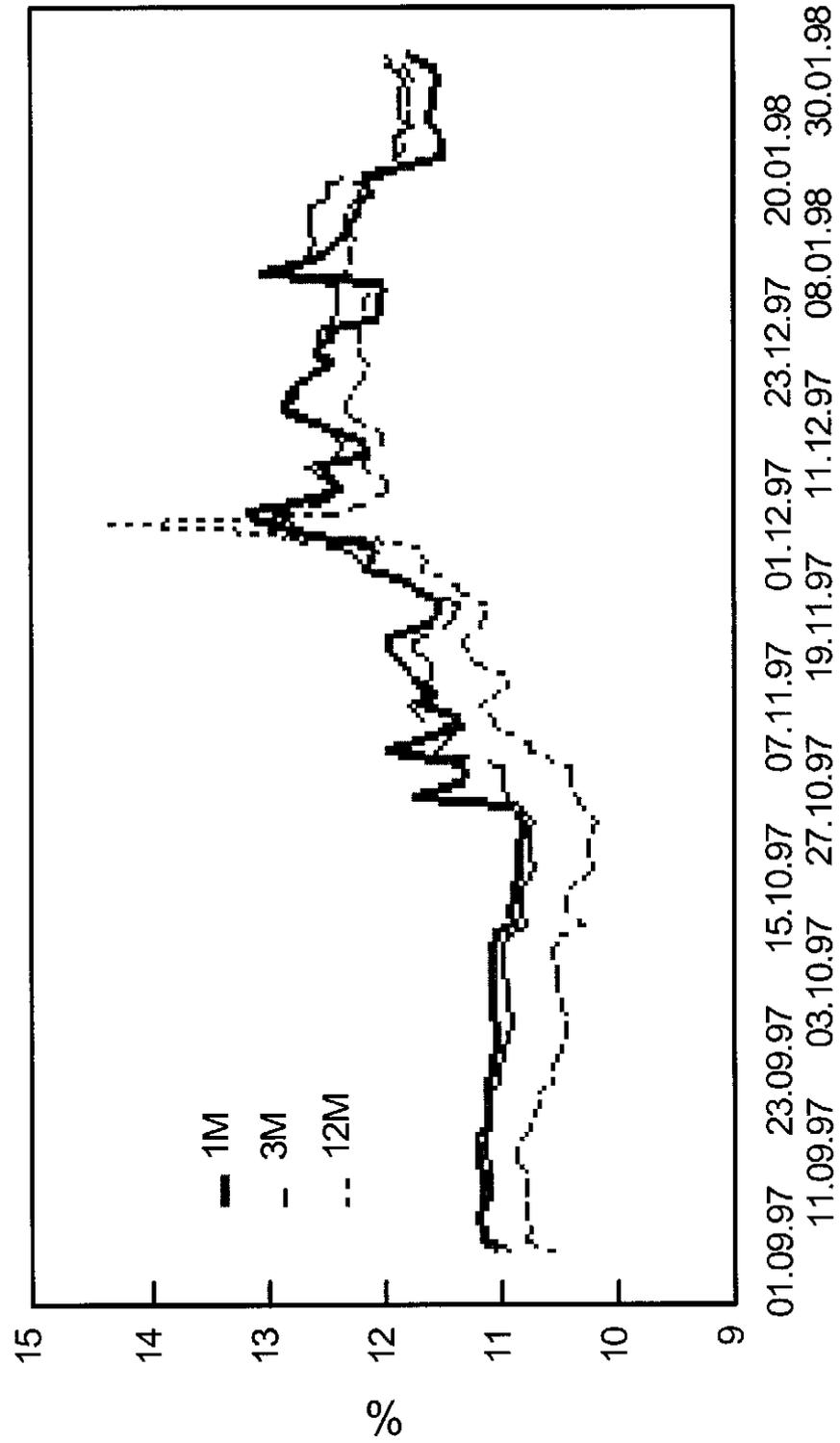
Reálné úrokové sazby

Úroková sazba	1/97	2/97	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98
1R PRIBOR dle CPI	4,41	4,08	5,03	5,07	9,51	12,22	6,45	4,52	4,46	4,81	6,45	7,36	3,58
1R PRIBOR dle PPI	7,31	7,18	7,53	7,47	11,71	14,52	10,75	8,72	8,96	9,41	11,05	11,66	11,18
Nově poskyt. úvěry krátk. dle CPI	6,13	6,13	6,62	6,67	17,53	14,29	7,64	5,93	5,42	5,31	5,49	6,53	
Nově poskyt. úvěry krátk. dle PPI	9,03	9,23	9,11	9,07	19,73	16,59	11,94	10,13	9,92	9,91	10,09	10,83	
Terminované vklady krátk. dle CPI	1,70	2,08	2,46	2,59	9,25	6,18	2,28	1,16	0,68	0,59	1,12		



Pozn.:

reálné sazby = nominální sazby - skutečný index (CPI a PPI) v daném měsíci

Urokový diferencíal mezi sazbami v Kč a DEM

Vybrané ukazatele vývoje ekonomiky ČR v roce 1998

Ukazatel	Rok - změna v %						Rok 1997 (od poč.r.k)				Rok 1998 (od poč.r.k)				
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	31.1.	31.3.	30.6.	30.9.	31.1.	28.2.	31.3.		
	Predikce										Predikce				
CENY															
1. Index spotř. cen, pros.m.r.=100	18.2	9.7	7.9	8.6	10.0	9.4	1.2	1.6	3.6	8.6	4.0	4.3	4.6		
2. Index spotř. cen, stej.obd.m.r. = 100	18.2	9.7	7.9	8.6	10.0	9.4	7.4	6.8	6.8	10.3	13.1	13.1	13.3		
3. Čistá inflace, pros. m.r. = 100	11)		6.7	7.2	6.8	6.4	0.8	1.3	3.3	5.1	1.5	1.9	2.3		
4. Čistá inflace, stej. obd. m.r. = 100	11)		6.7	7.2	6.8	6.4	6.1	5.3	5.2	6.9	7.5	7.5	7.8		
5. Míra inflace - roční klouzavý průměr - průměr v daném roce	20.8	9.9	9.1	8.8	8.5	11.3	8.7	8.4	7.9	8.1	8.9	9.4	9.9		
	20.8	9.9	8.1	8.8	8.5	11.3	7.4	7.2	6.9	7.9	13.1	13.1	13.2		
6. Index cen prům. výr., pros.m.r. = 100	11.4	5.6	7.2	4.4	5.7	4.5	1.4	2.1	3.0	4.9	1.8	2.2	2.5		
7. Index cen prům. výr., stej.obd.m.r. = 100	11.4	5.6	7.2	4.4	5.7	4.5	4.5	4.3	4.5	5.8	6.1	6.0	6.1		
8. Index cen stavebních prací prosinec m.r. = 100	26.9	9.7	12.3	11.2	11.6	9.5	1.5	3.7	6.6	9.4	1.9	2.8	3.6		
9. Index cen stavebních prací stej.obd. m.r. = 100	26.9	9.7	12.3	11.2	11.6	9.5	10.4	11.1	11.3	11.3	12.3	11.8	11.4		
10. Index cen zemědělských výrobců stej.obd. m.r. = 100	4.3	10.1	6.1	6.8	2.5	3.0	5.4	1.9	0.9	3.8	3.5	3.0	2.0		
PRODUKCE A POPTÁVKA															
		Rok Skutečnost						Rok 1997 (od poč.r.k)				Rok 1998 (od poč.r.k)			
		1993	1994	1995	1996	1997	1998	31.3.97	30.6.97	30.9.97				31.3.98	
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	31.3.96	30.6.96	30.9.96				31.3.97	
		Oč.skut. Predikce										Predikce			
9. Hrubý domácí produkt	s.c. 1)	0.6	2.7	5.9	4.1	1.1	1.0	1.5	1.3	1.1				0.5	
	b.c.	18.4	14.0	17.1	13.9	9.5	9.3	9.5	8.4	8.0				9.5	
10. Spotřeba domácností	s.c. 1)			6.2	6.3	2.3	0.0	5.2	5.4	3.2				-1.0	
	b.c.			15.6	14.5	12.4	8.0	13.2	13.2	11.5				9.0	
11. Spotřeba vlády	s.c. 1)			1.4	3.1	-0.4	-0.2	3.6	2.6	0.5				-1.8	
	b.c.			12.8	13.7	8.3	8.0	11.7	10.7	8.8				8.5	
12. Tvorba fixního kapitálu	s.c. 1)			22.3	8.8	-4.7	-3.5	1.8	-2.2	-4.6				-5.1	
	b.c.			30.0	15.8	2.2	5.3	5.5	2.6	0.7				4.4	
13. Domácí poptávka (užití) (f.10 + 11 + 12 + změna st.zásob)	s.c. 1)			9.3	9.1	-0.7	-1.2	5.9	2.4	-0.1				-4.9	
	b.c.			18.8	16.7	7.6	7.0	12.8	9.8	7.5				4.1	
14. Vývoz zboží a služeb	s.c. 1)			15.9	3.3	11.5	8.2	-0.4	7.8	9.7				14.9	
	b.c.			24.3	8.3	15.3	16.9	0.8	8.5	12.1				32.2	
15. Dovoz zboží a služeb	s.c. 1)			21.7	11.7	7.0	4.0	6.7	8.7	6.5				4.3	
	b.c.			28.9	13.6	11.3	12.4	6.8	10.8	10.9				19.9	
16. Průmyslová produkce	s.c. 2)4)	-5.3	2.1	8.7	1.8	2.8	4.0	-3.2	-3.5	0.6	2.1	2.3		5.0	
	b.c.													5.5	
17. Stavební výroba	s.c. 1)2)3)	-8.9	7.5	8.5	4.8	-4.6	-3.0	-18.6	-5.2	-1.2	-3.4	-4.5		0.0	
	b.c. 2)3)	15.0	20.1	20.2	16.4	6.4	6.2	-10.4	4.9	9.6	7.4	6.1		11.7	
18. Tržby v odvětví obch. a pohostinství	s.c. 1)2)	x	x	4.8	11.4	1.2	0.4	-2.0	1.7	2.8	1.0	1.0		-0.8	
	b.c. 2)			14.0	19.7	6.6	7.4	3.3	7.0	7.7	6.2	6.4		8.7	
19. Hrubá zemědělská produkce	s.c. 1)2)	-2.3	-6.0	5.0	-1.4	-2.0	1.0							8.7	
MZDY A ZAMĚSTNANOST															
20. Růst průměrné mzdy v %	5)	25.0	17.1	17.5	18.0	13.0	10.8		13.7	13.3	13.1				12.0
21. Průměrná mzda - absolutně v Kč	5)6)	5840.0	6896.0	8171.0	9676.0	10938.0	12119.3		9382.0	10208.0	10296.0				10520.0
		(r.1993)	(r.1994)	(r.1995)	(r.1996)	(r.1997)	(r.1998)								
22. Reálná mzda - růst	7)	3.5	6.6	7.7	8.5	4.1	-0.4		6.2	6.0	4.8				-1.0
23. Průměrný počet pracovníků v NH (fyz.os.)	8)	-1.6	0.8	2.7	0.8	-1.6	-1.5		-0.2	-0.3	-0.7				-1.9
24. Průměrný počet pracovníků v NH (fyz.os.) uváděný pro propočty NH PP	9)	-1.3	0.8	1.8	1.2	-1.6	-1.5		-0.2	-0.3	-0.5				-1.9
25. Průměrný počet pracov. v průmyslu (fyz.os.) (nad 100 zam.; od r.1997 nad 20 zam.)		-6.3	-5.0	-3.1	-3.9	-4.3	-4.0		-3.8	-4.0	-4.1	-4.2	-4.3		-4.0
26. Průměrný počet pracov. ve staveb. (fyz.os.) (nad 25 zam.; od r.1997 nad 20 zam.)		2.4	-0.7	0.5	-3.2	-3.5	-3.0		-3.9	-3.0	-2.8	-3.2	-3.5		-3.0
27. Počet nezaměstnaných osob tis.os.		(r.1993)	(r.1994)	(r.1995)	(r.1996)	(r.1997)	(r.1998)	31.1.	31.3.	30.6.	30.9.	30.11.		31.1.	
28. Míra nezaměstnanosti - stav v %	10)	185.2	188.5	153.0	186.3	269.9	364.0	205.2	199.6	202.6	246.2	254.1		287.1	
		4.0	3.9	4.0	4.8	4.8	4.9	4.0	3.9	4.0	4.8	4.9		5.6	
														286.5	
														286.5	
29. Jednotkové mzdové náklady (příjmy z mezd:HDP v s.c. v %	- mzd. - podíl	37.8	15.9	11.5	13.2	8.6	7.4		9.6	9.1	8.8				8.4
		30.8	34.7	38.7	43.8	47.6	51.1		47.4	47.7	46.9				51.4
ANALYTICKÉ UKAZATELE															
30. Národohospodářská produktivita práce (HDP na prům.počet pracovníků z ř.24)	s.c. b.c.	1.9	1.9	3.9	2.9	2.7	2.6		1.7	1.6	1.7				2.4
		19.7	13.2	15.0	12.5	11.3	10.7		9.7	8.7	8.5				11.6
		Skutečnost						Rok 1997 (od poč.r.k)				Rok 1998 (od poč.r.k)			
		1993	1994	1995	1996	1997	1998	31.3.	30.6.	30.9.				31.3.	
		Oč.skut. Predikce										Predikce			
31. Spotřeba domácností na HDP (v %)	s.c.		49.3	49.5	50.5	51.1	50.6		53.7	53.0	52.0				53.0
32. Spotřeba vlády na HDP (v %)	s.c.		23.0	22.0	21.8	21.5	21.2		23.7	22.1	21.5				23.1
33. Fixní kapitál na HDP (v %)	s.c.		29.3	33.8	35.3	33.3	31.8		25.8	28.9	30.0				24.4
34. Vývoz zboží a služeb/HDP (v %)	s.c.		53.2	58.2	67.7	63.7	68.2		60.7	63.2	63.4				69.4
35. Dovoz zboží a služeb/HDP (v %)	s.c.		55.3	63.6	68.3	72.2	74.4		73.0	72.8	71.8				75.8

1) Srovnatelné ceny v tvorbě a užití HDP r. 1994 u HZP r. 1989, u stav. prací r. 1995 (vlastní propočty ČNB), u tržeb v odv. obch. a pohostinství r. 1995
 2) Zahrnuje ve staveb. a obch. podn. s 25 a více prac. a drob. podn. (dle odhadu ČSÚ), v průmyslu do r. 1995 se 100 a více (a drob. podn. dle odhadu ČSÚ), od r. 1996 veškeré podn., ve službách a zemědělství veškeré podn.
 3) Rok 1997 je konstruován podle oprav prováděných ČSÚ dodatečně v r. 1998
 4) Do r. 1995 výr. zb. celkem v s.c. r. 1998, od r. 1996 index průmysl. produkce získaný z nárustu produkce jednotlivých druhů výrobků (měřeno fyzikál. jedn., např. počet kusů, litrů, kg apod.) vážením podle podílu výrobníků ve skupině výrobní období druhu podle hrubého obrátu a podle podílu těchto skupin na vytvořené přidané hodnotě průmyslu celkem
 5) Zahrnuje mzdy u všech podniků (vč. soukromého sektoru a zemědělských družstev) s 25 a více pracovníky, od r. 1997 s 20 a více prac. (v průmyslu a obchodu v r. 1995 a 1996 se 100 a více zaměst.) a celou rozpracovanou sféru
 6) Jsou zde uvedeny údaje výkaz ČSÚ za org. strukt. podn. v daném roce - změny org. strukt. nejsou do minulých údajů promítány a mezroční údaje tudíž nenavazují na r. 20
 7) Reálná mzda je počítána jako poměr růstu průměrné nominální mzdy za příslušné období k průměrnému růstu spotřebitelských cen za příslušné období
 8) Zahrnuje zaměstnance v evid. počtu org. (bez žen na MD a ozbroj. složek, ale vč. vedl. prac. pom. i, dle soukromé podnikatele, nezaps. do obchod. rejstříku a jejich zaměst. a zahr. zaměst. na prac. pov. může být i pracov. zahrnut vícekrát, kolik má pracovních poměrů) dále jsou zde zahrnuti (kromě prac. na prac. povolení) celí pracovníci - podnikatelé
 9) Různí proti ř. 23 je jednotk. ve způsobu získání podkladů. ř. 23 = ze statistiky podniků, ř. 24 = z výb. statist. seř. Zásadní rozdíl proti ř. 23 - vyšší počet pracov. pom. nezvyšuje celk. počet pracovníků, tzn. 1 prac. = 1 poměr (u ř. 23 může být i pracov. zahrnut vícekrát, kolik má pracovních poměrů)
 10) Míra nezaměstnanosti představuje podíl nezam. (hledisko: hlásí se na úř. práce) v daném měsíci ke klouzavému čtvrtletnímu průměru počtu zaměstnaných z výb. ř. 24 prac. sil
 11) Čistá inflace = index spotřebitelských cen po odpočtu regulovaných a věcně usměrňovaných cen a vlivu úprav nepřímých daní u výrobků a služeb s neregulovanými cenami.
 12) Sledováno čtvrtletně (u HZP ročně), příp. nelze vypínt
 Gesce: Ing. Matyášová, 1.4385

Oddělení 315 - reálná ekonomika

12.Feb-98

Peněžní příjmy a výdaje domácností v ČR v r.1998

Ukazatel	Rok - mil. Kč							Rok - změna v %							Rok 1997 (od poč.r.k)		Rok 1998 (od poč.r.k)		
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1993	1994	1995	1996	1997	1998	31.3.	30.6.	31.3.	30.6.	31.3.	30.6.	
	mil. Kč							změna v %							mil. Kč		změna v %		
A. Peněžní příjmy celkem (A1,2,3)	636.7	787.4	897.1	1 014.7	1 118.7	1 215.1	27.6	19.0	18.4	13.1	10.3	8.6	252.3	536.0	815.4	12.0	11.5	10.6	9.2
1. příjmy z mezd	333.6	397.0	488.8	552.4	606.2	657.9	25.7	19.0	18.1	17.8	9.8	8.5	132.6	287.4	434.2	11.2	10.5	10.0	8.9
2. sociální příjmy	121.1	138.1	188.3	185.6	210.0	228.8	28.5	14.0	14.7	17.2	13.1	9.0	50.0	100.8	152.8	13.4	11.1	12.3	10.7
3. ostatní příjmy	184.5	223.8	289.9	276.7	302.5	328.4	30.0	21.3	20.6	2.5	9.3	8.6	70.1	147.8	228.4	12.7	13.6	10.7	8.8
B. Disponibilní peněžní příjmy (f.A - f.C2)	546.8	644.6	780.7	861.4	948.3	1 029.7	28.6	17.9	18.0	13.2	10.1	8.6	212.6	454.0	692.2	12.8	11.5	10.6	9.2
C. Peněžní výdaje celkem (C1,2,3)	580.0	683.4	792.6	921.3	1 026.0	1 124.3	25.3	17.8	16.0	14.3			234.2	493.5	749.8	12.1	12.8	11.5	258.0
1. výdaje za zboží a služby	458.9	534.3	613.3	702.9	784.9	861.6	25.7	16.4	14.8	14.6			175.3	374.6	570.6	13.2	13.3	11.6	194.0
2. daně, popl., příspěv. na soc. zabezp. a zdravot.pojištění	89.2	112.5	136.4	153.3	170.4	185.4	20.5	26.1	21.2	12.7			39.8	81.5	123.3	8.4	11.3	10.8	43.5
3. ostatní výdaje	31.2	36.6	42.9	65.1	72.7	77.2	24.1	17.2	17.3	15.0			19.2	37.4	56.0	10.4	10.9	12.8	20.5
4. chyby a opomenutí	-12.56	-14.07	-48.24	-28.8	-8.6	-32.0							-5.1	-4.7	-11.5				-6.4
D. Změna stavu fin. aktiv a pasiv domácností (01,2,3,4,5-06,7)	44.1	59.3	56.3	64.6	82.2	59.1							13.0	37.8	54.2				11.2
1. změna stavu korunových vkladů (vč. staveb, spoření)	55.9	60.2	79.2	62.7	58.9	52.0							15.5	23.6	32.7				12.0
2. změna stavu devizových vkladů	315.1	376.2	455.4	512.4	571.3	623.3		19.0	21.0	12.5			527.9	536.0	545.0	11.4	9.5	10.8	583.3
3. změna stavu devizových vkladů (absolutní stav devizových vkladů)	7.8	-3.6	-6.4	4.4	30.7	0.3							4.3	23.1	5.8				0.0
3. změna stavu hotovosti	45.8	42.2	35.8	40.1	70.3	71.1		-7.9	-15.3	12.2			44.4	63.0	66.0	25.8	76.5	75.6	70.8
4. změna stavu cenných papírů	0.1	18.2	16.7	9.7	-3.0	6.5							-1.2	-6.1	-3.5				-1.5
5. změna stavu důchod.přípoj.	0.0	-0.1	-49.0	-21.1	-10.2	-1.2							-4.5	-6.5	-7.2				-0.3
6. změna stavu korunových půjček	0.2	0.3	10.2	11.0	13.4	9.0							2.8	7.0	10.6				2.6
7. změna stavu devizových půjček	19.9	15.1	-6.0	1.7	4.9	8.0							2.7	1.9	2.1				1.5
E. Podíl změny stavu čist. fin. aktiv na disponibil. příj.(v %) (C1+C2-C3+C4-C5-C6-C7)/A100,plířem	0.0	0.0	0.3	0.4	2.6	1.5	8.1	9.3	7.4	7.6	8.7	5.7				6.1	8.3	7.8	4.8
F. Míra úspor ČSÚ v %							11.9	10.7	10.0	10.5						8.0	8.6	8.4	
G. Reálné celk. peněž. příjmy - mizr.zim. v %							5.6	8.1	8.6	4.0	1.7	-2.4				4.5	4.3	2.5	-3.5
H. Reálné příjmy z mezd - mizr. zm. v %							4.0	8.2	8.2	8.3	1.2	-2.5				3.7	3.4	1.9	-3.8

1) Zahrnuje pojistné náhrady, úroky, příjmy z pojišťovnické činnosti, dividendy, dědičky, prodej nemovitostí, výhry ap.

2) Zahrnuje pojistné, úroky z půjček, platby za privatizaci, výdaje do zahraničí, sazky, životní pojištění, úrazové pojištění, ostatní neživotní pojištění ap.

3) Reálný vývoj je vypočten detoováním průměrnou inflací

4) Propočítá od. 315

5) Údaje za domácnosti zahrnují obyvatelstvo (cca 93,0 %) a živnostníky (cca 7,0 %)

) Sledování čtvrtletně, nezávisle vyhlá

Zpracovatel: Ing. Jašová, I.2116

Spolupráce: Ing. Kuncová, odd. 312 (předložka části C), I.4406

12-Feb-98

Spotřebitelské ceny v členění na "tradables" a "nontradables" v ČR v r.1998

	Stála váha ve spotř. koef. v %	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.3.1997		30.6.1997		30.9.1997		30.11.1997		31.12.1997	31.1.1998	
		31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	st. obd. m.r.	31.12.1996	st. obd. m.r.	31.12.1996	st. obd. m.r.	31.12.1996	st. obd. m.r.	31.12.1996	31.12.1997	st. obd. m.r.
		= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100	= 100
1. Potraviny, nápoje, tabák	32.7	12.0	5.4	7.9	1.2	4.2	3.3	3.4	3.7	6.1	4.9	5.8	5.6	2.6	4.3
z toho "T"	32.7	12.0	5.4	7.9	1.2	4.2	3.3	3.4	3.7	6.1	4.9	5.8	5.6	2.6	4.3
"NT"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Odívání celkem	9.1	9.2	10.9	9.6	1.2	8.8	4.1	8.7	5.4	8.3	8.3	8.9	9.1	-0.1	8.7
z toho "T"	8.8	9.2	10.7	9.6	1.1	8.8	4.0	8.6	5.3	8.2	8.2	8.8	9.0	1.2	11.6
"NT"	0.3	9.0	16.6	9.7	3.4	10.3	6.7	12.3	9.8	13.1	11.5	12.2	12.3	-0.2	8.6
3. Bydlení, voda, elektřina, plyn, ost.	14.4	14.1	13.0	13.5	1.8	13.3	2.3	13.5	22.3	22.9	22.7	22.8	22.9	11.6	21.3
z toho "T"	1.1	10.5	9.7	9.4	3.5	17.1	2.9	16.0	35.1	37.3	35.9	36.1	37.1	14.4	11.8
"NT"	13.3	14.4	13.3	13.6	1.7	13.0	2.2	13.3	21.2	21.7	21.6	21.7	21.7	11.4	36.2
4. Zařízení a provoz domácnosti celk	7.7	4.3	5.6	3.6	1.7	3.9	3.7	5.1	5.8	6.5	7.1	7.3	7.7	0.5	8.0
z toho "T"	7.2	4.1	5.3	3.2	1.5	3.5	3.6	4.8	5.6	6.2	6.9	7.1	7.5	0.3	7.6
"NT"	0.5	6.4	9.1	9.0	4.4	9.3	5.7	9.0	8.8	10.2	9.8	10.1	10.3	2.8	12.2
5. Zdravotnictví celkem	4.4	2.4	4.3	2.2	0.6	2.4	4.3	6.0	5.6	6.5	6.0	6.3	6.5	0.6	6.7
z toho "T"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
"NT"	4.4	2.4	4.3	2.2	0.6	2.4	4.3	6.0	5.6	6.5	6.0	6.3	6.5	0.6	6.7
6. Doprava celkem	10.5	5.5	6.4	8.3	3.9	8.9	5.3	7.8	9.4	11.5	9.0	9.3	9.2	6.1	11.9
z toho "T"	7.5	3.0	3.0	8.2	1.1	5.9	2.5	4.8	6.6	8.5	6.0	6.2	6.2	2.9	7.8
"NT"	3.0	11.5	14.5	13.4	10.9	16.5	12.3	15.8	16.5	19.0	16.6	17.1	16.6	11.7	18.9
7. Volný čas celkem	9.8	5.7	9.9	4.5	1.3	4.0	3.5	4.7	8.9	8.9	9.1	9.9	9.7	1.2	10.3
z toho "T"	6.4	3.5	5.9	2.3	1.0	2.9	3.5	3.7	4.5	3.5	4.0	4.5	4.5	0.6	4.6
"NT"	3.4	12.0	21.3	11.0	1.8	6.1	3.4	6.6	17.5	19.3	18.9	20.3	19.8	2.1	19.1
8. Vzdělání celkem	1.7	23.7	10.2	37.9	2.7	10.0	3.2	9.5	8.8	11.0	9.4	9.6	9.5	7.1	14.9
z toho "T"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
"NT"	1.7	23.7	10.2	37.9	2.7	10.0	3.2	9.5	8.8	11.0	9.4	9.6	9.5	7.1	14.9
9. Veřejné stravování a ubytování	4.7	12.9	7.3	6.5	1.3	5.8	2.9	6.2	5.9	7.5	7.0	7.3	7.3	2.2	9.2
z toho "T"	0.1	3.1	21.3	9.9	2.7	9.3	15.3	11.9	19.3	18.3	15.3	15.6	17.7	3.5	16.8
"NT"	4.6	13.2	6.9	6.4	1.3	5.7	2.5	8.0	5.5	7.2	6.8	7.1	7.0	2.1	9.0
10. Ostatní zboží a služby celkem	5.1	5.5	10.1	7.5	1.7	7.4	6.1	8.3	8.1	9.6	9.5	10.1	9.7	0.7	9.9
z toho "T"	3.2	5.9	5.8	5.0	1.4	4.9	3.0	5.0	4.7	6.6	6.9	7.5	7.1	0.1	6.3
"NT"	1.9	4.7	17.4	11.7	2.3	11.7	11.5	14.0	14.0	14.8	14.0	14.7	14.3	1.4	15.2
Spotřebitelské ceny celkem	100.0	9.7	7.9	8.6	1.6	6.8	3.8	6.8	8.6	10.3	9.5	10.1	10.0	4.0	13.1
z toho "T"	67.1	8.7	6.0	6.7	1.2	5.3	3.3	4.9	5.4	7.3	6.5	7.2	7.1	2.3	5.2
"NT"	32.9	11.0	11.9	12.5	2.5	9.8	4.2	10.8	15.1	16.3	15.7	16.1	15.9	6.0	22.8
"T" - potraviny	32.7	12.0	5.4	7.9	1.2	4.2	3.3	3.4	3.7	6.1	4.9	5.8	5.6	2.6	4.3
"T" - ostatní	34.4	5.6	6.5	5.6	1.3	5.9	3.4	6.1	6.7	8.2	7.7	8.2	8.3	1.8	6.5
"NT" - regulované	21.0	9.0	9.7	11.2	2.7	11.1	4.4	12.1	19.3	20.0	19.5	19.7	19.7	9.3	30.7
"NT" - ostatní	11.9	14.2	12.3	14.4	1.9	7.5	3.8	8.3	7.7	9.8	8.9	9.7	9.3	2.7	16.0

Odd.315 - reálná ekonomika
Vývoj inflace v roce 1995 až 1998

st.obd.m.r.=100

Ukazatel	Rok 1995											
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	8,9	9,5	9,6	10,2	10,2	10,0	9,7	9,0	8,6	8,1	8,0	7,9
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	1,4 (0,3)	1,5 (0,3)	1,5 (0,3)	3,5 (0,7)	3,6 (0,7)	4,4 (0,8)	6,8 (1,3)	6,6 (1,3)	7,4 (1,4)	6,7 (1,3)	6,9 (1,3)	6,9 (1,3)
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Čistá inflace *)	9,7 (8,6)	10,5 (9,2)	10,5 (9,3)	10,8 (9,5)	10,7 (9,5)	10,9 (9,2)	9,3 (8,4)	8,0 (7,7)	6,9 (7,2)	6,3 (6,8)	6,5 (6,7)	6,7 (6,6)
(podíl na růstu sp.cen)	(8,6)	(9,2)	(9,3)	(9,5)	(9,5)	(9,2)	(8,4)	(7,7)	(7,2)	(6,8)	(6,7)	(6,6)
Roční klouz. průměr	9,9	9,8	9,8	9,9	10,0	10,0	10,0	9,9	9,8	9,6	9,3	9,1
	Rok 1996											
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	9,0	8,6	8,9	8,5	8,7	8,4	9,4	9,6	8,9	8,7	8,6	8,6
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	14,8 (2,9)	14,7 (2,8)	14,7 (2,8)	13,1 (2,5)	12,9 (2,5)	10,6 (2,1)	12,8 (2,5)	15,5 (3,0)	14,3 (2,8)	14,1 (2,7)	14,3 (2,8)	14,4 (2,8)
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Čistá inflace *)	7,6 (6,1)	7,2 (5,8)	7,6 (6,1)	7,5 (6,0)	7,7 (6,2)	7,8 (6,1)	8,6 (6,9)	8,2 (6,6)	7,5 (6,1)	7,4 (6,0)	7,2 (5,8)	7,2 (5,8)
(podíl na růstu sp.cen)	(6,1)	(5,8)	(6,1)	(6,0)	(6,2)	(6,1)	(6,9)	(6,6)	(6,1)	(6,0)	(5,8)	(5,8)
Roční klouz. průměr	9,1	9,1	9,0	8,9	8,8	8,6	8,6	8,7	8,7	8,7	8,8	8,8
	Rok 1997											
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	7,4	7,3	6,8	6,7	6,3	6,8	9,4	9,9	10,3	10,2	10,1	10,0
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	12,6 (2,6)	12,7 (2,6)	12,6 (2,6)	13,0 (2,7)	13,3 (2,7)	13,3 (2,7)	25,6 (5,2)	22,7 (4,6)	23,2 (4,7)	23,0 (4,7)	22,6 (4,6)	22,7 (4,6)
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Čistá inflace *)	6,1 (4,8)	5,9 (4,7)	5,3 (4,2)	5,2 (4,0)	4,6 (3,6)	5,2 (4,1)	5,3 (4,2)	6,6 (5,3)	6,9 (5,6)	6,9 (5,5)	6,9 (5,5)	6,8 (5,4)
(podíl na růstu sp.cen)	(4,8)	(4,7)	(4,2)	(4,0)	(3,6)	(4,1)	(4,2)	(5,3)	(5,6)	(5,5)	(5,5)	(5,4)
Roční klouz. průměr	8,7	8,6	8,4	8,2	8,0	7,9	7,9	7,9	8,1	8,2	8,3	8,5
	Rok 1998											
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	13,1	13,1	13,3	12,9	13,0	12,2	10,2	9,8	9,5	9,4	9,4	9,4
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	30,7 (6,45)	30,9 (6,39)	30,3 (6,37)	28,5 (6,03)	28,5 (6,00)	27,9 (5,87)	17,2 (3,79)	16,7 (3,71)	16,7 (3,67)	16,3 (3,64)	16,3 (3,64)	16,1 (3,62)
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách **)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)	(0,70)
Čistá inflace *)	7,5 (5,95)	7,5 (5,97)	7,8 (6,22)	7,7 (6,14)	8,0 (6,31)	7,1 (5,66)	7,3 (5,75)	6,8 (5,36)	6,5 (5,13)	6,4 (5,07)	6,4 (5,09)	6,4 (5,09)
(podíl na růstu sp.cen)	(5,95)	(5,97)	(6,22)	(6,14)	(6,31)	(5,66)	(5,75)	(5,36)	(5,13)	(5,07)	(5,09)	(5,09)
Roční klouz. průměr	8,9	9,4	9,9	10,4	11,0	11,5	11,5	11,5	11,4	11,4	11,3	11,3

*) Čistá inflace v r. 1995 není upravena o vliv nepř. daní (provede ČSÚ), v r. 1996 a 1997 nedošlo ke zvýšení nepřímých daní.

***) V r. 1998 vliv zvýšení spotřební daně u tabáku, alkoholu (dopad do celk. inflace 0,296 proc. bodů) a poharmých firmok (0,156), zvýšení DPH u uhlí a palivového dříví (0,127) a zrušení dotací na školní stravování (0,115)

Ceny a poplatky vylučované z CPI pro výpočet "čisté inflace"

	Stálá váha v %
A. Položky s maximálními cenami	
a) stanovené MF ČR	
čisté nájemné v nájemních bytech	1.6531
elektřina	2.5249
plyn	0.9589
léky a výkony ve zdravotnictví (část. ve věcně usm.)	0.6734
osobní železniční doprava	0.2081
výkony spojů - telefon	0.7605
b) stanovené místními orgány	
městská hromadná doprava	0.7716
služby parkovišť	0.0171
taxislužba	0.0295
B. Položky s věcně usměrňovanými cenami	
vodné a stočné	0.9867
tepelná energie pro domácnost	3.0174
autobusová doprava	0.6899
pošta	0.1163
telegram	0.0121
plyn propan-butan	0.1464
odvoz komunálního odpadu	0.2744
služby spojené s bydl. v náj. bytech	0.2495
služby spojené s bydl. v družst. bytech	0.1131
doplňkové vzděl. služby (žák. jízdné)	0.1785
C. Poplatky	
nemocenské pojištění	3.4783
zák.poj.motor. vozidel	0.4099
zápis držitele 2stop. motor. vozidla	0.0196
poplatky za rozhlas a televizi	0.8155
ověření pravosti podpisu	0.0629
poplatek při podání žádosti o rozvod	0.0154
poplatek ze psa	0.0247
poštovní poukázka C	0.0354
vydání stav. povolení	0.0808
	18.3239
Přepočetná váha regul.cen k 31.12.1997 v %	22.7818