

**Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky**

**4. 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 mate-**

**riálu přizváni na jednání bankovní rady:**

Ing. Vojtíšek, Ing. Olšovský, doc. Ing. Čapek, CSc.,  
Ing. Bárta, CSc., Ing. Matalík, Ing. Kalous

**Část I.**

Návrh usnesení bankovní rady

**Část II.**

Předkládací zpráva

**Část III.**

Vlastní materiál včetně shrnutí  
a tabulkových příloh

Příloha č. 1: Indikátory vnější  
nerovnováhy ČR

Příloha č. 2: Stávající systém predikce  
inflace

Příloha č. 3: Program konvergence  
PMR k úrovni EU

**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

**"4. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji"**

Bankovní rada po projednání materiálu

**s o u h l a s í**

s uvedeným materiálem

**Předkládací zpráva**

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

Příloha č. 1 : "Indikátory vnější nerovnováhy České republiky"

Příloha č. 2 : "Stávající systém predikce inflace"

Příloha č. 3 : "Program konvergence PMR k úrovni EU"

## 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
      - 1.2.1 Čistý úvěr vládě a FNM
      - 1.2.2 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 rezervy
    - 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. Dovozní ceny, kurz a ceny surovin
    - 4.3. Ceny služeb

### III. Shrnutí

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Příloha č. 2: Stávající systém predikce inflace

Příloha č. 3: Program konvergence PMR k úrovni EU

Tabulkové přílohy

## I. Dosavadní vývoj inflace

V březnu 1998 činil **meziroční růst spotřebitelských cen 13,4%**, míra inflace (roční klouzávy průměr) 10,0% a **meziměsíční růst 0,1%**. Proti konci roku byl meziroční růst cen vyšší o 3,4 bodu; ke zrychlení došlo jak v regulovaných cenách, tak v čisté inflaci. Ve srovnání s únorem zůstala meziroční celková i čistá inflace na stejné úrovni; mizr. růst potravin mírně zrychlil a korigovaná inflace mírně poklesla.

**Březnovou celkovou inflaci (ve výši 0,1 %)** ovlivnil v zásadě pouze růst čisté inflace (v jejím rámci růst potravin dosáhl 0,2% a růst korigované inflace 0,0%), v nepatrné míře pak růst regulovaných cen (podíl na celkové inflaci 0,03 bodu).

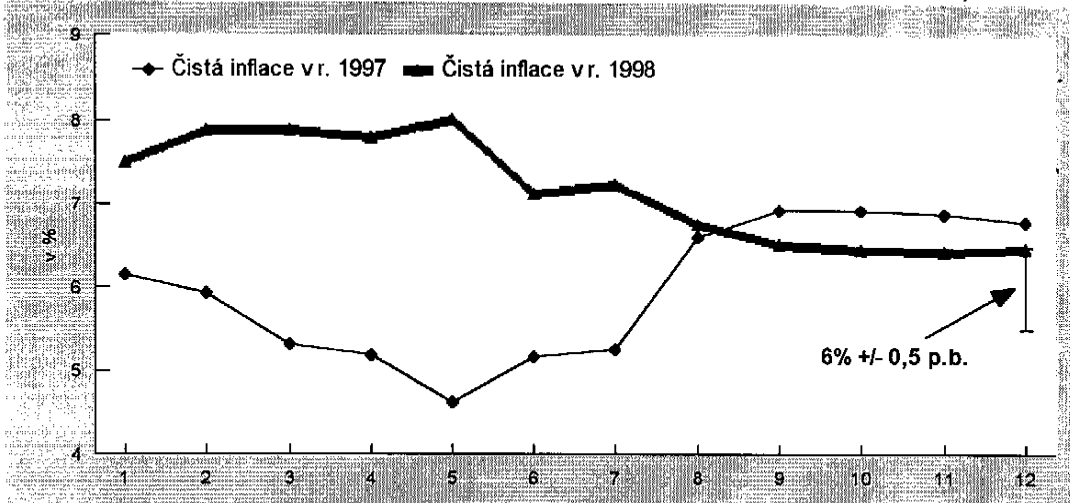
**Čistá inflace** dosáhla v březnu 7,9% (mizr. růst) a proti konci m.r. se zrychlila o 1,1 bodu (ze 6,8 v prosinci 1997). Meziměsíční růst činil v březnu 0,1 %. Zvýšení čisté inflace se v 1. čtvrtletí soustředilo do ledna t.r. (meziměsíční růst o 1,5%), a to jak v oblasti potravin, tak korigované inflace. V únoru již došlo ke zmírnění růstu čisté inflace (mzm. růst +0,7%) a v březnu k výraznému snížení růstu (mzm. růst +0,1%). Únorový a březnový růst odpovídal našemu předpokladu, že enormní lednový růst cen bude eliminován v následujících měsících (proti našemu předpokladu došlo však k výraznějšímu snížení růstu cen až v březnu, nikoli již v únoru). Roční predikci čisté inflace vracíme proto do cílového rozpětí 5,5 - 6,5%.

**Regulované ceny** zaznamenaly v březnu pohyb pouze u regulovaných cen na úrovni místních orgánů (např. odvoz odpadků +2,1%, vodné a stočné +0,4%, služby parkovišť +7,1%). Meziroční růst regulovaných cen dosáhl v březnu 31,0% (proti konci m.r. došlo ke zrychlení mizr. růstu o 8,3 bodu), mzm. růst činil 0,2 %.

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST				PREDIKCE			
	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	6/98	12/98	4/99
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	10,0	13,1	13,4	13,4	13,1	12,4	9,8	6,5
v tom:								
Regulované ceny	22,7	30,8	30,9	31,0	29,5	28,9	17,9	10,3
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,00
Čistá inflace	6,8	7,5	7,9	7,9	7,8	7,1	6,5	5,3
z toho:								
- ceny potravin	5,6	6,0	6,8	7,2	7,3	6,2	6,4	4,7
- korigovaná inflace	7,6	8,5	8,6	8,4	8,2	7,8	6,6	5,7
MÍRA INFLACE (roční klouzávy průměr)	8,5	8,9	9,5	10,0	10,5	11,5	11,6	9,4

Vývoj čisté inflace v roce 1997 a predikce vývoje v roce 1998 (st. obd. předch. roku =100)



V rámci celkové inflace pokračoval v březnu rychlejší růst cen zboží a služeb nontradables (mzr. růst 23,6%) proti tradables (mzr. růst 7,7%). V samotném březnu představoval růst nontradables cen 0,3%, tradables 0,0%.

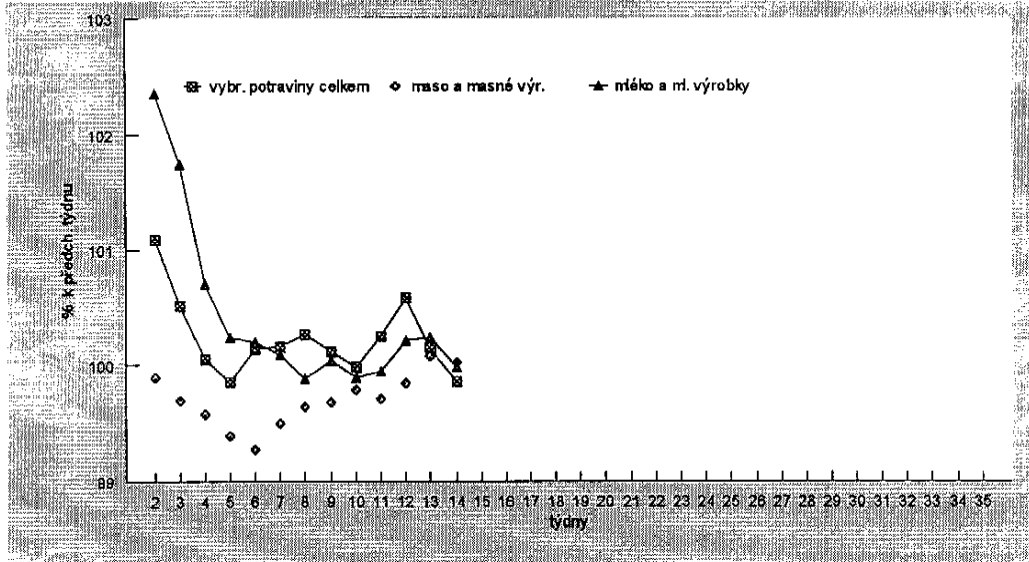
Stejná tendence se projevila i v oblasti čisté inflace. V rámci čisté inflace byl vykázán v březnu nulový růst u tradables komodit (z toho potraviny +0,2%, ostatní výrobky -0,2%); podíl těchto komodit představuje 82,5% objemu čisté inflace. Nontradables zboží a služby zahrnované do čisté inflace vykázaly v březnu meziměsíční nárůst o 0,6%; podíl těchto komodit v čisté inflaci představuje 17,5%. Cenový pohyb v této skupině byl v březnu značně rozkolísaný, což vyplývá i ze značné nehomogenosti položek zahrnutých do této skupiny. Výraznější cenový růst byl zaznamenán u položek, ve kterých se promítl nepřímý cenový růst regulovaných komodit z počátku roku (elektrina, vodné a stočné, odvoz odpadků) a to u nájemného v družstevních bytech (+1,2%) a školního stravování (+1,2%). Cenový růst se rovněž projevil u služeb využívaných více lidmi s vyššími příjmy jako např. kulturní služby (+1,3%), sportovní aktivity (+1,5%) a služby pro běžnou údržbu a opravy bytů (+1,1% - např. úklid, malování). Pokles poptávky po nových výrobcích se zřejmě projevil růstem cen oprav jako např. opravy domácích spotřebičů (+1,3%) a opravy nábytku (+1,0%). Naproti tomu pokles poptávky se projevil v poklesu, resp. ve stagnaci cen některých služeb jako např. u tuzemské rekreace (-4,5%), sociálních služeb (-1,4%), finančních služeb (0,0%), novin a časopisů (0,0%) a pod.

#### Konkretizace březnového růstu základních segmentů čisté inflace:

- ♦ Ceny potravin vzrostly (po odpočtu vlivu spotřební daně) o 0,2%, růst byl vykázán především u olejů a tuků o 0,8%, brambor a výrobků z brambor o 13,8%. Naproti tomu poklesly ceny masa a masných výrobků o 0,2% a ovoce o 2,7%. Na vývoj cen potravin působilo zřejmě i posilování kurzu Kč, což se projevilo v cenovém vývoji dovážených potravin (čerstvé jižní ovoce -2,5%, káva -0,4%, kakao -0,2%). Z týdenního sledování

vývoje cen vybraných potravinářských výrobků lze usuzovat na zklidňování cenového vývoje potravin proti počátku roku (viz graf).

Vývoj cen vybraných druhů potravin v r.1998 (Indexy k předchozímu týdnu)



- ♦ V korigované inflaci (růst o 0,0%) se projevil odlišný vývoj ve skupině výrobků a ve skupině služeb. U výrobků došlo k poklesu cen o 0,2%. V rámci těchto výrobků (cca 550 komodit) docházelo jak k poklesu cen (pohonných hmot -2,3%, osobních počítačů -1,5%, šicích strojů -1,4%), tak i k růstu (spodní prádlo pánské +0,7%, skleněné nádoby +0,5%, čisticí prostředky +1,0%, atd.). Naproti tomu rychlejší růst cen o 0,6% byl zaznamenán ve službách zahrnovaných do korigované inflace (tato skupina je značně nehomogenní; u řady služeb je značná poptávková elasticita, na druhé straně ceny některých služeb se vyvíjejí na poptávce do značné míry nezávisle - viz výše).

Jádrová inflace vykazovaná ČSÚ dosáhla v březnu 0,395% a proti předchozím měsícům došlo ke snížení (v lednu 0,683%, v únoru 0,498%). Výše jádrové inflace v březnu v podstatě odpovídá průměrnému vývoji vykázanému v jednotlivých měsících 1997.

Sezónně očištěné údaje o vývoji celkové inflace za leden až březen 1998 ukazují, že k lednovému meziměsíčnímu růstu 3,99 % přispěl sezónní výkyv cca 0,45 procentními body, tj. sezónně očištěný meziměsíční růst celkové inflace dosáhl 3,54 %. V únoru byla sezónnost jen nepatrná (skutečný meziměsíční růst byl 0,63 % a sezónně očištěný 0,59 %). V březnu působila sezónnost opačným směrem (skutečný meziměsíční růst byl 0,12 a sezónně očištěný 0,42).

V dubnu nepředpokládáme růst regulovaných cen, u čisté inflace očekáváme meziměsíční růst v rozsahu 0,4 % (meziměsíční růst CPI očekáváme 0,3 %). U potravin (očekáváme zm. růst 0,4 %) předpokládáme zastavení růstu cen mléčných výrobků, stagnaci cen u masa a masných výrobků a mírný pokles cen u vína a alkoholických nápojů (po nadsazených cenách v návaznosti na zvýšení spotřební daně na počátku roku).

U korigované inflace (rovněž očekáváme růst 0,4 %) by nemělo dojít k výraznějšímu růstu; měl by převažovat vliv snížené poptávky (předpokládáme, že v řadě případů dojde k meziměsíčnímu snížení cen v návaznosti na výprodeje zimního zboží (odívání, sportovní potřeby) a odeznění nadsazených inflačních expektací, promítnutých do cen na počátku roku.

**V průběhu 2. čtvrtletí předpokládáme kulminaci růstu čisté inflace v květnu (mzr. růst cca 8,0% s poklesem do konce června na cca 7,1%); celkovou inflaci k 30.6. očekáváme 12,4 % (mzr. růst). V závěru 2. čtvrtletí by se mělo projevovat snižování cen u sezónních potravin, mléka a mléčných výrobků; u korigované inflace by mělo intenzivněji působit snížení poptávky obyvatelstva v návaznosti i na očekávané vysoké úpravy regulovaných cen od 1.7.1998 (nájemné a plyn +27%, elektřina +24%, železniční jízdné +22%).**



## II. Faktory inflace

### 1. Měnový vývoj

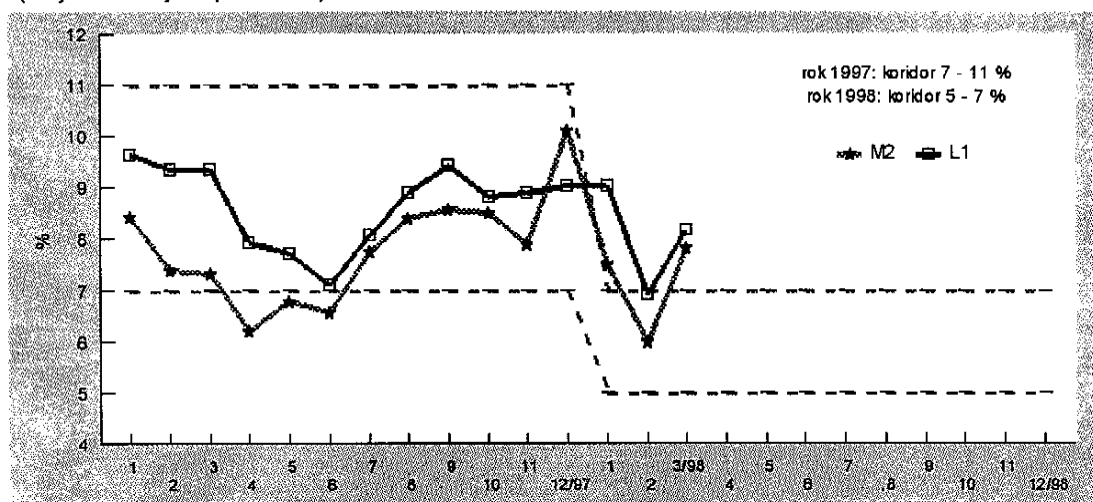
#### 1.1. Peníze

##### 1.1.1 Vývoj peněžních agregátů

Meziroční přírůstek M2 se zvýšil z 6 % v únoru na 7,8 % v březnu. Údaje za březen jsou předběžné údaje dle dekadních hlášení obchodních bank. Hlavní příčinou sezónně atypického vysokého přírůstku množství peněz v březnu bylo zlepšování platební bilance (snižování deficitu obchodní bilance, příliv kapitálu). Sezónně neočištěný meziměsíční přírůstek M2 dosáhl 1,2 % ve srovnání s 2,8 % v případě sezónně očištěného údaje.

Vzhledem k tomu, že počátkem dubna již tento vývoj nepokračuje, domníváme se, že přírůstek peněžní zásoby v dalších měsících nebude dále akcelarovat a vrátí se na původní hladinu nižších přírůstků. Predikce na 1. polovinu t. r. a ke konci roku tak ve srovnání s 3. SZ zůstává nezměněna (tj. 5 - 7 %, resp. 4 - 6 %). Vývoj množství peněz by tak měl být i nadále v souladu s tlumením poptávky v ekonomice a celkových inflačních tlaků.

Meziroční změny peněžních agregátů M2 a L1 v %  
(údaje za 3/98 jsou předběžné)



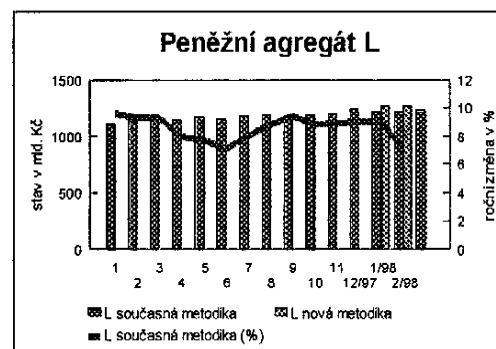
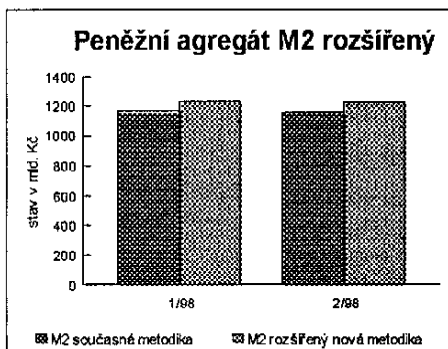
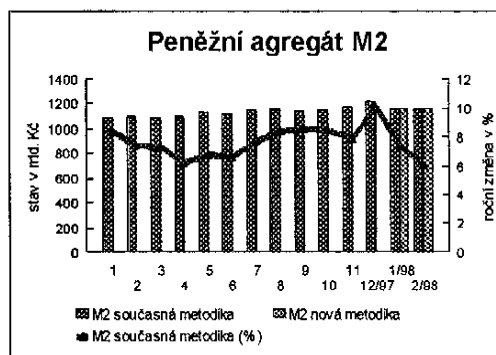
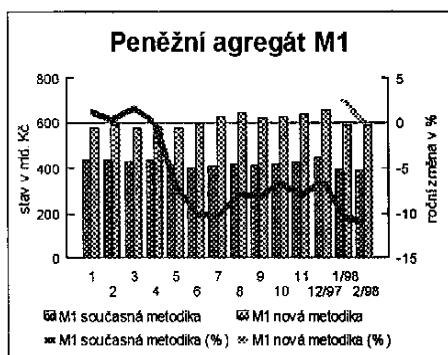
Peněžní agregát L1 odrážel vývoj peněžního agregátu M2. Oběživo a vklady na viděnou (M1) si v meziročním vyjádření udržovaly i nadále velmi nízkou dynamiku. Dlouhodobý vývoj peněžních agregátů v nominálním i reálném vyjádření je uveden v příloze č. 3.

## Metodická úprava ve struktuře peněžního agregátu M2

Od ledna t. r. jsou na základě úpravy výkaznictví bankovní statistiky k dispozici zvlášť údaje o vývoji vkladů a depozitních certifikátů (depozitních směnec a jiných krátkodobých cenných papírů). Dosud tyto údaje byly vykazovány společně v rámci statistiky vkladů. Z tohoto důvodu se v rámci struktury M2 v ménovém přehledu nově vykazují zvlášť tato skupina cenných papírů. Změna ve výkaznictví byla učiněna na návrh ménového odboru s cílem v blízké budoucnosti mít možnost důsledné redefinice peněžních agregátů v ČR (tj. na základě striktního oddělení vkladové statistiky od statistiky cenných papírů oddělit aktiva podniků a domácností ve formě vkladů a cenných papírů).

Z tohoto pohledu by již nyní mohla být navržena metodická změna peněžních agregátů v ČR. Za tuto uvažovanou změnu považujeme především očistění stávajícího agregátu M2 o depozitní certifikáty, dep. směnky atd. (tj. o veškeré cenné papíry emitované bankami), které by byly zahrnuty do širěji pojatého peněžního agregátu M2. Současně lze uvažovat o modifikaci peněžního agregátu M1 ve smyslu např. metodiky Bundesbanky, tj. jeho rozšíření o krátkodobě terminované vklady do 1M, které jsou blízké svou povahou transakčním penězům na viděnou. Vedle nově definovaného peněžního agregátu M1, M2 a rozšířeného M2 by i nadále existoval agregát L (zahrnující již pouze nebankovní cenné papíry v portfoliu podniků a domácností).

Vzhledem ke krátkosti časové řady údajů nezbytných pro redefinici agregátů M1 (od 01/97) a M2 (od 01/98) tuto změnu zatím nedoporučujeme provést, protože není možné ekonometricky ověřit relevantnost nově definovaných agregátů ve vztahu k základním makroekonomickým veličinám. Nově vzniklé časové řady by byly rovněž pro odbornou veřejnost velmi krátké (od 01/97, resp. od 01/98) a s minulostí nesrovnatelné. I nadále proto budeme zatím používat stávající metodiku peněžních agregátů a nově vznikající časové řady budou sledovány pouze interně jako podpůrný analytický pohled na alternativní vývoj množství peněz.

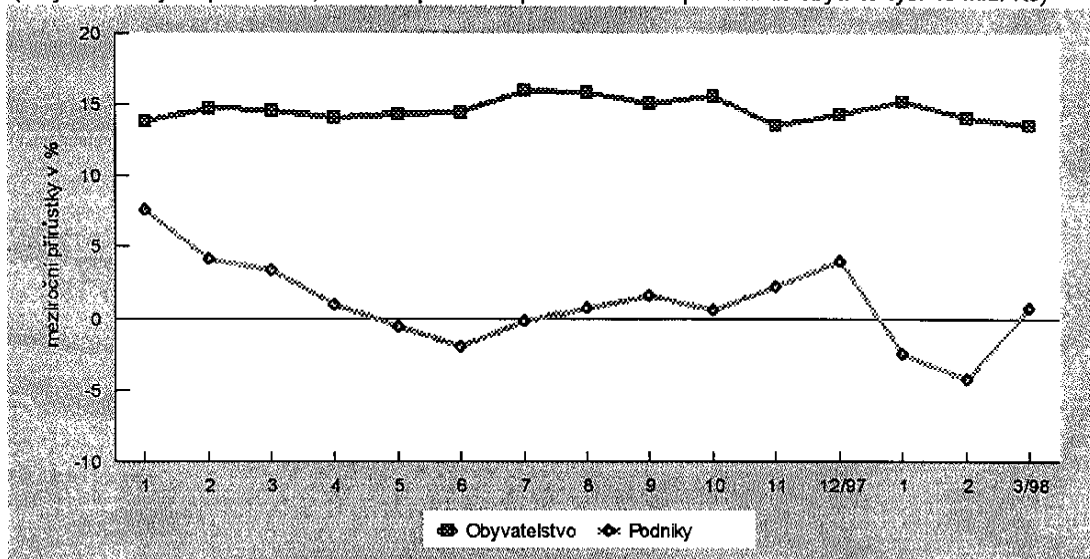


### 1.1.2 Sektorová struktura peněžního agregátu M2

Z hlediska sektorové struktury peněžního agregátu M2 si i nadále zachovává vyšší přírůstky vývoj vkladů u sektoru obyvatelstva před podnikovým sektorem. Vyšší přírůstky vkladů obyvatelstva jsou v souladu s vývojem míry úspor sektoru domácností, která dosáhla v roce 1997 obdobné výše jako v roce 1996 (13 %, resp. 12,7 %). Vývoj vkladů obyvatelstva odráží snahu vkladatelů o udržení spotřeby v budoucnosti i v podmínkách zvyšující se nejistoty pro určitou část populace.

Sektorová struktura peněžního agregátu M2

(údaje za 3/98 jsou předběžné, od 3/97 upraveno o přesun vkladů z podniků do obyv. ve výši 40 mld. Kč)



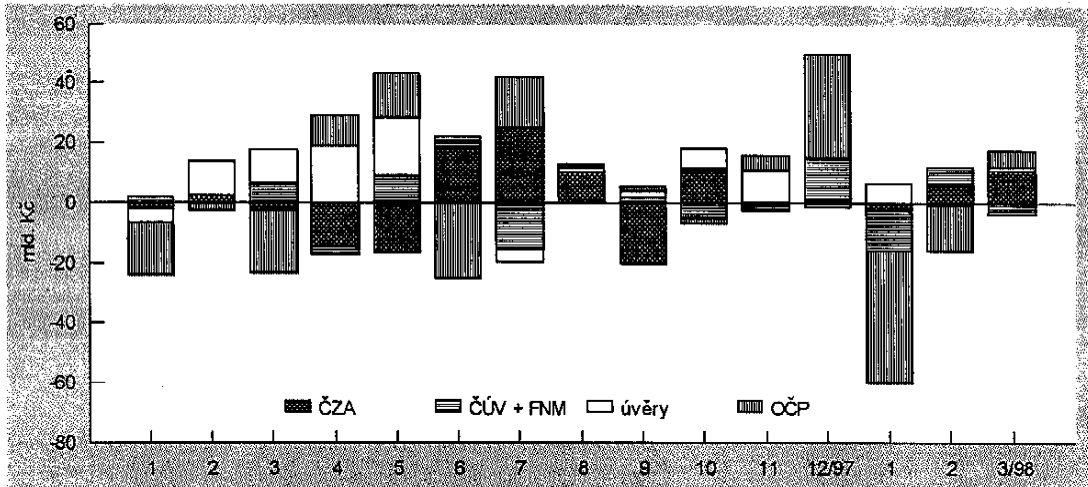
V březnu (= odhad) však předpokládáme výraznější přírůstek vkladů především u podnikového sektoru, a to především ve vazbě na zlepšení platební bilance (realizuje se v rozhodující míře přes podnikový sektor).

### 1.1.3 Zdrojová tvorba peněžního agregátu M2

Hlavním zdrojem vyššího růstu peněžního agregátu M2 byla v březnu čistá zahraniční aktiva, jejichž vývoj odrážel zvýšený příliv zahraničního kapitálu. Na růst M2 působil rovněž vývoj ostatních čistých položek (OČP). Prorůstově působící vývoj OČP nelze zatím blíže specifikovat (údaje budou k dispozici až s definitivními údaji o vývoji M2 za březen). Z hlediska dlouhodobého vývoje (1 rok) je však hlavní prorůstovou položkou v OČP růst cenných papírů emitovaných nebankovními subjekty v portfoliu bank (vývoj jednotlivých položek v rámci OČP viz příloha č. 1).

## Zdroje tvorby peněžního agregátu M2

(očištěno o kurzové vlivy, meziměsíční změny v mld. Kč, údaje za 3/98 jsou předběžné)



## 1.2. Domácí úvěrová emise

## 1.2.1 Čistý úvěr vládnímu sektoru

Čistý úvěr vládnímu sektoru (definovaný souhrnem jednotlivých veřejných rozpočtů, vč. FNM) se v měsíci březnu ve srovnání s únozem snížil o 4 mld. Kč. Od počátku roku činí snížení této pozice již cca 12 mld. Kč (ve stejném období minulého roku zvýšení o cca 8 mld. Kč). Tento vývoj tak odráží zcela odlišné hospodaření jednotlivých veřejných rozpočtů v období leden - březen, které se dostaly z deficitu v roce 1997 do přebytku (údaje pro rok 1998 zahrnují předběžné údaje a odhady). Obdobný vývoj v jednotlivých letech je uveden v příloze č. 15.

## Poměr výsledku hospodaření veřejných rozpočtů na HDP

ČESKÁ METODIKA	1/Q 93	1/Q 94	1/Q 95	1/Q 96	1/Q 97	1/Q 98
	předběžně					
státní rozpočet	10,4	4,9	6,5	1,7	-8,5	7,6
místní rozpočty	0,8	0,7	3,3	2,0	-1,6	-2,0
saldo státních fin. aktiv a pasív 1)	1,0	2,0	1,0	-1,0	-2,0	-2,0
státní fondy	0,1	0,2	0,0	2,2	1,6	0,0
Pozemkový fond	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0
Fond národního majetku	3,5	-3,1	1,6	-4,0	0,8	0,1
zdravotní pojišťovny 2)	1,0	0,9	-2,2	-1,5	-0,8	-1,0
<b>Veřejné rozpočty (VR) celkem (mld. Kč)</b>	<b>16,8</b>	<b>5,3</b>	<b>10,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-10,4</b>	<b>2,7</b>
<b>Poměr hospodaření VR na HDP v b.c. (%)</b>	<b>7,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,7</b>

Poznámka:

- schodek, + přebytek

1) odhad pro jednotlivá čtvrtletí

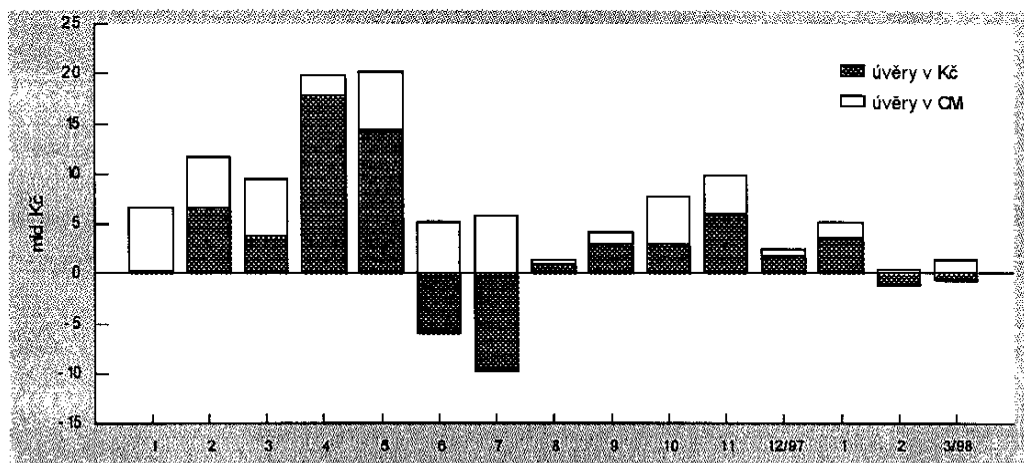
2) zdravotní pojišťovny v roce 1993 = odhad

Na přebytkovém hospodaření souhrnu veřejných rozpočtů se rozhodující mírou podílel přebytek státního rozpočtu, který se v březnu zvýšil o 1,8 mld. Kč a dosáhl výše 7,6 mld. Kč. Snižování deficitnosti není zatím zřetelné u místních rozpočtů. Přebytek na účtech státního rozpočtu je zcela v souladu se sezónním rozložením příjmů a výdajů v běžném roce (s výjimkou roku 1997 byl vždy počátkem roku generován přebytek). Celoroční hospodaření státního rozpočtu by tak (bez započtení příp. profinancované ztráty Konsolidační banky ve výši cca 10 mld. Kč z roku 1997) mohlo skončit vyrovnaně.

### 1.2.2 Úvěrová emise

Meziroční dynamika celkové úvěrové emise v březnu poklesla o dalších 0,9 procentních bodů a dosáhla 6,2 % (očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licencí). Došlo k poklesu dynamiky jak u korunových, tak i u devizových úvěrů (viz příloha č. 5). Jestliže vývoj v lednu a únoru byl částečně rovněž ovlivněn sezónním průběhem poskytování úvěrů (právě v těchto dvou měsících se především projevuje sezónně nižší přírůstek), pak mírný pokles absolutního objemu úvěrů v březnu dokládá dlouhodobě velmi nízkou úvěrovou emisi.

Meziměsíční změny úvěrů podniků a obyvatelstva v domácí a cizí měně  
(očištěno o kurzové vlivy, kapitalizaci úroků, odpisy a banky bez lic.,  
údaje za 3/98 jsou předběžné)



Přírůstek úvěrové emise je od poloviny roku 1997 tvořen pouze emisí úvěrů u zahraničních bank při absolutním poklesu objemu úvěrů u velkých českých bank. Na základě hodnocení neočištěných bilančních údajů dle bankovní statistiky dosáhl přírůstek úvěrové emise od 06/97 do 03/98 u obchodních bank 19 mld. Kč (z toho u velkých českých bank - 15 mld. Kč, u zahraničních + 30 mld. Kč a u malých + 4 mld. Kč). Rozhodujícím zdrojem emise úvěrů i v CZK se staly zahraniční banky (z přírůstku 30 mld. Kč se realizovaly 22 mld. Kč v české koruně), při úrokové hladině cca o 1 % pod hladinou úrokových sazeb u velkých bank. Tato skutečnost pravděpodobně odráží především nižší úrokovou marži, případně levnější zdroje u skupiny zahraničních bank.

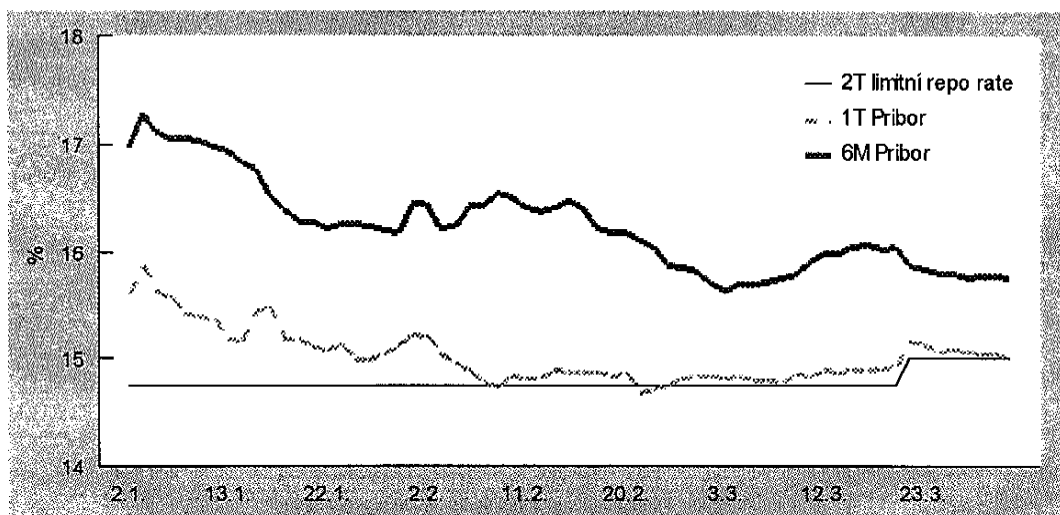
### 1.3. Úrokové sazby

#### 1.3.1 Vývoj krátkodobých sazeb

Celkově klidný vývoj na finančním trhu a pokračující stabilizace se v březnu projevovaly i u krátkodobých úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit. Úroková sazba 1T PRIBOR se po celé období pohybovala přibližně na úrovni 15 %. S cílem udržet tuto úroveň byl prostřednictvím měnověpolitických operací ovlivňován ČNB vývoj na peněžním trhu. Limitní repo sazba pro repo operace % ČNB činila do 19. 3. 14,75 %. S platností od 20. 3. byla zvýšena o 0,25 procentních bodů na 15 %, což se bezprostředně odrazilo v odpovídajícím zvýšení úrokových sazeb PRIBOR na krátkém konci výnosové křivky, zatímco na delším konci se tento vzestup neprojevil.

U úrokových sazeb s delší splatností pokračoval v březnu mírný pokles, u jednotlivých splatností o 0,3 - 0,4 procentních bodů. Průměrná úroveň úrokových sazeb 6M PRIBOR činila v březnu 15,85 % (v únoru 16,26 %) a 1R PRIBOR 16,08 % (16,41 %).

#### Vývoj krátkodobých sazeb



Mírný pokles krátkodobých úrokových sazeb byl v březnu podporován relativním dostatkem likvidity v bankovním sektoru daným především snížením objemu oběživa, devizovými intervencemi proti posilování koruny a nákupy cenných papírů ministerstvem financí do svého portfolia (prostřednictvím nákupů ČNB formou BUY/SELL). Dostatek likvidity a celková stabilizace finančního trhu se promítly do poklesu úrovně výnosové křivky PRIBOR. Ta si však i nadále zachovávala pozitivní sklon (průměrný spread 1R/1T v březnu poklesl z 1,53 na 1,12 procentních bodů), neboť přetrvávala opatrnost bank při investování v delších splatnostech a snaha o uplatňování přebytečné likvidity ve splatnostech nižších.

O stabilizaci situace na peněžním trhu svědčí rovněž postupné snižování spreadů PRIBID/PRIBOR po celé délce výnosové křivky. V březnu došlo k poklesu tohoto spreadu o 0,2 procentních bodů na 0,39 %. Spread se tak postupně přibližuje k úrovni před květnem 1997 (0,2 - 0,3 %).

Pokles úrokových sazeb PRIBOR odrážející uklidňování na finančním trhu pokračoval i v prvních dvou dekádách dubna, kdy úroková sazba 1R PRIBOR poklesla k 20.4.1998 na 15,8 %.

Úrokový diferenciál (USD i DEM) zůstává i nadále na vysoké úrovni. Při dlouhodobé stabilitě zahraničních úrokových sazeb odráží vývoj úrokových sazeb PRIBOR. V souladu s tímto vývojem se v březnu pohyboval v případě DEM ve splatnosti 1R na úrovni kolem 12 %, ve splatnosti 3M kolem 11,5 %. USD diferenciál se pohyboval obdobně, avšak na úrovni cca o 2 procentní body nižší (viz příloha č. 10).

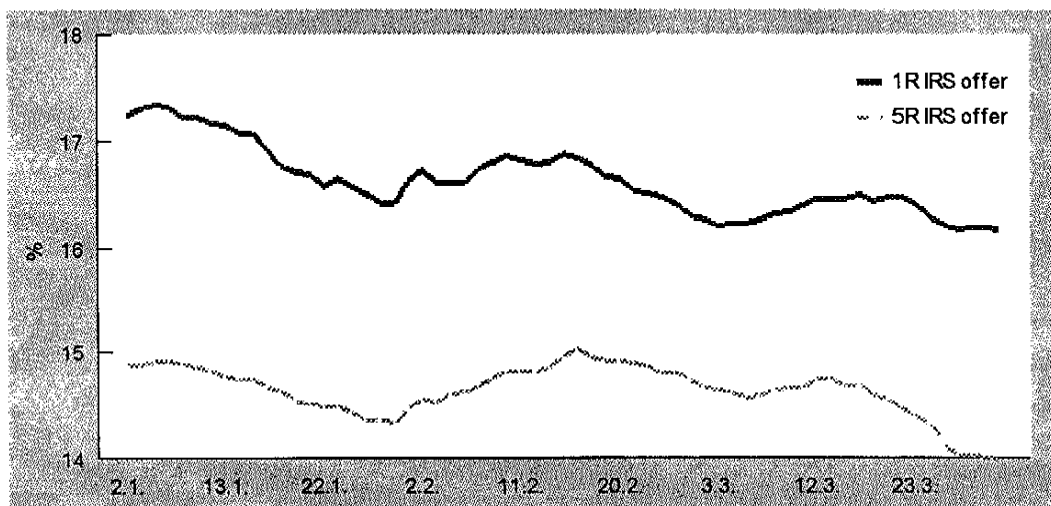
Na segmentu trhu krátkodobých dluhopisů proběhly v březnu dvě primární aukce SPP se splatností 3M a 12M. Hrubé výnosy dosáhly 15,5 % a 16,0 % při převisech poptávky ze strany bank. V prvních dubnových dnech se uskutečnily další dvě aukce se splatností 3M a 9M. Mírný pokles sazeb na trhu mezibankovních depozit na přelomu března a dubna se projevil v dalším poklesu hrubých výnosů (15,4 % a 15,7 %).

Očekávání na pokračující pokles krátkodobých sazeb dokládají i kotace sazeb FRA. V meziměsíčním srovnání dále poklesly sazby ve všech splatnostech; kratší splatnosti o 0,2 - 0,4 bodu, v delším horizontu o 0,1 bodu (viz příloha č. 8).

### 1.3.2 Vývoj dlouhodobých sazeb

Na trhu dlouhodobých sazeb došlo k mírnému poklesu s výjimkou několika dní kolem 10. 3. Dlouhodobé sazby poklesly ve všech splatnostech o cca 0,2 - 0,3 bodu. Výnosová křivka (příloha č. 7) si tak zachovala stejný sklon jako v předcházejících měsících.

#### Vývoj dlouhodobých sazeb



Výnosová křivka státních daněných dluhopisů (viz příloha č. 9) se také posunula, podobně jako u IRS, o 0,4 - 0,6 bodu. Spread mezi krátkým a dlouhým koncem se snížil o 0,15 bodu, přesto zůstává zachován negativní tvar výnosové křivky. V průběhu měsíce ceny dluhopisů reagovaly na stejné podněty jako sazby IRS, přičemž znatelnější reakce byly

zaznamenány u dluhopisů s kratší splatností. Na trhu firemních dluhopisů (příloha č. 9) se výnosová křivka rovněž posunula níže (o 0,1 - 0,4 bodu), spread mezi krátkým a dlouhým koncem však zůstal na úrovni 1,7 bodu. Na trhu stále přetrvával zájem spíše o dluhopisy s variabilním výnosem.

Pokles úrokových sazeb na delším konci výnosové křivky PRIBOR, pokles kotací FRA i inverzní sklon výnosové křivky IRS odrážejí uklidnění na finančním trhu a podporují předpoklad o snižování úrokových sazeb v budoucnosti. Z hlediska cílování inflace vývoj úrokových sazeb naznačuje spíše dezinflační očekávání bank.

### 1.3.3 Klientské sazby

Poměrně stabilnímu vývoji úrokových sazeb na peněžním trhu odpovídá i stabilita klientských nominálních úrokových sazeb. Úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry v únoru stagnovaly na úrovni 15,8 %. Při této stagnaci se do výše reálných úrokových sazeb odrazila vysoká inflace, v jejímž důsledku tyto sazby poklesly z 2,7 na 2,4 % ve vyjádření v CPI a z 9,7 na 9,2 % ve vyjádření PPI. Stagnaci úrokových sazeb na úvěry do budoucnosti naznačuje i vývoj referenčních sazeb významných bank, z nichž jsou úrokové sazby z úvěrů klientům odvozovány.

#### Vývoj referenčních sazeb u vybraných bank v %

Banka	Název sazby	1997	1998				
		1. 4.	1. 1.	1. 2.	1. 3.	1. 4.	
Česká spořitelna	Základní sazba	11,8	17,5	16,4	15,9	15,9	
ČSOB	Prime rate	11,8	16,5	16,2	15,8	15,7	
IPB	Bazická sazba	12,3	17,3	17,3	17,3	17,2	
Komerční banka	Referenční sazba	12,3	17,6	16,3	15,8	15,8	

Vzhledem k vysokým úrokovým sazbám na úvěry i zostření opatrnostních pravidel pro poskytování úvěrů, které v březnu vyhlásily Komerční banka a Investiční a poštovní banka, nelze v nejbližším období očekávat zásadní oživení úvěrové emise.

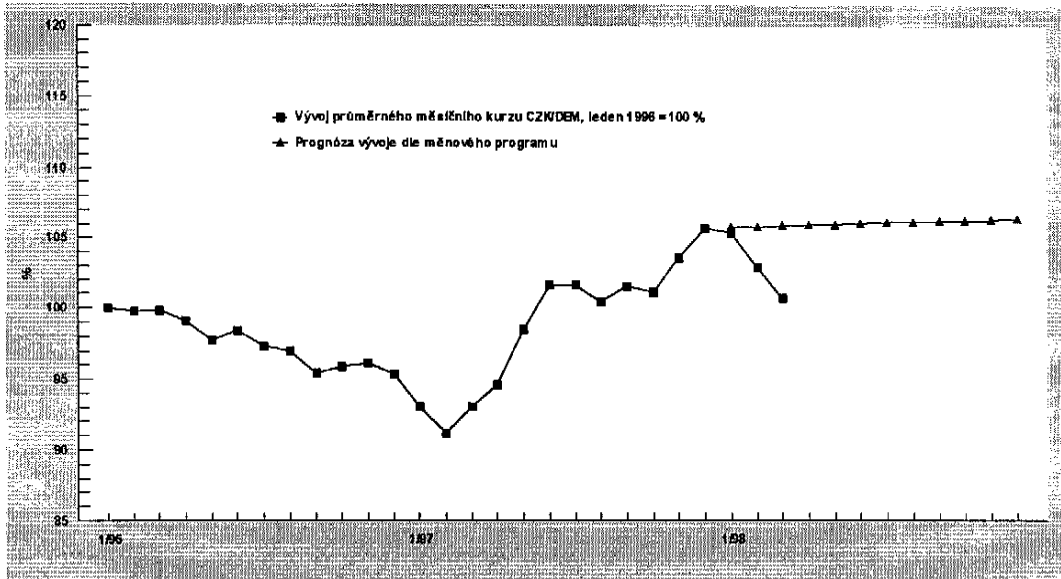
Průměrné nominální úrokové sazby na krátkodobé termínované vklady v únoru rovněž stagnovaly, a to na úrovni 11,9 %. I u těchto sazeb lze však očekávat stagnaci, neboť změny těchto sazeb vyhlášené bankami v únoru a březnu byly minimální. Reálné úrokové sazby na krátkodobé termínované vklady, které jsou již od ledna negativní, v únoru nadále poklesly o 0,3 procentního bodu na úroveň -1,5 %.



## 1.4. Devizový kurz, finanční účet a devizové rezervy

### 1.4.1 Nominální kurz

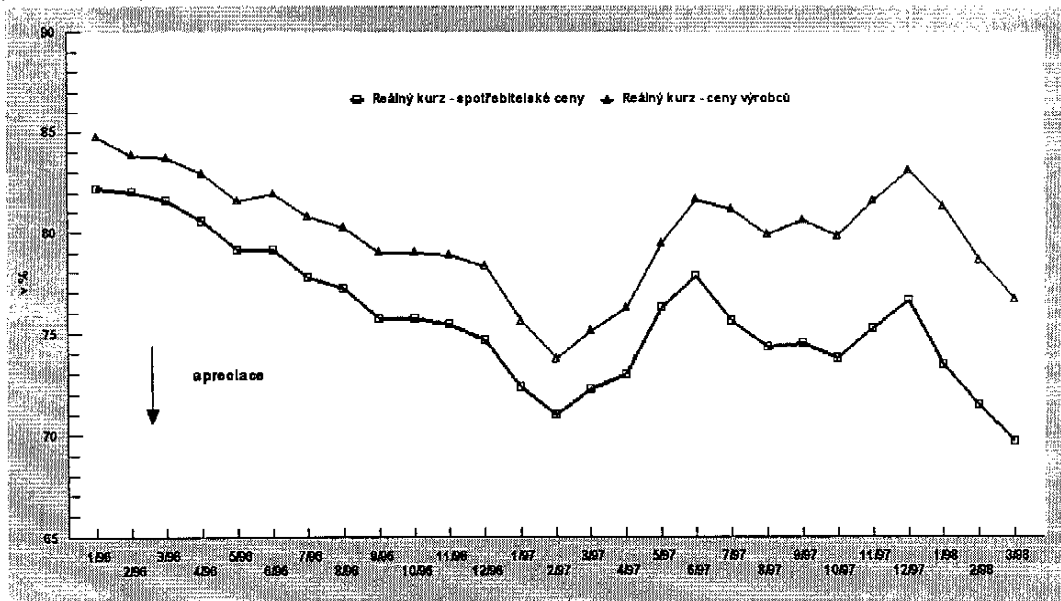
**Vývoj kurzu koruny vůči DEM**  
(leden 1996 = 100 %)



Začátkem března se pozastavilo posilování koruny, ale mírných korekcí (oslabení) bylo využito k dalším nákupům koruny a trend k posilování nadále pokračoval. Apresiasi kurzu koruny se urychlila koncem března a to bylo již důvod k intervenci ČNB na trhu. Po této intervenci trh korigoval a oslabil asi o 0,50 Kč na úroveň kolem 18,75.

### 1.4.2 Reálný kurz

**Vývoj reálného kurzu koruny vůči DEM**  
(leden 1996 = 100 %)



Apresiasi reálného kurzu koruny vůči DEM byla při stabilně nízkém cenovém růstu v zahraničí ovlivněna vyšším růstem tuzemských cen a výrazným posilováním nominálního kurzu koruny od počátku roku.

#### 1.4.3 Finanční účet a devizové rezervy

V dubnu t.r. chystá společnost SPT Telecom emisi euroobligací v objemu 500 mil. DEM, jejíž splatnost bude pět let. Získané prostředky hodlá SPT Telecom využít k dalšímu rozvoji telekomunikační sítě v ČR. Ratingová firma Standard and Poors hodnotí tuto společnost stupněm A, což je třetí nejvyšší investiční stupeň, představující vysokou míru důvěry ve schopnost splácet získané prostředky. Toto hodnocení zřejmě umožní dosáhnout v tomto případě příznivějších cen emitovaných eurobondů.

Poté, co ministerstvo financí neschválilo Hlavnímu městu Praze emisi euroobligací ve výši 260 mld. USD, sjednává pražský magistrát syndikátní úvěr u zahraničních bank ve výši 150 mil. USD. Očekává se, že by se mohl stát základem pro oceňování dalších úvěrů pro ČR v období po snížení ratingu ČR v listopadu m.r. agenturou IBCA ze stupně A- na BBB+.

V souvislosti s dlouhodobým omezováním angažovanosti vlády v bankovním sektoru a velkého množství špatných úvěrů u bank, snížila agentura Fitch IBCA o jeden stupeň dlouhodobý rating Komerční banky a České spořitelny z BBB+ na BBB. Agentura je toho názoru, že privatizace státních podílů v těchto velkých bankách by za uvedených okolností znamenalo menší jistotu, že všichni věřitelé budou automaticky a včas uspokojeni. Krátkodobé hodnocení zatím nezměnila. Další snížení ratingu zmíněných bank znamená pro ně relativní zhoršení jejich pozice na zahraničních trzích dlouhodobých zdrojů.

Novou formu zahraniční půjčky získala v březnu firma Bonton od Fondu soukromého kapitálu pro vznikající trhy ze skupiny Morgan Stanley, a to ve výši 15 mil. USD. Novost formy úvěru spočívá v tom, že úroky budou placeny v akciích firmy, což umožní fondu získat vlastní podíl na kmenovém jmění Bontonu.

Výrazné zvýšení úrokových výnosů korunových euroobligací oproti roku 1997 přispělo v 1. čtvrtletí t.r. k udržení zájmu investorů ze západní Evropy o uvedené obligace, což umožnilo postupně se zvyšující míru obnovy splatných emisí, která minimalizovala možný negativní dopad kumulace splatností do 1. čtvrtletí t.r. (33 mld. Kč) na vývoj kurzu koruny. V březnu bylo proti 10 mld. Kč splatných emisí nově emitováno 8 mld. Kč. V dalších měsících letošního roku jsou objemy splatných korunových eurobondů výrazně nižší. Na duben připadají splatné emise ve výši 3,0 mld. Kč, přitom byly na tento měsíc ohlášeny nové emise již ve výši 4,75 mld. Kč.

Příliv kapitálu spojený např. s privatizací IPB společností Nomura, nižší deficit obchodní bilance a atraktivnost korunových úrokových sazeb pro zahraniční investory, projevující se v jejich poptávce po korunových instrumentech, se odrazily v růstu devizových rezerv ČNB. Jejich přírůstek (bez kurzových rozdílů) dosáhl za březen 0,2 mld. USD a od počátku roku 0,8 mld. USD. ČNB nakoupila za 1. čtvrtletí na mezibankovním devizovém trhu devizy (v saldu) v hodnotě téměř 1 mld. USD. Stav rezerv k 31.3. činil 10,6 mld. USD (357,8 mld. USD). Tato úroveň stačila ke krytí 3,9 měsíčního dovozu zboží a služeb (ke konci roku 1997 to bylo 3,6).

Přiliv kapitálu a pokračující emise korunových eurobondů budou v krátkodobém horizontu posilovat apreciační tlaky na kurz koruny. Dopusud není zřejmé jakou formou zdrojů (včetně zahraničních) bude kryt tzv. skrytý deficit vlády. Participace zahraničního kapitálu na jeho financování by zesílila přiliv zdrojů ze zahraničí nad původně očekávanou výši.

### 1.5. Akciový trh

#### a) objem obchodů

Objemy akciových transakcí se ve všech segmentech trhu zvýšily, nicméně jen mírně převýšily loňský průměr. Za výraznějším zvýšením ve Středisku cenných papírů stojí změna vlastnické struktury v Plzeňském Prazdroji. Na burze se projevil zvýšený zájem zahraničí zejména o akcie České spořitelny (nárůst obchodů o 405 %), Komerční banky (nárůst o 83 %) a SPT (nárůst o 60 %). Na centrálním trhu se zvýšily obchody s akciemi SPT o 49 %, ČEZu o 96 %, Unipetrolu o 91 % a ČS o 164 %.

U obchodů s obligacemi byl svými objemy výjimečný týden mezi 23. a 27. březnem, kdy se na burze zobchodovaly obligace v objemu 15,5 mld. Kč (dosavadní týdenní průměr letošního roku je 5,6 mld. Kč). K podobnému zvýšení došlo loni v květnu. Další vývoj obchodování zatím zvyšování obligačních obchodů už nepotvrzuje a obchody s akciemi mají v dubnu na burze klesající tendenci.

Segment trhu	Akcie			Obligace		Podíl na celkových transakcích s CP v %
	Objem v mld. Kč	Index objemu	Podíl centr. trhu v %	Objem v mld. Kč	Index objemu	
BCPP	17,3	149,1	9,4	34,9	163,8	60,2
RM-S	15,4	136,3	5,9	1,7	44,7	20,2
SCP	13,9	248,2	-	3,2	33,0	19,6
Celkem	46,6	163,5	5,5	39,8	114,4	100,0

Únor 1998 = 100

Únor 1998 = 100

#### b) cenové indexy

Cenové indexy obou trhů pokračovaly ve vzestupu, podloženém především růstem kurzu České spořitelny, SPT a ČEZu. Růst byl podpořen mírně zvýšeným zájmem zahraničí, který zvýšil cenovou i objemovou (na růst objemů působilo i skupování akcií uhelných společností) úroveň obchodů na centrálních trzích. Přesto jejich absolutní úroveň (1,6 mld. Kč na burze a 0,9 mld. Kč v RM-S) je stále nízká a přiliv kapitálu ze zahraničí touto cestou je nadále nevýznamný. V dubnu zatím indexy oslabují.

Index	Hodnota k 31.3.1998	Vývoj indexu (březen 1998/únor 1998)
PX 50	505,0	105,6
PX Glob	614,7	106,1
PK 30	697,6	107,1

Hodnota k 27.2.1998 = 100

#### c) implikace pro inflaci

Objemy obchodů s cennými papíry ani cenový vývoj nenasvědčují významnějšímu přílivu kapitálu přes akciový trh.

## 2. Agregátní poptávka a nabídka

### 2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky

Ve 4. čtvrtletí 1997 rostla domácí nabídka rychleji než domácí poptávka. Tento trend probíhal již ve dvou předchozích čtvrtletích a střednědobě směřuje ke snížení míry vnější nerovnováhy. Růst HDP byl ve srovnání s předchozími čtvrtletími roku poněkud výraznější, zatímco domácí poptávka meziročně opět poklesla. Podíl záporného netto vývozu na HDP se ve srovnání se 4. čtvrtletím 1996 snížil o třetinu (na 8,3%), zůstal ovšem nadále poměrně vysoký.

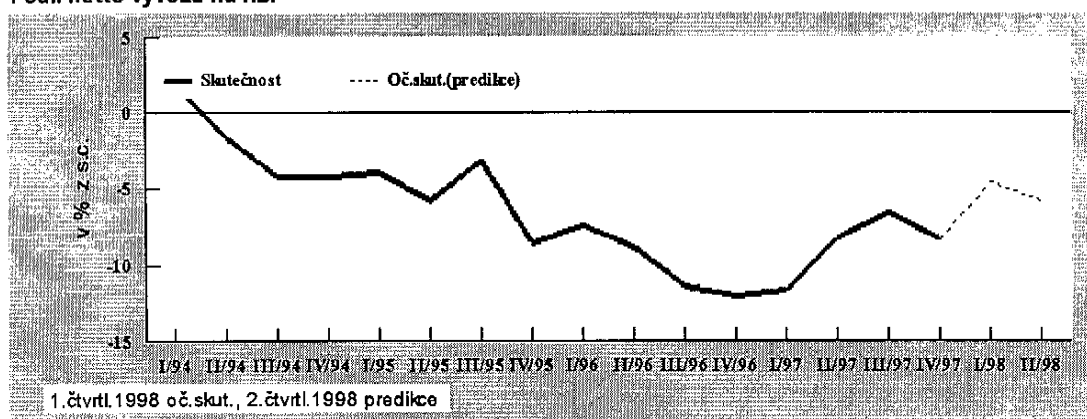
Uvedený trend pokračoval dle odhadu ČNB i ve čtvrtletí prvním a předpokládáme jeho pokračování i ve čtvrtletí druhém. Bude to znamenat další snížení podílu salda vývozu a dovozu na HDP. Očekáváme, že klesající tempo růstu poptávky bude příznivě ovlivňovat cenový vývoj.

Základní údaje o nabídce a poptávce v reálném vyjádření

mzr. změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST				1997	OČ.SKUT.		PREDIKCE
	I/97	II/97	III/97	IV/97		I/98	II/98	
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	1.2	0.5	-0.1	2.2	1.0	0.8	1.5	1.6
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom.popt. a vývoz)	3.8	4.1	0.9	4.4	3.3	1.6	2.3	2.2
DOMÁCÍ POPTÁVKA (vč. změny stavu zásob)	5.2	0.0	-4.4	-1.2	-0.4	-5.5	-0.7	-0.7
DOMÁCÍ POPTÁVKA (beze změny stavu zásob)	2.1	-0.8	-4.8	-0.7	-1.2	-2.3	-1.7	-0.7
v tom								
Spotřeba domácností	4.0	5.7	-2.2	-0.3	1.6	-1.0	0.4	0.9
Spotřeba vlády	1.1	-3.9	-3.2	-1.1	-1.8	-1.9	-0.7	-0.2
Tvorba fixního kapitálu	-0.6	-8.5	-9.5	-0.9	-4.9	-5.1	-5.9	-3.5
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, absol., míř. Kč)	-33.2	-26.1	-21.7	-29.1	-110.1	-13.3	-18.8	-80.0

Podíl netto vývozu na HDP



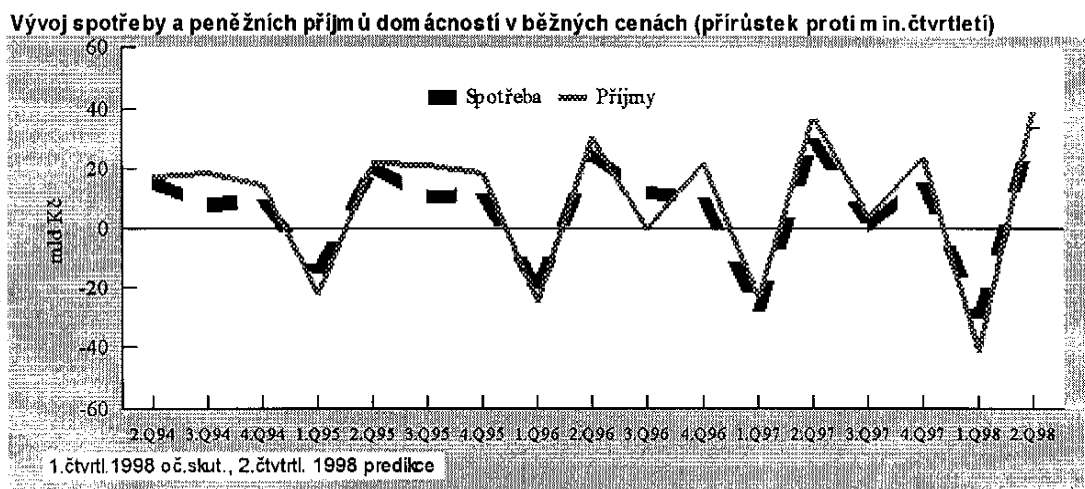
### 2.2. Domácí poptávka

Domácí poptávka ve 4. čtvrtletí meziročně poklesla o 1,2 % v důsledku slabého poklesu všech jejích komponent. V 1. čtvrtletí 1998 dle odhadu ČNB se mzr. pokles domácí

poptávky opět prohloubil, zejména vlivem výraznějšího poklesu tvorby kapitálu (jak fixního kapitálu, tak i zásob). Ve 2. čtvrtletí očekáváme pouze slabý meziroční pokles. Rozdíl v míře poklesu mezi čtvrtletími je odrazem silného růstu poptávky v 1. čtvrtletí 1997, celkově poptávkové impulzy zůstávají slabé a nepředstavují silnější inflační tlaky.

### 2.2.1 Spotřeba domácností

Meziroční pokles **spotřeby domácností** ve 2. pololetí 1997 (ve 3. čtvrtletí o 2,2 %, ve 4. čtvrtletí o 0,3 %) byl přímým důsledkem snížení dynamiky reálných příjmů domácností při stabilitě míry úspor obyvatelstva. Uvedený vývoj se prohloubil i v 1. a 2. čtvrtletí 1998. Růst mezd a příjmů zůstal pod úrovní růstu cen a ovlivnil stlačení reálné spotřeby domácností v 1. pololetí 1998 na úroveň minulého roku.



### 2.2.2 Investice

**Hrubá tvorba fixního kapitálu** zůstala ve 4. čtvrtletí 1997 téměř na úrovni předchozího roku (mzr. pokles o 0,9 %). U faktorů, ovlivňujících investice, (celkový ekonomický růst, vývoj zisků podniků, investice vlády, úrokové sazby, změna v přílivu zahraničního kapitálu) nedošlo proti předchozím čtvrtletím k výraznějším změnám. S přihlédnutím k časovým posunům mezi jejich změnami a změnou investiční aktivity predikujeme pro 1. a 2. čtvrtletí 1998 cca 5,5 % mzr. pokles investic.

UKAZATEL		SKUTEČNOST				PREDKCE		
		I/97	II/97	III/97	IV/97	IQ98	II98	
Hrubý domácí produkt v b.c.	Y	350,8	406,5	422,2	470,0	1649,5	386,8	452,1
Konečná spotřeba domácností a vlády	-(C+G)	258,8	299,3	294,9	328,1	1181,2	282,1	330,0
Hrubé domácí úspory	= SD	92,2	107,2	127,3	141,6	468,3	104,7	122,1
Přínos ze zahraničí (-saldo netto vývozu)	-(X-M)	29,0	22,8	16,6	22,2	90,6	8,0	15,0
Hrubá tvorba kapitálu	I	121,2	130,0	143,9	163,8	558,9	112,7	137,1
Hrubé domácí úspory/HDP v %		26,3	26,4	30,2	30,1	28,4	27,1	27,2
Hrubá tvorba kapitálu/HDP v %		34,5	32,0	34,1	34,9	33,9	29,1	30,3
rozíl		8,2	5,6	3,9	4,5	5,5	2,1	3,1

### 2.2.3 Spotřeba vlády

**Spotřeba vlády** ve 3. a 4. čtvrtletí 1997 mizr. klesala v důsledku úsporných opatření rozpočtu. Obdobný vývoj očekáváme i pro první a druhé čtvrtletí 1998 (mj. nominální výdaje státního rozpočtu byly v 1. čtvrtletí mizr. pouze o 0,6 % vyšší ve srovnání se stejným obdobím m.r.)

Veřejná spotřeba vlády ve s.c. vykazovala podle předběžných výsledků za I. čtvrtletí t.r. pokles proti stejnému období m.r. o 1,9 %, kdy základní příčinou je trvalá restrikce výdajů veřejných rozpočtů, v nominálním vyjádření meziročně stagnujících. Ve 2. čtvrtletí očekáváme meziroční pokles vládní spotřeby o 0,7 %, ve II. pololetí pak nárůst o cca 1 %. Celoročně se očekává reálný pokles veřejné spotřeby vlády o cca 0,2 %.

### 2.3. Čistá zahraniční poptávka

Pasivum obchodní bilance podle údajů celní statistiky za 1. čtvrtletí 1998 dosáhlo 16,6 mld. Kč a znamená podstatné snížení oproti deficitu (38,5 mld. Kč) za srovnatelné období m.r.

Na zlepšení pasiva obchodní bilance se podílela převaha růstu vývozu (index 147,0) nad dovozem (index 132,8), ke které významně přispěly dříve realizované investice a meziroční depreciace kurzu koruny. V průběhu března se oproti předchozím měsícům urychlil růst dovozu, zejména investičního charakteru.

Za období leden až březen vykazují v komoditní struktuře vývozu vyšší růst všechny skupiny; prudké dynamiky dosahují zejména dodávky automobilového a elektrotechnického průmyslu. Index vývozu strojů a přepravních zařízení představuje 160,1% při zvýšení jeho podílu na celkovém vývozu na 39,8 % (z 35,9 %).

V dovozu se projevuje meziroční snížení u skupiny paliv, spojené s poklesem cen ropy a potravin, kde váže na nižší tuzemskou poptávku v důsledku zpomalujícího se růstu osobní spotřeby. Dovoz pro osobní spotřebu naznačuje stagnaci, neboť meziroční index 113 % je ve značné míře pod vlivem oslabení kurzu koruny. Dovoz pro investice (index 131) i dovoz pro výrobní spotřebu (124,3) vykazují dále rostoucí trendy.

### 2.4. Výstup

Po mizr. stagnaci ve 3. čtvrtletí **hrubý domácí produkt** vzrostl ve 4. čtvrtletí 1997 o 2,2 % v důsledku silného růstu exportu při mizr. poklesu domácí poptávky. Růst HDP v 1. čtvrtletí předpokládáme slabý v důsledku dosti výrazného mizr. poklesu domácí poptávky při trvalé vysoké dynamice vývozu zboží a služeb. Růst HDP dle našeho odhadu zrychlí ve 2. čtvrtletí především v důsledku výrazného zmírnění poptávkového poklesu (mírný růst spotřeby domácností), růst bude přitom i nadále tažen vývozem, jehož dynamika však poněkud zmírní.

**Průmyslová výroba** vzrostla za leden až únor o 7,2 %, **stavební výroba** o 7,0 %. Zatímco růst v průmyslu lze klást do souvislosti s rychlým mizr. růstem exportu zboží, růst ve stavebnictví byl výsledkem extrémně nízké základny v předchozím roce. Poměrně uspokojivý růst průmyslové výroby, iniciovaný růstem vývozu, zároveň skrýval pokračující diferenciaci jednotlivých průmyslových odvětví. Mizr. růst průmyslu v důsledku silné vnější poptávky lze očekávat i v 1. čtvrtletí (o 7,0 %) a rovněž za celé 1. pololetí (o 5,1 %), naopak u stavební výroby předpokládáme v 1. čtvrtletí slabý růst a za pololetí mizr. pokles (slabá poptávka). **Tržby v obchodu a pohostinství** v lednu až únoru mizr. poklesly o 3,9 %, což signalizovalo zastavení růstu kupní síly obyvatelstva v důsledku mizr. poklesu reálných příjmů z mezd a ostatních příjmů a růstu nezaměstnanosti) a rostoucího směřování příjmů do jiných oblastí (nemovitosti, investice do cizí měny). V 1. čtvrtletí očekáváme pokračování výše uvedených trendů (mizr. pokles tržeb v 1. čtvrtletí o 3,2 % a 2. čtvrtletí o 1,0 %). Uvedený vývoj se příznivě (slabý poptávkový tlak) promítne i do cenového vývoje. Rychle rostly tržby v dopravě a ve spojích, v odvětvích ostatních tržních služeb naopak tržby v lednu mizr. poklesly.

**Výsledky finančního hospodaření** nefinančních organizací a korporací se v roce 1997 (poslední údaje vykázané ČSÚ) oproti roku 1996 výrazněji nezměnily. Při zlepšující se situaci v některých podnicích a odvětvích to ukazuje na rostoucí diferenciaci hospodářských výsledků. Počet ztrátových podniků se snížil o necelých 5 %. Růst celkových nákladů byl ovlivněn nárůstem výkonové spotřeby, která částečně zahrnovala mimořádné náklady vyvolané povodněmi. V roce 1997 v porovnání s rokem 1996 rentabilita nákladů mírně poklesla, zvýšila se materiálová náročnost výroby, naopak mírné zlepšení bylo vykázano u rentability vlastního jmění a rentability výkonů. Podle našeho hrubého propočtu vlastní zdroje podniků (po odečtení 39 % zdanění zisku) v roce 1997 dosáhly 143 mld. Kč a kryly celkové potřeby vynaložené na nehmotné a hmotné investice a přírůstek zásob v roce 1997 z 54%.

Meziroční pokles domácí poptávky spolu se zmenšením mezery mezi poptávkou a nabídkou ve 2. pololetí 1997 vcelku působily ve směru zmírnění cenového růstu. Obdobný vývoj očekáváme i v 1. a 2. čtvrtletí letošního roku.

#### Vybrané finanční ukazatele za rok 1997 (b.c.)

(za nefinanční org. a korporace všech odvětví nad 100 pracov.)

mizr. zm. v %

Ukazatel	1997		1997
VÝNOSY CELKEM	8.6	RENTABILITA NÁKLADŮ (zisk/náklady)	-0.05
VÝKONY CELKEM	9.5	RENTABILITA VLAST. JMĚNÍ (zisk/vl. jmění)	0.21
NÁKLADY CELKEM	8.7	RENTABILITA VÝKONŮ (zisk/výkony)	0.10
v tom:			
Výkonová spotřeba	10.3	MATERIÁLOVÁ NÁROČNOST (výkon.spotř./výkony)	0.50
Osobní náklady x/	9.5		
Odpisy	9.4	MZDOVÁ NÁROČNOST (osob.nákl./výkony)	-0.01
Ostatní náklady	5.9		
ZISK PŘED ZDANĚNÍM	5.9		

x/ zahrnuje mzdové a ostatní osobní náklady, odměny členům společností a družstev, náklady na soc. zabezpečení a soc. náklady

### 3. Trh práce

#### 3.1. Mzdový vývoj

**Dynamika nominálních i reálných příjmů domácností** v průběhu roku 1997 postupně zpomalovala, ve 4. čtvrtletí 1997 reálné příjmy již meziročně poklesly. Uvedený vývoj napomáhal formovat dynamiku poptávky a jejím prostřednictvím ovlivnil snížení tlaků na poptávkově taženou inflaci. Zpomalení mizr. růstu bylo ovlivněno především vývojem **příjmů z mezd**, u nichž nižší mizr. dynamika nominálního růstu proti roku 1996 o 8,7 bodu vyústila ve druhém pololetí v jejich meziroční reálný pokles o cca 3,3 %. Za hlavní faktory tohoto vývoje lze označit rostoucí mzdovou zdrženlivost v podnikatelské sféře, růst nezaměstnanosti a důsledné uplatňování restriktivních opatření vlády v nepodnikatelské (dřívější označení rozpočtová) sféře (pokles nominálních mezd ve 4. čtvrtletí o 6,6 %). Ze 16,2% v roce 1996 na 13,2 % v roce 1997 zpomalil růst **sociálních příjmů**. Velmi rychle rostly v roce 1997 **ostatní příjmy** (o 18,7 %)<sup>1</sup>, které měly rozhodující podíl (cca 45 %) na celkovém nárůstu příjmů.

Základní údaje o mzdovém vývoji a produktivitě práce mizr. změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST								OČ. SKUT. PREDIKCE				
	1996	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	1998	1998	
<b>PENEŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTÍ</b> (nominální)	11.3	12.7	12.0	16.6	13.3	12.8	13.5	12.4	10.0	12.1	9.5	9.1	9.6
(reálné)	2.3	3.9	2.5	7.4	4.1	5.1	6.5	2.3	-0.1	3.3	-3.4	-3.4	-1.8
<i>v tom:</i>													
Příjmy z mezd (nominální)	16.7	20.2	14.5	15.9	16.9	11.1	9.4	8.6	4.8	8.2	7.7	7.2	7.1
(reálné)	7.3	10.8	4.8	6.7	7.4	3.6	2.6	-1.1	-5	-0.3	-4.9	-5	-4.0
<b>PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR</b> (nominální)	17.4	21.0	16.5	17.1	18.0	13.7	13.0	12.4	8.4	11.9	11.0	10.2	10.0
(reálná)	7.9	11.5	6.6	7.8	8.4	6.1	6.0	2.3	-1.5	3.1	-2.1	-2.4	-1.4
<i>v tom:</i>													
Soutromé organizace (nominální) x	15.6	18.1	16.0	17.2	16.1	13.7	13.2	11.6	11.9	12.7	.	.	.
(reálné)	6.3	7.0	6.1	7.9	6.7	6.1	6.2	1.6	1.6	3.9	.	.	.
<b>NH PP</b>	2.6	3.6	1.6	3.1	2.7	1.4	0.8	1.0	3.6	1.7	2.2	2.8	2.9
<b>JMN (nominální příjmy z mezd na HDP v s.c.)</b>	11.6	14.8	10.8	12.4	12.4	9.7	8.8	9.7	2.4	7.2	6.9	5.6	5.3

x) Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby bez státní účasti

V prvním i ve druhém čtvrtletí 1998 předpokládáme, že dynamika růstu celkových nominálních příjmů bude mírně oscilovat kolem 9,5 %, a převýší úroveň 4. čtvrtletí m.r. (při prohloubení míry meziročního reálného poklesu)<sup>2</sup>. Při zpomalující míře růstu nominálních příjmů z mezd (kolem 7,5 %, podíl na celkovém přírůstku příjmů 42 %) se na celkovém růstu příjmů bude téměř stejně výrazně podílet růst ostatních příjmů (cca 12,2 % růst, podíl na celkovém přírůstku příjmů 37 %).

Výrazné snížení mizr. dynamiky růstu zaznamenala v roce 1997 také **průměrná nominální a reálná mzda**. Na tomto vývoji se podílela především nepodnikatelská sféra, (mj. mizr. pokles nominální mzdy ve 4. čtvrtletí o 6,4 %). V podnikatelské sféře zpomalení mizr. růstu nominální a reálné mzdy nebylo v roce 1997 tak výrazné (vliv vysoké dynamiky růstu průměrné mzdy v podnicích v soukromém vlastnictví). V prvním i ve druhém čtvrtletí 1998 dle našeho odhadu bude pokračovat pokles mizr. dynamiky růstu průměrné mzdy nominální, tak i reálné. Oproti předchozím obdobím ve 4. čtvrtletí rostla **produktivita práce rychleji**

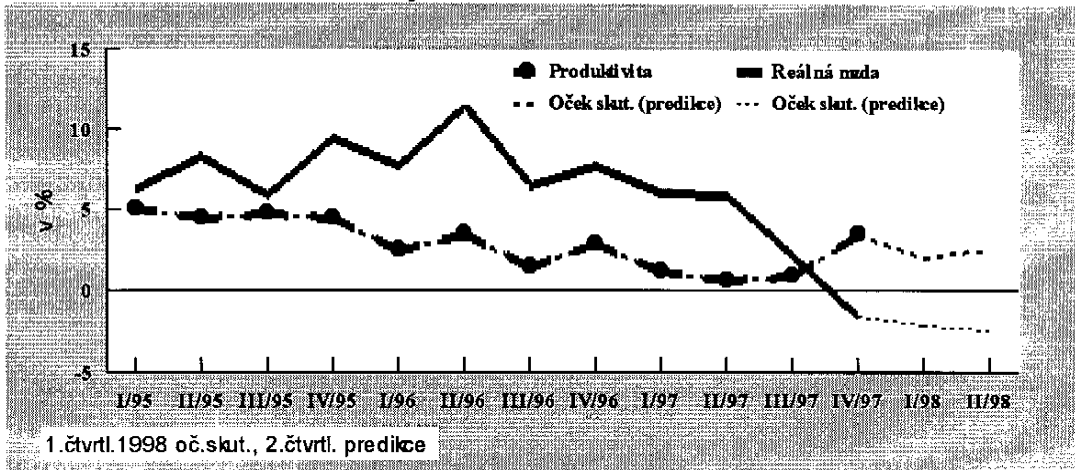
<sup>1</sup> Zahrnují přijaté úroky, příjmy ve vztahu k zahraničí (vratky devizových prostředků), důchody náležející pojištěncům a příjmy ze smíšeného důchodu obyvatelstva v podnikatelské činnosti.

<sup>2</sup> Důvodem je především obnovení mizr. růstu příjmů z mezd v nepodnikatelské sféře, přerušeného ve 4. čtvrtletí vlivem nevyplacení čtrnáctého platu



než průměrná reálná mzda, což přispělo ke snížení inflačních tlaků. Tento vývoj dle našeho odhadu pokračoval i v 1. a 2. čtvrtletí 1998. Uvedené nůžky slabého růstu produktivity a poklesu reálné mzdy však nevytvářejí prostor pro ekonomický růst a ve svém důsledku by mohly vést k novým mzdovým tlakům.

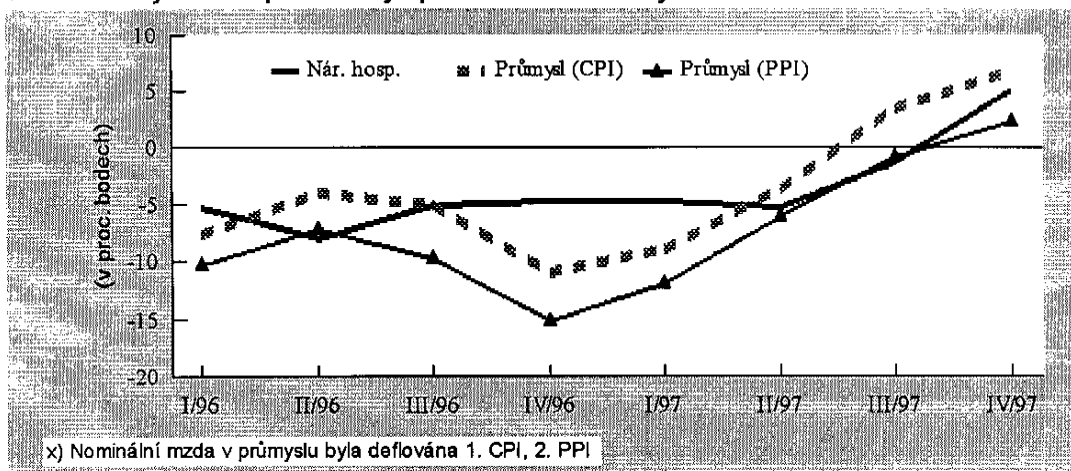
Meziroční růst NHPP a reálné mzdy



Odlisný vývoj proběhl v průmyslu, kde postupné zlepšování relace mezi dynamikou produktivity a průměrné reálné mzdy v průmyslu a v jeho rámci pak především v exportních odvětvích se v průběhu roku 1997 se uskutečnilo především v důsledku výrazného vzestupu dynamiky produktivity. Příznivá tendence převyšujícího růstu produktivity práce nad vzestupem reálných mezd v průmyslovém sektoru se dle našeho odhadu v rámci pokračující restrukturalizace udrží i v následujícím období.

Rovněž dynamika růstu jednotkových mzdových nákladů vykazala v roce 1997 - ve srovnání s předchozími roky - patrný pokles a dosáhla 7,2 %, především v důsledku snížení míry růstu mezd. Uvedený vývoj pokračoval dle našeho odhadu i v 1. a 2. čtvrtletí 1998.

Rozdíl mezi dynamikou produktivity a průměrné reálné mzdy



### 3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost

Ve 4. čtvrtletí 1997 se zvýraznil mizr. pokles zaměstnanosti, probíhající již v předchozích čtvrtletích (mizr. pokles o 1,4 %). Zaměstnanost poklesla především v zemědělství (o 9,8 %), došlo k poklesu i v průmyslu celkem (o 1,1 %) a dále pokračoval pokles v nepodnikatelské sféře (4,2 %). Za celý rok 1997 poklesla zaměstnanost o 0,9 %, k nejvýraznějšímu poklesu zaměstnanosti došlo v zemědělství a v průmyslu. V 1. i 2. čtvrtletí předpokládáme pokračování tendencí z předchozích období především ve snižování zaměstnanosti v návaznosti na pokračující restrukturalizaci a očekávaná úsporná opatření ve mzdové oblasti v průmyslu, peněžnictví a rozpočtové sféře.

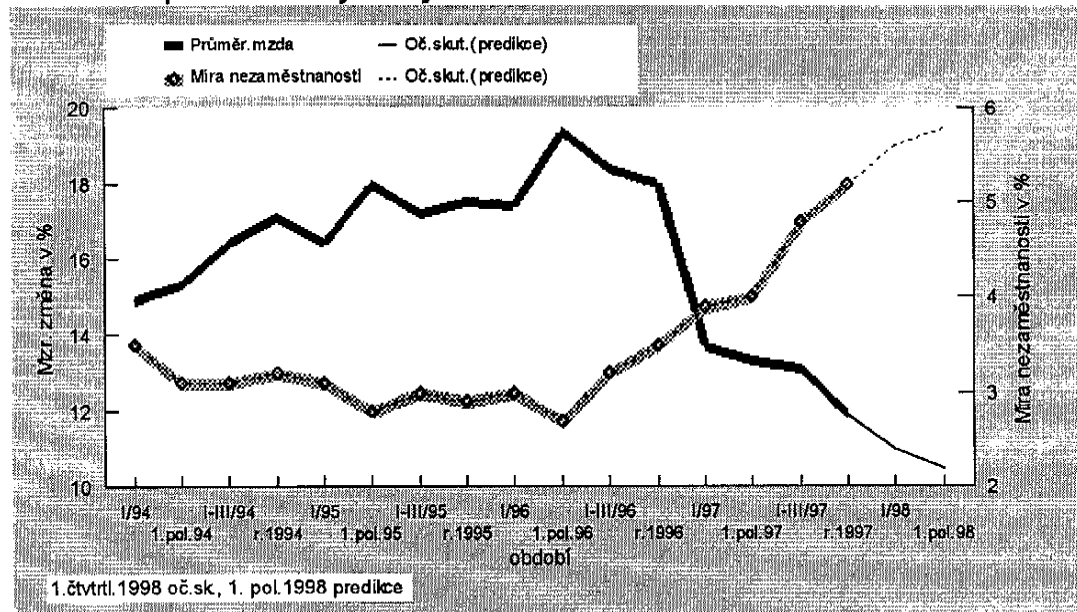
Základní údaje o vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti

UKAZATEL	SKUTEČNOST					1998		OČ.SK.		PREDIKCE	
	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	1/98	2/98	I/98	II/98	1998	
POČET ZAMĚST. V NH CELKEM (prům. počty)											
Mizr. změna v %	-0.2	-0.3	-1.4	-1.8	-1.0	.	.	-1.4	-1.2	-1.2	
Fyzické osoby - počet (v tis.)	5000.2	5016.3	4987.4	4975	4989.8	.	.	4929.9	4972.1	4930.2	
SOUKROMÝ SEKTOR (prům. počty*)											
Mizr. změna v %	18.4	17.9	16.6	14.2	16.9	.	.	.	.	.	
Fyzické osoby - počet (v tis.)	1382.8	1364.8	1350.0	1323.0	1350.0	.	.	.	.	.	
POČET NEZAMĚŠTNÝCH (**)						SKUTEČNOST					
Fyzické osoby - počet (v tis.)	199.8	202.8	242.8	.	288.9	1/98	2/98	284.1	288.9	340.0	
MÍRA NEZAMĚŠTNOSTI	3.9	4.0	4.8	.	5.2	5.6	5.6	5.5	5.5	6.5	
POČET UCHAZEČŮ NA 1 VOLNÉ PRAC. MÍSTO *)	2.3	2.5	3.4	.	4.3	4.7	4.6	4.4	.	.	

\*) Zahnuje ekonomické subjekty s 20 a více zaměstnanci a tuzemské (fyzické a právnické) osoby bez státní účasti  
 \*\*) Stav ke konci období

Míra nezaměstnanosti dosáhla k 31.3.1998 5,5 %. Vzestup míry nezaměstnanosti, evidovaný od 3. čtvrtletí, který byl důsledkem snižování zaměstnanosti prakticky ve všech odvětvích a velmi omezené absorpční schopnosti terciární sféry, jelikož i zde docházelo k úsporným opatřením ve mzdové oblasti, se zastavil v důsledku sezónních vlivů. Sezónně vyrovnaný ukazatel potvrdil trend růstu míry nezaměstnanosti. Pokračovala regionální diferenciací v míře nezaměstnanosti (14 okresů vykazuje vyšší míru nezaměstnanosti vyšší než 8 % a dalších 19 okresů vyšší než 6 %) a rovněž růst počtu osob dlouhodobě nezaměstnaných. Rostoucí segmentace trhu práce profesionální, věková i prostorová může výrazně omezit i očekávaný pozitivní vliv rostoucí míry nezaměstnanosti na snížení dynamiky mezd.

Relace růstu průměrné mzdy a míry nezaměstnanosti

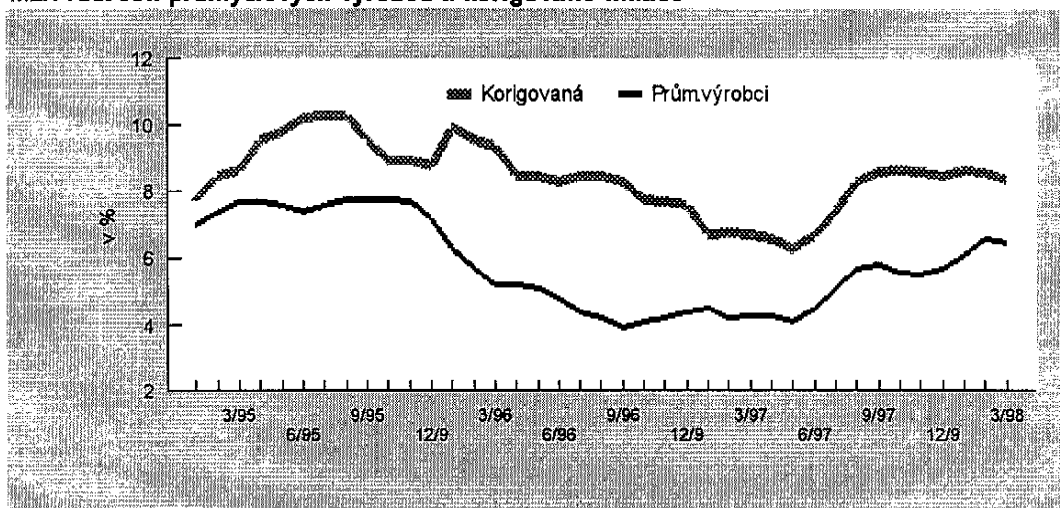


## 4. Nákladové faktory

### 4.1. Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců vzrostly v lednu roku 1998 meziměsíčně o 1,8% a meziročně o 6,1 %, v únoru roku 1998 meziměsíčně o 0,9% a meziročně o 6,6 %, v březnu meziměsíčně o 0,1 % a meziročně o 6,5 %. Vývoj cen průmyslových výrobců v lednu a únoru byl způsoben pravidelně se opakujícím zrychlením růstu na počátku roku, které bylo navíc posíleno vlivem depreciace měny ze závěru loňského roku. Předpokládáme, že meziměsíční indexy se v dalších měsících ustálí na mnohem nižších hodnotách a meziroční index cen průmyslových výrobců dosáhne ke konci roku hodnoty cca 5,5%.

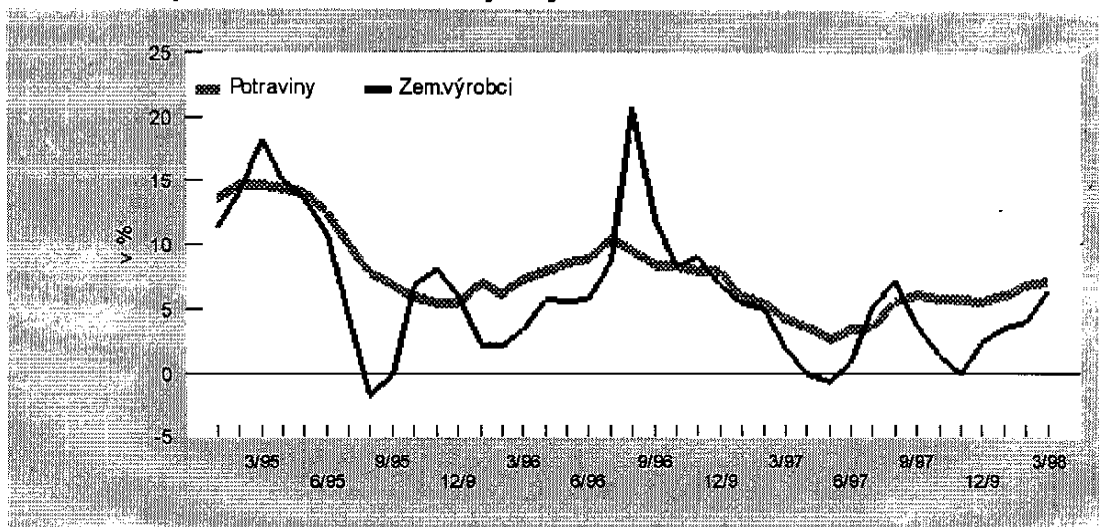
Mzr. růst cen průmyslových výrobců a korigované Inflace



Ceny stavebních prací vzrostly v lednu roku 1998 meziměsíčně o 1,9%, meziročně o 12,3%, v únoru roku 1998 meziměsíčně o 1,5% a meziročně o 12,8%, v březnu meziměsíčně o 0,4 % a meziročně o 12,1 %. Předpokládáme, že růst cen stavebních prací bude v následujících měsících v průměru mírně nižší, než tomu bylo v průběhu roku 1997, díky nižší poptávce po stavebních pracích, způsobené především úspornými opatřeními vlády. Meziroční index ke konci roku očekáváme ve výši cca 11,2%.

Ceny zemědělských výrobců vzrostly v lednu 1998 meziročně o 3,5%, v únoru roku 1998 o 4,0%, v březnu o 6,5 %. Vývoj cen zemědělských výrobců má přímý vliv na vývoj cen potravin a tedy i na celkový index spotřebitelských cen. Na samotné ceny zemědělských výrobců působí v průběhu roku celá řada obtížně predikovatelných faktorů, jež znesnadňují odhad jejich vývoje. Podle výsledků v prvních dvou měsících roku odhadujeme meziroční index cen zemědělských výrobců ke konci roku ve výši cca 3,5%.

### Mzr. růst cen potravin a cen zemědělských výrobců



#### 4.2. Dovožní ceny, kurz a ceny surovin

Dovožní ceny podle výběrových cenových indexů ČSÚ dosáhly v lednu zvýšení o 7,1 % a v únoru o 6 %. Růst dovozních cen se promítl ve skupinách potravin, tabáku, surovin a chemikálií. Výraznější pokles dovozních cen byl zaznamenán u skupiny paliv následkem klesajících cen ropy - meziročně za 1. čtvrtletí o 34,5 % (z 20,2 USD na 13,2 USD za barel).

Hlavním faktorem celkového zvýšení dovozních cen bylo meziroční oslabení nominálního kurzu koruny. Vlivem poklesu cen na světovém trhu se přes depreciaci kurzu koruny vůči bývalé centrální paritě o 16,7 % (meziročně za první dva měsíce roku) zvýšily dovozní ceny v průměru pouze o 6,6 %.

Cenový vývoj na komoditních burzách surovin měl po celé 1. čtvrtletí klesající trend a inflační impulsy do české ekonomiky neposiloval. Cenový surovinový index HWWA se dostal pod cenovou úroveň 1. čtvrtletí předchozího roku následkem snižujících se cen průmyslových a energetických surovin, jen částečně kompenzovaných rostoucími cenami potravin.

#### 4.3. Ceny služeb

Ceny tržních služeb vzrostly v lednu 1998 meziměsíčně o 2,0 %, meziročně o 14,4 %, v únoru 1998 meziměsíčně o 0,9 % a meziročně o 14,7 %. Meziroční index cen tržních služeb ke konci roku odhadujeme ve výši cca 8,6 %.

### III. Shrnutí

#### A) Shrnutí trendů

V 1. čtvrtletí se zřetelně projevovala tendence narovnávání makroekonomických nerovnováh, které kulminovaly v 1. polovině m.r. Základem bylo výrazné utlumení poptávky, na kterém vedle přísné měnové politiky poprvé po delším období ztlačněji participovaly i fiskální a důchodová politika. Sblížení úrovně poptávky a nabídky se projevilo především v oblasti vnějších vztahů, kde došlo k výrazné redukci ještě nedávno kritických hodnot deficitů obchodní bilance a běžného účtu ve vztahu k HDP. Pozitivní vliv na inflaci není příliš zřetelný, neboť byl překryt především netypickým vývojem cen v lednu a v únoru. Je však velmi pravděpodobné, že utlumení domácí poptávky patřilo k významným faktorům (např. vedle příznivého vývoje cen surovin) eliminujícím inflační impulsy spojené s oslabením kursu koruny, ke kterému došlo v průběhu 4. čtvrtletí m.r.

Přes zmíněný pozitivní vývoj se však inflace v prvních dvou měsících t.r. vyvíjela nepříznivě, což vedlo ČNB v průběhu března ke zpřísnění měnové politiky. Zvýšení repo sazby svou výší (0,25 bodu) jasně naznačuje, že hlavním účelem nebylo další utlumení poptávky, ale vyslání signálu, že ČNB je připravena v případě potřeby důsledně bránit stanovený inflační cíl. Přestože se dalo v dalších měsících očekávat zklidnění cenového vývoje, byl tento krok účelný z hlediska budování kredibility ČNB, která je nutnou podmínkou pro ovlivňování expektací v budoucnu cíleným směrem. Stabilizovaný vývoj na peněžním a devizovém trhu svědčí o tom, že opatření ČNB bylo trhy přijato vcelku kladně.

Cenový vývoj v březnu byl příznivý. Indexy spotřebitelských cen i čisté inflace vzrostly pouze o 0,1 bodu s tím, že dominoval růst cen potravin (0,2 bodu), který byl kompenzován nulovým nárůstem korigované inflace. Vliv regulovaných cen byl přitom zanedbatelný (nárůst o 0,03 bodu způsobený růstem cen některých položek v pravomoci místních orgánů). Březnový vývoj v cenové oblasti pravděpodobně indikuje návrat cenového růstu k obvyklým meziměsíčním přírůstkům, který byl původně očekáván již v únoru. To by znamenalo, že očekávaný nárůst čisté inflace ke konci t.r. se opětovně navrací do stanoveného koridoru, resp. k jeho horní hranici (6,5 %). Existují však minimálně dva důvody, proč přistupovat k březnové inflaci s rezervou. Prvním z nich je skutečnost, že jde o první signál zlepšení v oblasti cenového vývoje a je tedy nutné vyčkat na potvrzení tohoto trendu v dalších měsících. Druhým důvodem je nadále poměrně vysoká meziměsíční dynamika jádrové i sezónně očištěné celkové inflace (v řádu cca 0,4 bodu).

#### B) Vyhodnocení indikátorů budoucí inflace

Nejnovější trendy vývoje ekonomiky naznačují, že existující hospodářsko politický mix je schopen působit na postupné snižování vnitřní a vnější nerovnováhy v následujícím období. Jak vyplývá z příložené tabulky indikátorů budoucí inflace, očekáváme ve druhém čtvrtletí pokles růstu peněžní zásoby přibližně na polovinu tempa dosahovaného ve čtvrtém čtvrtletí

minulého roku. O slábnutí inflačních expektací svědčí postupné snižování spreadů úrokových sazeb v posledních měsících. Mírný růst míry nezaměstnanosti ve srovnání s posledním čtvrtletím minulého roku naznačuje možné tlumení mzdových tlaků, což je potvrzováno právě probíhajícím poklesem reálných mezd. Nevýrazný hospodářský růst je vzdálen situaci přehřáté ekonomiky, právě tak jako momentálně značný předstih růstu HDP před domácí poptávkou. Tento předstih se sice ve druhém čtvrtletí poněkud sníží, ale na rozdíl od HDP bude domácí poptávka i nadále klesat. Velmi příznivá bude i relace mezi tempem růstu produktivity práce a reálnou mzdou. Domníváme se, že tato tendence bude přetrvávat až do doby, než dojde k podstatnému oživení hospodářského růstu, což může trvat dva až tři roky. Mírný pokles indexu cen průmyslových výrobců se nestane v nejbližším období faktorem nákladové inflace a ani příznivá konstelace stability dovozních cen s relativní stabilitou reálného kursu nezakládá důvody pro kumulaci inflačních očekávání v krátkém období.

### C) Rizika budoucího vývoje

Vývoj ve 2. pololetí t.r., popř. i v dalším období je však spjat s riziky, které existují jak na straně nabídky, resp. nákladů, tak na straně poptávky. Na straně nabídky jde především o následující rizika :

- Ceny zemědělských výrobců již po 3 měsíce za sebou vykazují rostoucí trend. Svědčí to o tom, že zemědělci v minulých letech pravděpodobně již vyčerpali možnosti dále tlumit rostoucí náklady a zvyšovat ztrátovost tohoto sektoru, která je již na pokraji únosnosti. Ceny potravin tak zřejmě budou na rozdíl od předchozích let čistou inflaci spíše dynamizovat než tlumit.
- Nominální kurs vůči DEM se v současné době pohybuje cca 1 Kč pod hodnotou, z níž vycházela predikce inflace na tento rok. V souvislosti s fundamentálním vývojem nelze vyloučit, že může dojít k určité korekci ve směru oslabení kursu koruny.
- Ceny surovin na světových trzích se v 1. čtvrtletí vyvíjely poměrně příznivě a zmírnily dynamiku dovozních cen. V delším časovém horizontu překračujícím 2. čtvrtletí však lze očekávat spíše nárůst než pokles jejich dynamiky.
- Dynamika nominálních mezd v soukromém sektoru vykazuje výrazně nižší tendenci k poklesu, než je tomu ve státním sektoru, popř. v organizacích s majoritou státu. Vývoj mezd tak zatím není významnou položkou tlumící nákladové inflační impulsy. Navíc v souvislosti s dosavadním vývojem inflace nelze zcela vyloučit tlaky na růst mezd, a to nejen v tradičních oblastech (železnice, zdravotnictví, školství), ale i v soukromém sektoru.

Na straně poptávky jde především o následující rizika :

- Fiskální oblast, kde stávající přebytkovost veřejných rozpočtů jako celku (v 1. čtvrtletí t.r. +2,7 mld. oproti -10,4 mld. v 1. čtvrtletí m.r.) je především výsledkem přebytku státního rozpočtu ve výši 7,6 mld. S výjimkou roku 1997 (schodek 8,5 mld.) jde však o sezónní záležitost a proto lze ke konci t.r. očekávat v nejlepším případě vyrovnanost státního

rozpočtu. To ale ve světle tendencí rozpočtů místních orgánů ke schodkovosti představuje celoroční deficit veřejných rozpočtů. Navíc nelze odhlédnout ani od dalších požadavků na výdaje státního rozpočtu, jako je zvýšení penzí v t.r. a jejich další očekávané zvýšení v příštím roce či důrazně požadované zvýšení státních zdrojů směřovaných do zdravotnictví aj. Nadále poměrně nízká dynamika hospodářské aktivity i přetrvávající nižší schopnost státu vybírat daně přitom neskýtají mnoho možností pokud jde o zvyšování příjmů státního rozpočtu.

- Sekuritizace implicitního státního dluhu, jehož financování může za určitých okolností působit expanzivně. Toto riziko hrozí ve dvou případech. Prvním z nich je nákup vládních cenných papírů nerezidenty v objemu převyšujícím stávající výši přímého financování státního dluhu (86,7 mld. Kč) ze strany ČNB, která má být ČNB splacena. Druhý případ nastane, když bude emise vládních cenných papírů jednorázová a nikoli rozložená v čase.

Rizikovým faktorem svého druhu je nejistota spojená s červnovými volbami, která *může* :

- v krátkém časovém horizontu vyústit v odliv krátkodobého kapitálu či vyprovokovat neadekvátní reakce rezidentů (např. růst poptávky po devizových úsporách, předzásobování se surovinami, investicemi či zbožím z dovozu, předčasné splácení zahraničních závazků a pod.) a tím tlačit na oslabení kursu koruny,
- v případě určité povolební konstelace znamenat dlouhodobější uvolnění fiskální politiky s cílem stimulovat stranu domácí nabídky; růst poptávky a pravděpodobná deprecie kursu budou působit inflačně a následné tlaky na růst mezd tento trend dále prohloubí.

### C) Závěr

Stávající měnový a hospodářský vývoj a jeho výhled do konce 2. čtvrtletí je poměrně uspokojivý. Platí to zřejmě jak pro spotřebitelské ceny, tak pro čistou inflaci, která přibližně směřuje do stanoveného koridoru. Další zpříšňování měnové politiky proto zatím není nutné.

Zároveň však dosud nenazrály ani podmínky pro uvolnění měnové politiky. Příznivý březnový vývoj inflace je zatím první svého druhu a je proto třeba vyčkat na jeho potvrzení v dalších měsících. Dalším důvodem pro vyčkávání jsou zmíněná rizika vývoje inflace ve 2. pololetí t.r., popř. i v dalším období. Navíc uvolnění měnové politiky bezprostředně po jejím březnovém zpříšnění (ač pouze signálním) se nejeví z hlediska kredibility ČNB příliš šťastným řešením.

### D) Návrh opatření

Doporučujeme proto zatím ponechat operativní cíl beze změny a vyčkat na vývoj v dalším období.

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE

Indikátor		Skutečnost IV. Q / 1997	Skutečnost leden 1998	Skutečnost únor 1998	Skutečnost březen 1998	Očekávaná skutečnost 2. Q / 1998
1.						
meziroční index CPI	S	10,0	13,1	13,4	13,4	12,4
meziroční index čisté inflace	S	6,8	7,5	7,9	7,9	7,1
meziroční index korigované inflace	S	7,6	8,5	8,6	8,4	7,8
2.						
peněžní zásoba (M2)	S	10,1	7,5 %	6,0 %	7,8 %	5 - 7 %
3.						
spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	S	1,34	1,25	1,31	0,94	x
spread bid/offer 1T PRIBOR	S	0,94	0,64	0,44	0,34	x
spread bid/offer 1R PRIBOR	S	0,90	0,68	0,49	0,35	x
FRA 3x6, 12x24	S	16,51 14,90	14,14 14,75	15,62 14,75	15,5 14,7	x
spread 2R IRS - 1R IRS	S	-1,06	-0,96	-0,66	-0,68	x
spread 5R IRS - 1R IRS	S	-2,35	-2,13	-1,57	-2,16	x
4.						
míra nezaměstnanosti	S	5,2	5,6	5,6	5,5	5,6
tempo růstu HDP (s.c.)	T	2,2	x	x	0,8 1.Q x)	1,5
tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	T	9,6	5,9	8,7	9,5 x)	3,4
předstih tempa růstu domácí poptávky a HDP	T	-3,4	x	x	6,3 1.Q x)	2,2
5.						
příjmy z mezd - nominální	T	4,6	x	x	7,7 1.Q x)	7,2
příjmy z mezd - reálné	T	-5,0	x	x	-4,9 1.Q x)	-5,0
předstih tempa růstu produktivity před reálnou mzdou	T	5,1	x	x	4,3 1.Q x)	5,2
6.						
meziroční index PPI	S	5,7	6,1	6,6	6,5	6,2
index dovozních cen	T	108,2	107,1	106,0 x)	109,0 x)	108,0 x)
7.						
index nominálního kursu (zákl. 1/93)	S	111,87	113,90	109,15	107,56	115,0 x)
index reálného kursu (zákl. 1/90)	S	123,37	126,54	128,50	130,13 x)	127,18 x)

S - stavové veličiny (stav k posledním dnům období)  
T - toková veličina (za čtyřletí, konečně: 1997 = IV.Q)  
x) - predice xx) - předběžný údaj

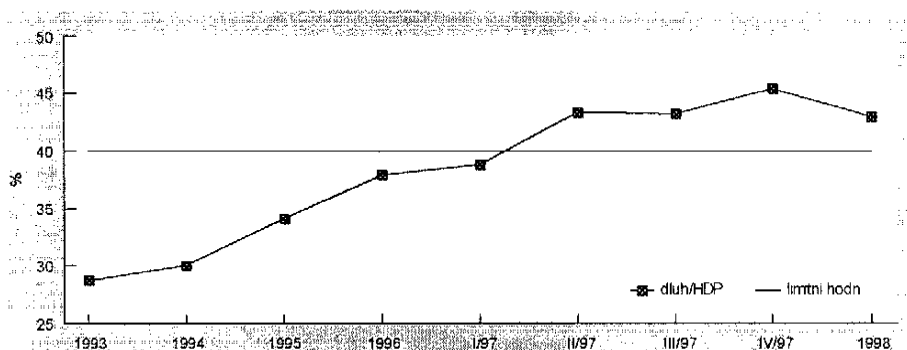


**Indikátory vnější nerovnováhy České republiky****Mezinárodně uznávané indikátory**

## 1/ podíl zahraničního dluhu na HDP

Definitivní údaje ohledně výše zahraničního dluhu ke konci roku 1997 dokládají výrazné překročení hranice 40 % HDP (skutečnost 45,4 %), která je mezinárodně považovaná za rizikovou. Předpokládaný vývoj některých ukazatelů v letošním roce (pokles pasiva běžného účtu, růst HDP, nevýrazná změna úrovně nominálního kurzu) by měl trend růstu zadluženosti ve vztahu k HDP zastavit (pokles pod 40 %-ní hranice není ale předpokládán). Déle trvající překračování "senzitivní hranice" může působit ve směru urychlování inflačních tlaků. Vývoj tohoto ukazatele bude zřejmě ovlivněn také potřebou financovat v určitém rozsahu vnitřní dluh státu zahraničními zdroji.

Podíl zahraničního dluhu na HDP

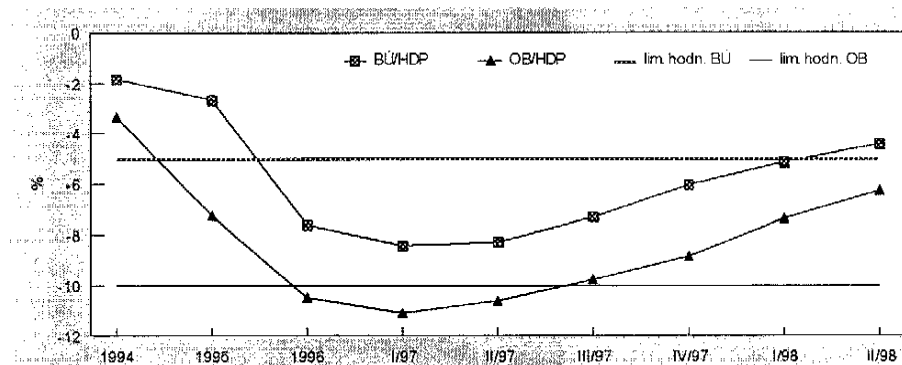


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

## 2/ podíl běžného účtu a obchodní bilance na HDP

Výsledky zahraničního obchodu za I. čtvrtletí ukazují pokračující trend ve snižování vnější nerovnováhy. Běžný účet již dosáhl, měřeno na roční bázi, mezinárodně přijatelné hranice 5 % HDP a trend poklesu tohoto podílu by měl pokračovat i v následujícím období. Samotné 1. čtvrtletí 1998 bude vykazovat výsledek okolo 2 % poměru běžného účtu k HDP. Tento vývoj má pozitivní vliv na inflační očekávání.

Saldo běžného účtu a obchodní bilance k HDP

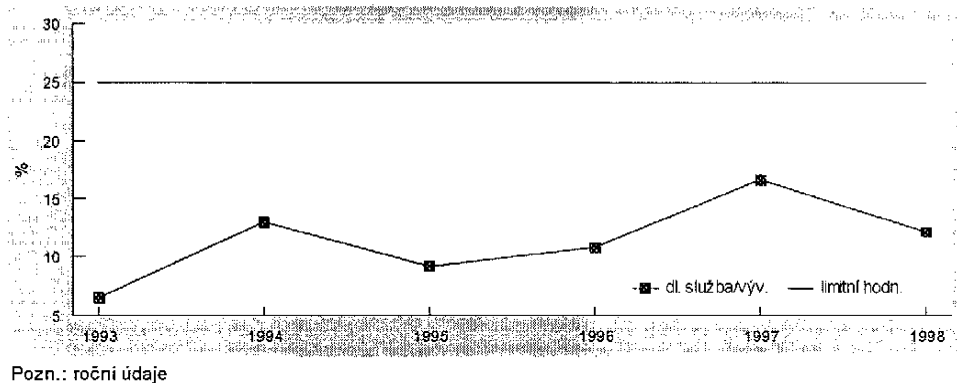


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

### 3/ dluhová služba ze střednědobých a dlouhodobých závazků max. do výše 25 % ročního vývozu zboží a služeb

Podle zpřesněných výsledků dosáhla v roce 1997 dluhová služba ze střednědobých a dlouhodobých závazků 16,6 % ročního vývozu zboží a služeb. Mezinárodně senzitivní hranice je považována ve výši 25 %. Ze stavu závazků k 31.12.97 vyplývá pro letošní rok dluhová služba ve výši 12,2 %, splatnost nově nabíhajících závazků by ji mohla povýšit i nad úroveň roku 1997. Tento vývoj může implikovat negativní inflační expektace.

Dluhová služba z dlouhodobých závazků vyjádřená v % ročního vývozu zboží a služeb



### 4/ devizové rezervy nepoklesnou pod hranici tříměsíčního dovozu zboží a služeb

Navýšení devizových rezev v I. čtvrtletí vlivem přebytku celkové platební bilance zvýšilo míru krytí ročního dovozu na cca 4 měsíce. Ve II. čtvrtletí předpokládaný nárůst dovozu bude znamenat pravděpodobnou stabilizaci resp. pouze mírné snížení pokrytí dovozu rezervami. Vzhledem k tomu by tento indikátor neměl negativně působit na inflační očekávání.

Devizové rezervy ve vztahu k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb



Pozn.: devizové rezervy k ulímu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz v příslušném roce

## 5/ změny v názoru zahraničních investorů na Českou republiku

Převládá mínění, že nepřesvědčivé výsledky v růstu inflace za leden a únor navodily zvýšení inflačních očekávání v ekonomice, které mohou být nadále ovlivněny předpokládaným růstem povolební politické nestability. Expektace zahraničních investorů (Emerging Europe Advisor z dubna t.r.) reflektují blížící se začátek volební kampaně a značnou pravděpodobnost povolební patové situace. Obecně převažuje názor na zesílení tlaků na oslabení tuzemské měny.

Obezřetně je sledován způsob řešení tzv. skrytého vládního dluhu. Oproti očekávání na oslabení kurzu měny mohou působit oznamované pozitivní výsledky makroekonomických ukazatelů.

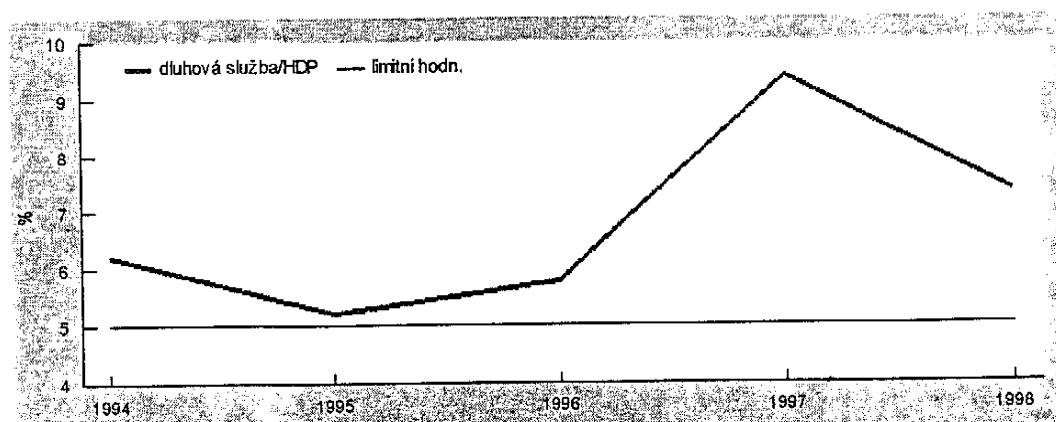
Agentura Standard and Poor 's zachovala v dubnu 1998 rating dlouhodobých závazků na stupni A a krátkodobých devizových závazků na A - 1 se stabilním výhledem. Agentura IBCA snížila rating u Komerční banky a České spořitelny z BBB+ na BBB.

## Interně sledované ukazatele

### 1/ dluhová služba ve vztahu k HDP

V roce 1997 odčerpaly výdaje na úhradu dluhové služby téměř 10 % HDP. Pro letošní rok se vychází z možného poklesu podílu dluhové služby na HDP vlivem urychlení růstu outputu a zpomalení růstu zadluženosti. V kontextu vývoje ostatních dluhových veličin a absolutní výše indikátoru může působit tato skutečnost nepříznivě na inflační expektace.

Podíl dluhové služby k HDP

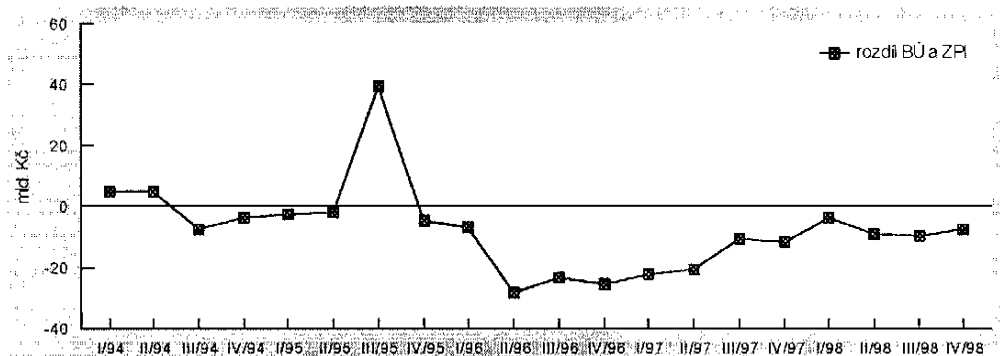


Pozn.: roční údaje

## 2/ krytí deficitu běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

Snižuje se "gap" ve financování schodku běžného účtu zahraničními přímými investicemi v letošním roce. Tato pozitivní skutečnost působí pozitivně na inflační expektace.

Financování salda běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic

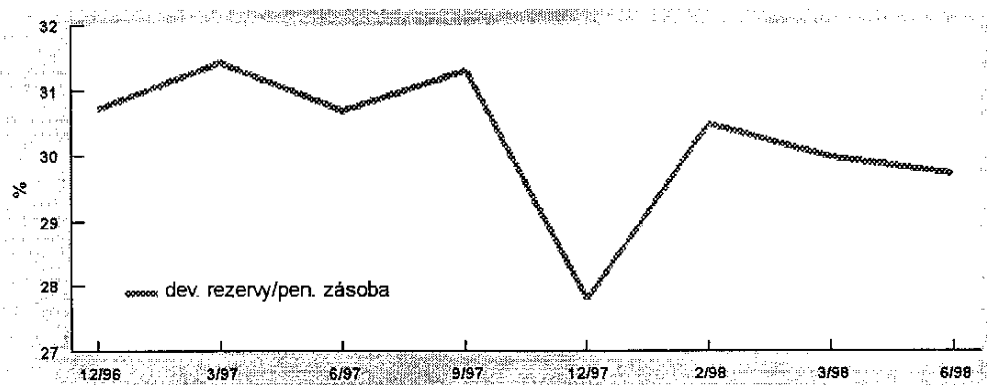


Pozn.: čtvrtletní údaje

## 3/ podíl devizových rezerv na peněžní zásobě

V současnosti je peněžní zásoba kryta cca z 30 % stávajícími devizovými rezervami ČNB a tento podíl by měl po zbývajícím období roku zachován (předpoklad relativně stejného růstu devizových rezerv a peněžní zásoby v roce 1998). Z hlediska možné konverze korun do deviz lze považovat tuto výši za dostatečnou. Uvedený vývoj nezavdává příčinu pro možný nárůst negativních inflačních expektací.

Podíl devizových rezerv na peněžní zásobě

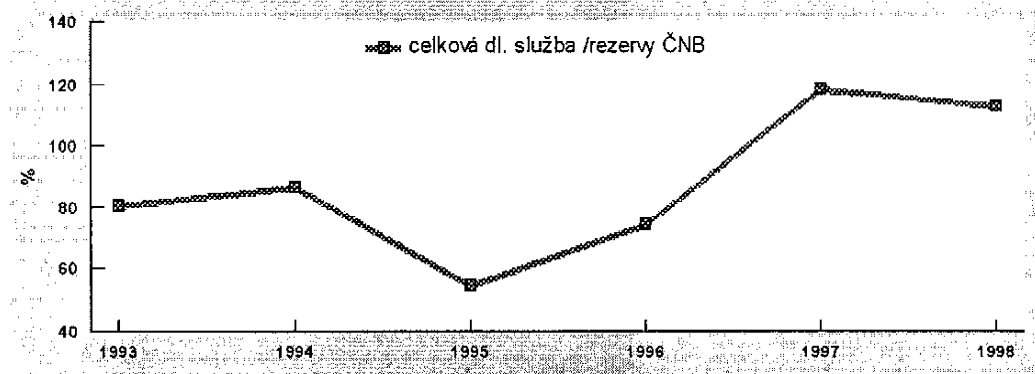


Pozn.: stav k ultimu příslušného čtvrtletí

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

Podíl splatných a rychle mobilizovatelných závazků na objemu devizových rezerv ČNB je vysoký (devizové rezervy ČNB k jejich krytí nepostačují) zejména vlivem růstu zadluženosti a poklesu devizových rezerv v IV. čtvrtletí m.r. Pro letošní rok by mělo dojít ke stabilizaci výše tohoto podílu na úrovni dosažené ke konci minulého roku. Z výše krytí dluhu je zřejmé potenciální riziko pro kurzový vývoj.

Podíl dluhové služby z dlouhodobého dluhu a stavu krátkodobého dluhu vůči nerezidentům na devizových rezervách ČNB

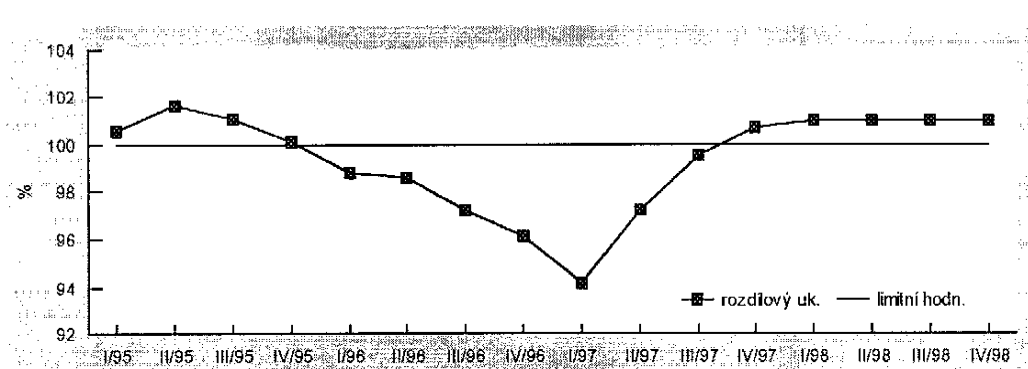


Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu roku

#### 5/ rozdílový ukazatel ve vývozu

Je předpokládán vývoj rozdílového ukazatele v "pásmu exportní ziskovosti" v porovnání s tuzemským odbytem. Z uvedeného vývoje nevyplývají tlaky na zesílení inflačních tendencí.

Vývoj rozdílového ukazatele ve vývozu

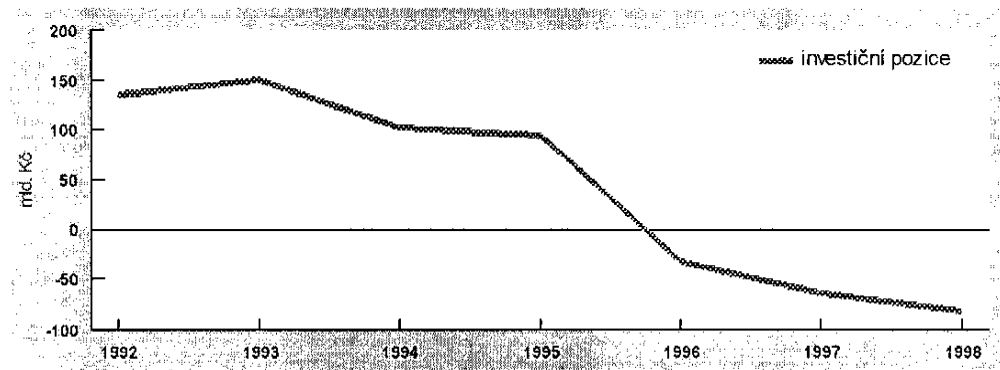


Pozn.: čtvrtletní hodnoty

## 6/ vývoj investiční pozice vůči nerezidentům

V letošním roce se předpokládá prohlubování deficitu investiční pozice vůči nerezidentům, i když dynamika prohlubování deficitu by měla být nižší než v roce 1997. Tento vývoj souvisí s předpokládaným poklesem vnější nerovnováhy v letošním roce. Zvýšené inflační expektace z tohoto titulu nejsou předpokládány.

Vývoj investiční pozice vůči nerezidentům

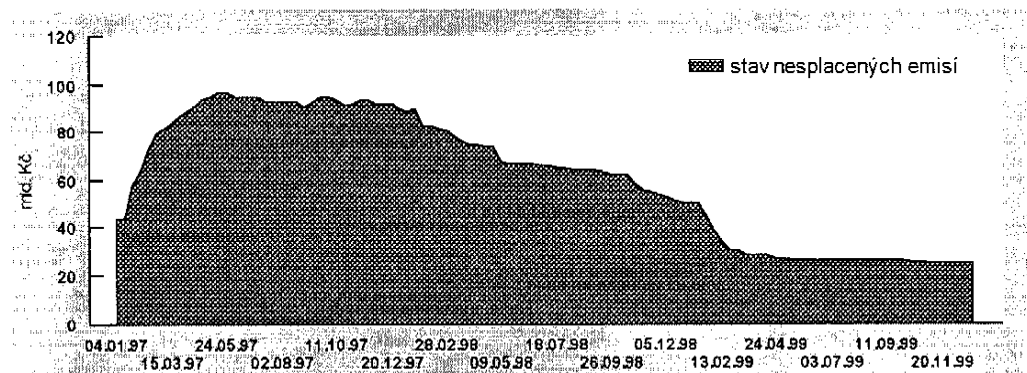


Pozn.: stav k ultimu přísl. roku

## 7/ vývoj stavu splatných eurokorunových emisí

Prosazuje se tendence úplného obnovování splatných eurokorunových emisí (v dubnu již předpokládané nové emise převyšují emise splatné). Tím dochází k eliminaci tlaku na devizový kurz ve směru jeho depreciační, a tím i možnému vlivu na zvýšená inflační očekávání.

Vývoj nesplacených eurokorunových emisí



**Závěr:**

Proti stavu hodnocenému v minulé situační zprávě nezaznamenal současný vývoj výraznější odchylky v trendech. Pozitivní trendy pokračují v oblasti narovnávání vnější nerovnováhy (vývoj běžného účtu, obchodní bilance), definitivní údaje o zahraniční zadluženosti a dluhové službě potvrzují vysokou míru zadluženosti země a nákladnost umořování tohoto dluhu. Pozitivní vývoj byl zaznamenán ve vývoji devizových rezerv země, jejichž nárůst dokumentuje celkovou přebytkovost platební bilance v I. čtvrtletí. Vývoj indikátorů nezavdává příčinu k bezprostředním inflačním tlakům.

Tlak na kurz a vyvolávání inflačních impulsů je rizikem střednědobého horizontu t.j. II. pololetí roku 1998. Oznamování pozitivních makroekonomických výsledků však může působit proti tendenci k oslabení kurzu koruny.

Na makroúrovni je patrné snižování ratingu vybraných subjektů bankovního sektoru jednotlivými agenturami.

## Stávající systém predikce inflace

### Predikce vývoje celkového indexu spotřebitelských cen a čisté inflace:

Predikce celkového indexu spotřebitelských cen a čisté inflace vychází z predikce jednotlivých specifických složek inflace, tzn. regulovaných cen, vlivu změn nepřímých daní a dotací, cen potravin a korigované inflace (z predikcí těchto složek pomocí váženého průměru - vycházíme z přepočtených vah příslušného období - propočteme predikci celkové a čisté inflace).

### Predikce vývoje regulovaných cen:

Predikci vývoje regulovaných cen získáváme tak, že predikujeme změny cen všech položek zahrnutých do regulovaných cen a pomocí přepočtených vah získáme celkovou změnu regulovaných cen.

Položky regulovaných cen lze rozdělit na dvě části: na položky s jednoznačně stanovenými cenami (tj. položky s maximálními cenami a poplatky) a položky s věcně usměrňovanými cenami, u nichž je možné zvyšovat ceny nanejvýše na úroveň odpovídající promítnutí oprávněných nákladů.

Změny maximálních cen a poplatků provádí vláda ČR, Ministerstvo financí nebo místní orgány, přičemž neexistuje žádná dlouhodobější koncepce nápravy regulovaných cen (za určitou koncepci lze považovat pouze pravidelné zvyšování nájemného). Konkrétní představy na Ministerstvu financí o změnách těchto cen, a to pouze na následující rok, vznikají při sestavování státního rozpočtu. Z tohoto důvodu se nám daří v závěru roku získávat na Ministerstvu financí rozhodnutí o změnách těchto cen v příštím roce, přičemž některé návrhy změn cen musí schválit vláda (vzhledem ke skutečnosti, že Ministerstvo financí připravuje změny regulovaných cen na základě jednání vlády o těchto otázkách, jsou většinou tyto návrhy přijímány). Ministerstvo financí má přehled i o uvažovaných změnách maximálních cen stanovovaných místními orgány. K prvnímu lednu každého roku vychází pak Cenový věstník Ministerstva financí, ve kterém je většina změn regulovaných cen přesně stanovena (s výjimkou těch, které podléhají schválení vládě). To tedy znamená, že vždy ke konci roku máme k dispozici informace o vývoji maximálních cen a poplatků v následujícím roce (následně zpřesněné Cenovým věstníkem), které přebíráme beze změn do naší predikce vývoje. Riziko tohoto odhadu potom je v tom, že vláda neschválí v průběhu roku původní návrhy Ministerstva financí týkající se zvyšování maximálních cen.

Predikci růstu věcně usměrňovaných cen provádíme rovněž po konzultacích s ministerstvem financí, které má nad dotyčnými podniky dozor (např. teplárny, vodárny) a poskytuje nám v závěru roku svoje představy růstu některých z těchto cen. Tyto odhady pak porovnáváme s našimi informacemi o vývoji těchto cen (informace o připravovaných návrzích, informace o stavu v odvětví apod.) a pokud nejsou v přímém rozporu, tak je přebíráme. Při predikci změn cen položek, o kterých se nám podaří získat jen minimum informací (většinou položky s malou vahou ve spotřebním koši, např. úvahy o úpravách cen MHD v jednotlivých městech), vycházíme z odhadu růstů nákladů příslušných podniků podle konkrétní situace v daném odvětví (minulý vývoj ukazuje, že růst cen těchto položek zhruba kopíruje růst celkového indexu spotřebitelských cen).



### **Predikce vývoje vlivu nepřímých daní a dotací:**

O velikosti případných změn nepřímých daní a dotací v dalším roce se definitivně rozhoduje až v závěru předešlého roku. Změny jsou prováděny vždy k 1. lednu a jejich dopad do celkové inflace lze poměrně přesně odhadnout. Z jednání s ČSÚ ohledně metodiky výpočtu čisté inflace vyplynula dohoda, že celý dopad těchto administrativních změn bude uplatněn vždy v lednu (tzn., že se bude předpokládat, že celé zvýšení spotřebitelských cen z titulu těchto administrativních změn proběhne bez časového zpoždění v lednu). V případě dalších let (od roku 1999) nám nejsou známy žádné konkrétní informace nebo návrhy, že by mělo dojít k dalším změnám nepřímých daní nebo dotací, a proto v těchto letech predikujeme nulový dopad do celkové inflace.

### **Predikce vývoje cen potravin a korigované inflace:**

Ideálním způsobem predikce těchto veličin by byla predikce pomocí ekonometrických modelů obsahujících souhrn všech ekonomických ukazatelů (indikátorů), které vývoj cen potravin a korigované inflace ovlivňují. Takovéto pro konkrétní predikce použitelné modely se nám (ani nikomu dalšímu) dosud nepodařilo odvodit (důvodem je i současný stav statistiky, kdy se neustále provádí metodické změny ve vykazovaných údajích, v některých případech lze pochybovat i o věrohodnosti vykazovaných údajů). Nám se podařilo (a to ještě s výhradami) prokázat pouze vztah mezi korigovanou inflací a kurzem Kč k DEM a mírou nezaměstnanosti, mezi korigovanou inflací a cenami průmyslových výrobců a mezi cenami potravin a cenami zemědělských výrobců, přičemž predikce inflace pouze na základě těchto vztahů jsou rizikové (např. vzhledem k tomu, že výpočty vycházejí z období s poměrně vysokou dynamikou růstu poptávky, kdežto v současné době je patrný výrazný pokles poptávky). Navíc odhady vývoje kurzu nemáme k dispozici, a proto je možné touto metodou predikovat pouze tři měsíce dopředu (kurz ovlivňuje - dle našich zjištění - korigovanou inflaci s tříměsíčním zpožděním). Ceny zemědělských výrobců ovlivňují ceny potravin bez zpoždění, a proto použití vztahu mezi nimi nemá pro predikce velký význam (slouží pouze k dosažení souladu mezi cenami potravin a cenami zemědělských výrobců).

Vzhledem k neexistenci komplexního ekonometrického modelu, který by na základě vývoje indikátorů dával dostatečně přesnou predikci korigované inflace resp. cen potravin, vycházíme při predikcích z dosavadního vývoje těchto ukazatelů a úvahy o vývoji a dopadu základních indikátorů vývoje (z reálné ekonomiky, měnového vývoje, kurzu), které inflaci ovlivňují; bereme v úvahu i částečně ekonometricky prokázané vazby mezi kurzem, nezaměstnaností, produkčními cenami a korigovanou inflací.

### **Při predikcích korigované inflace a cen potravin pro krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý horizont postupujeme tedy následujícím způsobem:**

1. Na základě rozdílů ve vývoji ukazatelů ovlivňujících vývoj inflace - indikátorů - v predikovaném a předešlém roce odhadneme trend vývoje v predikovaném roce (příp. delším období) a první verzi meziročního růstu korigované inflace a cen potravin ke konci predikovaného roku (příp. delšího období). Při predikcích vycházíme především z vývoje těchto indikátorů: kurz Kč, ceny výrobců, relace poptávky a nabídky, předstih dynamiky růstu mezd před produktivitou práce, dovozní ceny, peněžní zásoba, úrokové sazby, míra nezaměstnanosti. Posuzujeme nakolik který indikátor bude působit na zpomalení resp. na zrychlení růstu cen, která z těchto skutečností má větší resp. menší váhu, bereme v úvahu provázanost těchto vlivů (např. poklesne dynamika spotřeby domácností, poklesne dynamika růstu cen průmyslových výrobců, nebude tak vysoká depreciace apod.). Jedná se o hrubé odhady a nepovažujeme za vhodné je konkrétně vyčíslit (konkrétní odhady číselných dopadů nelze jednoznačně obhájit, seriózní propočty dopadů jednotlivých indikátorů bude možné získávat až pomocí ekonometrického modelu, který bude obsahovat všechny indikátory, viz text výše).

2. Na základě vývoje meziměsíčních indexů v předešlých letech odvodíme sezónní výkyvy v jednotlivých měsících, přičemž prověřujeme zda nejsou výkyvy z běžného vývoje v minulých letech, které mohly být považovány za sezónní, způsobeny nějakými mimořádnými událostmi v příslušném období.

3. Z první verze odhadu meziročních růstů (korigované inflace a cen potravin) a odvozeného sezónního vývoje během předešlých let odvodíme první verzi meziměsíčních indexů (meziměsíční indexy jsou propočteny tak, aby byly dodrženy sezónní výkyvy a aby jejich hodnoty daly hodnotu první verze meziročních indexů).

4. Na základě očekávaných mimořádných skutečností během predikovaného roku revidujeme (změníme) první verzi meziměsíčních indexů, čímž se změní i první verze meziročního indexu ke konci predikovaného roku. Např. při zvýšení nepřímých daní zvyšují prodejci ceny více než by bylo nutné a proto je potřeba v příslušném měsíci a ještě v dalším měsíci zvýšit meziměsíční růst; v některých případech máme k dispozici v předstihu informace o předpokládaném vývoji cen zemědělských výrobců v některém období apod.

**Výše uvedeným způsobem získáme predikci celého roku po měsících. Po obdržení skutečných údajů za leden a pak postupně za další měsíce, postupujeme následujícím způsobem:**

1. Porovnáváme naše predikce se skutečnými údaji a hledáme příčiny případné odchylky predikce.

2. Ze skutečných údajů, především z vývoje jednotlivých složek, vyplývají příčiny vykázaného vývoje cen a lze odhadnout zda tyto příčiny budou působit i v dalších měsících. Navíc s postupujícím časem získáváme nové informace o skutečnostech, které budou ovlivňovat vývoj cen v dalším období (např. vývoj kurzu Kč). Na základě těchto poznatků revidujeme predikce meziměsíčních indexů v dalším období roku, přičemž je naší snahou často neměnit meziroční růst za celý rok (ke konci roku). Tzn., že predikci celoroční změny korigované inflace, cen potravin a tím i čisté inflace měníme až když jsme přesvědčeni, že je to nezbytné.

**Při stávající predikci na rok 1998 vycházíme z následujícího dopadu indikátorů (hrubé odhady):**

• běžný růst bez vlivu kurzových změn odvozený z vývoje v min. roce (tj. mzd. růst 6,8 bez vlivu depreciae 1,9 - 2,0 %) ve výši 0,40 - 0,41 měsíčně .....	+ 4,8 až +4,9%
• rostoucí vliv zboží a služeb tradables (nižší dynamika růstu) .....	-0,1 až -0,2%
• vliv kurzových změn 1998 (uvažovaná depreciae 4 % s promítnutím do kor.inflace cca 1,1 - 1,3 % a do potravin cca 0,4 - 0,6 %) .....	+ 1,0 až +1,3%
• vyšší očekávaný růst cen zemědělských výrobců v r. 1998 proti roku 1997 o cca 1 % .....	+ 0,4 až +0,6%
• vliv negativních inflačních expektací na růst cen zboží i služeb .....	+ 0,5 až +0,6%
• snížení tempa růstu cen prům. výrobců z 5,7 % v r. 1997 na cca 5,5 % v r. 1998 (ovlivněno především nižší dynamikou mzdových nákladů) .....	-0,1%
• pokles tempa růstu domácí poptávky vyplývající z nižší dynamiky růstu reálných příjmů a poklesu zaměstnanosti (růstu nezaměstnanosti) .....	-0,2 až -0,4%
Celkem .....	+6,3 až +6,7%
	(střed 6,5)

## **Program konvergence povinných minimálních rezerv k úrovni EU**

V této příloze se zabýváme stručným zhodnocením různých aspektů dlouhodobého snižování úrovně povinných minimálních rezerv k úrovni obvyklé v EU. I když se zatím podrobnější analýza této problematiky po předběžném posouzení jeví jako předčasná, domníváme se, že vzhledem k zahájení procesu vyjednávání o vstupu ČR do EU bude nabývat na aktuálnosti. Formulace případného programu konvergence povinných minimálních rezerv k úrovni EU a jeho implementace se dotýká následujících otázek a jejich dostatečného zodpovězení:

1. Diskuse o zachování PMR vůbec a jejich úročení.
2. Stanovení cílové úrovně PMR
3. Stanovení délky a tím pádem i strmosti konvergence.
4. Analýza dopadů snižování PMR do hospodaření komerčních bank.
5. Analýza měnových dopadů.
6. Analýza dopadů do zisku ČNB.
7. Posouzení možností uzavření gentlemen'ských dohod s komerčními bankami.

### **1. PMR: současná situace v EU**

Informace o aktuálním stavu této problematiky v zemích EU se vzhledem ke krátkému času nepodařilo získat. Vycházíme proto ze stavu v roce 1996, který byl mapován v souvislosti s přípravou materiálu "Analýza současné metodiky propočtu PMR". Tento materiál byl v roce 1996 předkládán k projednání v bankovní radě. Tehdejší stav zachycuje tabulka v příloze č. 1.

Z tabulky vyplývá, že situace v zemích EU je z hlediska relevantních parametrů PMR velice různorodá a je krajně obtížné stanovit kvantitativní i kvalitativní kritérium, ke kterému by se ČR měla přibližovat. Interval sazby PMR se pohybuje od 0,35% (ve Velké Británii) do 17% (v Portugalsku); obdobně rozdílné intervaly se vyskytují u výpočtového období, udržovacího období, úročení rezerv a dalších charakteristik.

Dostatečným vodítkem nemohou být ani představy Evropského měnového institutu (EMI), který připravuje realizaci měnové a kursové politiky v podmínkách EMU. Poslední materiály EMI z prosince 1997 a února 1998 týkající se PMR opět pouze shrnují poslední stádium diskusí bez jakéhokoliv konkrétnějšího vyústění. Mnohem jasněji bude v této oblasti zřejmě až ke konci tohoto roku, ale ani poté, co dojde k případnému vyhlášení jednotných kritérií pro účastnické země měnové unie, nelze očekávat, že by jednotlivé země tato kritéria naplnily skokem. I u nich lze předpokládat poskytnutí nějakého přechodného období pro postupnou harmonizaci. Zatím se jeví jako pravděpodobné, že PMR zůstanou v rámci EMU zachovány, ale že budou úročeny.

Z výše uvedeného vyplývá jednoznačný závěr, že v současné době nelze připravit program konvergence PMR k úrovni EU či EMU, protože úroveň EU či EMU nelze definovat. Stojí za zmínku, že PMR není nutné měnit s ohledem na přijetí do EU, neboť PMR nejsou součástí komunitárního práva.

Případné snižování PMR je nutno posuzovat ze dvou hledisek. Na jedné straně jde o konkurenceschopnost domácího bankovního systému ve srovnání se zahraničními bankami s nižší úrovní PMR. Vyšší sazba PMR oproti zahraničí představuje implicitní dodatečné zdanění domácích bank. Na druhé straně jsou PMR resp. změny jejich výše mocným nástrojem měnové politiky a v souvislosti s programovým snižováním jejich výše tak centrální banka do jisté míry tento nástroj ztrácí.

## **2. Simulované stanovení cílové úrovně PMR a strmosti konvergence**

Přestože zatím nelze odpovědně stanovit úroveň PMR, k níž bychom měli směřovat, pokusíme se víceméně arbitrárně stanovit nějakou pravděpodobnou úroveň, abychom si pomocí jednoduché kvantifikace ukázali, jak závažné měnové dopady lze od změn PMR očekávat. Inspirací pro simulovanou cílovou úroveň PMR je nám jejich současná výše 5 % (v případě pasiv na viděnou) v SRN. Zároveň stanovujeme dvojí časový horizont, k němuž budou sazby PMR rovnoměrně klesat. Těmito horizonty jsou optimistické a realistické roky přijetí ČR do EU.

## **3. Propočty dopadů postupného snižování PMR**

Předpoklady:

současné sazby PMR	9,5 % z primárních závazků obchodních bank 4 % z primárních závazků stavebních spořitelů a ČMZR
současná výše PMR	101,2 mld. Kč
2T repo (stahovací)	14,5 %
primární vklady bank pro propočet PMR	1040 mld. Kč
primární vklady stav. spořitelů a ČMZR pro propočet PMR	62,7 mld. Kč

### *1. varianta sazba 5 % do roku 2002*

Tato varianta znamená každoroční snižování PMR o 0,9 bodu v případě bank a zvyšování o 0,2 bodu v případě stav. spořitelů a ČMZR. Roční pokles absolutního objemu PMR představuje 9,1 mld. Kč. Náklady ČNB jsou v tomto případě vyjádřeny jako částka vynaložená na dodatečné stažení likvidity ve stejném objemu:  $9,1 * 14,5 \% = 1,3$  mld. Kč. V dalších letech lze sice počítat s poklesem sazeb, takže náklady by mohly být rovněž nižší. Na druhé straně však porostou i primární vklady a tak poroste základna pro výpočet PMR.

Náklady ČNB z titulu snížení PMR představují zisk bank ve stejném rozsahu, tj. 1,3 mld. Kč. V případě, že by tento dodatečný zisk byl rozpuštěn formou snížení úrokové marže, nejednalo by se o významnou změnu, max. 0,1 procentního bodu (zisk 1,3 mld. představuje v poměru k aktivům bank pouze jednu tisícínu).

### *2. varianta sazba 5 % do roku 2005*

Tato varianta znamená každoroční snižování PMR o 0,56 bodu v případě bank a zvyšování o 0,125 bodu v případě stav. spořitelů a ČMZR. Roční pokles absolutního objemu

PMR představuje 5,6 mld. Kč. Náklady ČNB jsou v tomto případě vyjádřeny jako částka vynaložená na dodatečné stažení likvidity ve stejném objemu:  $5,6 * 14,5 \% = 0,8$  mld. Kč. V případě této varianty lze očekávat snížení úrokové marže max. o 0,06 procentního bodu.

V obou modelových propočtech jsme uvažovali se stabilní úrokovou sazbou (stahovacích) 2T repo operací. I když je samozřejmě tento předpoklad v perspektivě čtyř či sedmi let nerealistický, předpokládaný pokles této úrokové sazby bude poměrně významně kompenzován dlouhodobým růstem úrovně primárních vkladů.

Ze získaných odhadů vyplývá jednoznačný závěr, že dopady snižování PMR do hospodaření komerčních bank jako celku budou téměř zanedbatelné. Je jisté, že nesrovnatelně větší dopad na jejich hospodaření bude mít jejich vlastní schopnost poskytovat efektivně atraktivní bankovní služby, optimalizovat svoji velikost vzhledem ke specializaci, schopnost čelit silicím konkurenčním tlakům, apod. Vzhledem ke skutečnému rozsahu dopadů na hospodaření bank je třeba chápat následující diskusi o měnových dopadech změn PMR.

### **5. Měnové dopady postupného snižování PMR**

Každé snižování předepsané výše PMR je standardně vnímáno jako uvolňování měnové politiky a to proto, že umožňuje získaný dodatečný prostor v zisku obchodních bank odrazit do jejich úrokové politiky. Je třeba počítat s tím, že obdobně tomu bude i v situaci, kdy snižování PMR bude prezentováno jako opatření, které nesleduje měnové cíle, ale konvergenci k úrovni v EU. Z tohoto pohledu je třeba posuzovat měnové implikace tohoto kroku. Zamezit vnímání postupného snižování PMR jako uvolňování měnové politiky mohou pouze striktní dohody o způsobu, jakým obchodní banky využijí dodatečný ziskový prostor k úpravám svých úrokových sazeb, příp. protisměrně zvýšit úrokové sazby. Jelikož snižování PMR a současně zvyšování úrokových sazeb by působilo nesmyslně (a navíc ani nemá obdoby v praxi ostatních centrálních bank), nebudeme se touto možností již dále zabývat.

Postupné snižování sazeb PMR do roku 2002 (příp. 2005) by mělo implikovat následující měnové dopady:

a) dopady do úrokových sazeb:

- snížení PMR vytvoří prostor pro snížení sazeb z nově poskytovaných úvěrů, příp. zvýšení sazeb z depozit. Jednoznačně preferujeme, aby banky na základě neformální dohody mezi ČNB a vybranými bankami využily vytvořený prostor v zisku ke zvýšení sazeb z vkladů a tím i vytvoření větší podpory tvorbě úspor v ČR. V opačném případě lze spíše očekávat snížení úrokových sazeb z úvěrů a tím i zvýšení poptávky podniků po těchto zdrojích. V praxi se s největší pravděpodobností bude jednat o kompromisní mírné snížení sazeb z nově poskytovaných úvěrů při současném mírném zvýšení sazeb na depozita (především zahraniční banky nemusí zcela respektovat neformální dohody s centrální bankou). Z tohoto pohledu lze očekávat spíše efekt mírného postupného uvolňování měnové politiky prostřednictvím snižování sazeb z úvěrů.

b) dopady do likvidity obchodních bank:

- postupné snižování výše PMR bude znamenat potřebu zvýšit sterilizaci takto uvolňované likvidity obchodních bank (v opačném případě by došlo k nežádoucímu poklesu celkové

hladiny úrokových sazeb více než je umožněno samotným snížením PMR). V případě sterilizace veškeré likvidity uvolněné snížením PMR by neměly být zaznamenány větší pohyby v úrokových sazbách než je naznačeno v bodě a). Nepřímým negativním doprovodným jevem postupného snižování PMR bude zvýšení objemu poukázek ČNB v portfoliu obchodních bank a tím i prodloužení období, kdy v ČR je nestandardně likvidita obchodních bank především stahována a nikoliv dodávána.

Na základě posouzení měnových dopadů do úrokových sazeb a celkové likvidity bank lze konstatovat, že v případě využití prostoru v zisku u obchodních bank ke zvýšení sazeb z depozit budou efekty na cíl ČNB v čisté inflaci dokonce mírně pozitivní (podpora tvorby úspor před spotřebou a tím i tuzemského financování investic). Druhým případem je varianta, kdy snížení PMR využijí banky především pro snížení sazeb z nově poskytovaných úvěrů (lze předpokládat růst poptávky po úvěrových zdrojích podniků a obyvatelstva). Vzhledem k tomu, že vliv snížení PMR na úrokové sazby z úvěrů a vkladů je však spíše menší než zásadní (každý rok max. 0,1 %) nelze tuto skutečnost a žádné z obou variant přeceňovat. ČNB by se tak v případě přijetí návrhu na postupné snižování výše PMR měla spíše koncentrovat na prezentaci tohoto kroku jako opatření z jiných než měnových důvodů.

## **6. Gentlemanšské dohody**

Jak již bylo naznačeno výše, gentlemanšské dohody s komerčními bankami sice nejsou nezbytné pro implementaci programu postupné konvergence PMR, ale byly by potřebné, pokud by tímto programem centrální banka sledovala ještě nějaký jiný cíl, než kterým by bylo vytvoření větší volnosti v tvorbě zisku bankám. Zatím tato možnost v naší bankovní praxi příliš využívána nebyla, i když k tomu existují určité příznivé podmínky díky velkému vlastnickému podílu státu v největších ústavech. Je však pravděpodobné, že se tato možnost bude rozplývat s tím jak bude postupovat privatizace bank a jak se bude zvyšovat role bank zahraničních. V té míře, v jaké se bude zmenšovat možnost využívat gentlemanšské dohody, se bude zmenšovat prostor pro sledování měnově politických cílů programu konvergence PMR.

## **7. Závěry**

Výše provedené úvahy nás opravňují k těmto závěrům:

1. Formulace programu konvergence výše PMR k úrovni EU (EMU) je prozatím velmi problematická s ohledem na existující rozdíly mezi jednotlivými zeměmi EU ve výši PMR a vzhledem k neexistenci pravidel pro budoucí země EMU.
2. Formulace programu konvergence PMR k úrovni EU (EMU) není bezprostředně nutná, protože členství ČR v EU a v EMU není zatím aktuální. Kromě toho by se tím snižovala autonomie provádění měnové politiky, což se ve stávající fázi transformace nejeví jako vhodné.
3. Z provedených kalkulací vyplývá, že faktický dopad snížení PMR do zisku bank, nákladů ČNB, stimulační úspor či poptávky po úvěrech a s tím spojených měnově politických kroků je okrajový.
4. Z tohoto hlediska by bylo vhodné načasovat snížení PMR se snížením klíčových úrokových sazeb, tj. s vysláním zřetelného signálu o uvolnění měnové politiky. V opačném případě by

zřejmě šlo o nekonsistentní krok snižující kredibilitu měnové politiky, neboť pokles PMR by byl s velkou pravděpodobností interpretován jako signál o uvolnění měnové politiky navzdory jakýmkoli vysvětlováním.

5. Na druhé straně je velmi pravděpodobné, že PMR v budoucí EMU budou úročeny a nelze vyloučit, že dokonce tržní úrokovou sazbou. Zavedení adekvátního úročení PMR by tedy znamenalo sblížení se standardy budoucí EMU, eliminaci dopadu vysoké úrovně PMR do hospodaření bank a zároveň by nebylo chápáno jako v dané době nechtěný signál k uvolnění měnové politiky. Současně by nedocházelo ke zhoršení stávající nestandardní situace ve stahování likvidity. Centrální banka by měla likviditu převážně dodávat a nikoliv převážně stahovat.

6. K čemu by se ale zřejmě dalo přistoupit dříve (situace v EU i představy EMI jsou standardizovanější a lze to provést bez ohledu na představy ČNB o uvolňování či neuvolňování měnové politiky) je sblížení ostatních parametrů PMR s budoucí EMU (základna, výpočtové období, udržovací období, případné překrývání obou zmíněných období, otázka převádění přeplnění či neplnění PMR do dalšího období, subjekty podléhající režimu PMR a pod.).

ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKY PMR V ZEMÍCH EU

	ČR	SRN	Francie	Recko	Rakousko	Finsko	Nizozemsko	V. Británie	Irsko	Itálie	Španělsko	Portugalsko
sazby rezerv	jednotná sazba 9,5 % s výjimkou stavebních spořitelů a ČMZRB banky, kde sazba 4%	pasiva na viděnou : 5% ost.vybraná pasiva : 2%	depozita na viděnou : 1% ost.vybraná pasiva : 0,5%	pasiva v dom. měně : 9% depozita v zahr. měně rezidentů a imigrantů : 100%	pasiva na viděnou : 9% termín. vklady: do 1 roku : 7% nad 1 rok : 6% cenné papíry pod 2 roky : 6%	depozita na viděnou a termín. vklady pod 1M : 2% ost. depozita : 1,5% ost. pasiva : 1%	viz text	0,35 % 2/	3 %	15 %	2 %	17 %
výpočtové období	20 dní	1 měsíc	1 den	1 měsíc	1 měsíc 3/	1 den	nerelavantní 4/	6 měsíců 5/	1 den	1 měsíc	10 dní	7 dní
udržovací období	14 dní	1 měsíc	1 měsíc	1 měsíc	1 měsíc	1 měsíc	různé 6/	6 měsíců	1 měsíc	1 měsíc	10 dní	7 dní
zpoždění 7/	4 až 5,5 týdne	15 dní	15 dní	60 dní	15 dní	60 dní	nerelavantní 8/	180 dní	50 dní	45 dní	2 dny	3 dny
průměrování rezerv	ano	ano	ano	ne	ano 9/	ne	ne	ne	ne	ano 9/	ano	ano
zahrmování hotovost	ne	ano 10/	ano	ano	ano	ne	ne	ne	ano 11/	ne	ne	ne
převody zůstatků	ne	ne	ano 12/	ano 13/	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne	ne
úročení rezerv	ne	ne	ne	ano 14/	ne	ne	ano 15/	ne	ano 16/	ano 17/	ne	ano 18/

**Poznámky:**

- 1/ Informace v tomto sloupci se týká ukazatele hotovostních depozit (cash ratio deposits)
- 2/ Vzhledem ke zvláštním podmínkám v Sev. Irsku ukazatel hotovostní stanoven na 0,25 % pro instituce, které zde obchodují. Týká se pouze vybraných pasiv jejich severoirských úřadoven, periodicky revidovány.
- 3/ Požadované rezervy kalkulovány na základě průměru vybraných pasiv 23. a posledního dne předchozího měsíce a 7. a 15. dne nahlašovného měsíce.
- 4/ Informace v tomto sloupci se týká hotovostní rezervy peněžního trhu (money market cash reserves).
- 5/ Úroveň požadovaných depozit instituce kalkulována 2 x ročně (duben a říjen) jako 0,35 % průměru vybraných pasiv nahlašených na konci předchozích 6-ti kalendářních měsíců.
- 6/ Vysvětleno v textu.
- 7/ Interval od konce výpočtového období do konce udržovacího období.
- 8/ Hodnota vybraných pasiv je identická s hodnotou používanou centrální bankou pro determinaci tzv. "povolených výpůjček" (permissible borrowing) od centrální banky. Povolené výpůjčky stanoveny pro každou banku zvlášť jako průměr výpůjček za období 3 měsíců a kalkulovány na základě průměru bankovních pasiv za předchozí 3 konce kalendářních měsíců. Hodnota vybraných pasiv je fixní pro 3 měsíční období, v jehož průběhu je ukazatel rezerv upraven tak, aby bylo dosaženo žádoucí hodnoty hotovostní rezervy pro určité období.
- 9/ Denní bilance nesmí být menší než dané procento (v současné době 92 %) měsíčního průměrného požadavku.
- 10/ Úvěrové instituce mohou odečítat své průměrné držby bankovek a mincí za udržovací období až do limitu 25 % požadovaných rezerv.
- 11/ Všechny úvěrové instituce povinny uložit vklad u centrální banky 20. každého měsíce ve výši 3 % vybraných pasiv instituce poslední den předchozího měsíce minus jejich držby bankovek a mincí v tentýž den.
- 12/ Až do 30 % nadbytečných rezerv může být převedeno, pokud je přebytek pod 2 % požadavku. Až do 75 % hodnoty přebytku nad posledním procentem může být převedeno, schodky rezerv ale nikoli.
- 13/ Pouze schodky rezerv mohou být převedeny.
- 14/ Polovina požadovaných rezerv je úročena sazbou 12,5 %.
- 15/ Vážený průměr sazby zajištěných půjček a speciálních úvěrů.
- 16/ Požadované rezervy úročeny sazbou rovnající se 80 % výnosu vybraných krátkodobých vládních bondů se zbývajcí splatností nad 6 měsíců a pod 3 roky a 6 měsíců. Úroková sazba upravená na začátku každého udržovacího období a je běžně pod jednoměsíční mezibankovní sazbou. V případě rychle stoupající výnosové křivky může sazba překročit jednoměsíční sazbu.
- 17/ Požadované rezervy úročeny sazbou 5,5 %, nadbytečné rezervy sazbou 0,5 %.
- 18/ Výše úročení stanovována na kvartální bázi (4. ledna, dubna, července a října) na úrovni blízké tříměsíční mezibankovní sazbě platné na začátku čtvrtletí a zůstává nezměněna do konce čtvrtletí. To znamená, že když mezibankovní sazba roste v průběhu čtvrtletí, požadované rezervy nejsou dále úročeny (na marginální bázi) na úrovni blízké mezibankovní sazbě.



## TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY



## Vývoj přírůstků peněžních agregátů (v %)

	přírůstek peněžního agregátu za poslední				
	měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
M1					
	říjen	2,1	3,7	-3,5	-6,7
	listopad	0,9	1,5	2,5	-8,0
	prosinec	4,9	8,0	12,0	-6,4
	leden 98	-11,8	-6,7	-3,3	-10,3
	únor 98	-0,8	-8,2	-6,9	-11,1
	březen 98	-0,6	-13,1	-6,1	-10,4

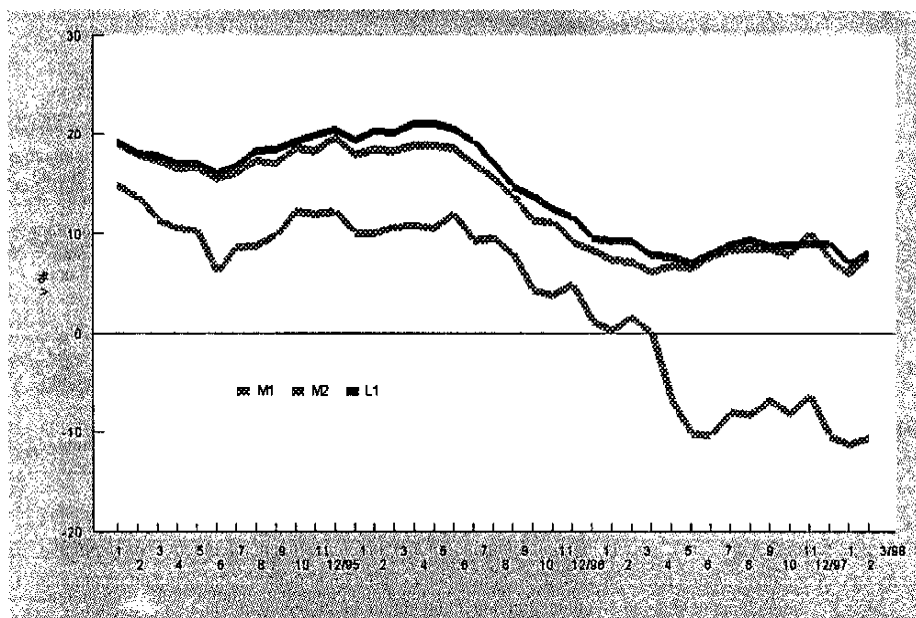
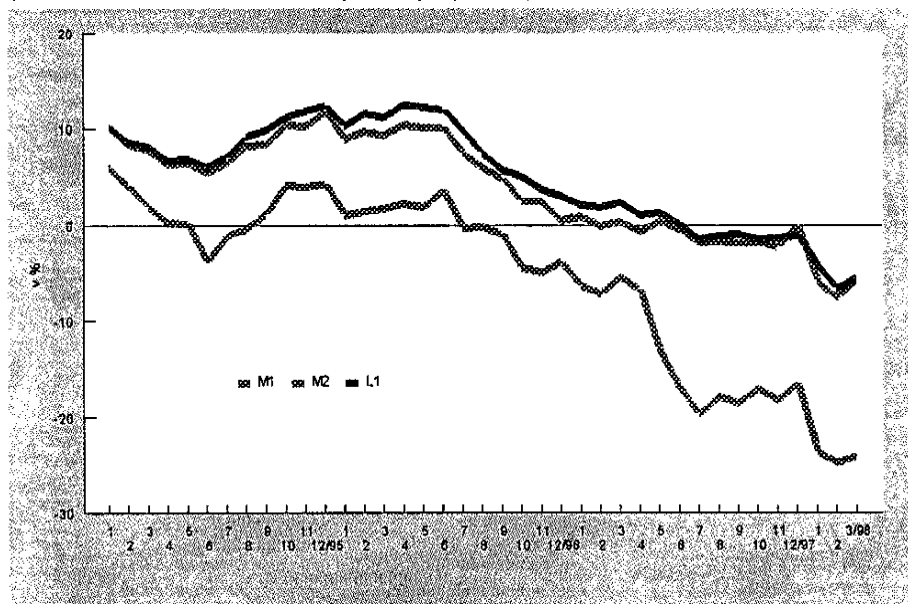
M2					
	říjen	1,0	0,9	5,0	8,5
	listopad	1,2	0,8	3,8	7,9
	prosinec	4,2	6,4	8,4	10,1
	leden 98	-4,4	0,8	1,6	7,5
	únor 98	-0,4	-0,8	0,1	6,0
	březen 98	1,2	-3,6	2,5	7,8

L1					
	říjen	1,2	1,2	4,4	8,8
	listopad	1,4	1,7	4,1	8,9
	prosinec	2,7	5,4	7,8	9,0
	leden 98	-2,6	1,5	2,7	9,0
	únor 98	0,1	0,2	1,9	6,9
	březen 98	0,9	-1,5	3,8	8,2

## Přírůstek sezónně očištěného agregátu M2 (v %)

	měsíc	anualizované poslední		rok	
		3 měsíce	6 měsíců		
M2					
	říjen	0,7	6,0	9,5	8,5
	listopad	0,6	5,9	6,0	7,9
	prosinec	3,1	19,2	11,6	10,1
	leden 98	-3,5	0,6	3,3	7,5
	únor 98	-0,1	-2,2	1,7	6,0
	březen 98	2,8	-3,5	7,3	7,8

březen 98	předběžné údaje
-----------	-----------------

**Nominální meziroční změny peněžních agregátů M1, M2 a L1 v %**  
(údaje za 3/98 jsou předběžné)**Reálné meziroční změny peněžních agregátů M1, M2 a L1 v %**  
(deflovováno o aktuální meziroční změnu CPI, údaje za 3/98 jsou předběžné)

## MĚNOVÁ BÁZE ČNB A REZERVY OBCHODNÍCH BANK

(průměrné stavy v příslušném období v mid. Kč)

Měnový odbor (31)  
Oddělení měnových analýz (312)

	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	2/98	3/98
<b>I. ZDROJE MB ČNB a rezerv obchodních bank</b>	<b>256,7</b>	<b>250,4</b>	<b>249,3</b>	<b>251,1</b>	<b>252,5</b>	<b>238,4</b>	<b>232,9</b>	<b>230,6</b>	<b>233,2</b>	<b>236,7</b>	<b>240,9</b>	<b>240,1</b>	<b>250,6</b>	<b>251,3</b>	<b>239,8</b>	<b>237,1</b>
1. AUTONOMNÍ FAKTORY	305,9	301,5	306,2	306,4	299,3	286,1	238,4	269,6	304,9	318,1	324,2	319,6	290,8	304,1	301,0	312,7
1.1. VNĚJŠÍ SEKTOR CELKEM	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	258,8	271,0
1.2. ČISTÁ AKTIVA ČNB vůči NBS (bilance SEČS)	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	26,1	26,1
1.3. ČISTÝ ÚVĚR VLÁDĚ (bez cenných papírů)	-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	-28,5	-26,4
1.4. ÚVĚR DO EKONOMIKY	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	18,9	18,9
1.5. ČISTÁ OSTATNÍ AKTIVA	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	43,3	46,0
1.6. POUKÁZKY ČNB MIMO BANKOVNÍ SEKTOR	-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	-19,6	-22,9
2. MĚNOVÉ POLITICKÉ FAKTORY	-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	-61,2	-75,6
2.1. REFINANČNÍ ÚVĚRY:	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	30,2	25,2
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
2.1.2. Pfočlenovací úvěr	9,5	10,1	9,6	10,2	13,6	18,0	20,4	13,7	16,1	19,2	22,0	24,9	28,7	31,1	30,1	25,2
2.1.3. Reeskont	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	0,0	0,0
2.1.4. Eskont	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	0,1	0,0
2.1.5. Lombardní úvěr	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	0,2	0,1
2.2. DRŽBA CENNÝCH PAPIRŮ:	-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	-91,4	-100,8
2.2.1. Držba cenných papírů bez PP ČNB	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	0,4	0,0
2.2.2. Emise PP ČNB v portfoliu obchodních bank	-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	-91,9	-100,8
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
<b>II. UŽITÍ MB ČNB</b>	<b>256,7</b>	<b>250,4</b>	<b>249,3</b>	<b>251,1</b>	<b>252,5</b>	<b>238,4</b>	<b>232,9</b>	<b>230,6</b>	<b>233,2</b>	<b>236,7</b>	<b>240,9</b>	<b>240,1</b>	<b>250,6</b>	<b>251,3</b>	<b>239,8</b>	<b>237,1</b>
1. OBĚŽIVO	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	136,7	135,5
2. REZERVY BANK	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	103,1	101,6
2.1. PMR	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	102,65	101,49
2.2. Volné rezervy	-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	0,43	0,13

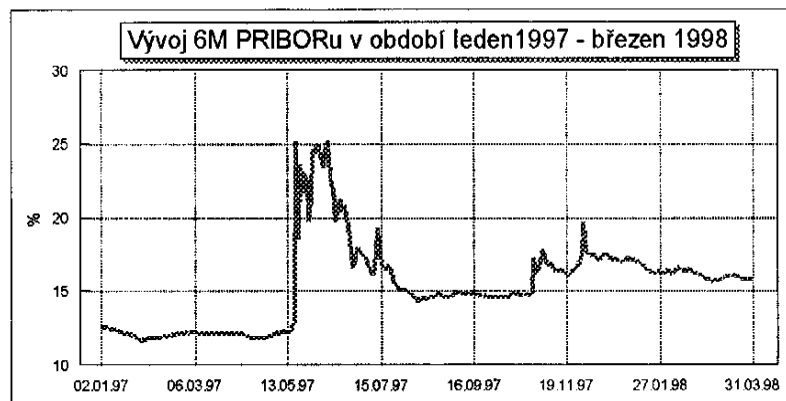
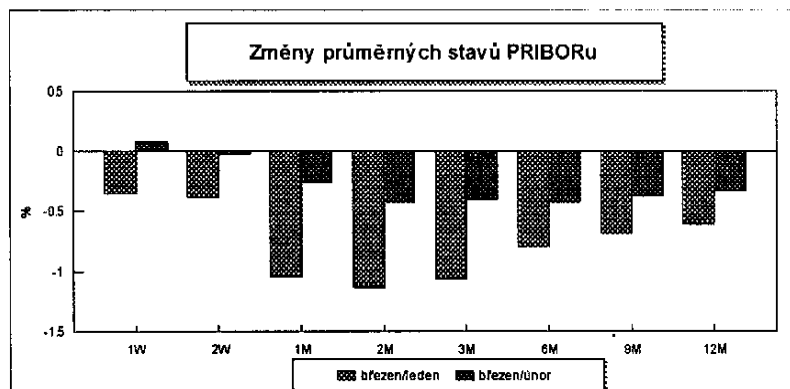
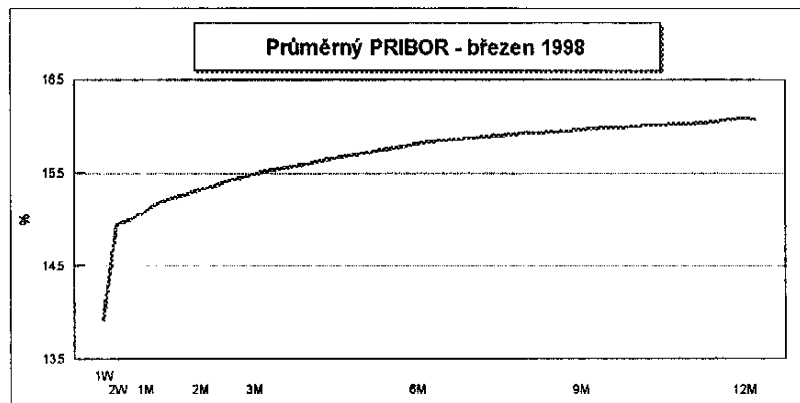
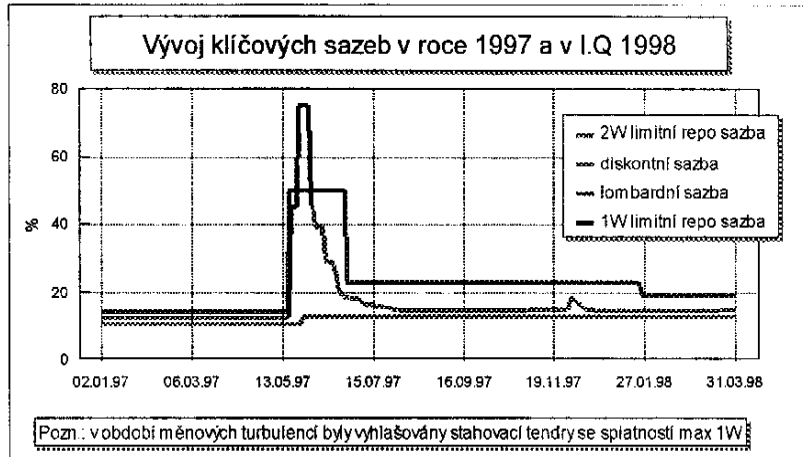
06-Apr-88

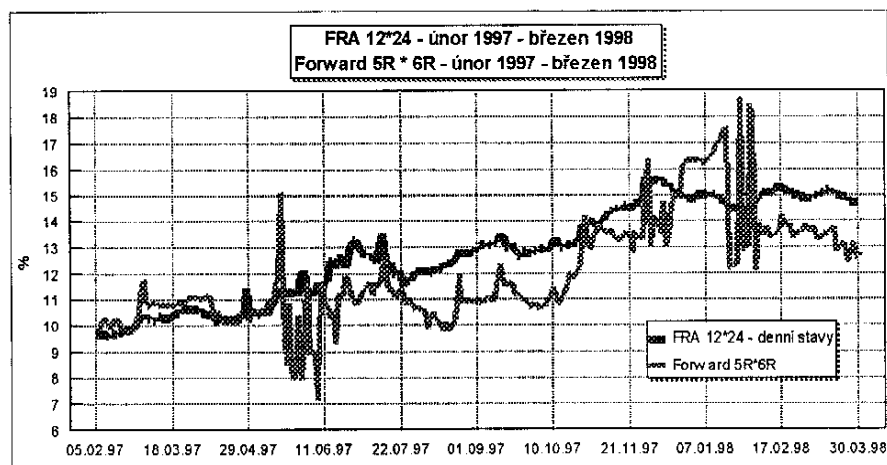
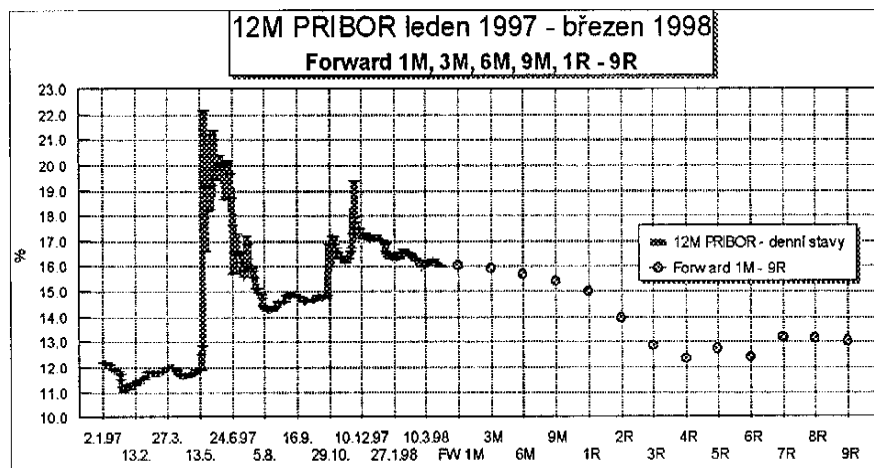
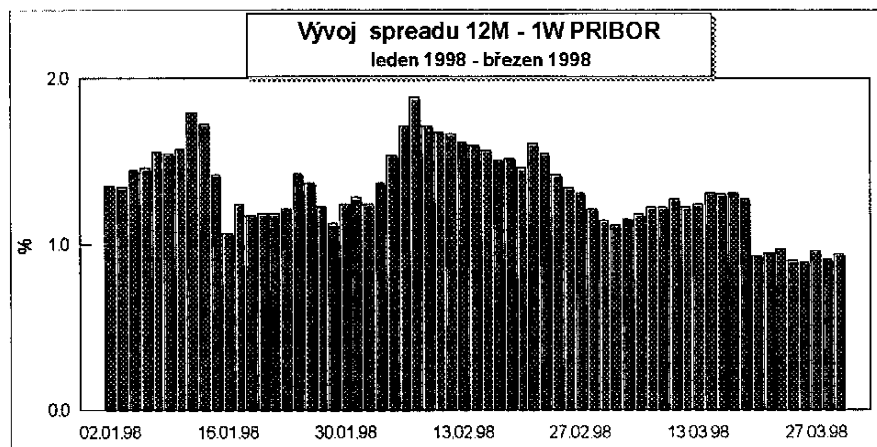
Cenné papíry v portfoliu obchodních bank	47,17	50,48	40,08	47,07	51,88	53,84	60,25	53,65	50,06	49,56	40,34	35,29	41,81	44,14	32,92	35,98
SPP	64,35	66,46	71,43	69,84	64,74	70,27	31,90	58,16	91,92	103,25	107,24	105,34	69,71	84,27	91,88	100,79
P ČNB	1,43	1,50	3,01	2,95	2,47	2,47	2,63	2,52	1,76	0,67	0,65	0,64	0,34	0,00	0,00	0,00
P FNM	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	124,81	136,78
<b>Celkem</b>	<b>4,36</b>	<b>4,38</b>	<b>4,44</b>	<b>4,39</b>	<b>4,41</b>	<b>4,78</b>	<b>4,87</b>	<b>5,02</b>	<b>5,01</b>	<b>4,87</b>	<b>4,83</b>	<b>4,87</b>	<b>4,86</b>	<b>4,63</b>	<b>4,85</b>	<b>4,88</b>

Přímý multiplikátor (M2 / prům. MB)



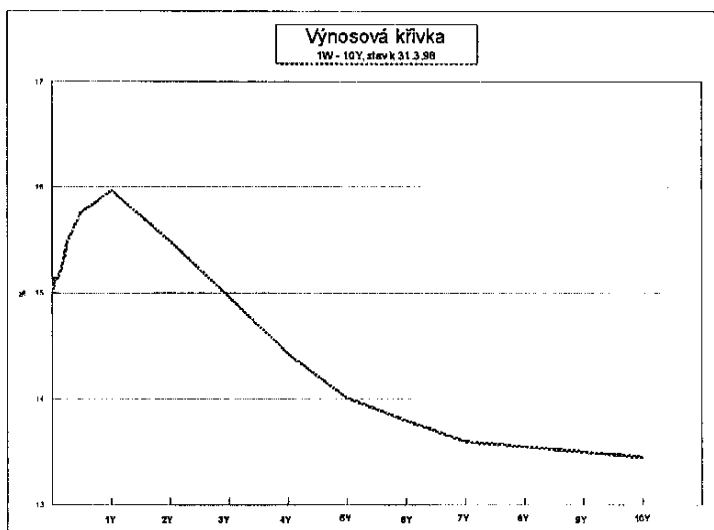
## Vývoj základních úrokových sazeb ČNB, sazby PRIBOR a očekávaný vývoj úrokových sazeb



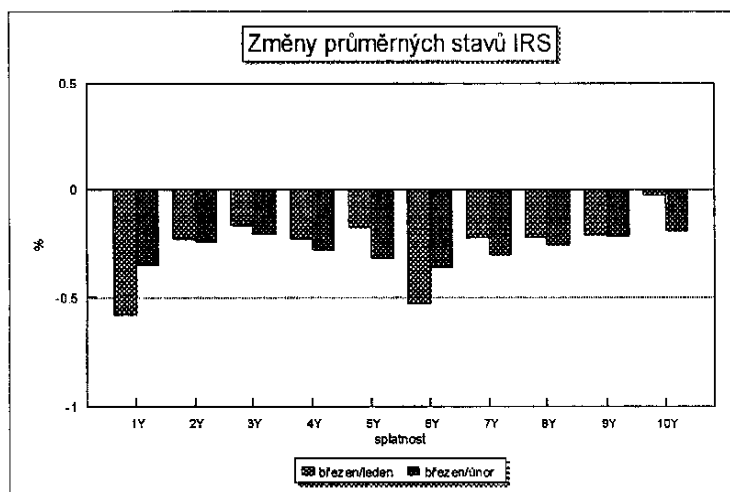
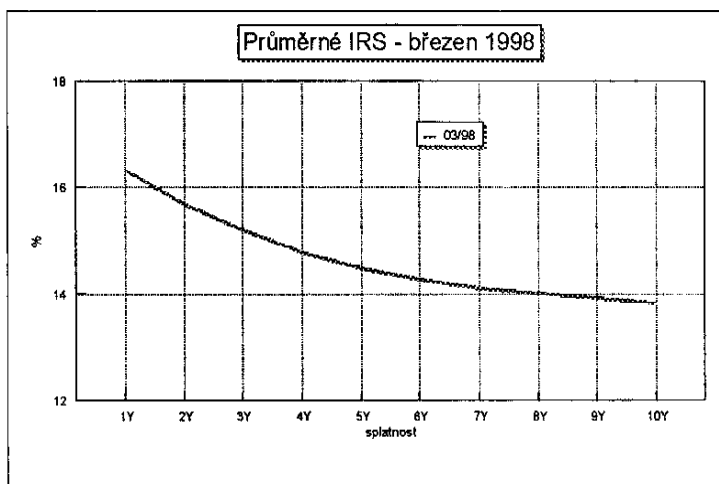




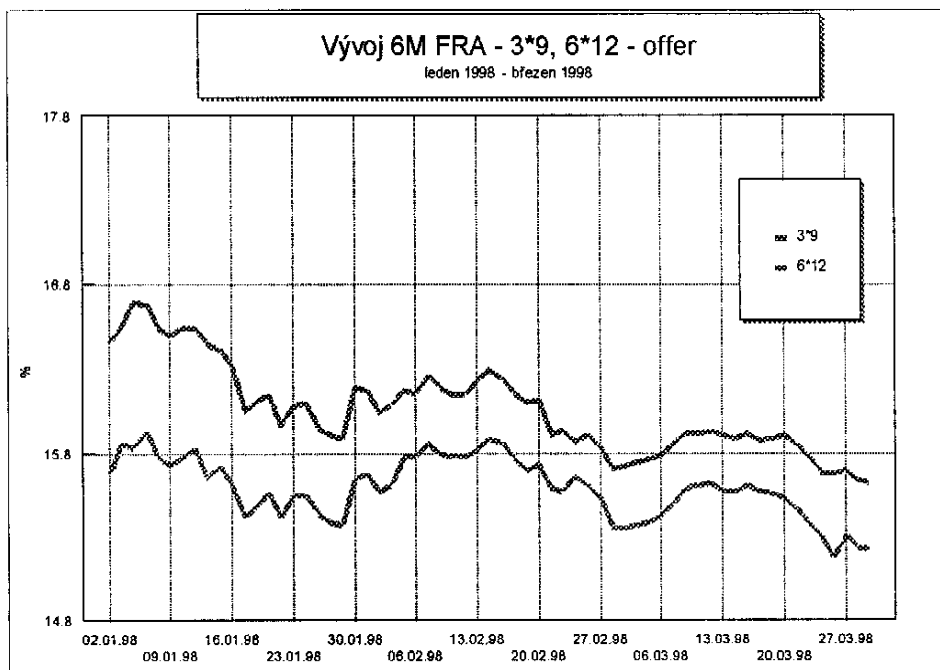
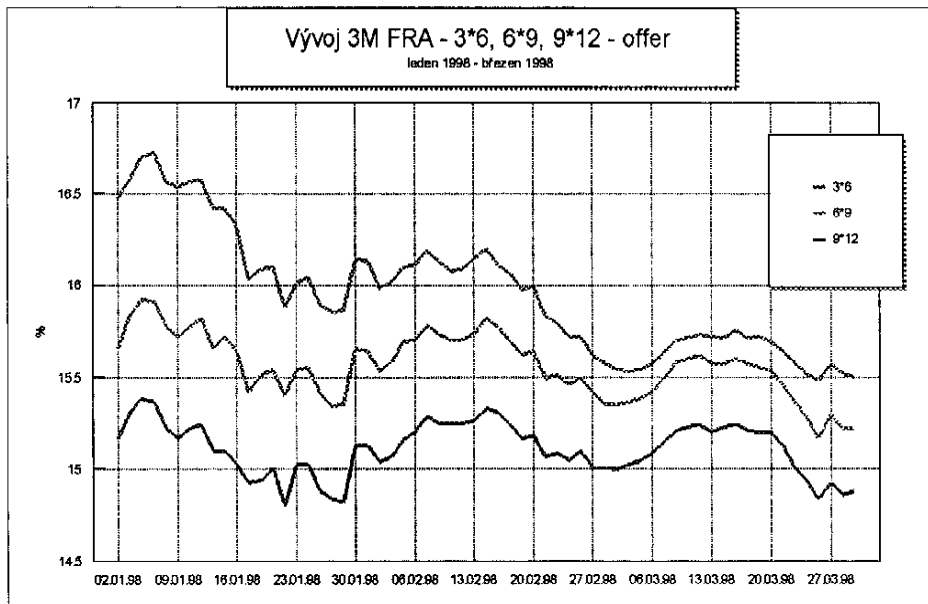
### Výnosová křivka finančního trhu v ČR (sazby PRIBOR+IRS)



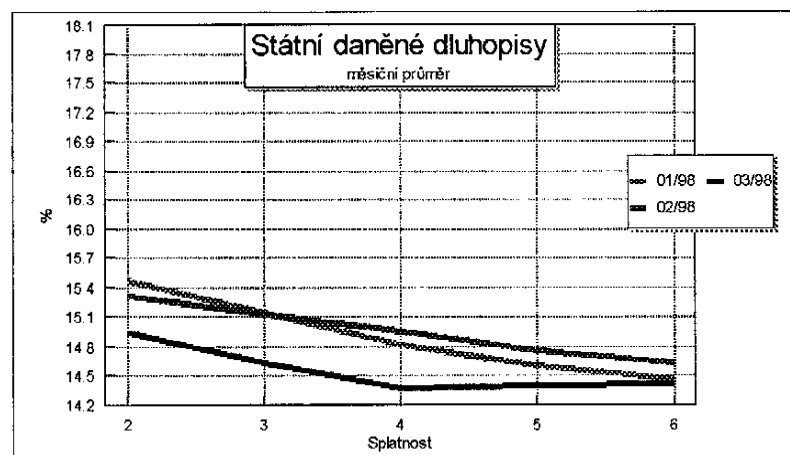
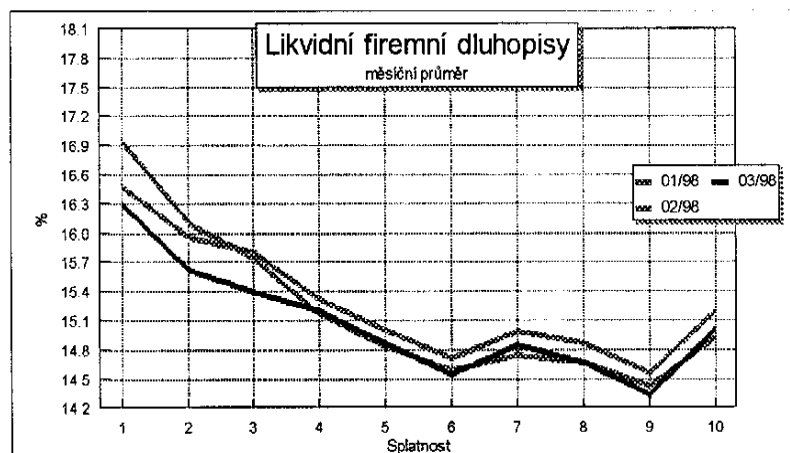
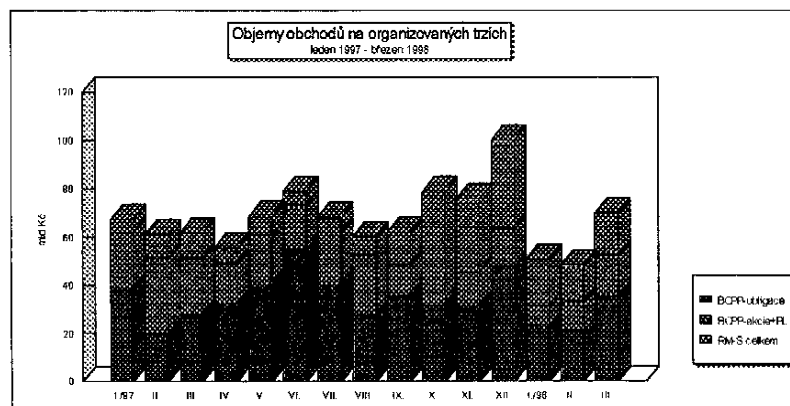
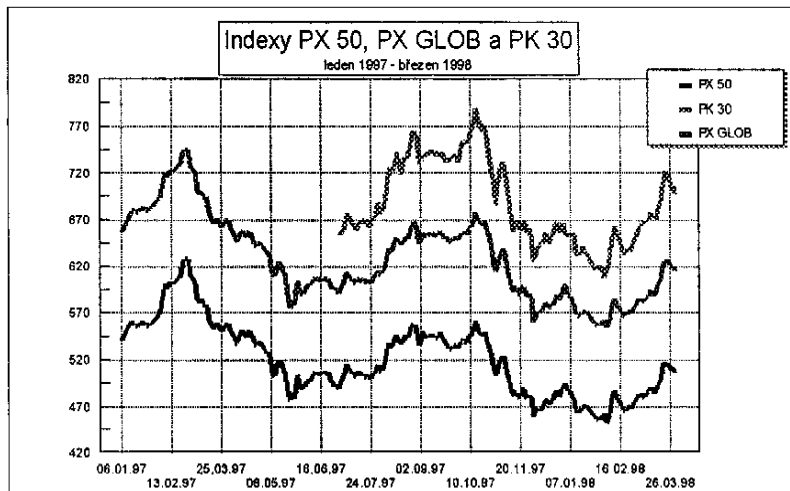
### Vývoj úrokových swapů



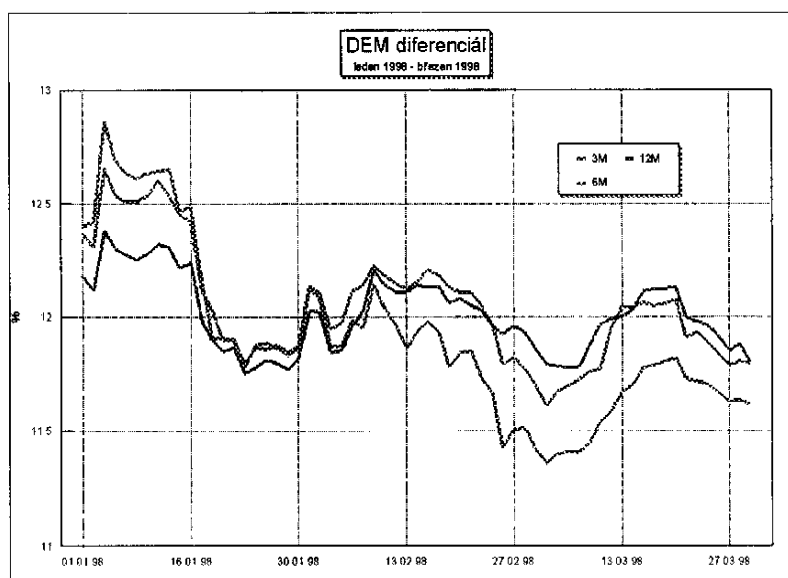
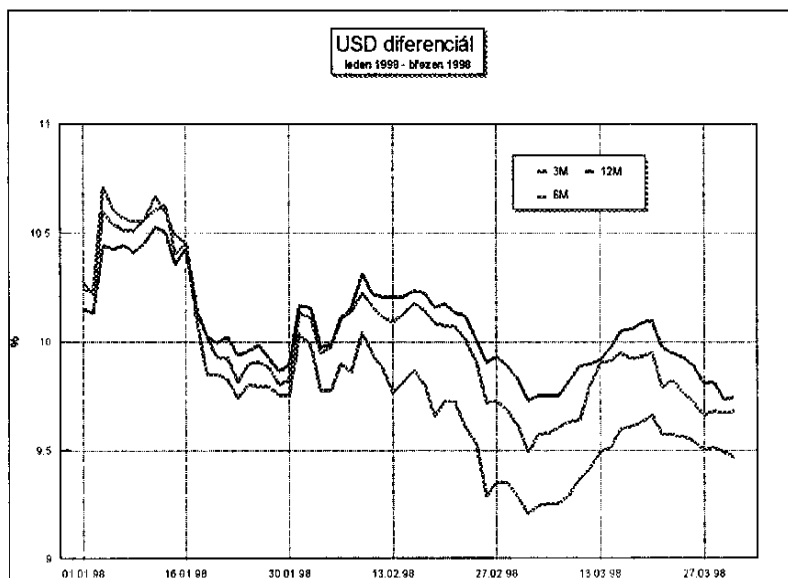
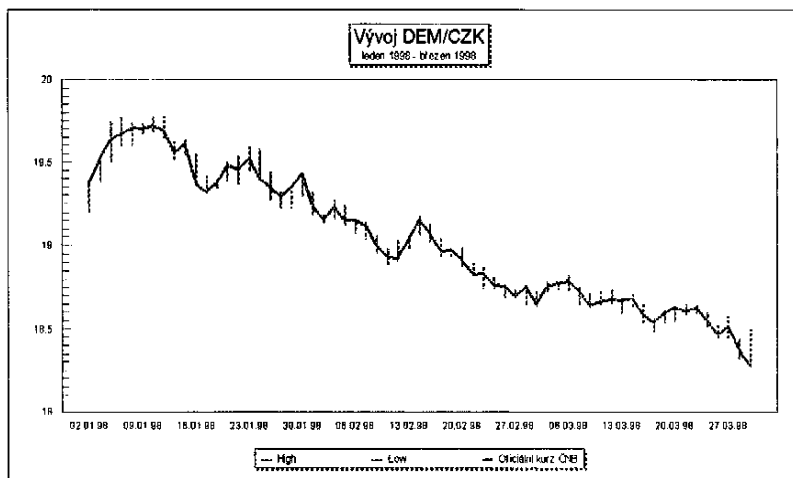
**Vývoj kótací u sazeb na FRA**



**Vývoj na kapitálovém trhu**



**Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu**



## Měsíční průměry sazeb PRIBOR v %

	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98
1D	12,46	12,19	67,97	31,52	15,37	13,15	13,49	11,55	12,05	12,55	13,48	13,95	13,91
1T	12,48	12,47	42,34	33,84	17,34	14,69	14,59	14,92	15,37	16,64	15,31	14,87	14,95
2T	12,47	12,45	39,41	33,81	17,34	14,70	14,62	15,00	15,61	16,77	15,39	15,03	15,01
1M	12,46	12,39	30,00	31,54	17,36	14,74	14,71	15,14	16,60	17,49	16,22	15,44	15,18
2M	12,45	12,34	24,15	28,74	17,06	14,72	14,74	15,15	16,71	17,54	16,50	15,79	15,36
3M	12,40	12,27	20,76	25,98	16,83	14,70	14,74	15,16	16,72	17,50	16,59	15,92	15,52
6M	12,16	12,00	17,40	21,26	16,26	14,62	14,77	15,09	16,66	17,40	16,64	16,26	15,85
9M	11,87	11,83	16,16	19,44	15,94	14,51	14,76	15,04	16,58	17,39	16,67	16,35	15,98
1R	11,83	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68	16,41	16,08
spread 1R a 1T	-0,66	-0,69	-26,54	-14,82	-1,48	-0,27	0,17	0,09	1,18	0,72	1,37	1,53	1,12
spread offer - bid (1T)	0,24	0,24	18,05	9,25	1,79	0,49	0,36	0,79	1,18	1,27	0,77	0,57	0,39
spread offer - bid (1R)	0,28	0,26	3,58	5,18	1,87	0,56	0,37	0,58	1,18	1,13	0,79	0,61	0,39

## Měsíční průměry sazeb FRA v %

	03/97	04/97	05/97	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98	03/98
3 * 6	11,82	11,64	12,59	14,60	14,87	14,15	14,53	14,55	15,89	16,70	16,28	16,00	15,62
3 * 9	11,52	11,48	12,28	14,22	14,51	14,06	14,53	14,54	15,84	16,70	16,29	16,10	15,80
6 * 9	11,00	11,04	11,89	13,33	13,69	13,49	14,02	14,00	15,15	16,03	15,63	15,63	15,43
6 * 12	10,97	10,95	11,80	13,13	13,56	13,40	13,97	14,00	15,16	16,01	15,63	15,72	15,52
9 * 12	10,57	10,71	11,47	12,63	12,96	12,91	13,52	13,54	14,63	15,47	15,08	15,17	15,09
12 * 24	10,44	10,38	10,99	12,16	12,33	12,42	13,00	13,21	14,35	15,28	14,74	15,04	14,95
spread 9*12 - 3*6	-1,25	-0,93	-1,13	-1,97	-1,90	-1,24	-1,01	-1,01	-1,26	-1,23	-1,19	-0,83	-0,53
spread 6*12 - 3*9	-0,55	-0,52	-0,47	-1,09	-0,95	-0,66	-0,55	-0,54	-0,68	-0,69	-0,67	-0,38	-0,28
spread offer - bid (3*6)	0,10	0,10	0,15	0,21	0,20	0,19	0,21	0,19	0,21	0,21	0,20	0,18	0,16
spread offer - bid (12*24)	0,17	0,19	0,18	0,36	0,38	0,38	0,35	0,25	0,29	0,30	0,28	0,20	0,19

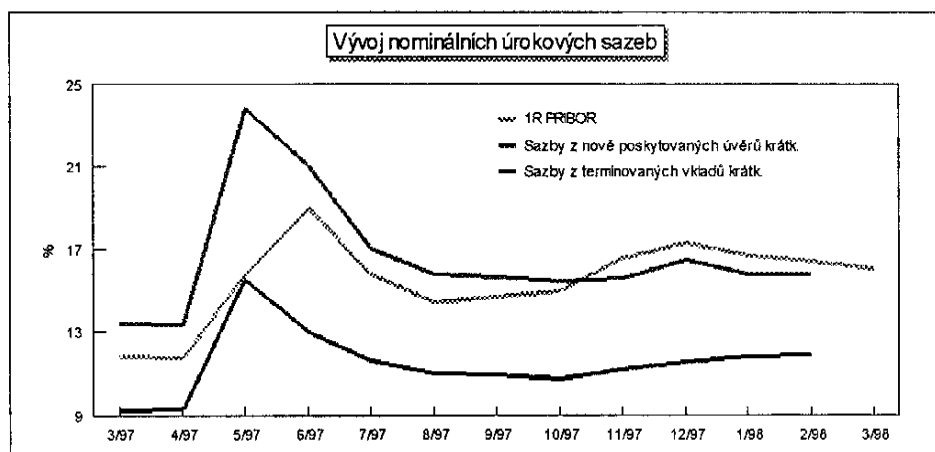
## Měsíční průměry sazeb IRS v %

	03/97	04/97	05/97	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98	03/98
1R	11,89	11,85	14,82	18,07	15,64	14,55	14,92	15,02	16,58	17,54	16,91	16,67	16,32
2R	11,17	11,16	12,81	15,34	14,05	13,54	13,94	14,15	15,55	16,58	15,92	15,93	15,69
3R	11,05	10,96	12,21	14,34	13,08	12,79	13,26	13,64	15,03	15,93	15,37	15,40	15,20
4R	11,01	10,92	11,94	13,79	12,59	12,31	12,84	13,34	14,68	15,54	15,01	15,06	14,78
5R	10,98	10,84	11,73	13,28	12,27	12,07	12,50	13,13	14,47	15,25	14,67	14,81	14,49
6R	10,97	10,79	11,49	12,81	12,11	11,80	12,28	12,88	14,30	15,19	14,81	14,64	14,28
7R	10,91	10,74	11,41	12,64	11,95	11,63	12,09	12,66	14,15	14,88	14,34	14,42	14,11
8R	10,94	10,75	11,39	12,47	11,87	11,58	12,03	12,52	14,08	14,90	14,24	14,27	14,01
9R	10,90	10,73	11,34	12,31	11,73	11,50	11,92	12,37	13,98	14,29	14,14	14,14	13,93
10R	10,88	10,71	11,29	12,20	11,64	11,46	11,81	12,22	13,86	14,24	13,86	14,02	13,83
spread 2R - 1R	-0,72	-0,69	-2,01	-2,73	-1,59	-1,01	-0,98	-0,87	-1,03	-0,96	-0,99	-0,75	-0,64
spread 5R - 1R	-0,91	-1,00	-3,09	-4,78	-3,37	-2,48	-2,42	-1,90	-2,12	-2,30	-2,24	-1,86	-1,83
spread 10R - 1R	-1,01	-1,13	-3,53	-5,87	-4,00	-3,09	-3,11	-2,80	-2,72	-3,30	-3,05	-2,65	-2,50
spread offer - bid (1R)	0,12	0,12	0,34	0,38	0,22	0,16	0,13	0,12	0,19	0,23	0,21	0,14	0,13
spread offer - bid (2R)	0,12	0,13	0,38	0,54	0,30	0,21	0,19	0,18	0,22	0,30	0,22	0,20	0,18
spread offer - bid (5R)	0,17	0,16	0,47	0,60	0,37	0,25	0,24	0,21	0,25	0,37	0,30	0,23	0,17
spread offer - bid (10R)	0,35	0,32	0,54	0,76	0,44	0,35	0,29	0,28	0,37	0,46	0,48	0,37	0,35

## Vývoj úrokových sazeb

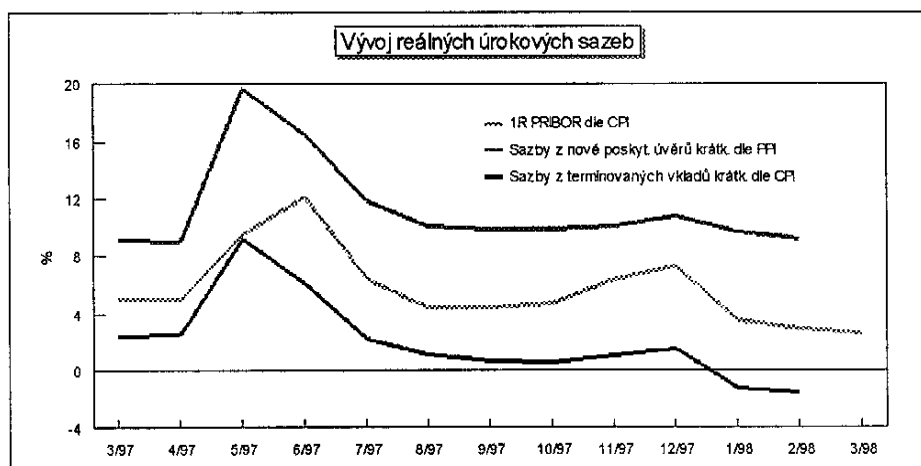
### Nominální úrokové sazby

Úroková sazba	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98
1R PRIBOR	11,83	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68	16,41	16,08
Sazby z nově poskytovaných úvěrů krátk.	13,42	13,37	23,83	21,09	17,04	15,83	15,72	15,51	15,59	16,53	15,84	15,83	
Sazby z termínovaných vkladů krátk.	9,26	9,29	15,55	12,98	11,68	11,06	10,98	10,79	11,22	11,58	11,88	11,91	



### Reálné úrokové sazby

Úroková sazba	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98
1R PRIBOR dle CPI	5,03	5,07	9,51	12,22	6,45	4,52	4,46	4,81	6,45	7,36	3,58	3,01	2,68
1R PRIBOR dle PPI	7,53	7,47	11,71	14,52	10,75	8,72	8,96	9,41	11,05	11,66	10,58	9,81	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle CPI	6,62	6,67	17,53	14,29	7,64	5,93	5,42	5,31	5,49	6,53	2,74	2,43	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle PPI	9,11	9,07	19,73	16,59	11,94	10,13	9,92	9,91	10,09	10,83	9,74	9,23	
Sazby z termínovaných vkladů krátk. dle CPI	2,46	2,59	9,25	6,18	2,28	1,16	0,68	0,59	1,12	1,58	(1,22)	(1,49)	



Pozn.

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

## Čistý úvěr vlády v roce 1998

	Východisko 1.1.1998		Skutečnost 31.1.1998		Přepočtené 28.2.1998		Předložené 31.3.1998		Prodávka K 30.6.1998		Prodávka K 30.9.1998		Prodávka K 31.12.1998					
	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky				
	Celkem		Celkem		Celkem		Celkem		Celkem		Celkem		Celkem					
<b>I. Pozice centrální vlády</b>	<b>55.8</b>	<b>-24.9</b>	<b>80.7</b>	<b>71.4</b>	<b>52.4</b>	<b>-23.1</b>	<b>75.5</b>	<b>45.1</b>	<b>74.4</b>	<b>47.3</b>	<b>-27.2</b>	<b>74.5</b>	<b>58.7</b>	<b>79.9</b>	<b>50.5</b>	<b>-26.9</b>	<b>77.4</b>	
1) Běžná hospodářská státní rozpočtu - bilance příjmu a vý支ů	0.0	0.0	0.0	-17.0	-4.8	-4.8	4.8	-7.6	-7.6	-6.0	-6.0	4.0	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0	
2) Výňatky státních podniků a jiných podniků na běžné hospodářství	0.0	0.0	0.0	15.7	4.1	4.1	4.1	4.6	4.6	0.0	0.0	-4.0	-4.0	-4.0	0.0	0.0	0.0	
3) Bilance státních finančních ústavů a pastev	-8.6	-7.4	-2.1	-9.0	-10.0	-7.9	-2.1	-9.8	-7.7	-8.3	-6.2	-2.1	-6.3	-4.2	-13.7	-13.7	-13.7	
4) Státní podniky poskytující služby v neregulované oblasti	42.1	0.0	42.1	33.5	36.8	36.8	36.8	34.7	34.7	36.0	36.0	36.0	37.9	37.9	34.0	34.0	34.0	
5) Státní podniky	40.7	0.0	40.7	40.0	40.0	40.0	40.8	41.8	41.8	40.6	40.6	40.6	44.1	44.1	43.4	43.4	43.4	
6) Korunová opozice na podporu platební bilance	-18.3	-18.3	0.0	-18.3	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	
7) Depozita na účtech zahraničních úřadů u ČNB	-3.9	-3.9	0.0	-4.2	-3.5	-3.5	-3.5	-7.6	-7.6	-5.0	-5.0	-6.0	-6.0	-6.0	-2.2	-2.2	-2.2	
8) Operace MF ČR	4.7	4.7	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	
<b>II. Pozice státních fondů</b>	<b>-6.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-6.1</b>	<b>-7.0</b>	<b>-7.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-5.9</b>	<b>-7.6</b>	<b>-1.4</b>	<b>-6.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>-4.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>-4.0</b>	
1) Celková bilance státních fondů	-7.1	-0.8	-6.3	-7.2	-7.3	-1.2	-6.1	-7.8	-1.4	-6.7	-0.7	-6.0	-6.6	-6.0	-4.5	-4.0	-4.0	
2) Úvěry poskytnuté bankami státním fondům	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	
3) Cenné papíry - bondy																		
<b>III. Pozice zdravot. pojišťoven</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	
1) Celková bilance zdravotních pojišťoven	-1.9	0.0	-1.9	-1.8	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	
2) Úvěry poskytnuté zdravotním pojišťovnám	1.9	0.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	
3) Cenné papíry - bondy																		
<b>IV. Pozice místních rozpočtů</b>	<b>-11.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-9.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>0.0</b>	<b>-10.6</b>	<b>-8.6</b>	<b>0.0</b>	<b>-6.7</b>	<b>0.0</b>	<b>-6.7</b>	<b>-5.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-2.0</b>	
1) Celková bilance u komerčních bank	-18.5	0.0	-18.5	-18.3	-18.9	-18.9	-18.9	-17.1	-17.1	-15.2	-15.2	-15.2	-13.5	-13.5	-11.0	-11.0	-11.0	
2) Úvěry poskytnuté bankami místním úřadům	6.8	0.0	6.8	6.8	6.6	6.6	6.6	6.8	6.8	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.6	6.6	6.6	
3) Místní podniky	1.7	0.0	1.7	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.5	2.5	
<b>ČÚ KONSOLIDOVANÉ VLÁDY</b>	<b>37.9</b>	<b>-25.7</b>	<b>63.6</b>	<b>55.9</b>	<b>34.5</b>	<b>-24.3</b>	<b>58.8</b>	<b>28.9</b>	<b>-30.7</b>	<b>34.2</b>	<b>-27.9</b>	<b>62.1</b>	<b>48.9</b>	<b>-21.8</b>	<b>70.7</b>	<b>43.9</b>	<b>-27.4</b>	<b>71.3</b>
<b>V. Fond národního majetku</b>	<b>-13.1</b>	<b>-22.1</b>	<b>9.0</b>	<b>-13.9</b>	<b>-17.3</b>	<b>-23.4</b>	<b>6.1</b>	<b>-15.7</b>	<b>-23.4</b>	<b>-14.3</b>	<b>-18.4</b>	<b>4.1</b>	<b>-13.0</b>	<b>4.1</b>	<b>-7.0</b>	<b>-6.1</b>	<b>-0.9</b>	
1) Použitky a obligace FNM u bank	17.0	0.0	17.0	17.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	16.0	16.0	16.0	
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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
3) Depozita FNM	-30.1	-22.1	-8.0	-30.9	-32.3	-23.4	-8.9	-30.7	-23.4	-29.3	-18.4	-10.9	-28.0	-17.1	-22.0	-6.1	-15.9	
<b>ČISTÝ ÚVĚR VLÁDĚ - GG</b>	<b>24.8</b>	<b>-47.8</b>	<b>72.6</b>	<b>11.1</b>	<b>17.2</b>	<b>-47.7</b>	<b>64.9</b>	<b>13.2</b>	<b>-54.1</b>	<b>19.9</b>	<b>-46.3</b>	<b>66.2</b>	<b>35.9</b>	<b>74.8</b>	<b>36.9</b>	<b>-33.5</b>	<b>70.4</b>	

**ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA**  
**Oddělení veřejných financí**

**Vývoj plnění SR k 31.3. 1998**

	1997					1998				
	Roční rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost k 31.3. 97	Podíl na ročním rozpočtu	Podíl na upraveném rozpočtu	Roční rozpočet	Skutečnost k 31.3. 98	Podíl na rozpočtu	Index 98/97	
Vybrané příjmové položky										
VAT	127,8	117,2	20,2	15,8	17,2	128,0	22,1	17,3	109,4	
spotřební daň	65,4	64,0	13,4	20,5	20,9	74,0	15,2	20,5	113,4	
pojistné na soc. zabezpeč.	205,5	196,7	42,9	20,9	21,8	209,5	47,5	22,7	110,7	
daň z příjmů	90,9	75,1	16,2	17,8	21,6	67,9	18,7	27,5	115,4	
<b>PRÍJMY</b>	549,1	510,4	106,8	19,5	20,9	536,6	123,5	23,0	115,6	
<b>VYDAJE</b>	549,1	510,4	115,3	21,0	22,6	536,6	115,9	21,6	100,5	
<b>SALDO</b>	0,0	0,0	-8,5	X	X	0,0	7,6	X	X	



## Podíl výsledku hospodaření veřejných rozpočtů na HDP

v mld. Kč, v %

ČESKÁ METODIKA	1993	1994	1995	1996	1997	1998
					oč. skutečnost	predikce
státní rozpočet	1.1	10.4	7.2	-1.6	-15.7	0.0
místní rozpočty	0.9	-1.1	-3.2	-9.4	-4.8	-9.0
státní finanční aktiva	1.5	1.0	-2.7	-2.3	-7.3	-5.2
státní fondy	0.1	0.4	0.0	1.1	1.7	0.4
Pozemkový fond	1.3	1.1	1.2	0.6	-1.6	-0.8
Fond národního majetku	13.4	-5.4	4.0	-5.9	-4.5	-1.5
zdravotní pojišťovny 1)	5.0	-0.9	-3.6	-4.4	-0.4	-0.6
<b>Veřejné rozpočty ( VR ) celkem</b>	<b>23.3</b>	<b>5.5</b>	<b>2.9</b>	<b>-21.9</b>	<b>-32.6</b>	<b>-16.7</b>
<b>Podíl hospodaření VR na HDP v b.c.</b>	<b>2.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.9</b>

METODIKA GFS IMF 2)	1993	1994	1995	1996	1997	1998
					oč. skutečnost	predikce
ústřední vládní operace 3)	4.7	14.8	-3.4	-7.3	-22.3	-5.2
mimorozpočtové účty vlády 4)	14.6	-3.1	15.0	11.4	-0.7	-1.6
účty místních rozpočtů 5)	2.3	0.1	-2.3	-7.3	-4.9	-9.0
sociální fondy 6)	5.0	-2.5	-4.5	-3.0	-1.3	-0.6
<b>Veřejné rozpočty ( VR ) celkem</b>	<b>26.6</b>	<b>9.3</b>	<b>4.8</b>	<b>-6.2</b>	<b>-29.2</b>	<b>-16.4</b>
<b>Podíl hospodaření VR na HDP v b.c.</b>	<b>2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.8</b>	<b>-0.9</b>

Poznámka:

- schodek, + přebytek

1) zdravotní pojišťovny v roce 1993 odhad

2) údaje MF ČR

3) státní rozpočet a operace ve státních finančních aktivech

4) státní fondy bez fondu tržní regulace, včetně Fondu národního majetku a Pozemkového fondu

5) místní rozpočty včetně fondů

6) v podmínkách ČR účty zdravotních pojišťoven

V Praze dne 6. dubna 1998



## Peněžní příjmy a výdaje domácností v ČR v r. 1998

Ukazatel	Rok - mld 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.	30.9.	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.	30.6.	31.3.	změna v %	31.3.	30.6.	31.3.	změna v %	
															mld. Kč			mld. Kč			mld. Kč			mld. Kč			
<b>A. Peněžní příjmy celkem (A1,2,3)</b>	5	645,9	773,1	915,7	1 037,3	1 162,4	1 273,9	27,6	19,0	18,4	13,3	12,1	9,6	254,6	546,7	842,6	12,6	13,1	12,9	278,7	597,4	9,5	278,7	597,4	9,5	9,3	
1. příjmy z mezd		341,4	406,3	475,8	560,4	606,4	649,2	25,7	19,0	18,1	16,9	8,2	7,1	134,2	290,5	438,9	11,1	10,2	9,6	144,6	312,0	7,7	144,6	312,0	7,7	7,4	
2. sociální příjmy		121,3	138,2	158,5	184,3	208,6	235,5	28,5	14,0	14,7	16,2	13,2	12,9	49,3	100,7	152,0	13,8	11,9	12,7	54,3	111,0	10,1	54,3	111,0	10,1	10,2	
3. ostatní příjmy	3)	189,6	230,0	277,4	292,7	347,5	389,3	30,0	21,3	20,6	5,5	18,7	12,0	71,1	155,5	251,7	14,8	20,0	19,2	76,8	174,4	12,3	76,8	174,4	12,3	12,2	
<b>B. Disponibilní peněžní příjmy (f.A - f.C2)</b>		560,4	660,7	779,6	884,0	993,6	1089,9	28,6	17,9	18,0	13,4	12,4	9,7	214,9	465,2	719,6	13,5	13,4	13,3	235,2	508,7	9,4	235,2	508,7	9,4	9,4	
<b>C. Peněžní výdaje celkem (C1,2,3)</b>	5)	591,8	697,3	808,6	933,5	1 029,4	1 133,4	25,3	17,8	18,0	15,4	10,3		228,6	489,9	749,3	9,8	11,7	10,4	251,3	539,25		251,3	539,25			
1. výdaje za zboží a služby		461,0	536,7	616,0	714,9	786,1	864,6	25,7	16,4	14,8	16,1	10,0		170,1	371,6	570,7	10,4	12,1	10,2	186,7	409,25		186,7	409,25			
2. daně, popl., přísp. na soc. zabezp. a zdravotní pojištění		89,0	112,2	136,1	153,3	168,8	184,0	20,5	26,1	21,2	12,7	10,1		39,7	81,5	123,0	8,4	11,3	10,6	43,5	88,7		43,5	88,7			
3. ostatní výdaje	2)	41,1	48,2	56,6	65,3	74,5	84,8	24,1	17,2	17,3	15,4	14,1		18,8	36,9	55,6	7,4	8,9	11,6	21,1	41,3		21,1	41,3			
4. chyby a opomenutí		-13,99	-18,01	-45,42	-31,5	-41,1	-61,8							-11,7	-17,4	-36,8				-13,1	-25,8		-13,1	-25,8			
<b>D. Změna stavu fin. aktiv a pasiv domácností</b> (01,2,3,4,5-06,7)		44,1	59,9	61,7	72,3	91,9	78,7							14,4	39,4	56,5				14,3	32,3		14,3	32,3			
1. změna stavu korunových vkladů (vč. staveb.spoření)		55,9	60,2	79,2	62,7	64,6	60,0							15,5	23,6	32,7				12,0	23,0		12,0	23,0			
(absolutní stav korunových vkladů)		316,1	378,2	455,4	512,4	577,0	637,0							527,9	536,0	545,0	11,4	9,5	10,8	589,0	600,0	11,6	589,0	600,0	11,6	11,9	
2. změna stavu devizových vkladů		7,8	-3,6	-6,4	4,4	30,5	10,0							4,3	23,1	25,8				4,0	6,0		4,0	6,0			
(absolutní stav devizových vkladů)		45,8	42,2	35,8	40,1	70,7	80,7							44,4	63,0	66,0	25,8	76,5	75,6	74,7	76,7	68,2	74,7	76,7	68,2	21,2	
3. změna stavu hotovosti		0,1	18,2	16,7	9,7	-2,1	5,0							-1,2	-6,1	-3,5				-2,5	1,5		-2,5	1,5			
4. změna stavu cenných papírů		0,0	-0,1	-43,6	-14,3	-5,5	-1,5							-3,0	-4,0	-4,7				-0,3	-0,6		-0,3	-0,6			
5. změna stavu důchod.přípoj		0,2	0,3	10,2	11,9	14,0	11,0							2,6	6,1	10,4				2,6	5,3		2,6	5,3			
6. změna stavu korunových půjček		19,9	15,1	-6,0	1,7	8,9	4,0							2,7	1,9	2,1				1,0	2,0		1,0	2,0			
7. změna stavu devizových půjček		0,0	0,0	0,3	0,4	2,7	1,8							1,2	1,5	2,0				0,5	0,9		0,5	0,9			
<b>E. Podíl změny stavu čist. fin. aktiv na disponibil. příj.(v %)</b> (01+02+03-04+05-06+07)/B)	4)							7,9	9,1	7,9	8,2	9,2	7,2				6,7	8,5	7,9			6,1			6,1	6,3	
<b>F. Míra úspor ČSÚ v %</b>																											
<b>G. Reálné celk. peněž. příjmy - mizr.zm. v %</b>	3)							5,6	8,2	8,6	4,1	3,3	-1,8				12,6	12,5	12,9							-3,4	
<b>H. Reálné příjmy z mezd - mizr. zm. v %</b>	3)							4,0	8,3	8,2	7,4	-0,3	-4,0				3,6	3,1	1,6							-4,9	

1) Zahrnuje pojistné náhrady, úroky, příjmy z podnikatelské činnosti, dividendy, dědictví, prodej nemovitosti, výhry ap.  
2) Zahrnuje pojistné, úroky z půjček, platby za převzaté, výdaje do zahraničí, sazky, životní pojištění, úrazové pojištění, ostatní nebankovní pojištění, ap.  
3) Reálný vývoj je vyjádřen poměrem deflačním průměrnou inflací  
4) Provočet ood 315  
5) Údaje za domácnosti zahrnují obyvatelstvo (cca 93,0 %) a živnostníky (cca 7,0 %)  
3) Sledovano číselně nelze vyplnit

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

	Cena včetně ve spotř.	31.12.1994			31.3.1997		30.6.1997		30.9.1997		30.11.1997		31.12.1997	31.1.1998		28.2.1998		31.3.1998	
		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.	31.12.1997	st. obd. m.r.	31.12.1997	st. obd. m.r.
		=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100	=100
1. Potraviny, nápoje, tabák	32,7	12,9	6,4	7,9	1,2	4,2	3,3	3,4	3,7	6,1	4,9	6,8	5,9	2,6	4,3	3,4	7,8	3,7	6,2
z toho "T"	32,7	12,9	6,4	7,9	1,2	4,2	3,3	3,4	3,7	6,1	4,9	6,8	5,9	2,6	4,3	3,4	7,8	3,7	6,2
"NT"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Odívání celkem	9,1	9,2	10,9	9,8	1,2	8,9	4,1	8,7	6,4	9,3	8,3	8,9	9,1	-0,1	8,7	-0,1	6,3	0,2	8,8
z toho "T"	8,8	9,2	10,7	9,6	1,1	8,8	4,0	8,6	5,3	9,2	8,2	8,8	9,0	-0,2	11,6	-0,1	8,1	0,1	7,9
"NT"	0,3	0,0	1,8	0,7	0,4	10,3	6,7	12,3	9,8	13,1	11,5	12,2	12,3	1,2	6,6	2,4	12,4	3,4	12,2
3. Bydlení, voda, elektřina, plyn, ost.	14,4	14,1	13,0	13,5	1,8	13,3	2,3	13,8	22,3	22,9	22,7	22,8	22,9	11,6	21,3	12,3	35,8	12,9	35,9
z toho "T"	1,1	10,8	9,7	8,4	3,6	17,1	2,9	16,0	36,1	37,3	36,9	36,1	37,1	14,4	11,8	15,6	24,9	13,4	24,5
"NT"	13,3	14,4	13,3	13,8	1,7	13,0	2,2	13,3	21,2	21,7	21,8	21,7	21,7	11,4	36,2	12,1	36,6	12,4	36,8
4. Zařízení a provoz domácností celk.	7,7	4,3	6,6	3,6	1,7	3,9	3,7	6,1	8,9	6,5	7,1	7,3	7,7	0,5	8,0	1,4	8,0	1,6	7,6
z toho "T"	7,2	4,1	6,3	3,2	1,6	3,5	3,6	4,8	6,6	6,2	6,9	7,1	7,5	0,3	7,6	1,1	7,8	1,3	7,3
"NT"	0,5	0,4	0,1	0,0	0,4	0,3	0,7	0,0	8,8	10,2	0,8	10,1	10,3	2,8	12,2	4,1	11,0	0,3	11,4
5. Zdravotnictví celkem	4,4	2,4	4,3	3,2	0,6	2,4	4,3	8,0	5,6	6,5	6,0	6,3	6,5	0,6	6,7	1,0	6,9	1,1	7,0
z toho "T"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0	2,6
"NT"	4,4	2,4	4,3	3,2	0,6	2,4	4,3	8,0	6,6	6,5	6,0	6,3	6,6	0,6	6,7	1,0	6,9	1,1	7,3
6. Doprava celkem	10,5	9,5	6,4	8,3	3,9	8,9	6,3	7,9	9,4	11,5	9,0	9,3	9,2	6,1	11,9	6,1	11,5	5,3	10,7
z toho "T"	7,5	3,0	3,0	6,2	1,1	5,9	2,8	4,6	6,6	6,5	6,0	6,2	6,2	2,9	7,8	2,4	7,3	1,1	6,0
"NT"	3,0	11,8	14,5	13,4	10,9	16,5	12,3	16,8	16,5	19,0	16,6	17,1	16,6	11,7	18,9	12,6	18,9	12,6	16,6
7. Volný čas celkem	9,8	6,7	6,9	4,5	1,3	4,0	3,6	4,7	8,9	6,9	9,1	9,9	9,7	1,2	10,3	2,0	10,3	1,5	8,9
z toho "T"	6,4	3,8	6,9	2,3	1,0	2,9	3,5	3,7	4,5	3,8	4,0	4,5	4,6	0,6	4,6	0,9	4,5	0,7	4,8
"NT"	3,4	12,9	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	3,5	19,2	2,8	18,2
8. Vzdělání celkem	1,7	23,7	10,2	37,9	2,7	10,0	3,2	9,8	8,8	11,0	9,4	9,6	9,5	7,1	14,9	6,1	15,6	4,6	16,0
z toho "T"	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
"NT"	1,7	23,7	10,2	37,9	2,7	10,0	3,2	9,8	8,8	11,0	9,4	9,6	9,5	7,1	14,9	6,1	15,6	4,6	16,0
9. Veřejné stravování a ubytování	4,7	12,9	7,3	8,5	1,3	8,8	2,9	6,2	6,9	7,5	7,0	7,3	7,3	2,2	9,2	3,6	10,3	4,6	10,8
z toho "T"	0,1	3,1	21,3	9,9	2,7	9,3	16,3	11,9	19,3	16,3	16,3	15,6	17,7	3,6	16,8	4,1	17,0	3,8	17,3
"NT"	4,6	19,2	9,9	8,6	1,3	6,7	2,6	6,0	5,5	7,2	6,8	7,1	7,0	2,1	9,0	3,8	10,1	4,6	10,6
10. Ostatní zboží a služby celkem	6,1	6,5	10,1	7,8	1,7	7,4	6,1	6,3	8,1	9,6	9,5	10,1	9,7	0,7	9,8	1,3	9,9	1,3	8,4
z toho "T"	3,2	6,9	8,6	6,0	1,4	4,9	3,0	6,0	4,7	6,6	6,9	7,6	7,1	0,1	6,3	1,1	6,8	0,6	6,8
"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	1,7	14,3	2,3	14,6
Spotřebitelské ceny celkem	100,0	9,7	7,9	8,5	1,6	8,8	5,6	6,8	8,6	10,3	9,6	10,1	10,0	4,0	13,1	4,7	13,4	4,8	13,4
z toho "T"	67,1	6,7	6,0	6,7	1,2	6,3	3,3	4,9	6,4	7,3	6,6	7,2	7,1	1,9	6,2	2,5	7,8	2,5	7,7
"NT"	32,9	11,9	11,9	12,9	2,6	9,8	4,2	10,8	16,1	16,3	16,7	16,1	16,9	7,4	22,8	8,2	23,4	6,6	23,6
"T" - potraviny	32,7	12,9	6,4	7,9	1,2	4,2	3,3	3,4	3,7	6,1	4,9	6,8	6,8	2,6	4,3	3,4	7,8	3,7	6,2
"T" - ostatní	34,4	8,6	6,5	6,6	1,3	6,9	3,4	6,1	6,7	8,2	7,7	8,2	8,3	1,2	6,6	1,6	7,8	1,3	7,2
"NT" - regulované	21,0	9,0	9,7	11,2	2,7	11,1	4,4	12,1	19,3	20,0	19,6	19,7	19,7	9,3	30,7	9,7	30,8	9,8	30,6
"NT" - ostatní	11,9	14,2	12,3	14,4	1,9	7,5	3,5	8,3	7,7	9,8	8,9	9,7	9,3	4,5	16,0	6,9	13,3	6,6	13,6

st.obd.m.r.=100

Odd.3.15 - reálna ekonomika  
Vývoj inflácie v roce 1995 až 1998 (st. obd. m. r. =100)

Ukazateľ	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.
Stála váha ve spotr. veš. v %	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Prepočítaná váha ke koncl. leďna	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56
Spotřebiteľské ceny cel.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Regulované ceny	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56
(podíl na rústu sp.cen)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Vliv rústu nepř. daní v nerog. cenách	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(podíl na rústu sp.cen)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44
(podíl na rústu sp.cen)	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44
z toho: ceny potravín	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
(podíl na rústu sp.cen)	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
korrigovaná inflace	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73
(podíl na rústu sp.cen)	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73
Roční klouz. průměr	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Průměr od počátku roku	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Stála váha ve spotr. veš. v %	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Prepočítaná váha ke koncl. leďna	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2	28,2
Spotřebiteľské ceny cel.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Regulované ceny	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56	22,56
Vliv rústu nepř. daní v nerog. cenách *)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
(podíl na rústu sp.cen)	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
Čistá inflace	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44
(podíl na rústu sp.cen)	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44	77,44
z toho: ceny potravín	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
(podíl na rústu sp.cen)	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
korrigovaná inflace	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73
(podíl na rústu sp.cen)	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73	44,73
Roční klouz. průměr	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Průměr od počátku roku	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Stála váha ve spotr. veš. v %	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Prepočítaná váha ke koncl. leďna	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37
Spotřebiteľské ceny cel.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Regulované ceny	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37	18,37
Vliv rústu nepř. daní v nerog. cenách	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
(podíl na rústu sp.cen)	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63	81,63
Čistá inflace	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
(podíl na rústu sp.cen)	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
z toho: ceny potravín	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92
(podíl na rústu sp.cen)	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92	48,92
korrigovaná inflace	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
(podíl na rústu sp.cen)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Roční klouz. průměr	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Průměr od počátku roku	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Stála váha ve spotr. veš. v %	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Prepočítaná váha ke koncl. leďna	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Spotřebiteľské ceny cel.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Regulované ceny	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32	18,32
Vliv rústu nepř. daní v nerog. cenách **)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
(podíl na rústu sp.cen)	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68	81,68
Čistá inflace	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
(podíl na rústu sp.cen)	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71	32,71
z toho: ceny potravín	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98
(podíl na rústu sp.cen)	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98	48,98
korrigovaná inflace	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
(podíl na rústu sp.cen)	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Roční klouz. průměr	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Průměr od počátku roku	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

\*) Změna spotřební daně u cizince (dopad do celk. inflace 0,38 proc. bodů) a alkoholu (0,04)  
\*\*) Zvýšení DPH z 5 na 22 % u prvních páv (dopad do celk. inflace 0,27 proc. bodů), zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků (0,26) a zvýšení daně na štích stávkování (0,115)  
Na propočtu vývoje jednotlivých složek inflace do r. 1997 spolupracoval Ing. Hošek