

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

**5. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji**

**Stručný obsah - důvod předložení:**

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

**Útvary, s nimiž byl materiál projednán:**

Spolupracující oddělení úseku bankovních obchodů

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

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

**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: Rizika hospodářského  
a měnového vývoje ČR spojená

s případným vznikem měnové krize v SR

Příloha č. 3: Měnové aspekty profinancování  
skrytého státního dluhu

Předkládá: Ing. Hrnčíř, DrSc.

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

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

Bankovní rada po projednání materiálu

**s o u h l a s í**

s návrhem opatření

**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 : "Rizika hospodářského a měnového vývoje ČR spojená s případným vznikem měnové krize v SR"

Příloha č. 3 : "Měnové aspekty profinancování skrytého státního dluhu"

## 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 Sektorová struktura peněžního agregátu M2
      - 1.1.3 Zdrojová tvorba peněžního agregátu M2
    - 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 Finanční 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 domácností
      - 2.2.2 Investice
      - 2.2.3 Spotřeba vlády
    - 2.3. Čistá zahraniční poptávka
    - 2.4. Výstup
  - 3. Trh práce
    - 3.1. Vývoj mezd a příjmů
    - 3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost
  - 4. Nákladové faktory
    - 4.1. Ceny výrobců
    - 4.2. Dovozní ceny, kurz a ceny surovin
    - 4.3. Ceny tržních služeb

### III. Shrnutí

Příloha č. 1: Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

Příloha č. 2: Rizika hospodářského a měnového vývoje ČR spojená s případným vznikem měnové krize v SR

Příloha č. 3: Měnové aspekty profinancování skrytého státního dluhu

Tabulkové přílohy

## I. Dosavadní vývoj inflace

Duben 1998:

Meziměsíční celková inflace	0,3 %
Meziměsíční čistá inflace	0,2 %
Meziroční celková inflace	13,1 %
Meziroční čistá inflace	7,6 %

Aktuální vývoj signalizuje, že podstatnými faktory budoucího příznivého vývoje čisté inflace (ve vztahu k inflačnímu cíli) je zejména účinnost opatření monetární a fiskální politiky (především mzdová oblast, investice), promítající se do umírněného vývoje mezd a návazně spotřeby domácností. Mzdový vývoj a částečně vývoj kurzu rozhodujícím způsobem ovlivnily současný vývoj spotřebitelských cen.

### a) Meziměsíční vývoj

Meziměsíční růst spotřebitelských cen v dubnu 1998 činil 0,3 %. Na tomto růstu se podílela rovnoměrně čistá inflace i růst regulovaných cen.

Meziměsíční růst regulovaných cen v dubnu činil 0,6 %. Z jednotlivých položek zaznamenaly v dubnu růst ceny výkonů spojů (telefonní poplatky) o 11,2 % a ceny regulované na úrovni místních orgánů (nejvíce vodné a stočné + 0,8 %, autobusová doprava 0,9 %, taxislužba 1,2 %, služby parkovišť + 1,1 %). Růst cen položek zahrnutých do regulovaných cen je od počátku roku vyšší než jsme očekávali (naše odhady byly v souladu s odhady Ministerstva financí). Proti očekávání rostou podstatně rychleji ceny téměř všech položek regulovaných cen na místní úrovni a věcně usměrňovaných cen (vodné a stočné, tepelná energie, doprava, odvoz odpadů). Z centrálně regulovaných cen byl proti očekávání vyšší růst telefonních poplatků a cen plynu. Z titulu zvýšení DPH byl očekáván růst cen plynu o 16,2 %, ale ceny plynu vzrostly od počátku roku již o 18 %.

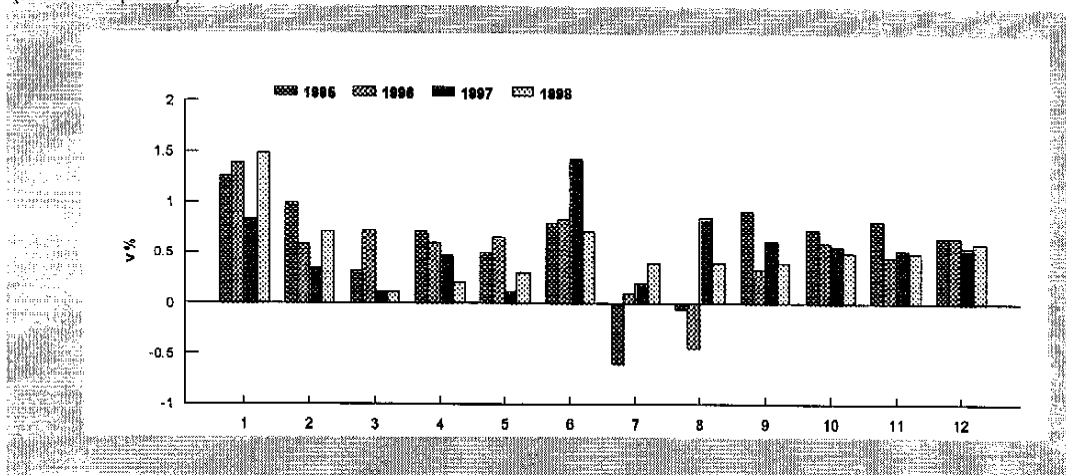
Meziměsíční čistá inflace v dubnu činila 0,2 %. Tento vývoj odpovídal našemu předpokladu, že enormní lednový růst cen bude eliminován v následujících měsících (proti našemu předpokladu došlo však k výraznějšímu snížení růstu cen až počínaje březnem).

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST					PREDIKCE												
	12/97	1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98		12/98		4/99		
MEZIMĚSÍČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	0,5	4,0		0,6		0,1		0,3		0,3		0,6		0,5		0,3		
v tom:		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		
Regulované ceny	0.1	0.03	9.4	2.16	0.4	0.09	0.2	0.03	0.6	0.13	0.2	0.05	0.2	0.05	0.2	0.05	0.0	0.00
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0.00	0.70		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00		
Čistá inflace	0.6	0.43	1.5	1.14	0.7	0.64	0.1	0.10	0.2	0.16	0.3	0.23	0.7	0.53	0.6	0.45	0.4	0.32
z toho:																		
- ceny potravin	0.7	0.23	1.7	0.52	0.8	0.24	0.2	0.08	0.3	0.10	0.3	0.09	0.9	0.28	0.6	0.18	0.2	0.06
- korigovaná inflace	0.4	0.20	1.4	0.62	0.7	0.30	0.0	0.02	0.1	0.06	0.3	0.14	0.6	0.26	0.6	0.27	0.6	0.26

### Meziměsíční čistá inflace v letech 1995 až 1998

(od května 1998 predikce)



Ceny potravin vzrostly meziměsíčně o 0,3 %. Téměř celý tento růst cen potravin byl způsoben růstem cen brambor a výrobků z brambor, které meziměsíčně vzrostly o 23,6 %. Kromě růstu cen ryb a rybích výrobků (+ 0,7 %) a cukru (+ 0,4 %) ceny všech ostatních skupin cen potravin vzrostly nejvýše o 0,1 % nebo poklesly. Na vývoj cen potravin působilo i posilování kurzu (příznivý cenový vývoj dovážených potravin). Z týdenního sledování vývoje cen vybraných potravinářských výrobků lze částečně usuzovat na příznivý vývoj cen potravin i v květnu (viz box).

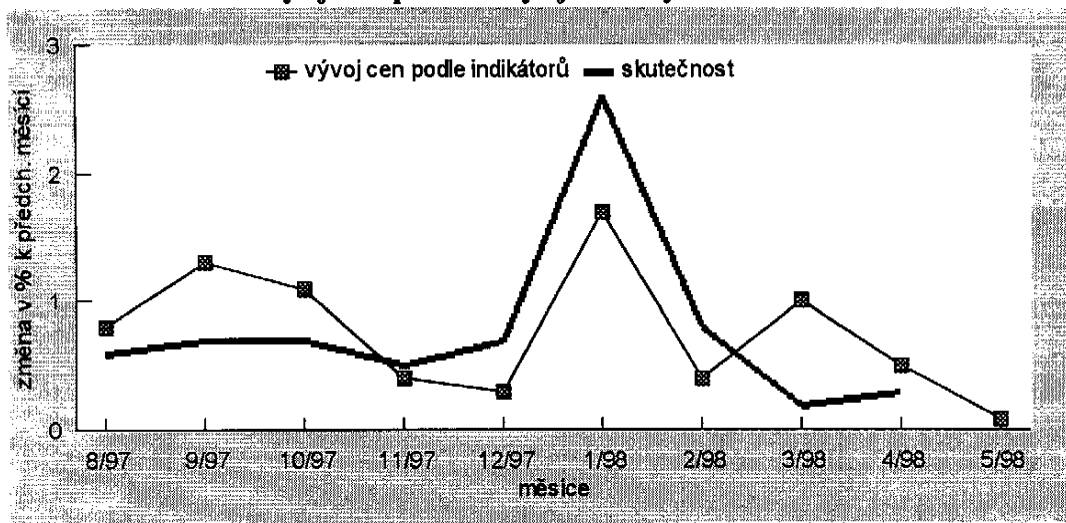
Z dosavadních poznatků vyplývá, že sledování týdenních indikátorů vývoje cen potravin neumožňuje odhadnout cenový vývoj potravin v daném období s dostatečnou přesností. Týdenní indikátory pouze naznačují trend vývoje, ale skutečně dosažené měsíční hodnoty se od hodnot naznačených indikátory značně liší - i když v rámci daného trendu.

Důvody odchylek spočívají podle našeho názoru v následujících skutečnostech:

- týdenní indikátory reprezentují cca 38 % váhy potravin ve spotřebním koší, přičemž málo zastoupené jsou položky s vysokým kolísáním cen (ovoce, zelenina),
- týdenní zjišťování cen (vždy v úterý) je prováděno na výrazně užším vzorku prodejních míst než samostatné zjišťování měsíční (kolem 15. v měsíci).

Z dosavadního sledování týdenních indikátorů (od 15. července 1997) vyplývá, že týdenní indikátory lze pouze se značnými výhradami využívat pro zpracování hrubé predikce vývoje cen potravin pro nejbližší období, s zejména jako signál výrazné změny trendu cen potravin.

### Porovnání skutečného vývoje cen potravin s vývojem cen výběrového souboru



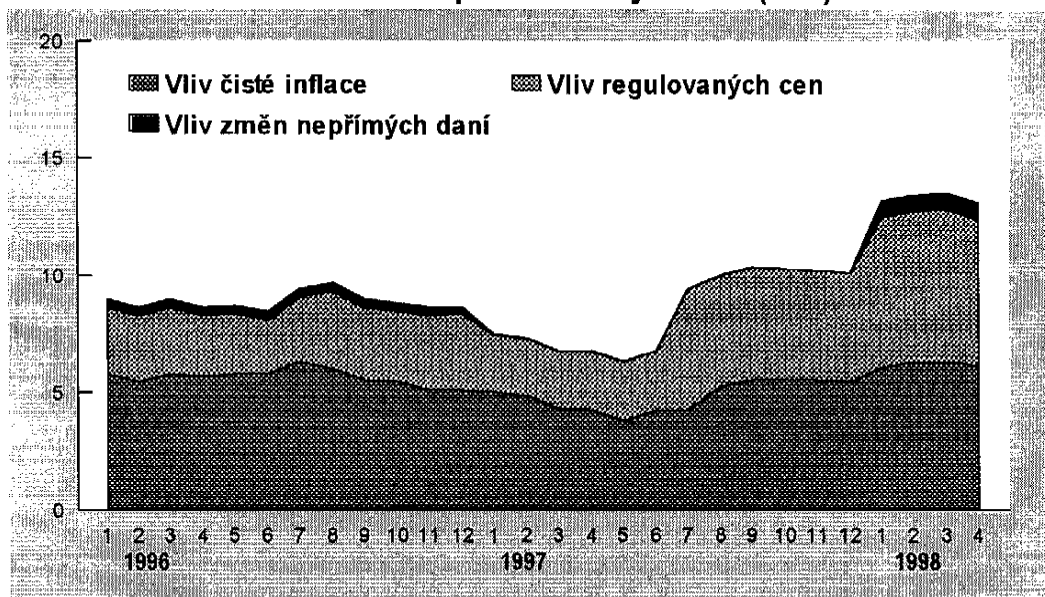
Meziměsíční korigovaná inflace činila v dubnu 0,1 %. Vývoj korigované inflace byl tedy v březnu i dubnu t.r. příznivý, což připisujeme především příznivému vývoji kurzu Kč a meziročnímu poklesu spotřeby domácností v předchozích třech čtvrtletích. V korigované inflaci se projevil odlišný vývoj ve skupině výrobků a ve skupině služeb. U výrobků došlo k růstu cen o 0,03 %. Rychlejší růst cen o 0,3 % 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).

Sezónně očištěné údaje o vývoji celkové inflace za leden až březen 1998 (poslední známé údaje) ukazují, že k lednovému meziměsíčnímu růstu cen 3,99 % přispěl sezónní výkyv cca 0,45 procentními body, tj. sezónně očištěný meziměsíční růst cen 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 %).

#### b) Meziroční vývoj

Meziroční růst spotřebitelských cen v dubnu 1998 činil 13,1 %. Proti konci roku byl meziroční růst cen vyšší o 3,1 bodu; vyšší meziroční růst byl především u regulovaných cen, avšak i u čisté inflace. K vyššímu meziročnímu růstu ve srovnání s koncem m. r. významně přispěly i další administrativní úpravy (zvýšení nepřímých daní a rušení dotací). Ve srovnání s březnem byla meziroční celková inflace i její sledované složky (růst regulovaných cen, čistá a korigovaná inflace a růst cen potravin) nižší.

**Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen (v %)**



Meziroční růst regulovaných cen v dubnu 1998 činil 30,3 %. Tento vysoký růst byl způsoben především růstem cen centrálně regulovaných položek v červenci 1997 a v lednu 1998, mzm. růst v dubnu se podílel pouze nevýznamně.

Meziroční čistá inflace v dubnu činila 7,6 % a proti konci m. r. byla vyšší o 0,8 procentního bodu (ze 6,8 v prosinci 1997). Ke zrychlení meziroční dynamiky od počátku roku přispěla především lednová čistá inflace 1,5 % a částečně únorová 0,7 %.

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST					PREDIKCE												
	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	12/98	4/99									
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	10,0	13,1	13,4	13,4	13,1	13,2	12,5	10,7	7,4									
v tom:	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl									
Regulované ceny	22,7	4,82	30,8	6,39	30,9	6,41	31,0	6,42	30,3	6,30	30,2	6,28	30,1	6,22	22,0	5,00	13,4	3,20
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0,00	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,00	0,00	
Čistá inflace	6,8	5,42	7,5	6,00	7,9	6,31	7,9	6,32	7,6	6,08	7,8	6,23	7,0	5,63	6,5	5,05	5,5	4,20
z toho:	-		-		-		-		-		-		-		-		-	
- ceny potravin	5,6	1,82	6,0	1,97	6,8	2,22	7,2	2,40	7,2	2,43	7,7	3,21	6,6	2,24	6,9	2,07	5,3	1,63
- korigovaná inflace	7,6	3,60	8,5	4,03	8,6	4,09	8,4	3,92	7,9	3,64	7,9	3,02	7,3	3,40	6,2	2,98	5,7	2,58
MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	8,5	8,9	9,5	10,0	10,5	11,1	11,6	12,0	10,1									

Ceny potravin vzrostly meziročně o 7,2 %, nejvyšší meziroční růst byl vykázán především u brambor a výrobků z brambor o 80,8 %, ryb a rybích výrobků o 18,4 % a zeleniny o 15,8 %. Naproti tomu ceny mlýnských a pekárenských výrobků vzrostly meziročně jen o 1,4 %. Ostatní skupiny potravin zaznamenaly meziroční růst cen v rozmezí 5 až 12 %. Vývoj cen potravin kopíruje bez časového zpoždění trend vývoje cen zemědělských výrobců (viz příloha).

Meziroční korigovaná inflace činila v dubnu 7,9 %. U výrobků došlo k růstu cen o 6,8 %. Ceny služeb zahrnovaných do korigované inflace vzrostly o 13,2 %.

### c) ceny obchodovatelných a neobchodovatelných komodit

V rámci celkové inflace pokračoval v dubnu rychlejší růst cen **neobchodovatelného zboží a služeb** (meziroční růst 22,9 %) proti **obchodovatelným** (meziroční růst 7,5 %). V samotném dubnu představoval růst cen neobchodovatelných položek 0,5 %, obchodovatelných položek 0,2 %.

V rámci **obchodovatelných** komodit vzrostly ceny potravin o 0,3 % a stagnovaly ceny ostatních obchodovatelných výrobků (0,0 %); podíl těchto komodit představuje 82,5 % objemu čisté inflace. **Neobchodovatelné** zboží a služby zahrnované do čisté inflace (neobchodovatelné komodity bez položek regulovaných cen) vykázaly v dubnu meziměsíční nárůst o 0,3 %; podíl těchto komodit v čisté inflaci představuje 17,5 %. Cenový pohyb v této skupině byl v dubnu značně rozkolísaný, což vyplývá i ze značné nehomogenosti položek zahrnutých do této skupiny. Výraznější cenový růst byl zaznamenán u položek, ve kterých se promítl nepřímo cenový růst regulovaných komodit z počátku roku (elektřina, vodné a stočné, odvoz odpadků). Cenový růst se rovněž projevil u služeb využívaných více lidmi s vyššími příjmy jako např. kulturní služby (+ 20,2 %), sportovní aktivity (+ 20,7 %) a služby pro běžnou údržbu a opravy bytů (+ 12,5 % - např. úklid, malování). Pokles poptávky po nových výrobcích se zřejmě projevil růstem cen oprav jako např. opravy domácích spotřebičů (+ 11,1 %) a opravy nábytku (+ 7,2 %). Naproti tomu pokles poptávky se projevil v nízkém

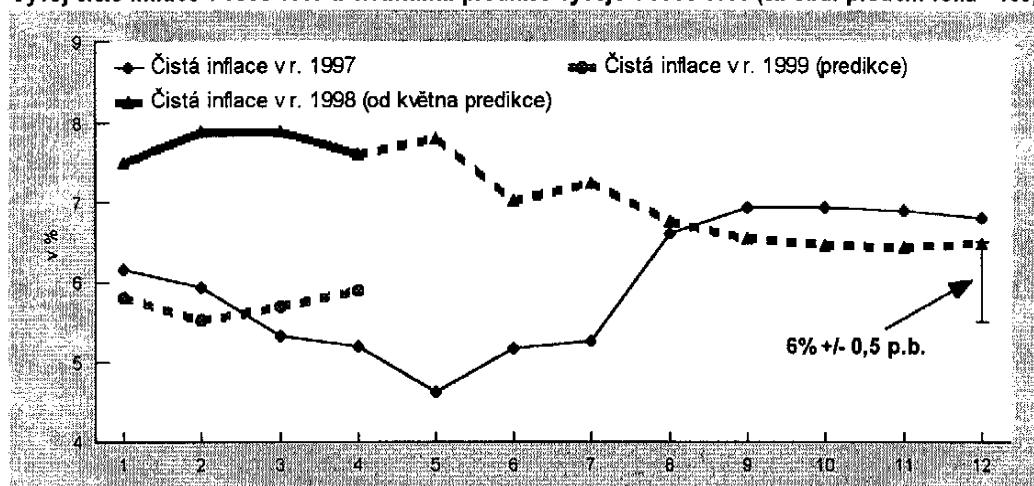


růstu cen některých služeb jako např. u tuzemské rekreace (3,8 %), finančních služeb (0,0 %), novin a časopisů (6,2 %) a pod.

#### d) predikce dalšího vývoje

V květnu nepředpokládáme významný růst regulovaných cen a očekáváme meziměsíční čistou inflaci 0,3 % (meziměsíční růst spotřebitelských cen očekáváme ve výši 0,3 %). U potravin (očekáváme meziměsíční růst 0,3 %) 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 (očekáváme růst rovněž 0,3 %) 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, příznivě bude působit i vývoj kurzu Kč.

Vývoj čisté inflace v roce 1997 a 1. varianta predikce vývoje v roce 1998 (st. obd. předch. roku =100)



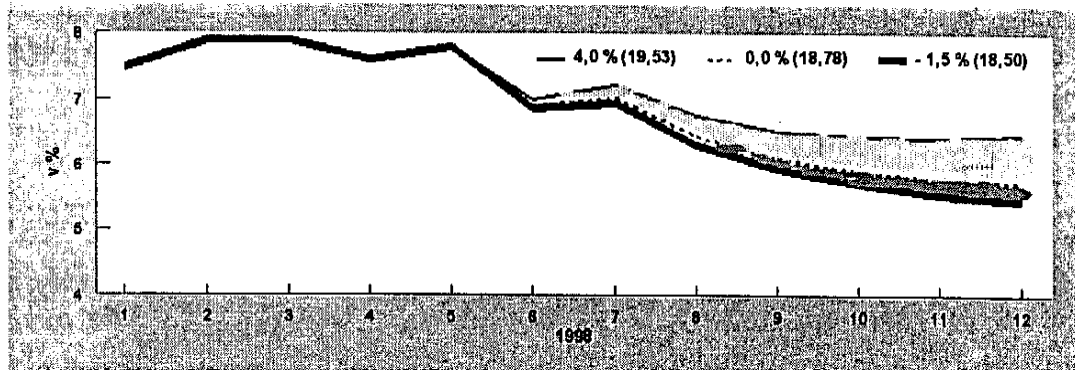
V průběhu 2. čtvrtletí předpokládáme kulminaci meziroční čisté inflace v květnu (meziroční růst cca 7,8 % s poklesem do konce června na cca 7,0 %); celkovou inflaci k 30. 6. očekáváme 12,5 % (meziročně). V závěru 2. čtvrtletí předpokládáme nižší mizr. růst cen u většiny skupin potravin (především ovoce, zeleniny, mléka a mléčných výrobků); u korigované inflace by mělo intenzivněji působit snížení poptávky obyvatelstva v návaznosti na reálný pokles příjmů i na očekávané vysoké úpravy regulovaných cen od 1. 7. 1998 (nájemné a plyn + 27 %, elektřina + 24 %, železniční jízdné + 22 %).

Predikce vývoje inflace do konce t.r. vychází z následujících faktorů:

- vývoj spotřebitelské poptávky v 1. čtvrtletí meziročně poklesne, ve 2. čtvrtletí bude stagnovat, pouze ve 3. čtvrtletí bude mírné zrychlení důsledkem loňského meziročního poklesu. Vcelku vývoj spořeby domácností, ovlivněný očekávaným vývojem příjmů (meziroční pokles ve celém roce 1998) bude zpomalovat cenový růst

- vývoj kursu (používáme předpoklad, že 1 % depreciace kursu znamená s tříměsíčním zpožděním 0,25 % růst korigované inflace, do cen potravin uvažujeme dopad o třetinu nižší). Uvažujeme tři varianty vývoje v návaznosti na kursový vývoj. První variantou je původní odhad z předchozí SZ, který vychází z předpokladu meziroční 4 % depreciace kursu v září 1998 proti září 1997, tj. na hodnotu 19,53 Kč/DEM. Druhá varianta předpokládá postupné znehodnocování kursu z květnových cca 18,50 Kč až na 19,00 Kč v prosinci, tj. 18,78 v září t.r., jedná se tedy o nulový meziroční růst v září 1998. Třetí varianta předpokládá stabilitu kursu na 18,50 Kč /DEM, tj. meziroční zhodnocení v září o 1,5 %).

Varianty predikce čisté inflace (v %), v závislosti na vývoji kursu Kč k DEM -mzr. změně kursu v září 1998



- v souvislosti s vývojem cen zemědělských výrobců nelze vyloučit riziko zrychlení růstu cen potravin

- efekt reálného zhodnocení na cenový vývoj považujeme za velmi omezený (omezená pružnost cen směrem dolů)

- uvažujeme jistou úroveň trvalého základního růstu inflace (plynouceho z vývojových a přizpůsobovacích procesů v ekonomice), kde předpokládáme určitou proměnlivost konkrétních meziměsíčních hodnot, po relativně příznivých hodnotách v březnu a dubnu očekáváme v dalším průběhu roku možná přechodná zrychlení růstu cen

- mzdově (a ziskově) nákladová inflace u nontradables- neregulovaných (růst mezd na úrovni 8 - 10 % není doprovázen obdobným vývojem produktivity).

Za nejpravděpodobnější nadále předpokládáme vývoj dle první varianty. Dle našeho názoru nelze opominout vliv dalších faktorů (základní růst inflace, mzdově nákladová inflace). První variantu hodnotíme jako nejpravděpodobnější proto, že současná úroveň faktorů inflace je poměrně velmi příznivá a udržení této konstelace po celý zbytek roku nepovažujeme za příliš pravděpodobné s ohledem na rizika dalšího vývoje (podrobněji popsána ve shrnutí).

## II. Faktory inflace

### 1. Měnový vývoj

#### 1.1. Peníze

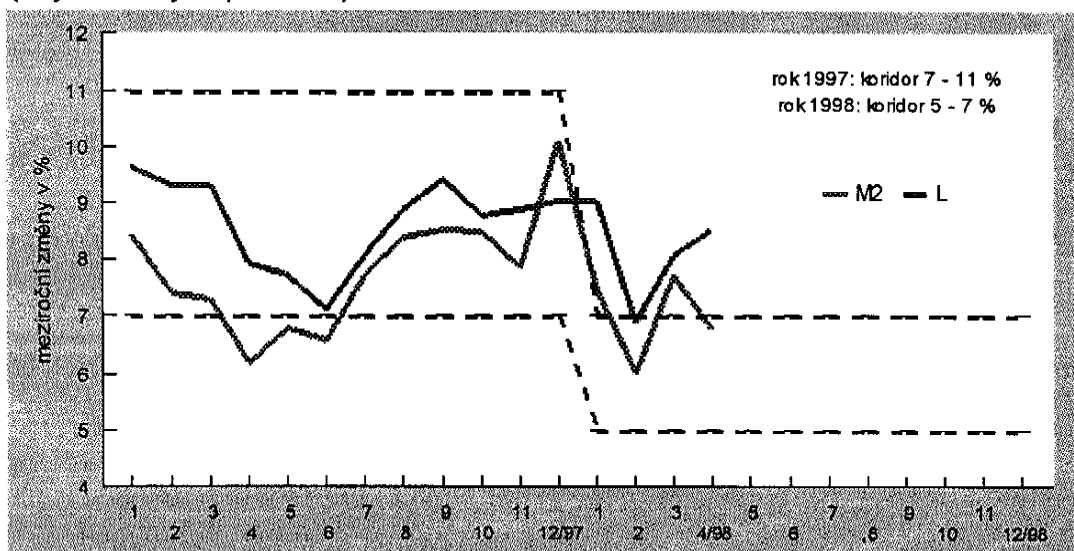
##### 1.1.1 Vývoj peněžních agregátů

Peněžní agregát M2 si i nadále zachovává nízkou dynamiku růstu a z tohoto pohledu jeho vývoj neindikuje výraznější tlaky na růst poptávky, příp. cenové hladiny v české ekonomice. Výjimku tvoří širěji pojatý peněžní agregát L, který v meziročním vyjádření mírně vzrostl a odrážel především příliv zahraničního krátkodobého kapitálu. Růst množství peněz v rámci peněžního agregátu L by však neměl být spojen s možnými negativními efekty na vývoj cenové hladiny, protože se jedná o účelovou poptávku po penězích spojenou s realizací úrokového diferenciálu.

Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 se snížil ze 7,7 % v březnu 1998 na 6,8 % v dubnu 1998 při stagnaci tohoto peněžního agregátu v absolutních hodnotách ve výši 1 175 mld. Kč (údaje za duben jsou předběžné dle dekadního hlášení obchodních bank). V roce 1997 v období březen až duben vzrostla peněžní zásoba cca o 12 mld. Kč. Sezónně očištěný peněžní agregát M2 dosáhl v dubnu 1998 meziměsíční pokles ve výši - 0,7 %.

Stagnace absolutní výše M2 byla ovlivněna realizací veškeré peněžní nabídky v rámci peněžního agregátu L (viz následující graf). Meziroční přírůstek L se zvýšil z 8,1 % v březnu t. r. na 8,5 % v dubnu t. r.; v absolutním vyjádření o cca 18 mld. Kč.

Peněžní agregáty M2 a L  
(údaje za 4/98 jsou předběžné)



Predikce peněžního agregátu M2 na první polovinu t. r. ve srovnání se 4. SZ se nemění (5 - 7 %). Ke konci t. r. lze očekávat mírné zvýšení meziročního tempa růstu M2 ve srovnání se 4. SZ, která předpokládala 4 - 6 %. Současný vývoj (především platební

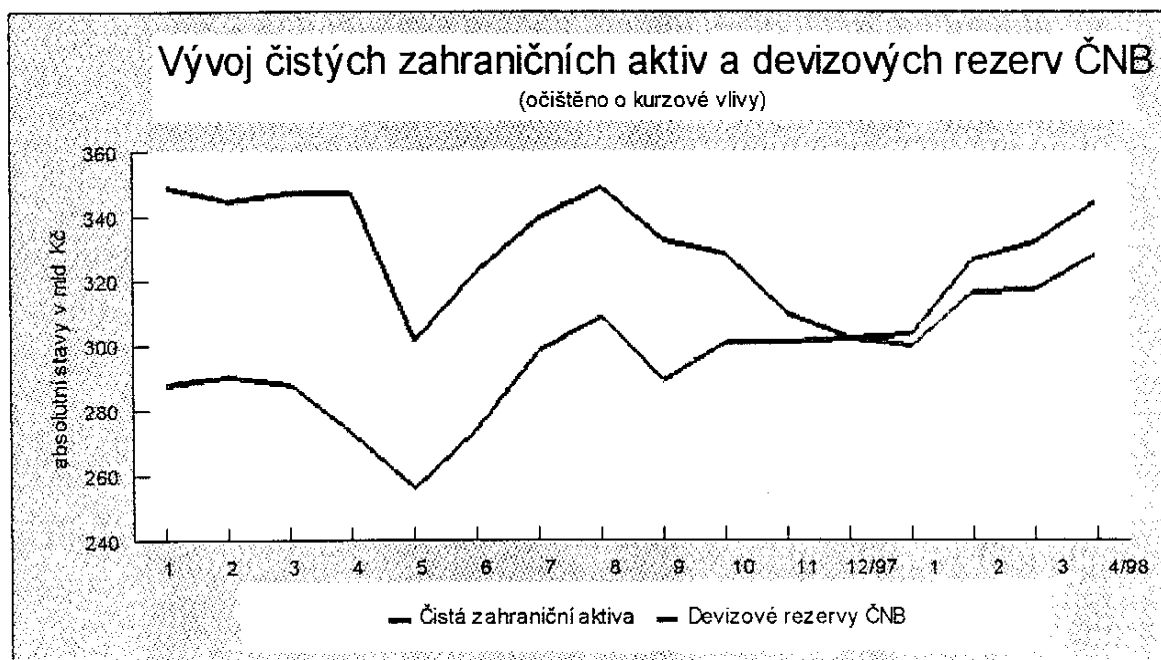
## Vztah mezi vývojem platební bilance, stavem devizových rezerv ČNB a růstem peněžní zásoby

Ekonomická interpretace vztahu platební bilance, devizových rezerv centrální banky a peněžní zásoby vychází z makroekonomické identity "úplného" salda platební bilance (viz poznámka), která představuje změnu devizových rezerv centrální banky. Změna devizových rezerv centrální banky včetně změny krátkodobého a dlouhodobého bankovního kapitálu (tj. devizových aktiv obchodních bank a devizových pasív centrální banky a obchodních bank) se rovná změně čistých zahraničních aktiv celé bankovní soustavy vůči nerezidentům (ČZA).

Změna položek platební bilance se tak většinou bezprostředně odráží do změny některé z položek ČZA (tj. devizových aktiv nebo pasív centrální banky a obchodních bank). Změna ČZA se současně odráží do změny peněžní zásoby. V některých případech nemusí nezbytně dojít k okamžitému promítnutí změny položky platební bilance do ČZA, ale až s určitým zpožděním. Jedná se např. o situaci, kdy dovoz je financován podnikovým úvěrem ze zahraničí. V tomto případě je růst dovozu kompenzován růstem závazku podnikového sektoru v rámci finančního účtu platební bilance. Trvání této operace je však dočasné, protože při splátce úvěru na dovoz klesá objem devizových rezerv bankovního systému (tj. ČZA).

### Příklad:

Na běžném účtu platební bilance je generován systematický přebytek obchodní bilance z titulu dynamického růstu exportu. Přebytek platební bilance z titulu přebytku běžného účtu (dynamický růst exportu) se odráží do růstu peněžní zásoby (růst vkladů exportéra z titulu inkasa za realizovaný export) při současném odprodeji deviz obchodní bankou centrální bance (rostou devizové rezervy centrální banky). Přebytek platební bilance se tak odráží do růstu ČZA (vlivem růstu devizových aktiv - rezerv - centrální banky).



Poznámka: "Úplné" saldo platební bilance  $X - M + D + T + DK + KK -$  změna DR  
(X vývoz, M dovoz, D pohyb důchodů, T transfery, DK dlouhodobý kapitál, KK krátkodobý kapitál, DR devizové rezervy)

Jakýkoliv přebytek, ale rovněž i deficit platební bilance se tak odráží primárně do změny devizových rezerv centrální banky a tím i změny ČZA. Z přiloženého grafu je patrné, že po většinu období byl pohyb ČZA a devizových rezerv ČNB velmi podobný. Přesto však lze zaznamenat období, kdy devizové rezervy centrální banky se mohou vyvíjet odlišně od celkové změny ČZA (v případě ČR v závěru roku 1997).

Jestliže ČZA v závěru roku 1997 víceméně stagnovala a devizové rezervy ČNB klesaly, pak čistá zahraniční aktiva obchodních bank musela růst. Tento vývoj však nemá nic společného s vývojem platební bilance a tím i změnou peněžní zásoby. Pouze v období říjen - prosinec 1997 došlo k přesunu části deviz z centrální banky do obchodních bank, a to z titulu devalvačních expektací (prodloužení rozvahových devizových pozic a tím i případná realizace kurzových zisků z devalvace, příp. minimalizace ztrát). Jak je patrné z grafu, v prvních měsících roku 1998, kdy v rámci finančního účtu platební bilance byl zaznamenán příliv krátkodobého kapitálu, je růst ČZA doprovázen již opět přírůstkem devizových rezerv ČNB.

Vedle výše uvedeného vztahu (BOP v. ČZA v. M2), příp. přesunu mezi ČZA u centrální banky a obchodních bank při neměnných celkových ČZA lze uvažovat rovněž následující případ.

#### Příklad:

Obchodní banka přijala inkaso pro exportéra za export, který má u této banky účet. Tuto operaci lze velmi jednoduše zaúčtovat jako růst vkladů příslušného exportéra u této banky při současném růstu devizových aktiv této banky. Výsledkem této operace je růst ČZA (devizových aktiv příslušné obchodní banky) a současný růst peněžní zásoby (vklad exportéra u příslušné banky). Obchodní banka nemusí nezbytně nabídnout získané devizy k odprodeji centrální bance a tím i získání korun pro svého klienta. I když toto udělá, novou peněžní zásobu již nevytvoří, pouze získá likviditu pro další multiplikaci peněz.

bilance) naznačuje, že roční přírůstek M2 by se mohl pohybovat ve výši 5 - 7 % za předpokladu, že nedojde k výrazným přesunům mezi vkladovými účty a cennými papíry (tj. mezi peněžním agregátem M2 a L).

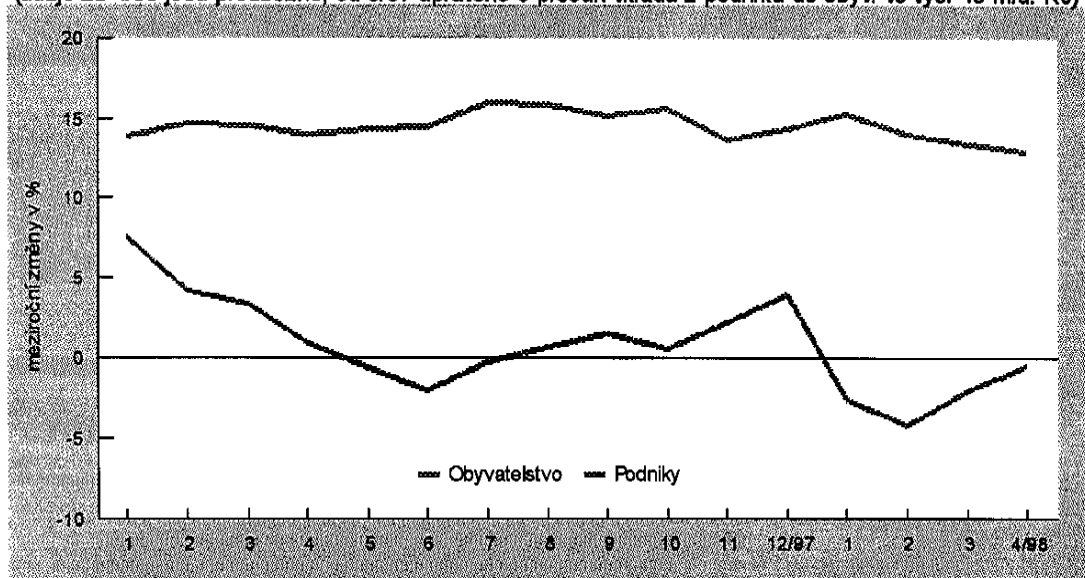
Meziroční pokles peněžního agregátu M1 se v dubnu t. r. dále prohloubil o 0,2 procentní body a dosáhl 10,5 %. Meziročně poklesly jak hotovostní peníze, tak i vklady na viděnou. Stále tak ještě působí především vliv přesunu krátkodobých vkladů do vkladů termínovaných a cizoměnových v květnu 1997, v červnu 1998 by se meziroční změna M1 mohla v nominálním vyjádření pohybovat kolem 0 %.

### 1.1.2 Sektorová struktura peněžního agregátu M2

Z hlediska sektorové struktury peněžního agregátu M2 zůstává v dubnu t. r. nadále zachována vyšší meziroční dynamika u sektoru obyvatelstva před podnikovým sektorem (viz následující graf). Z grafu je však zřejmé, že od ledna t. r. dochází k mírnému poklesu roční dynamiky vkladů a hotovostí u obyvatelstva (15,3 % v lednu t. r. a 13 % v dubnu t. r.). Tento vývoj koresponduje s celkovými nižšími příjmy sektoru domácností.

U podnikového sektoru se v dubnu t. r. dále zmírnil meziroční pokles vkladů a hotovostí, a to především ve vazbě na zlepšený vývoj platební bilance.

Sektorová struktura peněžního agregátu M2  
(údaje za 4/98 jsou předběžné, od 3/97 upraveno o přesun vkladů z podniků do obyv. ve výši 40 mld. Kč)



### 1.1.3 Zdrojová tvorba peněžního agregátu M2

Hlavními zdroji růstu peněžní nabídky byly v dubnu 1998 příliv krátkodobého kapitálu ze zahraničí, změna hospodaření státního rozpočtu z přebytku 7,6 mld. Kč na deficit 0,8 mld. Kč a devizové úvěry poskytnuté především podnikům. Na pokles peněžního agregátu M2 působily ostatní čisté položky, u kterých však podrobnější údaje potřebné pro hlubší rozbor budou známy až z měsíčních bilancí bank za duben 1998, které zatím nejsou k dispozici.

## Ostatní čisté položky jako faktor vývoje peněžní zásoby

Ostatní čisté položky (OČP) představují jeden ze zdrojů tvorby peněžní nabídky a ve své podstatě se z technického hlediska jedná o vybilancovávající položku agregované bilance bank. Její definice může mít v jednotlivých zemích různé odchylky, avšak ve většině zemí obsahuje kapitál a rezervy bankovní soustavy a zúčtovací vztahy mezi klienty a bankami. V podmínkách České republiky jsou v rámci OČP navíc zahrnuty veškeré produkty finančního trhu s cennými papíry.

Peněžní zásoba je přímo či nepřímo ovlivňována následujícími klíčovými faktory:

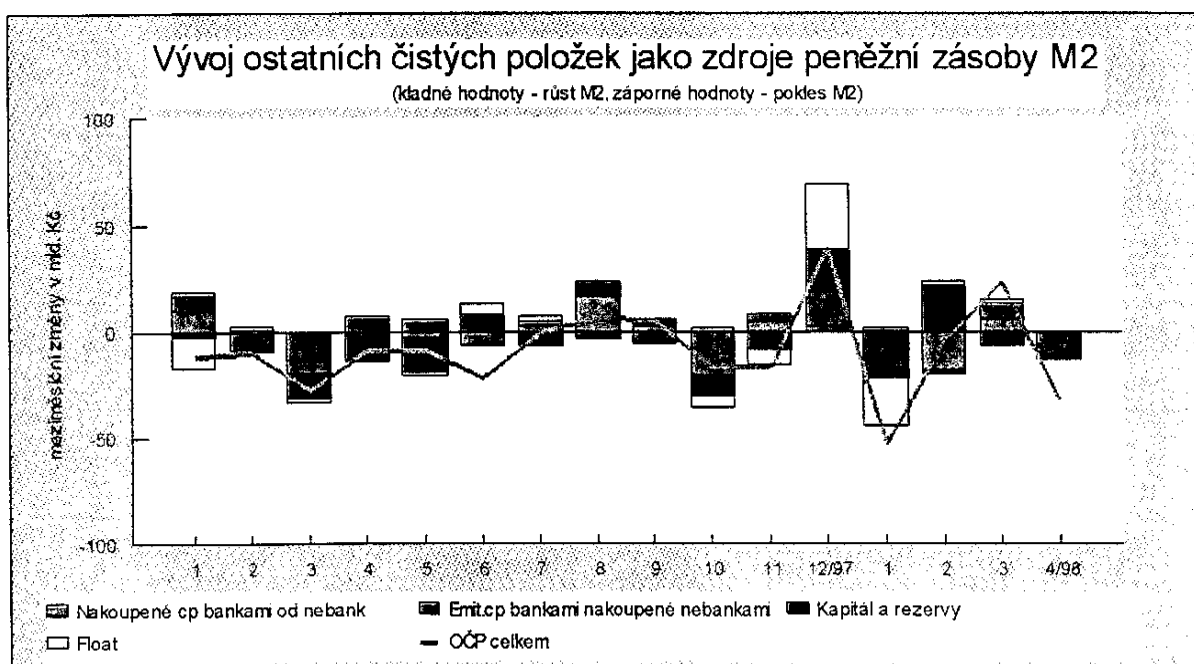
- 1) nákup (prodej) cenných papírů bankami na kapitálovém trhu od nebankovních subjektů,
- 2) emise (splátka) cenných papírů bankami na peněžním a kapitálovém trhu ve vztahu k nebankovním subjektům,
- 3) kapitál a rezervy bank,
- 4) zúčtovací vztahy mezi klienty a bankami.

ad 1) Jedná se prakticky o obdobu úvěrového kanálu, prostřednictvím kterého zejména podniky získávají dodatečné peněžní zdroje. Zvýšený nákup těchto cenných papírů způsobuje růst peněžní zásoby a naopak.

ad 2) Cenné papíry emitované bankami představují další produkt finančního trhu vedle klasických vkladových účtů. V případě nákupů těchto cenných papírů nebankovními subjekty dochází k přelivům peněz mezi vkladovými účty a cennými papíry. Dochází tedy k vlivu na peněžní agregát M1 a M2 v podobě přesunu peněz z M1 a M2 do cenných papírů a naopak.

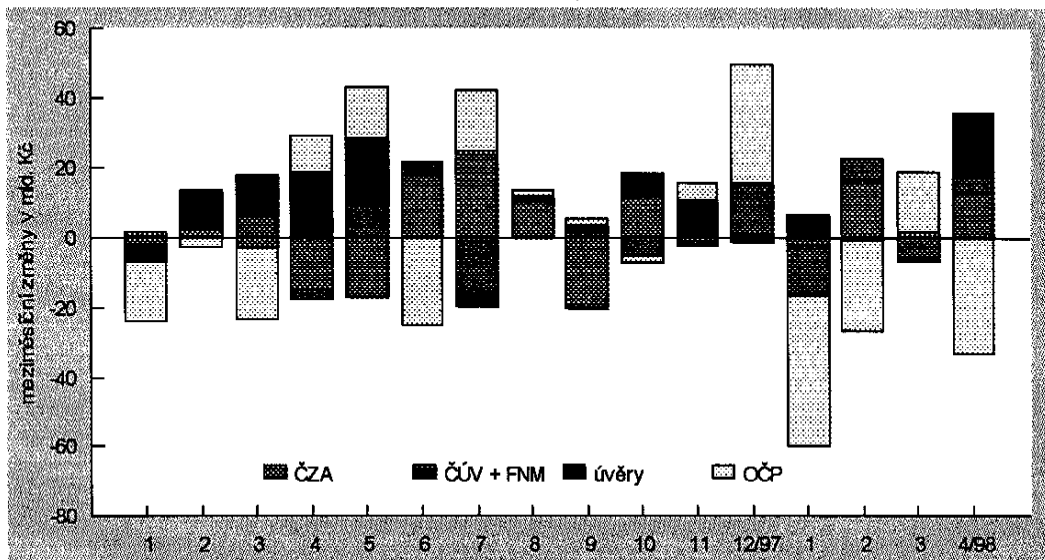
ad 3) Kapitál a rezervy bank představují jeden ze zdrojů peněžní nabídky, jehož zvýšení působí na pokles peněžní zásoby. Jeho součástí je zisk bank získaný jak v minulém roce, tak i v běžném roce, přičemž pro jeho pohyb jsou v podmínkách pohyblivého devizového kurzu rozhodující kurzové vlivy.

ad 4) Zúčtovací vztahy mezi klienty a bankami (tzv. float - peníze na cestě z titulu zúčtování) mohou v případě nárůstu způsobit dočasný pokles peněžní zásoby a naopak. Objem těchto peněz bývá přímo úměrný výši peněžní zásoby. Zůstatek prostředků v rámci tzv. zúčtovacích vztahů ovlivňuje především vysoce transakční peníze, které jsou součástí peněžního agregátu M1.



V současné době je pouze známa skutečnost, že došlo ke značnému růstu poukázek ČNB nakoupených nebankovními subjekty, který zapříčinil meziroční pokles M2. Lze předpokládat, že na pokles M2 dále působila v rámci ostatních čistých položek emise cenných papírů nakoupených nebankovními subjekty od obchodních bank.

Zdroje tvorby peněžního agregátu M2  
(očistěno o kurzové vlivy, údaje za 4/98 jsou předběžné)



Z celé úvěrové emise poskytnuté podnikům a obyvatelstvu byla v dubnu t. r. pouze část zdrojem peněžní nabídky (část nárůstu patrného z grafu zdrojů tvorby M2 nemá měnové dopady - vysvětlení v kapitole o úvěrové emisi).

## 1.2. Domácí úvěrová emise

### 1.2.1 Čistý úvěr vládě

Čistý úvěr vládnímu sektoru podle předběžných výsledků k 30. 4. t. r. vzrostl proti konci března o 4,4 mld. Kč (proti 31. 12. 1997 pokles o 8,9 mld. Kč). Tento vývoj je primárně výsledkem změny přebytku hospodaření státního rozpočtu ze 7,6 mld. Kč v březnu na mírný deficit 0,8 mld. Kč v dubnu. Vývoj nelze zatím hodnotit (blíže viz box: Vývoj veřejných rozpočtů) jako tendenci k deficitnímu hospodaření státního rozpočtu a ani k nárůstu vládní spotřeby a investic v segmentu domácí poptávky.

Vývoj státního rozpočtu by v následujících měsících již neměl výrazným způsobem působit na celkový výsledek hospodaření veřejných rozpočtů. Na rozdíl od státního rozpočtu (bez vlivu operace vlády s Konsolidační bankou a profinancování skryté formy státního dluhu), kdy lze zatím stále v roce 1998 počítat s deficitem cca 1 mld. Kč, existuje poněkud rozdílná situace ve vývoji hospodaření místních rozpočtů.

Hospodaření místních rozpočtů by mělo skončit o cca 4 mld. Kč vyšším deficitem než v roce 1997. Tento vývoj by však měl být převážně ovlivňován výdaji místních rozpočtů



## Vývoj veřejných rozpočtů

Vývoj státního rozpočtu v dubnu, který skončil mírným deficitem, opětovně nastoluje otázku, jaká jsou další rizika vývoje státního rozpočtu a následně celkového salda veřejných rozpočtů v roce 1998.

Pro vyhodnocení vývoje v dubnu, tj. zda deficit 0,8 mld. Kč představuje počátek tendence k deficitnosti státního rozpočtu či nikoliv, jsme provedli sezónní rozklad příjmů a výdajů rozpočtu po jednotlivých měsících v roce 1998 (dle vývoje v posledních pěti letech) za předpokladu, že celkové hospodaření skončí vyrovnaně. Vývoj státního rozpočtu ve zbývajících měsících t. r. by měl vypadat následovně:

(mld. Kč)	04/98	05/98	06/98	07/98	08/98	09/98	10/98	11/98	12/98
příjmy	167,0	206,4	259,0	306,1	345,6	389,1	438,2	482,1	536,6
výdaje	168,5	207,7	257,4	302,3	342,2	382,6	434,1	478,9	536,6
saldo	- 1,5	- 1,3	1,6	3,8	3,4	6,5	4,1	3,2	0,0

Při porovnání deficitu státního rozpočtu v dubnu 0,8 mld. Kč s 1,5 mld. Kč dle sezónního průběhu nelze zatím hovořit o počátku tendence k deficitnosti rozpočtu. Přesto vidíme následující rizika, která mohou státní rozpočet přivést v letošním roce až k deficitu 25 mld. Kč. Tato rizika však zatím stále ještě nezpracováváme do očekávaného vývoje hospodaření státního rozpočtu (predikujeme cca - 1 mld. Kč). Jedná se především o:

- původně neuvažovanou valorizaci důchodů (cca 6 mld. Kč),
- vyšší nároky na účast státu v placení pojistného v důsledku růstu nezaměstnanosti  
+ schválené zvýšení státem placeného pojištění za státní pojištěnce  
+ nižší pojistné placené zaměstnanci a zaměstnavateli (celkem cca 3,6 mld. Kč),
- deficit na důchodovém účtu (nyní již 5,4 mld. Kč a lze očekávat jeho další růst),
- možnou realizaci záruky státu vůči České spořitelně (4,1 mld. Kč),
- otevřenou otázku rozpočtového řešení ztráty Konsolidační banky za rok 1997 (10 mld. Kč),
- vyšší vratky DPH za předpokladu růstu exportu a nižší DPH při poklesu importu (nekvantifikováno, mírně se však již projevilo při vratkách DPH v dubnu t. r.).

I když Ministerstvo financí zatím rovněž nemění prognózu vývoje státního rozpočtu na rok 1998 (připouští deficit ve výši nákladů na mimořádné volby - tj. cca 1,5 mld. Kč), z výše uvedeného je zřejmé, že hospodaření státního rozpočtu může být z různých směrů ohroženo. Tato situace je zesílena skutečností, že v letošním roce lze jen velmi obtížně hledat další významnější úspory v rámci jednotlivých rozpočtových kapitol, protože mnohé se již pohybují na hranici jejich funkčnosti. Rovněž výše uvedené skutečnosti nezahmují možný vliv sekuritizace skrytého státního dluhu a z toho vyplývajících nároků v dluhové službě na krytí tohoto dluhu. Udržení státního rozpočtu ve vyrovnané podobě bude z tohoto pohledu v letošním roce skutečně velmi obtížné.

Vedle možného deficitního vývoje státního rozpočtu uvažujeme s prohloubením deficitního hospodaření místních rozpočtů (bližěji viz hlavní text SZ). Hospodaření veřejných rozpočtů tak zůstává i nadále nejvíce ohroženo v těchto dvou hlavních segmentech. Celkový deficit veřejných rozpočtů na HDP by tak v letošním roce mohl dosáhnout až cca 2 % a tím ve srovnání s rokem 1997 se dále prohloubit. Důraz na dosažení vyrovnaného hospodaření státního rozpočtu a zastavení prohlubování tendence místních rozpočtů k deficitnosti je tak stále aktuální.

na odstranění škod po povodních (v roce 1997 byla příjmová stránka místních rozpočtů ovlivňována dotací na odstranění škod v důsledku povodní - tj. vylepšování jejich hospodaření, v roce 1998 bude tento vliv opačný - zhoršování hospodaření místních rozpočtů). Z makroekonomického pohledu však nejsou podstatné důvody vylepšení pozice místních rozpočtů v roce 1997 a zhoršení v roce 1998. Dle níže uvedené tabulky je zřejmé, že slabším místem hospodaření veřejných rozpočtů, které jsou rozhodující pro celkovou bilanci úspor a investic v kontextu deficitu běžného účtu platební bilance, je hospodaření místních rozpočtů, které směřuje v roce 1998 k prohloubení deficitu.

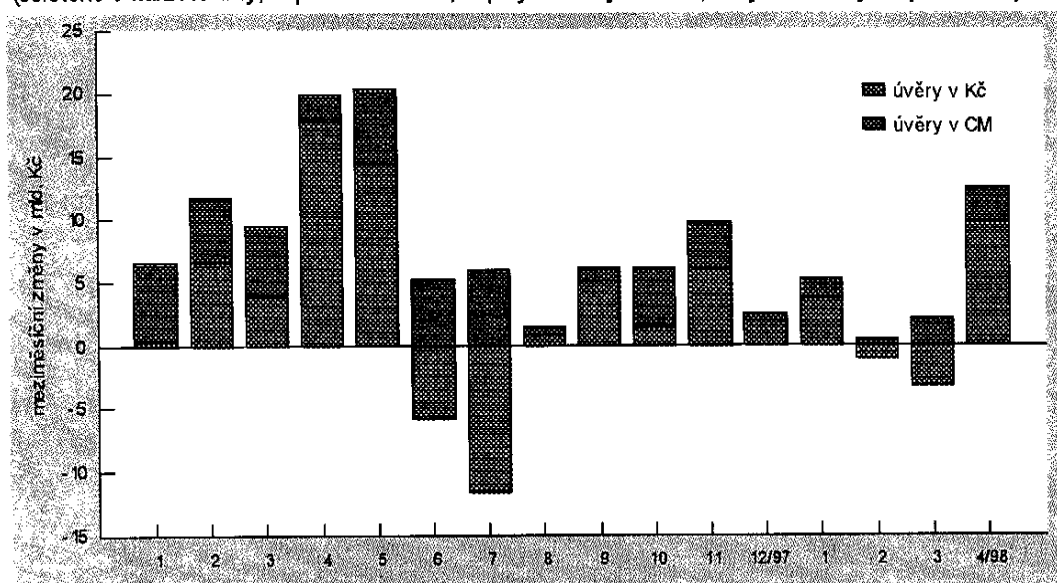
Podíl výsledku hospodaření veřejných rozpočtů na HDP

V mlrd. Kč, v %	1/Q 97	1-2/Q 97	1-3/Q 97	1997	1/Q 98	1-2/Q 98	1-3/Q 98	1998
<b>ČESKÁ METODIKA</b>					<i>předběžně</i>	<i>predikce</i>	<i>predikce</i>	<i>predikce</i>
státní rozpočet	-8,5	-14,8	-10,2	-15,7	7,8	-1,0	-2,0	-0,9
místní rozpočty	-1,6	-3,1	0,0	-4,8	2,1	-2,0	-5,0	-3,0
státní finanční aktiva	-2,0	-1,5	1,0	-2,3	-2,0	-3,0	-3,0	-6,2
státní fondy	1,6	1,6	1,6	1,7	0,0	0,0	0,2	0,4
Pozemkový fond	0,1	0,0	-0,7	-1,6	0,0	-0,4	-0,5	-0,8
Fond národního majetku	0,8	2,4	-3,8	-4,5	0,1	0,2	-1,2	-1,5
zdravotní pojišťovny	-0,8	-0,6	0,8	-0,4	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Veřejné rozpočty (VR) celkem</b>	<b>-10,4</b>	<b>-16,0</b>	<b>-11,3</b>	<b>-27,6</b>	<b>6,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-17,6</b>
<b>Podíl hospodaření VR na HDP v b.o.</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>

### 1.2.2 Úvěrová emise

Meziroční dynamika celkové úvěrové emise v dubnu t. r. dále poklesla o dalších 0,4 procentního bodu a dosáhla 5,6 % (očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licence). K poklesu dynamiky došlo u korunových úvěrů o 0,9 procentního bodu, přičemž dynamika u devizových úvěrů vzrostla o 1,9 procentních bodů (viz příloha č. 5). Zvýšená dynamika devizových úvěrů v dubnu dokládá jejich mírné oživení ve srovnání s předchozími měsíci t. r.

Domácí úvěry poskytnuté podnikům a obyvatelstvu v domácí a cizí měně  
(očištěno o kurzové vlivy, kapitalizaci úroků, odpisy a banky bez lic., údaje za 4/98 jsou předběžné)



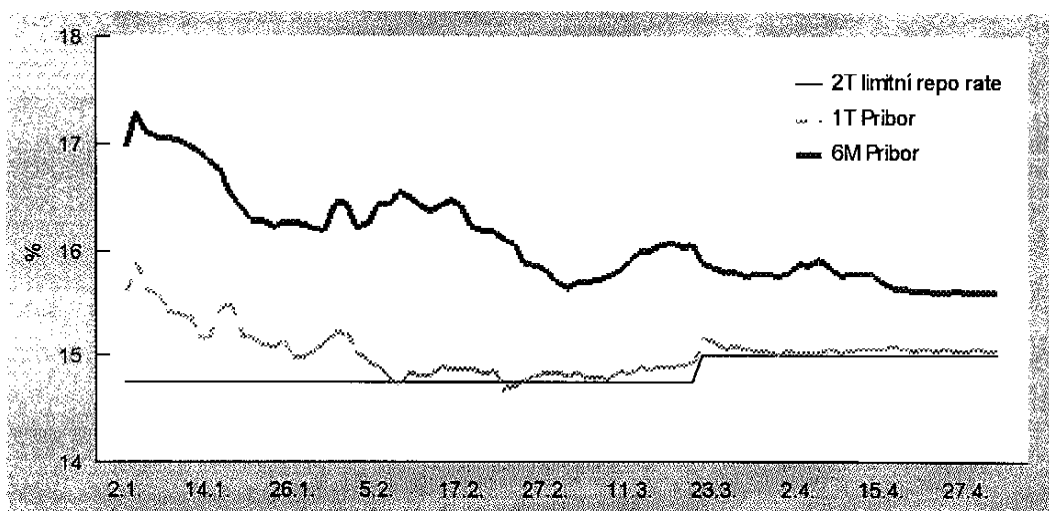
Na základě meziměsíčního srovnání došlo v dubnu t. r. k výraznějšímu růstu korunových úvěrů (o 12,7 mld. Kč), ale z toho cca 9 mld. Kč poskytla ČNB České finanční pro řešení situace v Agrobance, a. s. (viz uvedený graf o domácích úvěrech). Nejednalo se tak o běžné úvěrové zdroje poskytnuté nebankovním subjektům (růst úvěrové emise z tohoto titulu nezvyšuje M2, ale ostatní čisté položky).

### 1.3. Úrokové sazby

#### 1.3.1 Vývoj krátkodobých sazeb

Vývoj krátkodobých úrokových sazeb souvisí s celkovou situací na finančním trhu, kterou lze v prvních dvou dekádách dubna 1998 hodnotit jako velmi klidnou. K relativní stabilitě na finančním trhu přispělo především uklidnění politické situace, poměrně příznivý vývoj schodku zahraničního obchodu, pozitivní vývoj inflace a stabilizace vývoje na zahraničních finančních trzích. Výraznější posilování kurzu Kč v poslední dekádě dubna 1998 se odrazilo na kapitálovém trhu, do vývoje krátkodobých úrokových sazeb se nepromítlo.

Vývoj krátkodobých sazeb



Úrokové sazby na trhu mezibankovních depozit PRIBOR v dubnu 1998 v kratších splatnostech (1T a 2T) mírně vzrostly (jako odraz zvýšení sazby 2T repo k 20. 3. t. r. na 15 %) a pohybovaly se těsně kolem úrovně 15,1 %. V delších splatnostech (od 3M) došlo naopak ke snížení úrokových sazeb v průměru o 0,2 procentních bodů (u 1R PRIBOR z 16,1 % na 15,9 %). Tento vývoj pokračoval i v prvním týdnu května 1998, kdy při stabilitě úrokových sazeb v kratších splatnostech poklesly úrokové sazby v delších splatnostech až na úroveň 15,5 %. Vývoj probíhal bez výraznějších fluktuací. Ke klidnému vývoji úrokových sazeb PRIBOR přispěly, kromě stabilní situace na finančním trhu, i stabilita úrokové sazby na 2T REPO OPERACE ČNB ve výši 15 % a relativní dostatek likvidity v bankovním sektoru.

Výnosová křivka PRIBOR zůstává i nadále pozitivní, což odráží skutečnost, že se banky snaží i nadále investovat svoji přebytečnou likviditu především v kratších splatnostech. Pokračuje tendence ke snižování spreadu 1R/1T PRIBOR z 1,12 % (březen 1998) na 0,79 procentních bodů (duben 1998).

Stabilizace peněžního trhu vede ke snižování spreadu PRIBID/PRIBOR. V dubnu 1998 tento spread dosáhl po dlouhodobém poklesu výše 0,3 procentních bodů. To odpovídá úrovni před květnem 1997.

Další pokles krátkodobých sazeb lze očekávat na základě kotací sazeb FRA. Od počátku roku kratší sazby (FRA 3\*6) klesly o 1,2 bodu, delší sazby (FRA 12\*24) o 0,7 bodu. Z hlediska budoucího vývoje sazby FRA naznačují (k 15. 5.) velmi mírnou tendenci úrokových sazeb k poklesu, v příštích třech měsících přibližně o 0,2 procentního bodu.

Na segmentu trhu krátkodobých dluhopisů proběhly v dubnu 1998 čtyři primární aukce SPP se splatností 3M, 6M a 9M. Hrubé výnosy dosáhly 15,1 % až 15,7 % při převisech poptávky ze strany bank. Na počátku května se uskutečnila další aukce se splatností 3M s hrubým výnosem 15 %. Pokračující mírný pokles sazeb na trhu mezibankovních depozit stlačil výnosy o 0,7 bodu během posledních 3 měsíců (u splatnosti 3M).

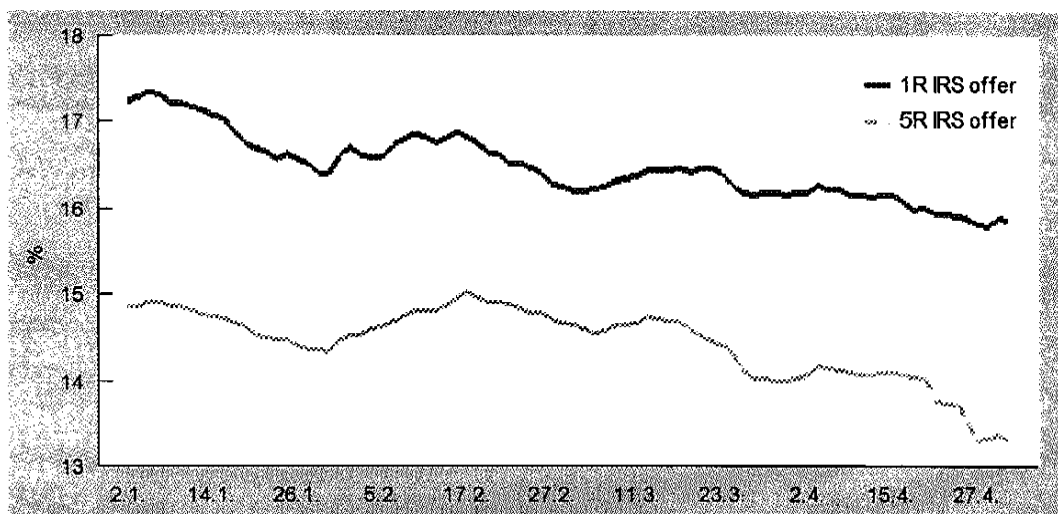
Úrokový diferenciál PRIBOR/CZK - LIBOR/DEM se při stabilitě zahraničních úrokových sazeb v dubnu 1998 vyvíjel pod vlivem vývoje úrokových sazeb na mezibankovním trhu PRIBOR. To vedlo k jeho poklesu o 0,3 procentního bodu v delších splatnostech (3M a 1R) na úroveň 11,5 % a poměrné stability ve splatnostech kratších (např. ve splatnosti 1M se pohyboval kolem 11,3 %). Obdobně se vyvíjel úrokový diferenciál PRIBOR/CZK - LIBOR/USD, ale cca o 2 procentní body na nižší úrovni.

Vysoký úrokový diferenciál znamená vyšší vnější zranitelnost ekonomiky, a to jednak svoji atraktivností pro krátkodobý zahraniční kapitál, jednak tím, že stimuluje čerpání zahraničních úvěrů, přičemž současně dochází k apreciaci kurzu s potenciálními nepříznivými důsledky pro vývoj obchodní bilance. Tento vztah obecně platí, ale jeho realizace je podmíněna řadou dalších faktorů (politická stabilita v zemi, stabilita kapitálových trhů v zahraničí, kurzová očekávání, vývoj obchodní bilance, apod.), přičemž, jak ukazuje dlouhodobý vývoj v ČR, ale i v zahraničí, je vliv těchto podmiňujících faktorů pro realizaci efektů vyplývajících z úrokového diferenciálu rozhodující. V současné době, kdy se brzdící vliv podmiňujících faktorů neprojevuje, rizika vyplývající z vysokého úrokového diferenciálu pro vnější zranitelnost ekonomiky se uplatňují a budou se uplatňovat pravděpodobně i v nejbližší budoucnosti.

### 1.3.2 Vývoj dlouhodobých sazeb

Na trhu dlouhodobých sazeb pokračoval jejich sestup, především v závěru měsíce, což byla reakce na relativně příznivý vývoj na finančních trzích (posilování kurzu Kč). Více klesaly sazby s delší splatností, takže výnosová křivka zvýraznila svůj negativní sklon (v březnu - 2,5 bodu, v dubnu - 3,05 bodu).

### Vývoj dlouhodobých sazeb



Výnosová křivka státních daněných dluhopisů se rovněž posunula na nižší výnosovou hladinu, zvláště ve střední části křivky. Zvýraznil se tak negativní tvar křivky do splatnosti 4R, od této splatnosti je křivka pozitivní. Výnosy dluhopisů klesaly především v závěru měsíce podobně jako u IRS. Na trhu firemních dluhopisů se negativní výnosová křivka rovněž posunula níže (o 0,4 - 1,0 bodu), spread mezi krátkým a dlouhým koncem se mírně zvýšil na 2 body.

#### 1.3.3 Klientské sazby

Klientské nominální úrokové sazby na nově poskytované úvěry se v březnu 1998 zvýšily o 0,4 procentních bodů na 16,2 %. Reálné úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry v březnu 1998 vzrostly vlivem vzestupu nominálních sazeb a mírného poklesu inflace ve vyjádření CPI o 0,4 procentního bodu na 2,8 %, ve vyjádření PPI o 0,5 procentního bodu na 9,7 %.

#### Vývoj referenčních sazeb u vybraných bank

v %

Banka	Název sazby	1997	1998				
		1.5.	1.2.	1.3.	1.4.	1.5.	
Česká spořitelna	Základní sazba	12,6	16,4	15,9	15,9	15,6	
ČSOB	Prime rate	11,8	16,2	15,8	15,7	15,5	
IPB	Bazická sazba	12,3	17,3	17,3	17,2	17,2	
Komerční banka	Referenční sazba	12,3	16,3	15,8	15,8	15,6	

Referenční úrokové sazby se u většiny významných bank v dubnu 1998 snížily. Po dvouměsíční stagnaci tak začaly opět sledovat vývoj na trhu mezibankovních depozit. K 14. 5. 1998 snížila dále svoji referenční sazbu o 0,2 procentních bodů na 15,4 % Komerční banka. Snížování referenčních sazeb signalizuje opatrnou snahu bank o oživení úvěrových aktivit, která je však na druhé straně tlumena obavami ze zvyšování objemu klasifikovaných

úvěrů, což banky vede k celkovému zpřísnování podmínek pro poskytování úvěrů a brání větší úvěrové emisi. Se zásadní změnou této situace nelze příliš počítat ani v nejbližší budoucnosti.

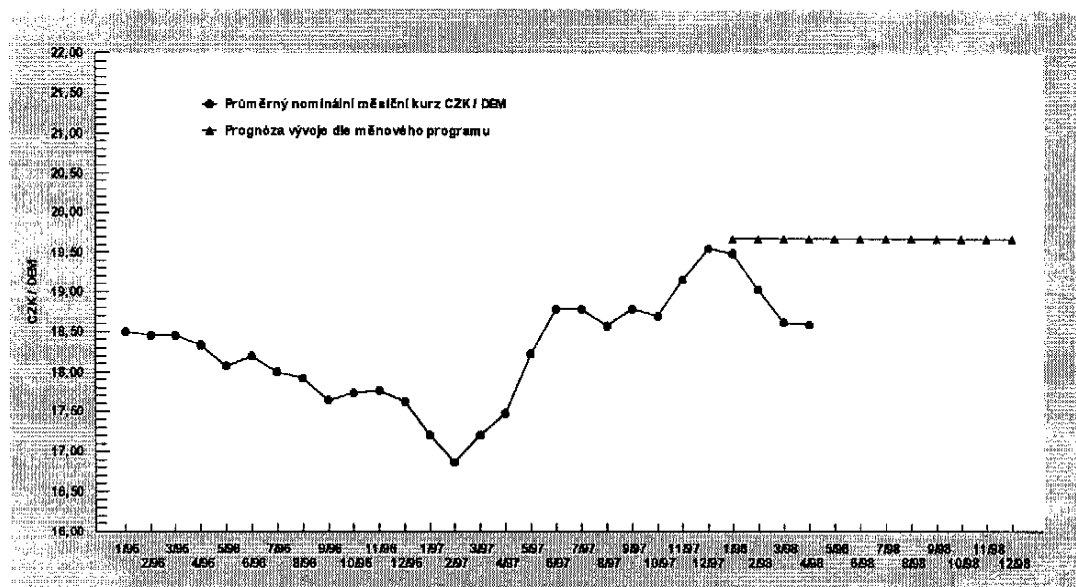
Nominální úrokové sazby z krátkodobých termínovaných vkladů v březnu 1998 nadále stagnovaly na úrovni 11,9 %. Reálná výše těchto sazeb na úrovni - 1,6 % je nejnižší od konce roku 1993.

Srovnání klientských úrokových sazeb v ČR s klientskými úrokovými sazbami v blízkých zemích (Slovensko, Polsko, Maďarsko, Rakousko, SRN - viz příloha č. 12b) ukazuje, že hladina nominálních úrokových sazeb odpovídá postavení ČR v této skupině zemí z hlediska inflace. Česká republika se nachází spolu se Slovenskem ve středu mezi transformujícími se Polskem a Maďarskem na jedné straně a zeměmi s tradičně nízkou inflací, Rakouskem a Německem. Z hlediska výše reálných úrokových sazeb ve vyjádření CPI se ČR v prosinci 1997 blížila nejvíce Rakousku, ve vyjádření PPI Slovensku a Polsku.

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

### 1.4.1 Nominální kurz

#### Vývoj nominálního kurzu koruny vůči DEM



Zrychlení apreciacie kurzu koruny koncem března bylo důvodem intervence ČNB, poté trh korigoval na úroveň kolem 18,750. V polovině dubna klesl kurz koruny na 18,800, t.j. na nejnižší úroveň v měsíci. V průběhu dalšího období byl vývoj na devizovém trhu klidný, k výraznější apreciaci kurzu koruny došlo koncem dubna a v polovině května kurz krátkodobě poklesl pod 18,200. Přes očekávání trhu již ČNB neintervenovala. Korekce nominálního kurzu koruny nastala koncem druhé dekády května, m.j. vlivem měnového otřesu v Rusku.

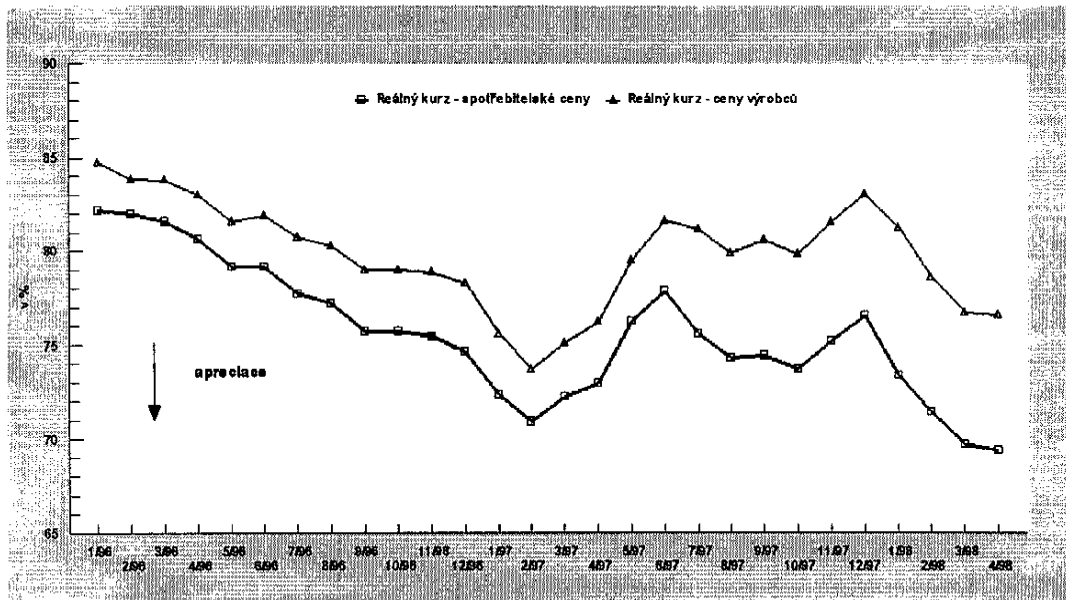
Vývoj měsíčního průměru nominálního kurzu koruny vůči DEM je zpracován v intervalu 18,5 - 19,00. Pro apreciační úroveň kurzu hovoří relativně silný příliv kapitálu avizovaný pro období III. a IV. Q a pokračování relativně nízkého zasahování do jeho vývoje prostřednictvím intervencí centrální banky.

Pro depreciaci kurzu hovoří korekce v souvislosti s vývojem vnějších vztahů (pokračování deficitu obchodní bilance, zvyšování zadluženosti země, případné sestavení deficitního rozpočtu na rok 1999).

Objektivní šoky (měnová krize v okolních zemích, vyhocení problémů v bankovním sektoru) by vedly zřejmě k razantnější korekci úrovně nominálního kurzu.

#### 1.4.2 Reálný kurz

Vývoj reálného kurzu koruny vůči DEM  
(leden 1990 = 100 %)



Podle předběžných propočtů se v dubnu oproti předchozím 3 měsícům zpomalila apreciacie reálného kurzu koruny. Tento vývoj byl ovlivněn především snížením tempa apreciacie měsíčního průměru nominálního kurzu koruny a relativně malým růstem tuzemských cen. Oproti předchozímu měsíci reálný kurz v cenách výrobců posílil pouze o 0,2 procentních bodů, ve spotřebitelských cenách o 0,3, přičemž předpokládáme, že vývoj cen v SRN stagnoval.

#### 1.4.3 Finanční účet a devizové rezervy

Vývoj finančního účtu platební bilance bude v 1. pololetí t. r. ovlivněn přílivem kapitálu pramenícím z emisí euroobligací a akciových poukázek GDR (Global Deposit Receipts bez hlasovacího práva) tuzemskými subjekty. Po předchozím schválení ČNB, konvertovat akcie Komerční banky ve výši 13 % základního jmění do GDR, byla realizována schválená konverze

dalších dvou procent akcií této banky. GDR Komerční banky byly na londýnské burze cenných papírů kotovány v červnu 1995 jako první cenné papíry banky ze střední a východní Evropy. Dalšími tuzemskými organizacemi, které chtějí vydat na zahraničních trzích GDR, je společnost Inženýrské a průmyslové stavby Praha a České radiokomunikace. IPS se chystá vydat GDR za 60 mil. USD. Do GDR budou konvertovány především nové akcie, deset až dvacet procent případně na stávající akcie. České radiokomunikace zamýšlí umístit na londýnské burze GDR v počtu 8 milionů 123 tisíc kusů s nominální hodnotou sto korun. Definitivní cena má být stanovena až po vyhodnocení všech nabídek ke konci května.

Komerční banka emitovala v květnu na zahraničních trzích podřízené desetileté dluhopisy (liší se od běžných obligací tím, že bývají obvykle splatné do deseti až patnácti let, nesou vyšší výnos a v případě konkursu bývají pohledávky z nich vyplývající uspokojovány až po běžných věřitelích včetně vkladatelů) za 200 mil. USD přes sto procentní dceřinou společnost Komerční Finance B. V. Úvodní pevný kupon byl stanoven na 9 % ročně. Dalším tuzemským emitentem, který má v květnu vstoupit poprvé na mezinárodní trh dluhopisů, je SPT Telecom. Hodnota těchto pětiletých obligací měla činit 0,5 mld. DEM, ale nakonec byla zvýšena na 0,75 mld. DEM.

Dalším českým subjektem, který chce získat zdroje na zahraničním trhu je ČSOB, která v současné době jedná o přijetí syndikovaného úvěru ve výši 50 mil. DEM k rozvoji jejích aktivit. Půjčka bude poskytnuta na 5 let s tříletým odkladem splácení a roční úroková sazba byla stanovena na 0,275 % na LIBOR pro první tři roky, pro další dva roky na 0,300 % nad LIBOR.

Úroková výnosnost korunových euroobligací udržuje nadále zájem zahraničních investorů o tuto formu investování. Objem emisí se v únoru až dubnu pohyboval okolo 8 mld. Kč měsíčně. Přitom v dubnu bylo o 4,5 mld. Kč více emitováno, než činily dubnové splatnosti dříve vydaných obligací. V květnu mají být splatny korunové euroobligace za 5 mld. Kč a přitom k 12. květnu bylo realizováno a oznámeno již za 3,5 mld. Kč nových emisí. Vedle toho byla oznámena na 5. června emise eurobondů EIB v objemu 1 mld. Kč, která má nést úrokový výnos 20 %.

Trvajícím úrokovým atraktivnost korunových instrumentů pro zahraniční investory a poptávka domácích subjektů po levnějších zahraničních zdrojích, projevující se v přílivu zahraničního kapitálu, se při sníženém deficitu obchodní bilance odrazily v apreciačních tlacích na kurz koruny. Vlivem intervencí ČNB pak došlo ke zvýšení devizových rezerv ČNB. Jejich přírůstek bez kurzových rozdílů dosáhl za leden - duben cca 1,2 mld. USD. ČNB nakoupila na mezibankovním devizovém trhu za uvedené období zhruba stejnou částku deviz. Stav devizových rezerv ČNB k 30. 4. dosáhl 11,1 mld. USD (368,7 mld. Kč).

Krátkodobá aktiva komerčních bank ve vztahu k zahraničí vzrostla během prvních čtyř měsíců (včetně kurzových rozdílů, údaje bez nich nejsou doposud k dispozici) o 84,7 mld. Kč na 223,1 mld. Kč. V této částce je od 30. 4. t. r. zahrnuto 15,0 mld. SKK, které představují úvěr pražského ústředí ČSOB poskytnutý Slovenské inkasní jednotce. Zdrojem tohoto úvěru je depozitum od slovenské pobočky ČSOB.



Příliv kapitálu pokračuje a vytváří tlak na apreciaci kurzu koruny. Doposud není rozhodnuto, jakým způsobem bude financován tzv. skrytý deficit vlády, a proto také není jasné, v jakém rozsahu by mohlo dojít k participaci zahraničních zdrojů kapitálu na jeho financování a tím i k možnému zvýšení přílivu kapitálu.

### 1.5. Akciový trh

#### a) objem obchodů

Objemy transakcí s akciemi na veřejných trzích zaznamenaly výrazný pokles, stejně jako úplatné převody akcií ve Středisku cenných papírů. Celkový objem akciových transakcí tak dosáhl cca 56 % loňského měsíčního průměru. Na burze např. poklesly obchody s akciemi České spořitelny o 66 %, Komerční banky o 64 %, cca o třetinu poklesly obchody s dalšími "blue chips" - SPT a ČEZ. Naproti tomu objemy obchodů s obligacemi dále mírně stoupaly.

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	10,1	58,4	15,4	38,8	111,2	72,5
RM-S	10,5	68,2	7,3	3,8	223,5	22,2
SCP	3,0	21,6	-	0,5	15,6	5,3
<b>Celkem</b>	<b>23,6</b>	<b>50,6</b>	<b>9,8</b>	<b>43,1</b>	<b>108,3</b>	<b>100,0</b>

Březen 1998 = 100 Březen 1998 = 100

#### b) cenové indexy

Cenové indexy obou veřejných trhů prakticky stagnovaly, stejně jako objemy cenotvorných obchodů, jejichž objem dosáhl výše 2,3 mld. Kč. Největší investice na cenotvorných trzích zaznamenal SPT Telecom - 293 mil. Kč, což sice znamenalo růst jeho kurzu téměř o 8 %, ale ilustruje to význam případného přílivu kapitálu ze zahraničí přes akciový trh. Maďarský index BUX rovněž stagnoval, polský WIG posílil cca o 5 %.

Index	Hodnota k 30.4.1998	Vývoj indexu (duben 1998/březen 1998)
PX 50	500,9	99,2
PX Glob	610,2	99,3
PK 30	706,2	101,2

Hodnota k 31.3.1998 = 100

## 2. Agregátní poptávka a nabídka

Ve vývoji domácí poptávky očekáváme v nejbližší budoucnosti stagnaci, resp. velmi slabý růst. Při silném, ale postupně zpomalujícím růstu vnější poptávky je výsledkem růst HDP na úrovni cca 2 %. Evidujeme velmi silný vztah mezi dynamikou dovozu a vývozu, ale formální ekonometrický závěr o vztahu je prozatím velmi opatrný. Výsledky posledních období ukazují na pomalý, ale setrvalý růst dovozové náročnosti tvorby HDP. Při současném mírném růstu HDP lze očekávat minimálně obdobný růst dovozu, což při postupném zpomalování růstu vývozu vede k variantě opětovného souběhu dynamiky vývozu a dovozu, což znamená možnost nového zesílení vnější nerovnováhy.

### 2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky

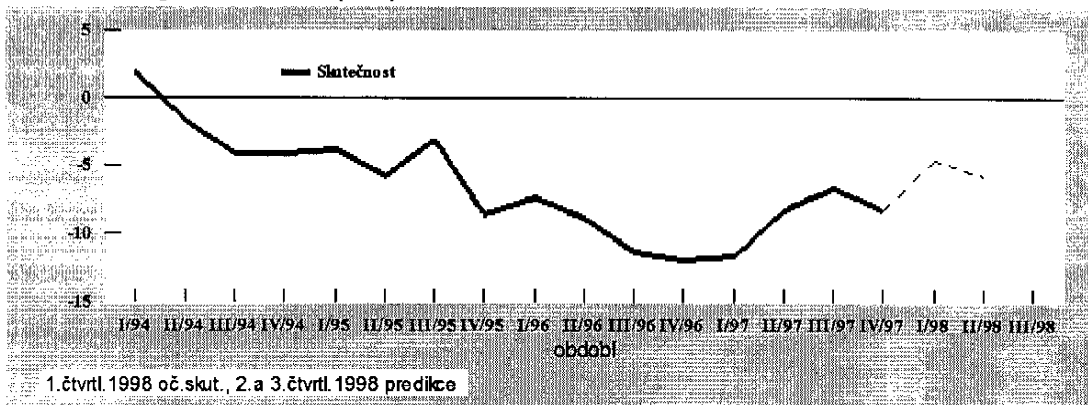
V 1. čtvrtletí 1998 dle odhadu ČNB pokračoval vývoj z předchozího čtvrtletí. Při meziročním poklesu domácí poptávky a silném růstu vnější poptávky (dle odhadu cca 15 %, reálný růst vývozu zboží za 1. čtvrtletí dosáhl cca 35 %) se meziroční růst HDP pohyboval kolem 2%. Vnější nerovnováha, vyjádřená jako podíl záporného čistého vývozu na HDP se snížila v 1. čtvrtletí na 4,0 % (v 1. čtvrtletí 1997 dosáhla 11,7 %).

Ve 2. a ve 3. čtvrtletí očekáváme postupně zpomalující růst vnější poptávky (vliv silného růstu v předchozím roce, částečný a postupný vliv apreciacie kursu), dynamiku HDP obdobnou vývoji v 1. čtvrtletí a slabě zrychlující růst dovozu (kolem 3 - 5 %). Při tomto vývoji se podíl salda záporného netto vývozu na HDP bude opět mírně zvyšovat (ve 3. čtvrtletí dosáhne 7,2 %, když ve 3. čtvrtletí 1997 činila 6,6 %). Další zpomalování dynamiky vývozu tak indikuje opětovné oživení rizika nerovnovážných tlaků v ekonomice (předpokládáme určitou setrvačnost dynamiky dovozu).

Základní údaje o nabídce a poptávce v reálném vyjádření

UKAZATEL	SKUTEČNOST					OČ. SKUT.		PREDIKCE	
	V97	II/97	III/97	IV/97	1997	V98	II/98	III/98	1998
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	1.2	0.5	-0.1	2.2	1.0	1.8	1.4	1.5	1.6
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom. popt. a vývoz)	3.8	4.1	0.9	4.4	3.3	1.9	2.1	3.0	2.1
DOMÁCÍ POPTÁVKA (vč. změny stavu zásob)	5.2	0.0	-4.4	-1.2	-0.4	-5.2	-1.1	2.1	-0.9
DOMÁCÍ POPTÁVKA (bez změny stavu zásob)	2.1	-0.8	-4.8	-0.7	-1.2	-2.2	-1.0	1.2	-0.7
v tom:									
Spotřeba domácností	4.0	5.7	-2.2	-0.3	1.6	-2.0	0.4	2.3	0.9
Spotřeba vlády	1.1	-3.9	-3.2	-1.1	-1.8	-1.9	-0.7	1.3	-0.2
Tvorba fixního kapitálu	-0.6	-8.5	-9.5	-0.9	-4.9	-3.0	-3.5	-0.8	-4.9
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	7.5	9.4	2.4	7.7	6.7	2.0	3.0	5.2	2.7
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	1.3	11.7	11.3	15.5	10.2	14.7	7.3	4.6	7.0
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, absol., míl. Kč)	-33.2	-26.1	-21.7	-29.1	-110.1	-11.7	-18.0	-24.0	-77.5

### Podíl netto vývozu na HDP (v %)

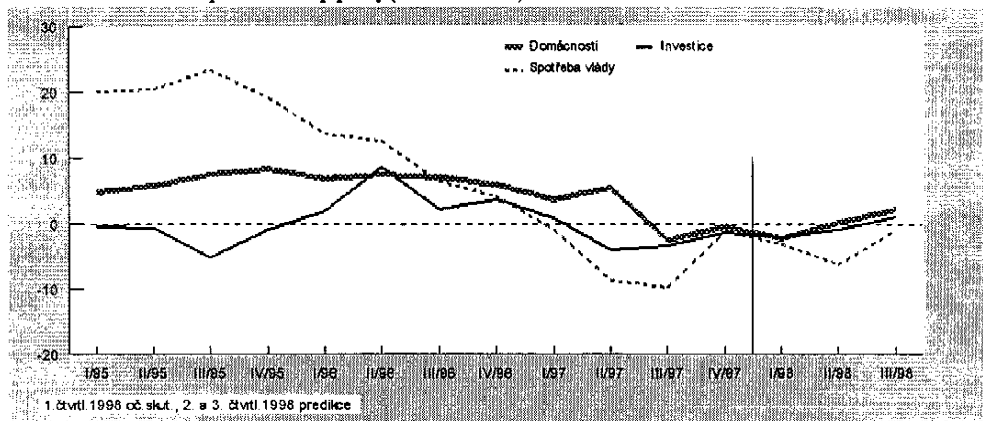


## 2.2. Domácí poptávka

Obdobně jako v 2. pololetí 1997, domácí poptávka byla v 1. čtvrtletí 1998 nižší ve srovnání se stejným obdobím m.r. (o 5,2 %). Obdobně efektivní domácí poptávka (bez změn zásob) poklesla o 2,2 %, na tomto poklesu se nejvíce podílela spotřeba domácností (cca ze 45 %) a investice (cca ze 36 %).

Ve 2. a 3. čtvrtletí očekáváme poptávku o cca 1,0 % nižší ve srovnání se stejným obdobím m.r. Ve 3. čtvrtletí naopak již očekáváme růst o cca 2,0 % (v důsledku růstu spotřeby domácností i spotřeby vlády a jen velmi slabého poklesu investic), ovlivněný zejména slabou základnou všech komponent v předchozím roce.

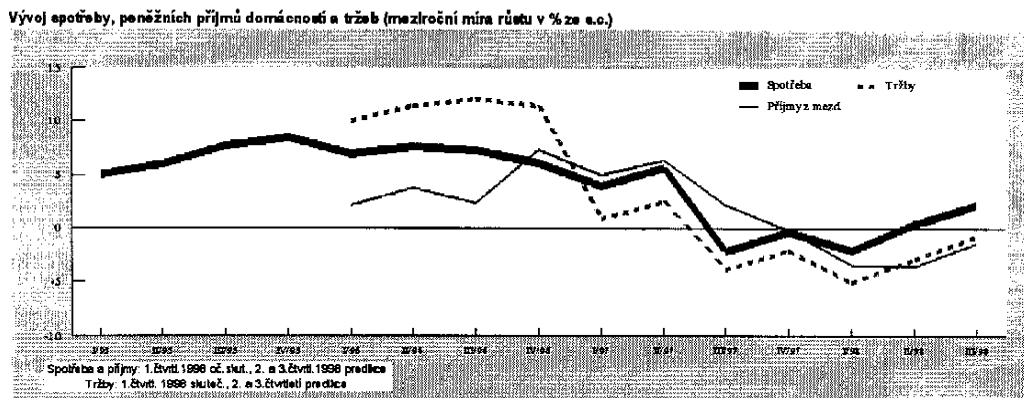
Meziroční míra růstu komponent domácí poptávky (v % ze s.c. 1994)



### 2.2.1 Spotřeba domácností

Změny ve spotřebě domácností byly v posledních 3 letech ovlivněny nejvýrazněji změnami v dynamice celkových příjmů domácností, indikátorem změn ve spotřebě domácností byl rovněž vývoj reálných tržeb v maloobchodu a pohostinství. V 1. čtvrtletí roku byl předpokládán meziroční pokles spotřeby domácností odrazem meziročního poklesu reálných příjmů, který lze poprvé sledovat již ve 4. čtvrtletí 1997. Vzhledem k očekávanému dalšímu vývoji dynamiky reálných příjmů ve 2. a 3. čtvrtletí (mzr. pokles na úrovni 3 - 4 %) předpokládáme, že ve 2. čtvrtletí se spotřeba domácností bude pohybovat v koridoru

meziroční stagnace a ve 3. čtvrtletí odhadujeme cca 2 % růst (v důsledku nízké základny v předchozím roce). Uvedenému vývoji nasvědčuje i aktuální vývoj mzd. dynamiky reálných tržeb v obchodu.

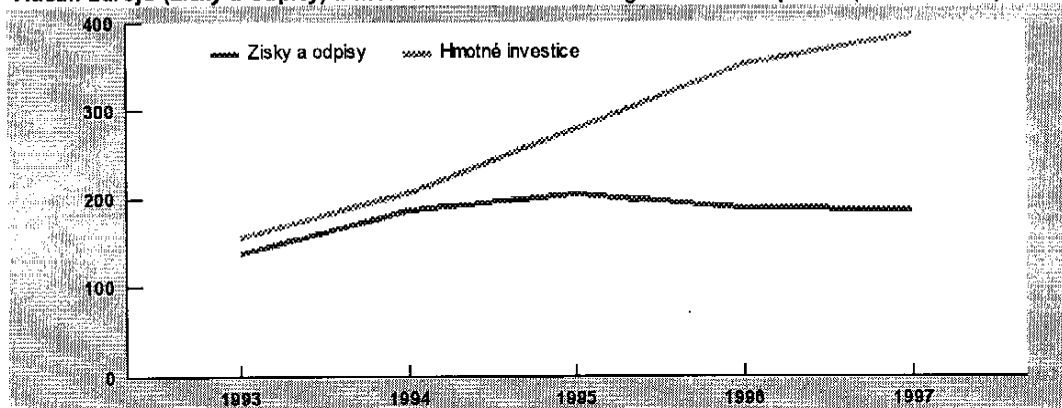


### 2.2.2 Investice

Meziroční pokles investiční poptávky v roce 1997 (-4,7 %) pokračoval dle našeho odhadu i v 1. čtvrtletí 1998. Podstatným faktorem v 1. čtvrtletí byl výrazný mzd. pokles vládních investic (za 1. čtvrtletí odhadujeme o 20 %, indikátorem je meziroční nominální pokles kapitálových výdajů státního rozpočtu za 1. čtvrtletí o 25,0 %), což při jejich váze na celkové investiční poptávce přispělo k celkovému poklesu cca o 4 %. Vývoj dovozu pro investice i stavebnictví za 1. čtvrtletí i stavebnictví signalizoval, že meziroční pokles investic bude pouze mírný (cca o 2 - 3 %).

V 1. čtvrtletí současně nedošlo k žádné podstatnější změně, pokud jde o vývoj faktorů ovlivňujících investiční aktivitu. Příliv zahraničního dlouhodobého kapitálu zůstával na úrovni posledního čtvrtletí m.r., rovněž tak úrokové sazby. Vzhledem k vývoji vlastních zdrojů a stále nízkému podílu kapitálového trhu na získávání dodatečných investičních zdrojů zůstávaly investice podniků citlivé na vývoj úrokových sazeb. Ve 2. čtvrtletí neočekáváme zásadnější změny v investiční poptávce (meziroční pokles), ve třetím čtvrtletí mírné zlepšení (meziroční stagnaci).

Vlastní zdroje (zisky a odpisy) a investice nefinančních organizací a korporací (mlrd. Kč. b.c.)



Balance úspor

mld Kč

UKAZATEL	SKUTEČNOST				OČSKLIT. PŘEDKOE			
	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT v b.c.	350,8	406,5	422,2	470,0	1649,5	389,2	450,8	463,3
Konečná spotřeba domácností a vlády	258,6	299,3	294,9	328,4	1181,2	280,2	330,0	322,6
HRUBÉ DOMÁCÍ ÚSPORY	92,2	107,2	127,3	141,6	468,3	120,8	133,8	151,2
Přínos ze zahraničí (-saldo netto vývozu)	29,0	22,8	16,6	22,2	90,6	6,0	14,0	20,0
HRUBÁ TVORBA KAPITÁLU	121,2	130,0	143,9	163,8	558,9	115,0	134,8	160,7
Hrubé domácí úspory/HDP v %	26,3	26,4	30,2	30,1	28,4	31,0	29,7	32,6
Hrubá tvorba kapitálu/HDP v %	34,5	32,0	34,1	34,9	33,9	29,5	29,9	34,7
rozdl	8,2	6,8	3,9	4,5	5,5	-1,5	0,2	2,1

### 2.2.3 Spotřeba vlády

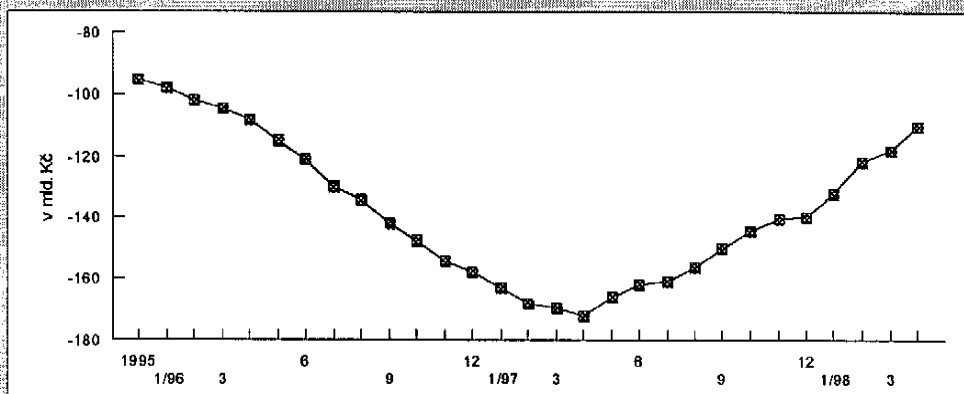
Spotřeba vlády v roce 1997 meziročně poklesla o 1,8 % Z meziročního nominálního růstu neinvestičních výdajů vlády v 1. čtvrtletí (o 0,5 %) a s přihlédnutím k obtížné finanční situaci municipalit předpokládáme, že meziroční pokles spotřeby vládního sektoru v 1. čtvrtletí dosáhne kolem 2 %. Meziroční pokles očekáváme - především v důsledku úsilí vlády o vyrovnaný rozpočet - i ve 2. čtvrtletí roku 1998, zatímco ve 3. čtvrtletí předpokládáme cca 1 % růst (slabá základna v minulém roce).

### 2.3. Čistá zahraniční poptávka

V obchodní bilanci v běžných cenách předpokládáme za první čtyři měsíce roku schodek podstatně nižší oproti srovnatelnému období m.r. na úrovni zhruba 24 mld. Kč, při meziročním zlepšení o téměř 29 mld. Kč. V důsledku poměrně vysokého loňského dubnového vývozu a dovozu dojde letos v dubnu oproti předchozím měsícům ke snížení jejich dynamiky se setrvalým předstihem růstu vývozu. Zpomalení dovozu navíc napomáhají nižší ceny potravin a průmyslových i energetických surovin na světových burzách (cenový index surovin HWWA se za období ledna až dubna meziročně snížil o 19,5 %-ních bodů). Údaje za duben ale ukazují na obnovení cenového růstu u průmyslových a energetických surovin, který je pouze z části kompenzován poklesem cen u potravin. Na základě předběžných výsledků se oproti březnu dubnová hodnota surovinového indexu HWWA mírně zvýšila. Podle studie HWWA - Institut fuer Wirtschaftsforschung z dubna t.r. bude další cenový vývoj na zahraničních trzích odvislý od obnovení ekonomického růstu v zemích jihovýchodní Asie. V případě ceny ropy se mírné zvýšení předpokládá spíše až ve II. pololetí t.r., pokud březnové dohody uzavřené mezi produkujícími zeměmi ohledně regulace jejich exportů se ukáží jako účinné.

Pokračuje trend zvyšování dovozní náročnosti ekonomiky což je zřejmé z rostoucího podílu dovozu zboží včetně služeb na HDP, který vykazuje v I. čtvrtletí mírný vzestup (ve stálých cenách meziročně vzrostl ze 72,9 % na 73,1 %). Zvyšující se dovozní náročnost ekonomiky je ovlivněna rostoucí provázaností řady exportérů se zahraniční účastí na dovozy materiálů a komponentů ze zahraničí.

Obchodní bilance - klouzavý úhrn za 12 měsíců



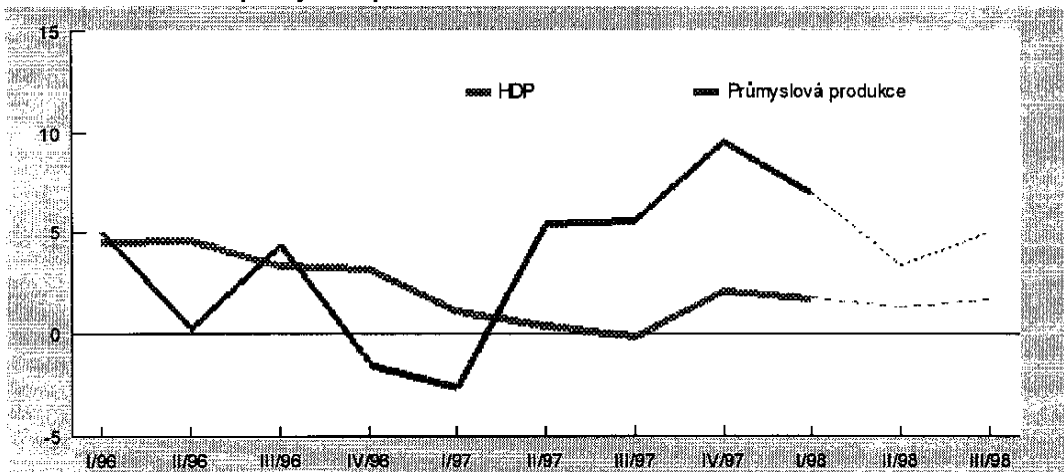
Podle posledních predikcí z počátku května odhadujeme letošní výsledky deficitu obchodní bilance na úrovni 95 mld. Kč (MPO ČR 80 mld. Kč, ČSÚ 93 mld. Kč a MF ČR 105 mld. Kč).

#### 2.4. Výstup

Hrubý domácí produkt po 2,2 % růstu ve 4. čtvrtletí 1997 a 1,0 % růstu za celý rok 1997 v 1. čtvrtletí 1998 vzrostl dle odhadu o cca 1,8 %, vyloučit nelze ani výsledek ke 3 %. Příznivý vliv měl růst průmyslové produkce a stavebnictví za leden až březen. Tržby ve spojích se za první tři měsíce roku se zvýšily o 10,5%. Indikátorem růstu v 1. čtvrtletí je rovněž mizr. růst příjmů státního rozpočtu o 15,6 %. Z poptávkových faktorů působil vliv silného růstu vnější poptávky (za 1. čtvrtletí mizr. růst vývozu zboží o cca 35 % a odhadovaný růst vnější poptávky o 14,7 %, ). Opačně působil pokles reálných tržeb v maloobchodě o 5,0 % a pokles tržeb (o cca 10 %) v ostatních tzv. tržních službách (cca 15 % tvorby HDP). Rovněž tržby v dopravě klesly meziročně v 1. čtvrtletí o 1,7 %.

Ve 2. a 3. čtvrtletí očekáváme růst HDP zhruba na úrovni 1. čtvrtletí (zpomalení meziročního růstu reálného vývozu zboží a služeb vlivem vyšší základny v předchozím roce a vývoje kurzu bude kompenzováno určitým zlepšením domácí poptávky).

Meziroční růst HDP a průmyslové produkce



Silný růst průmyslu v posledních 4 čtvrtletích (kolem 7 %) připisujeme souběhu tří faktorů: příznivému vývoji v zahraničí, zlepšení exportní schopnosti české ekonomiky především v důsledku některých významných investic a z pohledu exportu příznivému vývoji kursu. V 1. čtvrtletí vzrostla průmyslová produkce meziročně o 8,4 %, tento výsledek byl ovlivněn slabou základnou m.r. (tehdy m.zr. pokles o 4,1 %) a nestejným počtem pracovních dnů (po očištění o sezónní vlivy a na stejný počet pracovních dní růst o 4,4 %). Růst byl výsledkem především zvýšením vývozu, zejména do Německa. Výrazně rostl zejména podíl vývozu motorových vozidel a dopravních zařízení (z 13,2 % v 1.Q 97 na 16,0 % v 1. Q 98) a el. strojů a přístrojů (7,3 - 7,7). Růst průmyslové výroby jako důsledek především pokračující silné vnější poptávky očekáváme i v 2. čtvrtletí (3,4 %, vyšší základna v minulém roce) a rovněž ve 3. čtvrtletí (5,0%).

Stavební výroba v 1. čtvrtletí meziročně vzrostla o cca 1,9 %, příčinou byla především nízká srovnávací základna m.r. Ve 2. a 3. čtvrtletí předpokládáme meziroční pokles v rozsahu cca 3 % v důsledku nízké poptávky po stavebních pracích. Tržby v obchodu a pohostinství v 1. čtvrtletí poklesly meziročně o 5,0 %, za celý rok očekáváme m.zr. pokles o 1,4 %.

### 3. Trh práce

Vývoj dynamiky nominálních mzdových příjmů a nominálního HDP vede k závěru, že již nelze hovořit o poptávkovém tlaku mzdové dynamiky. Mzdy v současnosti rovněž již nejsou ani dominantním kanálem pro růst poptávky, na m.zr. růstu v roce 1997 se podílely pouze 43 %, významný byl i růst sociálních a ostatních příjmů. Mzdová politika vlády může v současnosti ovlivnit cca 22 % (podíl nepodnikatelské sféry) a cca 32 % (podíl těch segmentů z podnikatelské sféry, kde existují účasti státu) vyplácených mezd. Jedná se tedy o cca 55 % mzdových příjmů, a zhruba čtvrtinu celkových příjmů. Za podstatný považujeme spíše demonstrační efekt státní mzdové politiky.

#### 3.1. Vývoj mezd a příjmů

Základní údaje o vývoji příjmů domácností

m.zr. změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST										OČ. SK.				PREDIKCE			
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	1998	I/98	II/98	III/98	1998
PENĚŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTÍ (nominální)	11.3	12.7	12.0	16.8	13.3	12.8	13.5	12.4	10.0	12.1	8.5	8.1	8.8	8.4				
(reálné)	2.3	3.9	2.5	7.4	4.1	6.1	6.5	2.3	-0.1	3.3	-3.3	-3.4	-1.3	-2.3				
v tom:																		
Příjmy z mezd (nominální)	16.7	20.2	14.6	16.9	16.8	11.1	9.4	8.6	4.8	8.2	8.6	7.8	7.1	7.5				
(reálné)	7.3	10.8	4.8	6.7	7.4	3.6	2.6	-1.1	-5	-0.3	-4.3	-4.4	-3.6	-4.0				
Sociální příjmy (nominální)	13.3	21.2	12.0	18.4	16.2	13.8	10.1	14.2	14.7	13.2	12.0	10.3	14.8	13.0				
Ostatní příjmy (nominální)	1.0	-4.6	8.0	17.0	6.5	14.8	24.8	17.9	17.6	18.7	9.7	10.8	10.7	10.5				

Celkové příjmy domácností v roce 1997 vzrostly o 12,1 %, dle odhadu by měly růst v prvních třech čtvrtletích 1998 o cca 9 - 10 %. Porovnání tohoto odhadu s předpokládanou mírou růstu nominálního HDP (za 1-3. čtvrtletí 1998 o 10,8 %) signalizuje eliminaci poptávkového tlaku příjmové dynamiky na cenový růst. Podíl mzdových příjmů na růstu celkových příjmů v prvních třech čtvrtletích 1998 (43,0 %) je nižší, než by odpovídalo jejich podílu na celkových příjmech ve výchozím období (52,0%). Na m.zr. růstu celkových příjmů se významně podílely i ostatní příjmy (cca ze 33,0 %) a sociální příjmy (24,0 %).

Základní údaje o mzdovém vývoji a produktivitě práce

mzr. změna v %

UKAZATEL		SKÜTECNOŠT										OC.SK				PREDIKCE			
		I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	1998				
PRÜMÉRNA MZDA V ČR	(nominální)	17,4	21,0	16,5	17,1	19,0	13,7	13,0	12,4	8,4	11,9	11,0	10,2	9,6	10,0				
	(reálná)	7,9	11,6	6,6	7,8	8,4	6,1	6,0	2,3	-1,5	3,1	-2,1	-2,4	-1,3	-1,8				
v tom:																			
Nepodnikatelská sféra	(nominální)	15,0	33,0	15,3	18,5	20,8	12,2	11,1	10,2	-6,6	5,8	4,5	4,4	4,0	4,1				
	(reálná)	5,7	22,6	5,5	9,1	10,8	4,6	4,2	0,3	-15,2	-2,5	-7,7	-7,5	-5,9	-7,0				
Podnikatelská sféra	(nominální)	18,2	17,1	17,0	16,6	17,1	14,1	13,6	13,0	13,0	13,6	12,5	11,9	10,9	11,6				
	(reálná)	8,7	7,9	7,0	7,3	7,6	6,4	6,6	2,8	2,6	4,7	-0,7	-0,9	-0,1	-0,4				
v tom:																			
soukromé organizace	(nominální) x	15,6	16,1	16,0	17,2	16,1	13,7	13,2	11,6	11,9	12,7	.	.	.	.				
	(reálná)	6,3	7,0	6,1	7,9	6,7	6,1	6,2	1,6	1,6	3,9	.	.	.	.				
státní organizace	(nominální) xx	17,4	28,6	16,2	16,6	19,7	12,8	12,5	11,4	-0,4	8,6	.	.	.	.				
	(reálná)	7,9	18,5	6,3	7,3	10,0	5,2	5,5	1,4	-9,5	0,1	.	.	.	.				
NH PP		2,6	3,6	1,6	3,1	2,7	1,4	0,8	1,0	3,6	1,7	3,1	2,7	2,7	2,8				
JMN (nominální příjmy z mezd na HDP v s.c.)		11,6	14,8	10,8	12,4	12,4	9,7	8,8	9,7	2,4	7,2	6,6	6,3	5,5	5,8				

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

xx Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby se státní účasti

Vývoj průměrné mzdy jako faktoru nákladové inflace v roce 1997 a v 1. čtvrtletí 1998 pokračoval, proti minulým rokem ovšem výrazně pomaleji, tzn. že dynamika produktivity práce a průměrné reálné mzdy (deflované cenami výrobců) se sblížily, v průmyslu dokonce došlo k předstihu produktivity).

Vývoj průměrné mzdy v podnikatelské sféře se vyvíjel v roce 1997 diferencovaně. Podíl státních podniků na zaměstnanosti dosáhl v roce 1997 8,6 %, ovlivnění celkového vývoje průměrné mzdy přímými nástroji v této skupině je tedy málo významné. Soukromé podniky (bez zahraniční účasti) se na celkové zaměstnanosti podílely v roce 1997 39 %. Růst mezd v těchto podnicích (12,7 %) byl pod průměrem podnikatelské sféry. Značnou váhu (kolem 25 %) měly podniky se různou formou zahraničního kapitálu (podniky zahraniční, mezinárodní) a podniky smíšené. Podniky těchto typů rovněž vykázaly v roce 1997 značný meziroční růst (15 - 17%). U těchto podniků lze ovšem oprávněně předpokládat úzkou vazbu na vývoj produktivity.

## Vývoj mezd podle typu hospodaření

	Průměrná nominální mzda v Kč/měs.		Index	Podíl ve struktuře zaměstnanosti	
	1996	1997		1996 x)	1997 x)
PODNIKATELSKÁ SFÉRA	9 596	10 902	113,6	78,0	78,2
v tom:					
Soukromá	8 977	10 120	112,7	32,9	39,2
Státní	9 473	10 980	115,9	9,9	8,6
Zahraniční 1)	12 533	14 695	117,3	2,4	2,9
Mezinárodní 2)	11 427	13 096	114,6	5,3	5,6
Smíšená 3)	10 369	12 140	117,1	22,0	16,9
NEPODNIKATELSKÁ SFÉRA	9 434	9 983	105,8	22,0	21,8
v tom:					
Státní	9 839	10 314	104,8	16,4	16,1
Celkem ČR	9 559	10 695	111,9	100	100

Pramen: ČSÚ, Evidenční počet pracovníků a jejich mzdy.

x) Pramen: Ukazatele soc. a hosp. vývoje 4/97, ČSÚ.

1) 100 % zahraniční kapitál

2) zahr. kapitál + tuzem. účast (nerozlišená)

3) pouze tuzem. účasti různých firem

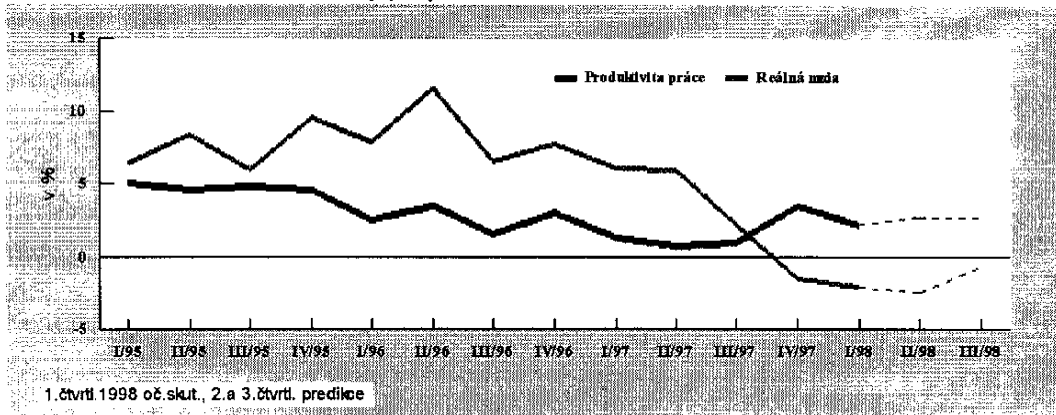
Vcelku ve 2/3 podniků existuje velmi malá možnost přímého ovlivnění mzdového vývoje. Řešením je vývoj systémového prostředí v české ekonomice, zejména tvorba a kultivace konkurenčního prostředí a požadavek tvrdého rozpočtového omezení pro podniky (prohloubení účinnosti konkurzů a vyrovnání, úvěrová politika). Právě nedostatečně tvrdé



omezení podniků umožňující růst mezd rychlejší než hospodářských výsledků podniků je hlavním systémovým faktorem mzdově nákladové inflace.

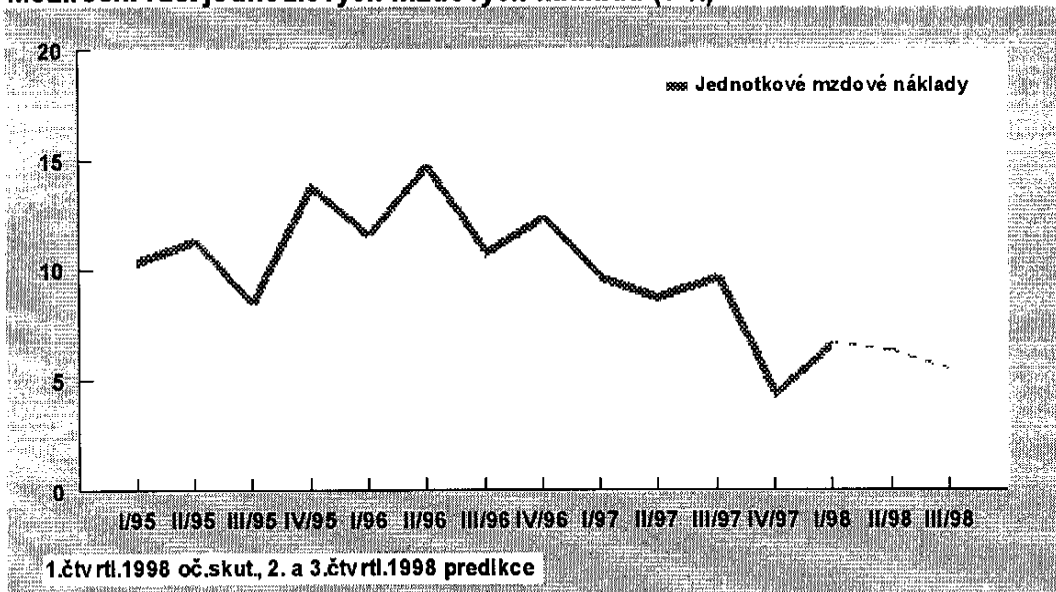
Dosah zásadnějšího ovlivnění vývoje celkové průměrné mzdy vývojem v nepodnikatelské sféře je dán jejím podílem na celkových mzdách (22 %). S přihlédnutím k vývoji v předchozích letech a úrovni mzdy lze tuto sféru členit na segmenty s nadprůměrnou (ve srovnání s národním hospodářstvím jako celku) úrovní průměrné mzdy (např. veřejná správa), kde je mzdová restrikce iudržitelná. Naopak v podprůměrně ohodnocených odvětvích (školství, zdravotnictví) je další pokles průměrné reálné mzdy a jeho dopady problémem.

Meziroční růst NHPP a reálné mzdy (v %)



Meziroční růst jednotkových mzdových nákladů (podíl pracovních nákladů na přidané hodnotě), které považujeme za dílčí indikátor cenové konkurenceschopnosti, vykázal v roce 1997 - ve srovnání s předchozími roky - patrné snížení a dosáhl 7,2 %. Rozhodující úlohu zde sehrálo snížení dynamiky příjmů z mezd proti předchozímu roku o 8,6 bodů při mírném ročním růstu hrubého domácího produktu. Uvedený vývoj - v závislosti na očekávaném vývoji mezd a HDP - očekáváme i v období 1., 2. a 3. čtvrtletí 1998.

Meziroční růst jednotkových mzdových nákladů (v %)



### 3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost

Rok 1997 přinesl změnu trendu ve vývoji zaměstnanosti. Poprvé od roku 1993 došlo k meziročnímu poklesu průměrného počtu pracovníků; zaměstnanost v NH poklesla o 1 %. K nejvýraznějšímu poklesu došlo v zemědělství (o 8,5 %), v průmyslu o 1 % a stavebnictví o 1,2 %. V 1. čtvrtletí 1998 předpokládáme úroveň zaměstnanosti zhruba na úrovni 4. čtvrtletí 1997, tj. meziroční pokles o 1,4 %. Předpokládáme, že i v 2. a 3. čtvrtletí dojde k dalšímu snížení zaměstnanosti, které však bude s ohledem na vývoj v uplynulém roce mírnější. Snížení zaměstnanosti bude pokračovat v odvětví a oborech, kde byl tento pokles nastartován již v minulém roce (peněžnictví a pojišťovnictví, telekomunikace, doprava) v návaznosti na pokračující restrukturalizaci a předpokládaná úsporná opatření ve mzdové oblasti.

Základní údaje o vývoji zaměstnanosti

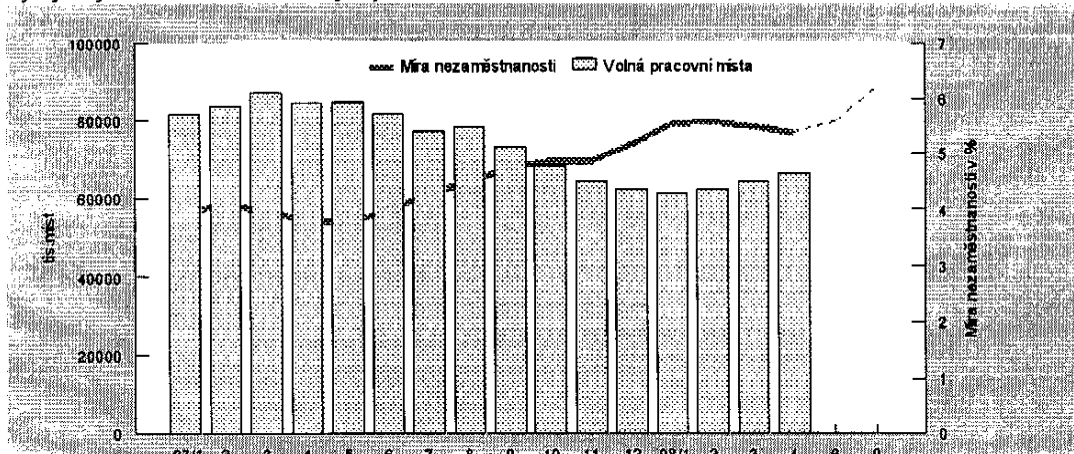
UKAZATEL	SKUTEČNOST					OČ.SK.		PREDIKCE	
	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	1998
POČET ZAMĚŠT. V NH CELKEM (prům. počty)									
Mzr. změna v %	-0.2	-0.3	-1.4	-1.6	-0.9	-1.4	-1.2	-0.9	-1.2
Fyzické osoby - počet (v tis.)	5000.2	5016.3	4987.4	4975	4990.0	4929.9	4972.1	4930.0	4930.2
SOUKROMÝ SEKTOR (prům. počty) *									
Mzr. 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				

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

Míra nezaměstnanosti se v roce 1997 vyznačovala s výjimkou sezónního poklesu v období březen až duben postupným růstem. V 1. čtvrtletí zůstávala stabilní na úrovni 5,5 - 5,6 % a k 30. 4. 1998 dosáhla 5,4 %. Mírný pokles nezaměstnanosti v dubnu je sezónního charakteru, roste aktivita v řadě sezónních odvětví (stavebnictví, lesnictví, zemědělství) a rovněž rozsah veřejně prospěšných prací v rámci aktivní politiky zaměstnanosti.

Dále pokračovala regionální diferenciace v míře nezaměstnanosti. Existuje cca 22 okresů, kde míra nezaměstnanosti dosahuje 8 - 10 %; naproti těmto okresům existují regiony kde nabídka pracovních míst převyšuje jenom v minimálním rozsahu poptávku. V některých mikroregionech míra nezaměstnanosti se blíží 20 %. Výrazná diferenciace trhu práce jak z hlediska profesního, tak i věkového a v neposlední řadě i regionálního rozložení, může v případě dlouhodobějšího působení částečně negovat odhadovaný vliv růstu míry nezaměstnanosti na vývoj dynamiky mezd.

Vývoj míry nezaměstnanosti a volných pracovních míst



K 30. 6. 1998 předpokládáme zvýšení míry nezaměstnanosti vzhledem k nástupu absolventů škol na trh práce na hodnotu 5,8 %. K 30. 9. 1998 bude dle našeho odhadu (v souvislosti s předpokládaným poklesem zaměstnanosti) pokračovat nárůst nezaměstnanosti a míra nezaměstnanosti dosáhne 6,2 %.

#### 4. Nákladové faktory

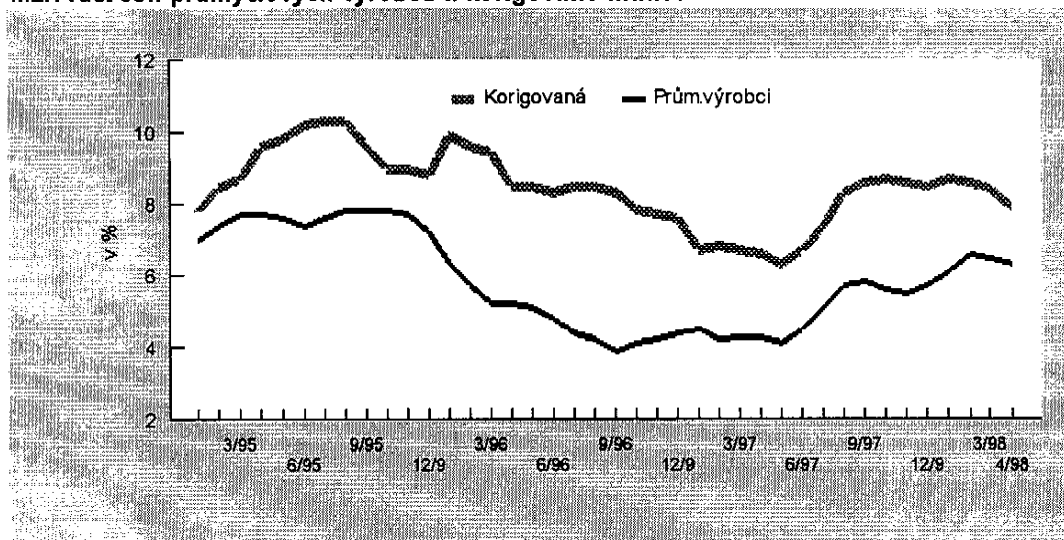
Pokračoval příznivý vývoj cen průmyslových výrobců, vývoj cen zemědělských výrobců zvýraznil riziko zrychlení cen potravin v následujících měsících roku.

##### 4.1. Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců vzrostly v dubnu roku 1998 meziměsíčně o 0,1 % (v březnu o 0,1 %) a meziročně o 6,3 % (v březnu o 6,5 %). Ve většině průmyslových odvětví byla dynamika růstu cen v březnu nižší než na začátku roku a u některých došlo i k cenovému poklesu. Nejvyšší meziměsíční březnový růst byl zaznamenán v průmyslu skla, keramiky, porcelánu a stavebních hmot (0,8 %), v kožedělném průmyslu (0,6 %) a v průmyslu potravinářském a tabákovém (0,5 %). Ke snížení cenového indexu došlo v průmyslu koksování a rafinérského zpracování ropy (o 4,1 %), v chemickém a farmaceutickém průmyslu (o 0,5 %) a rovněž v odvětví dobývání nerostných surovin (o 0,2 %). Za vlivný faktor vývoje cen průmyslových výrobců považujeme vývoj devizového kurzu. Vzhledem k jeho vývoji v prvních čtyřech měsících roku očekáváme, že nízké hodnoty meziměsíčních indexů potrvají i nadále a meziroční růst cen průmyslových výrobců ke konci roku 1998 dosáhne hodnoty cca 5,3 %.

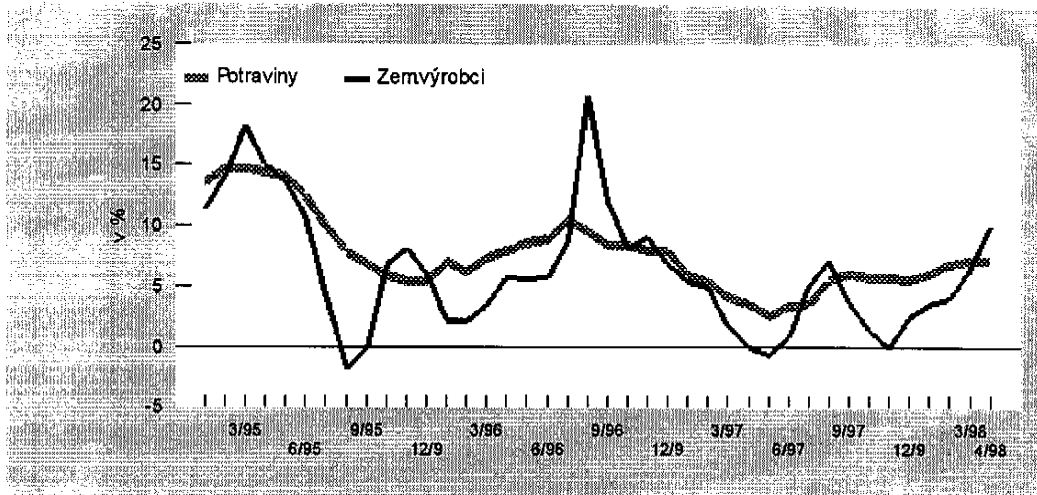
Ceny stavebních prací vzrostly v dubnu roku 1998 meziměsíčně o 0,6 % (v březnu o 0,4 %) a meziročně o 11,6 % (v březnu o 12,1 %). Předpokládáme, že díky nižší poptávce po stavebních pracích porostou ceny stavebních prací v následujících měsících nižším tempem, než v odpovídajících měsících roku 1997. Meziroční růst cen ke konci roku 1998 očekáváme ve výši cca 10,6 %.

Mzr. růst cen průmyslových výrobců a korigované inflace



**Ceny zemědělských výrobců vzrostly** meziročně v dubnu o 10,1 % (v březnu o 6,4%). Ceny rostlinných výrobků včetně ovoce a zeleniny se v březnu zvýšily o 8,6 %, ceny živočišných výrobků o 5,9 %. Podle výsledků v prvních čtyřech měsících roku odhadujeme meziroční index cen zemědělských výrobců k 31. 12. 1998 ve výši cca 3,5 %.

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



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

Podle předběžných odhadů ČSÚ došlo v březnu v porovnání s předchozími měsíci ke zpomalení růstu dovozních cen pro české subjekty. Nárůst cen za I. čtvrtletí oproti stejnému období m.r. se odhaduje na 5,7% - níže bodů. Tato skutečnost byla ovlivněna především kurzovým vývojem, neboť ceny komodit na zahraničních trzích za první tři měsíce roku udržovaly sestupný trend.

K určitému zlomu ve vývoji cen došlo v průběhu dubna, kdy ceny komodit na zahraničních trzích podle indexu HWWA začaly růst. Tato skutečnost nasvědčuje dosažení cenového "dna" u průmyslových a energetických surovin, naproti tomu vyšší ceny potravin začaly klesat. Za leden - duben byla cenová hladina oproti minulému roku téměř o 20 % - níže bodů nižší.

Cena ropy se i nadále pohybuje na nízké úrovni (cca 14 USD/barel). Obdobná je i situace v oblasti cen oceli železných i neželezných kovů, kdy výraznější nárůst cen stejně jako v případě ropy je závislý na výhledu zotavení ekonomik Japonska a dalších zemí jihovýchodní Asie. U potravin bude další cenový vývoj odvislý od výsledků očekávaných sklizní (v současnosti např. pokles cen obilovin).

#### 4.3. Ceny tržních služeb

Ceny tržních služeb v dubnu vzrostly o 2,5 % (především v důsledku růstu cen služeb pošt a telekomunikací a cen v peněžnictví) a meziročně vzrostly o 15,1 %. Meziměsíční růst v dalších měsících předpokládáme velmi nízký v důsledku slabé poptávky, v důsledku toho meziroční index cen tržních služeb ke konci roku odhadujeme ve výši cca 7,9 %. Předpokládáme určitou souvislost mezi vývojem cen tržních služeb a vývojem cen

## Vztah vývoje cen potravin a cen zemědělských výrobců

Tvorba cen potravin spočívá v zásadě na tržních vztazích. Zásahy státu, realizované Státním fondem tržní regulace v zemědělství (SFTR), jsou v posledních letech zaměřeny na dvě komodity:

- mléko, kde je z důvodu přebytku produkce subvencován vývoz másla a ostatních mléčných výrobků za podmínky, že zpracovatelské podniky mlékárenského průmyslu nakupují mléko od zemědělských výrobců za minimální garantovanou cenu (v roce 1997 6,80 Kč, v roce 1998 7,50 Kč za 1 l bez DPH, 1. tř. jakosti, 3,6 % tučnosti). Tomuto režimu podléhá cca 20 % produkce mléka.

- pšenice potravinářská, kde SFTR provádí intervenční nákup stanoveného množství za stanovenou minimální cenu (pro rok 1998 300 tis. t, 4000 Kč/t č.h.), podle situace na trhu SFTR tyto zásoby prodává v tuzemsku nebo je vyváží, ev. vyšší cena dosažená při prodeji je výrobcům doplácena. Tímto způsobem ovlivňuje SFTR cca 25 % tuzemské spotřeby potravinářské pšenice.

V menším rozsahu a jednorázově zasahuje SFTR i do trhu s dalšími komoditami, a to jak k vývozu přebytků (např. subvencovaný vývoz škrobu za sklizně brambor v roce 1996) nebo k omezení cenových výkyvů (např. subvence na vývoz hovězího masa v 1. pololetí 1997).

Z vývoje spotřebitelských cen potravin v posledních letech lze vysledovat, že obchodníci zvyšují ceny:

- v přímé návaznosti na zvýšení cen výrobců potravin, resp. dovozních cen,
- v očekávání zvýšené poptávky (po prázdninách, před vánočními svátky ap.),
- při avizovaném (i neopodstatněném) nedostatku některé komodity.

Určující postavení v tvorbě cen potravin mají zpracovatelské podniky potravinářského průmyslu (výrobci potravin), kteří jsou často v postavení lokálního monopolu a prakticky si diktují ceny, za než odeberou produkty zemědělských výrobců. Platí to především pro výrobovou vertikálu masa, která dominuje jak v zemědělské produkci, tak ve spotřebitelském koši potravin (cca 1/3). Horní hranici pro ceny zemědělských výrobců jsou světové ceny příslušných komodit, resp. ceny, za než lze určitou surovinu nebo potravinu na zahraničních trzích nakoupit v určitém čase.

Vzájemné vazby mezi cenami zemědělských výrobců, cenami výrobců potravin a spotřebitelskými cenami potravin mají u jednotlivých výrobových vertikál odlišný charakter: zeslabují se obzvláště u výrobků procházejících více články zpracování (např. potravinářské obilí - mlýny - pekárny, cukrovka - cukrovary - cukrovinářská výroba ap.). Ke zvyšování cen dochází převážně narazově - u některých výrobků jednorázově (např. v roce 1996 u obilí), u jiných cyklicky (např. vždy k 1.1. u mléka a mléčných výrobků). Vztahy mezi uvedenými cenovými okruhy ovlivňuje i jejich nestejný věcný obsah - zemědělští výrobci realizují i komodity k nepotravinářskému užití, výrobci potravin zpracovávají i dovezené suroviny, obchodníci prodávají spotřebitelům i dovezené potraviny. V poslední době výrazně vstupují do obchodu s potravinami velké společnosti, které by mohly napomoci zefektivnit činnost výrobců potravin (podniky potravinářského průmyslu byly dimenzovány na zpracování o 30 % vyšší zemědělské produkce před rokem 1990 než nyní).

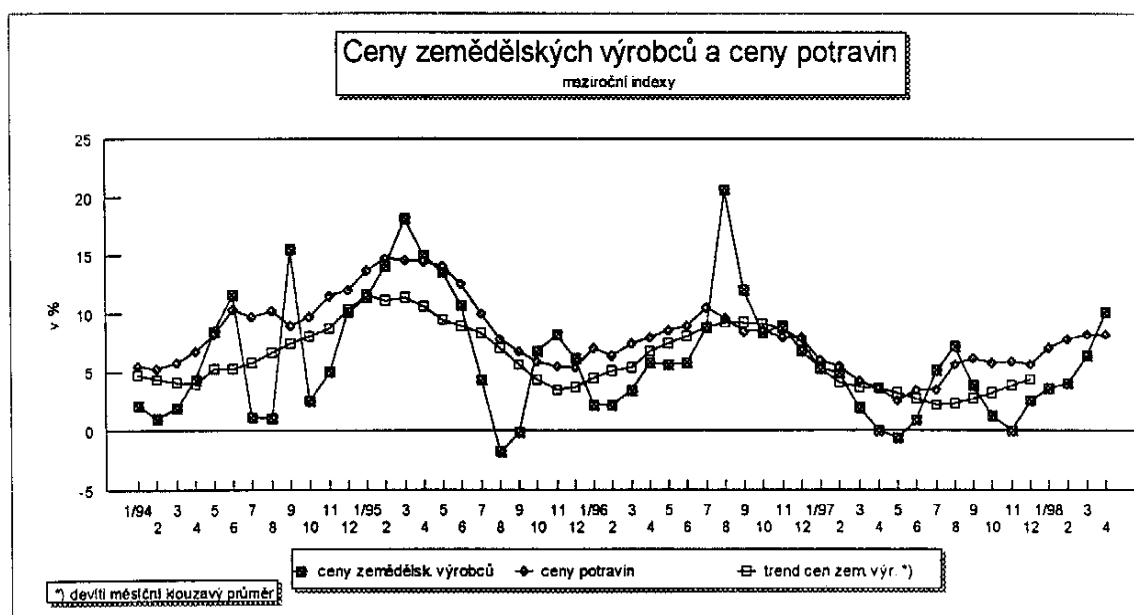
Z výše uvedené tabulky vyplývá, že vývoj cen potravin ve střednědobém průměru odpovídá vývoji cen potravinářských výrobců (což umožňuje předpokládat, že obchodní rozpětí tedy výrazněji cenovou dynamiku neolivňuje). Naopak ceny zemědělských výrobců rostou pomaleji než ceny výrobců potravin, což klademe do souvislosti s lokálně monopolním postavením potravinářských výrobců a zřejmě i s vývojem na světových trzích.

Struktura ročních výdajů průměrné domácnosti na potraviny (bez nápojů, veřejného stravování a tabáku) podle skut. r. 1996 v %:

Maso a masné výrobky včetně ryb	30,6
Mléko, sýry, vejce	18,2
Chléb, pečivo, výrobky z obilovin, rýže	15,3
Ovoce, zelenina, brambory a výrobky z nich	15,0
Cukr, cukrovinky, cukrařské výrobky	7,5
Tuky a oleje	5,7
Kakao, káva, čaj, ostatní potraviny	7,7

#### Růst cen potravin, zemědělských výrobců a výrobců potravin (roční klouzavý průměr v %)

	1994	1995	1996	1997	1994-1997
Zemědělství výrobců	4,7	7,6	8,3	2,9	19,9
Výrobci potravin	5,5	6,6	8,6	7,7	24,7
Spotřebitelé potravin	9,3	10,7	8,3	4,8	25,6



### III. Shrnutí

#### A) Shrnutí trendů

V dubnu pokračovaly trendy pozvolného poklesu domácí poptávky a mírného růstu domácí nabídky patrné v 1. čtvrtletí t.r. K narovnávání této makroekonomické nerovnováhy docházelo při poměrně nevýrazném růstu HDP, který podle našeho očekávání činil přibližně 1,8 %. Utlumená domácí poptávka omezovala tempo růstu dovozů, přičemž na růst tempa vývozu příznivě působil především relativně rychlý růst zahraniční poptávky (v 1. čtvrtletí meziročně o 14,7%). Na příznivý vývoj obchodní bilance pravděpodobně působil i oslabený kurs v období listopad m.r. až únor t.r. Výsledky lze pozorovat na relativně nízké úrovni pasivního salda obchodní bilance za první čtyři měsíce t.r., jehož výše 24 mld dosahuje pouze cca 45% úrovně srovnatelného období loňského roku.

Utlumení poptávky se společně s dalšími faktory, obzvláště s poklesem cen potravin a surovin na světových trzích (viz meziroční pokles indexu HWWA za 1. čtvrtletí t.r. o 19,5 bodu), příznivě promítalo i do cenového vývoje. Dubnový vývoj cenových indexů pravděpodobně potvrzuje, že příznivý vývoj v březnu zřejmě nebyl výjimečný. To se projevilo především u korigované inflace (meziměsíční růst 0% v březnu a 0,1% v dubnu), která je na vývoj parametrů měnové politiky nejcitlivější. Dynamizujícím faktorem vývoje čisté inflace (meziměsíční růst 0,1% v březnu a 0,2% v dubnu) byl přitom rychlejší růst cen potravin (meziměsíční růst 0,2% v březnu a 0,3% v dubnu).

Index spotřebitelských cen rostl v dubnu rychleji než čistá inflace vlivem rychlejšího růstu regulovaných cen o 0,6%. V jejich rámci šlo především o ceny v oblasti telekomunikací a o ceny některých položek v pravomoci místních orgánů. Stále více se přitom ukazuje, že růst regulovaných cen je v tomto roce vyšší, než se původně očekávalo. Očekávaný podíl regulovaných cen na růstu indexu spotřebitelských cen vzroste ke konci t.r. z 18% na 22%. To posouvá odhadovaný vývoj indexu spotřebitelských cen ke konci t.r. z 10% na 10,7%. Důvodem jsou především úpravy cen v pravomoci místních orgánů, které nelze centrálně ovlivňovat a jejichž zvýšení bylo vyšší než jsme očekávali.

Novou skutečností byl přechod salda státního rozpočtu z březnového aktiva ve výši 7,6 mld do pasíva 0,8 mld v dubnu. Se všemi výhradami pokud jde o možná rizika budoucího vývoje ve fiskální oblasti, která jsou podrobněji rozebrána v bodu ad D), však tento vývoj nelze a priori považovat za spolehlivý signál nastupující tendence deficitnosti státního rozpočtu. Ze sezónního rozboru jeho příjmů a výdajů dle vývoje v posledních pěti letech totiž vyplývá, že by deficit státního rozpočtu mohl být v dubnu až dvojnásobný (-1,5 mld).

#### B) Čistá inflace a změny jejích prognóz

Vývoj čisté inflace v tomto roce prošel vzhledem k našim předpokladům dvěma fázemi. V lednu a v únoru byly meziměsíční přírůstky podstatně vyšší, než jsem očekávali. To nás vedlo k postupnému zvyšování naší prognózy inflace týkající se konce roku 1998. V únoru jsme naši prognózu revidovali na 6,4% a v březnu na 6,7%. Učinili jsme tak proto, že se nenaplnily

naše původní předpoklady o tom, že: a) "prosakování" regulovaných cen do čisté inflace nebude významné; b) snaha výrobců a prodejců protlačit do cen nezdůvodněné cenové zvýšení odezní již během ledna. Ve třetí inflační zprávě jsme proto vyjádřili obavu, že inflační cíl pro tento rok nebude splněn a že kredibilita ČNB je v očích veřejnosti zřejmě v sázce.

Břežnová čistá inflace byla naopak mnohem nižší, než jsme předpokládali a proto jsme naši prognózu snížili na 6,5% s vědomím, že udržitelnost této předpovědi je podmíněná dlouhodobější stabilitou meziměsíčních přírůstků v průměrné výši mezi 0,4% a 0,5%. Dubnová meziměsíční čistá inflace by nás již mohla opravňovat k mírnému optimismu ohledně splnění inflačního cíle pro tento rok, ale s vědomím rizik budoucího vývoje (viz níže) zatím naši prognózu neměníme.

Nabízí se otázka, nakolik se bude příští dezinflační proces odehrávat pod vlivem stávající měnové politiky a nakolik bude ovlivňován probíhajícím narovnáváním makroekonomických disproporcí. Lze totiž zformulovat opatrnou pracovní hypotézu, že poptávková restrikce jdoucí ruku v ruce s nově se formujícími očekáváním ohledně permanentního důchodu může stlačit v příštích několika měsících čistou inflaci výrazně pod námi předpokládané meziměsíční přírůstky. To by jinými slovy mohlo vést k pohodlnému splnění letošního inflačního cíle nebo dokonce i k jeho "podstřelení". Jakkoliv je tato možnost v rovině spekulací bereme ji v úvahu jako krajní byť stále ještě pravděpodobnou mez, pro jejíž potvrzení je třeba vyčkat alespoň na tři další měsíce. Ve prospěch této varianty hovoří mj. současná úroveň nominálního kursu, který by v průběhu tohoto roku, pokud se nenaplní některá z dále uvedených rizik, mohl ještě dále mírně posílit.

Otázkou je způsob, jakým výrobci a prodejci zareagují na další kolo zvyšování regulovaných cen plánovaných na červenec. Hlavní neznámou, kterou neumíme posoudit, bude, nakolik se subjekty poučily z vývoje v lednu a v únoru a jak rychle odezní jednorázové nákladové impulsy.

### **C) Vyhodnocení indikátorů budoucí inflace**

Aktuální trendy vývoje ekonomiky naznačují, že stávající mix politik je schopen působit na postupné snižování makroekonomických nerovnováh i v budoucím období. Potvrzuje to přiložená tabulka indikátorů budoucí inflace, ze které vyplývají následující skutečnosti :

- Růst peněžní zásoby by se měl pohybovat do konce t.r. v rámci očekávaného koridoru 5 až 7 %.
- Očekávaný vývoj reálných mezd, pokračující zaostávání tempa jejich růstu za růstem produktivity, nízké tempo růstu HDP i předpokládaný mírný nárůst, popř. stagnace tempa růstu úspor nenaznačují dynamizaci spotřeby domácností v dalším období. Změnu stávajícího trendu poklesu investic nesignalizuje ani očekávaný vývoj možných zdrojů k jejich financování, ani dalších faktorů ovlivňujících investice (úrokové sazby, credit rationing bank, dlouhodobý proces konvergence poměru investic k HDP k průměru zemí OECD aj.). Nenaplní-li se zmíněná rizika pokud jde o vývoj ve fiskální oblasti, nemělo by dojít ani k výraz-



nějšímu oživení spotřeby vlády. Poptávkové inflační impulsy by tak v dalším období neměly být výrazné.

- Vývoj indikátorů nákladových inflačních impulsů nenaznačuje ani eskalaci tlaků z této oblasti, přestože lze s postupem času určité mírné zhoršení očekávat. Probíhající apreciace nominálního kursu při přetrvávajícím vysokém inflačním diferenciálu bude ve střednědobém časovém horizontu obtížně udržitelná. Nenaplní-li se však zmíněná rizika budoucího vývoje ve vnější oblasti, neočekáváme v nejbližších měsících výraznější depreciační tlaky. Stávající pokles cen potravin a surovin na světových trzích se dle dostupných informací v následujícím období zřejmě zmírní, popř. i zastaví, jejich výraznější nárůst zatím neočekáváme. Ani vývoj nominálních mezd ani vývoj producentůvých cen (s výjimkou cen zemědělských výrobců) nenaznačují, že by v následujícím období inflační tlaky rostly.
- Pokračující pokles úrokových sazeb od splatnosti 3M PRIBOR, vč. úrokových sazeb IRS a FRA svědčí o pokračujícím poklesu inflačních expektací, který je však velmi pozvolný a zatím není takového rozsahu (tvar výnosové křivky sazeb PRIBOR je stále pozitivní), aby indikoval možnost uvolnění měnové politiky. Za významný signál stabilizace situace na finančním trhu lze pokládat i dosažení spreadu bid/offer 0,25 bodu u sazeb 1T a 1R PRIBOR ke konci dubna, který je srovnatelný s úrovní před květnem 1997.

#### **D) Rizika budoucího vývoje**

Možná rizika budoucího vývoje byla podrobně rozebrána již v předchozí situační zprávě. Na straně nabídky šlo především o rizika spojená s vývojem cen zemědělských producentů a cen potravin a surovin na světových trzích, možná rizika poptávkových inflačních impulsů se pak koncentrovala především do oblasti budoucího vývoje ve fiskální oblasti, obzvláště pokud jde o možné dopady sekuritizace skrytého státního dluhu. Specifickým rizikem jsou červnové volby, které mohou negativně ovlivňovat expektace subjektů, zejména zahraničních investorů.

Vedle těchto rizik se však v poslední době stále zřetelněji rýsují další významná rizika interní i externí povahy. Jedním z nich je riziko deficitu státního rozpočtu, který by v tomto roce mohl převýšit hranici 25 mld a v podmínkách schodkového hospodaření rozpočtů místních orgánů tak dále uvolňovat fiskální politiku. Toto riziko vyplývá z původně neuvažované valorizace důchodů (cca 6 mld), z deficitu na důchodovém účtu (5,4 mld), který pravděpodobně dále poroste, z již potvrzené vyšší účasti státu při placení pojistného za státní pojištěnce (cca 3,5 mld), z otevřené otázky rozpočtového řešení ztráty Konsolidační banky za rok 1997 (10 mld) a z pravděpodobné realizace záruky České spořitelně (4,1 mld). Dále lze počítat i s dosud blíže nekvantifikovaným vlivem vyšších vratek DPH v případě růstu vývozu či s vlivem dopadů případné korekce hospodářského a měnového vývoje v SR (obzvláště pokud jde o nedobytnost pohledávek a tudíž o rostoucí problémy podnikové sféry rezultující v poklesu odvodu daní a pojistného, popř. i některých bank nevyklučující i přímé dotace ze státních zdrojů). Úspory v rámci ostatních kapitol státního rozpočtu se jeví jako obtížné vzhledem k tomu, že většina těchto kapitol se již dnes pohybuje na samé hranici své funkčnosti.

Další riziko je spjaté s probíhající apreciací kursu, ke které dochází zhruba od 2. poloviny dubna. Bez ohledu na vývoj dalších faktorů lze totiž předpokládat, že přetrvávající relativně vysoký úrokový diferenciál vyústí do korekce kursu v depreciačním směru. Domníváme se, že dnešní úroveň kursu zvyšuje riziko, že k této korekci může dojít dříve a že i její rozsah může být větší. Nenaplní-li se však níže uvedená rizika, není pravděpodobnost výraznější korekce kursu z tohoto důvodu již v průběhu t.r. vysoká.

Postupně se objevuje i riziko opětovného prohlubování vnější nerovnováhy, které vyplývá z možného sblížení dynamik vývozu a dovozu v dalším období. Apreciace kursu koruny (zhruba od konce února t.r.) může již od června (s ohledem na předpokládané zpoždění v řádu cca 3 měsíců) vést k akceleraci dovozů a společně s očekávaným postupným zpomalováním růstu zahraniční poptávky působit na snižování tempa růstu vývozu.

Ve zvýšené míře je v poslední době akcentováno riziko pozvolna se vyhrcoující situace v domácím bankovním sektoru. Nepříznivou okolností není již jen samotná skutečnost vysokého podílu špatných úvěrů, nízké ziskovosti bankovního sektoru, pochybné hodnoty zástav, obtížné vynutitelnosti bankovních pohledávek či zdlouhavé privatizace bank, ale především v posledních měsících sílí přesvědčení zahraničních investorů o rostoucí nestabilitě bankovního sektoru a o jeho možné insolventnosti. Důvodem, proč toto riziko nabývá na významu až v současné době, je souběh několika faktorů. Podmínky privatizace IPB, garance vlády poskytnutá ČSOB na její pohledávky vůči Slovenské inkasní či v minulém měsíci zveřejněný údaj o nárůstu podílu rizikových úvěrů v portfoliích bank (přestože šlo o pouhé 0,2 bodu, způsobené především poklesem objemu poskytnutých úvěrů) zřejmě signalizují existenci vážných problémů v českém bankovním sektoru. Přitom to byly právě problémy vývoje v bankovním sektoru, které iniciovaly měnovou krizi v jihovýchodní Asii v loňském roce. Považujeme za důležité upozornit, že pozvolna se formující názor zahraničních investorů na naši ekonomiku by mohl v horizontu týdnů až měsíců zvýšit pravděpodobnost prudkých výkyvů směnného kursu koruny a vyvolat v život celý řetěz událostí s významnými měnovými dopady. Nemusela by být přitom v sázce jen stabilita samotného bankovního sektoru, ale i dosažení krátkodobého inflačního cíle v tomto roce.

Dalším novým prvkem v hospodářském a měnovém vývoji je rostoucí nestabilita vnějšího prostředí a sílí rizika diskontinuit vývoje na Slovensku a v Rusku. Obě země jsou nejen našimi významnými obchodními partnery, ale zároveň i přechodovými ekonomikami, jejichž zhoršený výkon může nepříznivě ovlivnit vnímání celé střední a východní Evropy ze strany zahraničních investorů. Zranitelnost české ekonomiky vůči vnějším vlivům je v poslední době dána především absolutní výší vnějšího zadlužení a dluhové služby. Přestože v t.r. je zatím patrná stabilizace těchto veličin, nelze vyloučit jejich další akceleraci, bude-li hospodářský růst nevýrazný, dojde-li k odkoupení části sekuritizovaného vnitřního dluhu zahraničními investory a/nebo přestane-li být pasivum běžného účtu financováno přílivem přímých zahraničních investic.

Lze tedy shrnout, že v této době, více než v minulých několika letech, je náš křehký domácí hospodářský vývoj ohrožován možnými vnějšími šoky, které mohou v budoucnu komplikovat hospodářský a měnový vývoj včetně jeho řízení.

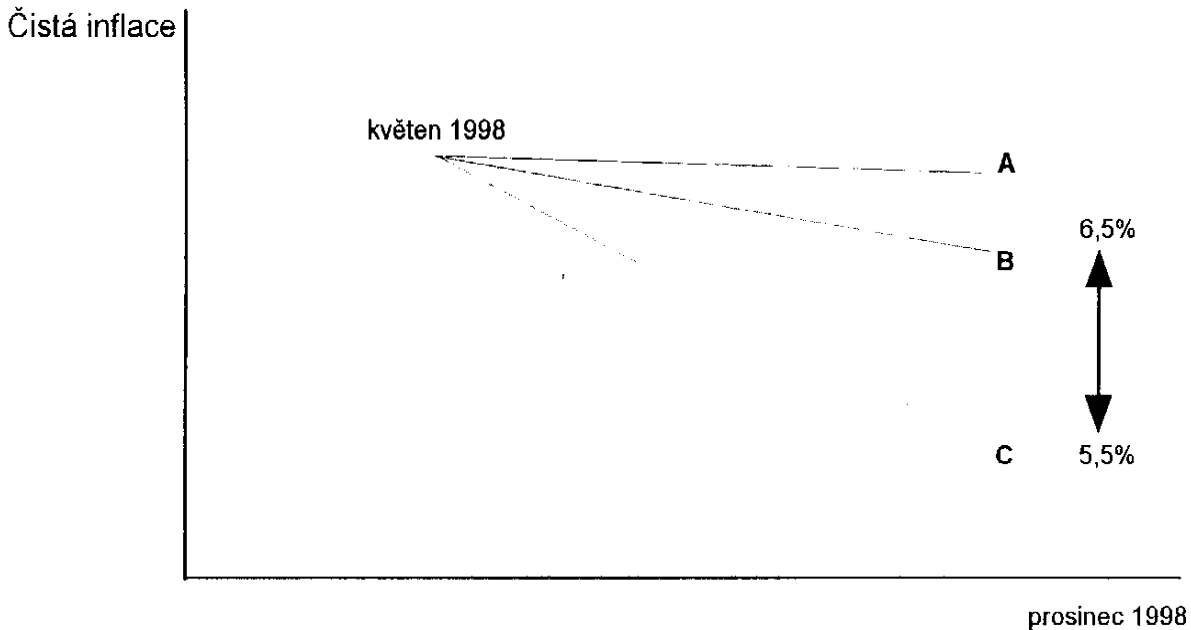
## **E) Závěr**

Pokud nedojde k vyhocení hospodářského vývoje v důsledku výše zmíněných rizik, lze považovat dnešní nastavení parametrů měnové politiky za vyhovující. Další zvyšování úrokových sazeb není nutné, nejen ve světle poměrně příznivého vývoje cenových indexů v březnu a v dubnu, ale i apreciacie kursu, který dále zpřísňuje měnové podmínky. Ex ante reakce na možná rizika budoucího vývoje se rovněž nejeví jako žádoucí vzhledem k nejistotě, zda vůbec či v jaké míře k naplnění daných rizik dojde.

Samostatnou otázkou je sociální průchodnost případného dalšího zpřísnění měnové politiky (např. s cílem substituovat možné uvolnění fiskální politiky), jakož i dlouhodobější únosnost stávající těsnosti měnových podmínek. Tempo hospodářského růstu je i přes možné mírné oživení stále nevýrazné, přičemž pokles investic zřejmě nevytváří potenciál pro jeho výrazné oživení v blízké budoucnosti. Situace v mikrosféře je již dnes dosti napjatá, neboť pouze velké podniky mají možnost financovat své aktivity levněji ve volných měnách, resp. pouze vývozní podniky mají možnost pokrýt exportními příjmy kursové riziko. Zbývající podniky (a těch je většina) se musejí vyrovnávat s domácími úrokovými sazbami, které jsou vyšší než úrokové sazby na úvěry získávané v zahraničí. Prohlubuje se tak nedokonale konkurenční struktura ekonomiky. Nezaměstnanost sice dále mírně roste, ale v některých regionech se již blíží hranici únosnosti. To vše nastoluje otázku sociální průchodnosti nejen případného dalšího zpřísnění, ale i dlouhodobého zachování stávající těsnosti měnových podmínek.

Možnosti pro uvolnění měnové politiky jsou prozatím velmi omezené a domníváme se, že k výraznějšímu snížení úrokových sazeb dosud nejsou vytvořeny potřebné podmínky. Stávající příznivý vývoj obchodní bilance i inflace dosud není dostatečně dlouhý na to, aby bylo možné jej považovat za trend. Navíc existují rizika, která mohou ohrozit splnění inflačního cíle pro t.r. S ohledem na nejistoty pokud jde o výsledky červnových voleb, resp. o míru realizace předvolebních slibů vítěznou stranou, by zahájení jakéhokoli významnějšího manévru v rámci měnové politiky s sebou přinášelo riziko následné korekce opačným směrem. Častější protisměrné změny v zaměření měnové politiky by pak negativně působily na kredibilitu měnové politiky, která je obzvláště v podmínkách přímého cílování inflace velmi významná.

Náš výklad je znázorněn na přiloženém obrázku. Momentální prognóza inflace představuje variantu B. Pokud dojde k naplnění podstatných rizik diskutovaných výše, přichází v úvahu scénář A a pokud dojde k naplnění hypotézy o souběhu oslabování poptávky s přetrvávajícím mixem hospodářských politik, resp. apreciací kursu, naplní se scénář C.



- A Scénář při naplnění podstatných rizik
- B Pravděpodobný vývoj
- C Scénář ochablé poptávky

V případě scénáře A bude aktuální posoudit možnosti zvýšení úrokových sazeb. Kritériem by mělo být zhodnocení nákladů tohoto kroku a efektivity jeho vlivu na vývoj poptávky a následně na vývoj vnitřní a vnější rovnováhy. V případě scénáře C bude aktuální posouzení možnosti zahájit proces postupného snižování úrokových sazeb. Kritériem by mělo být nalezení hranice možného snížení úrokových sazeb, jejíž překročení by vytvářelo riziko opětovného prohlubování makroekonomických nerovnováh. Naplnění scénáře B by potvrdilo optimálnost stávajícího nastavení parametrů měnové politiky. I v rámci tohoto scénáře však nelze a priori vyloučit možnost snížení úrokových sazeb (i když mírnějšího ve srovnání se scénářem C) v případě, bude-li se dosažená čistá inflace pohybovat při dolní hranici stanoveného koridoru a bude-li považováno za významnější oživení ekonomiky a uvolnění tlaku na mikrosféru než rychlejší dezinflace. Otázka posouzení přínosů a rizik by v tomto případě byla klíčová.

S ohledem na zpoždění je však nutné počítat s tím, že vliv případných úprav úrokových sazeb se projeví až v průběhu příštího roku, kdy jednoznačně převládne orientace na inflační cíl v roce 2000.

#### **F) Návrh opatření**

S ohledem na hodnocení stávajícího i očekávaného hospodářského a měnového vývoje včetně jejich možných rizik navrhuje ponechat stávající výši úrokových sazeb beze změny.

# INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE

Indikátory	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	12/98
<b>1.</b>								
meziroční index CPI	10,0	13,1	13,4	13,4	13,1	13,2	12,5	10,7
meziroční index čisté inflace	6,8	7,5	7,9	7,9	7,6	7,8	7,0	6,5
meziroční index korigované inflace	7,6	8,5	8,6	8,4	7,9	7,9	7,3	6,2
<b>2.</b>								
peněžní zásoba (M2) - roční změna v %	10,1	7,5	6,0	7,7	6,5	5-7	5-7	5-7
<b>3.</b>								
spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	1,34	1,25	1,31	0,94	0,65	X	X	X
spread bid/offer 1T PRIBOR	0,94	0,64	0,44	0,34	0,24	X	X	X
spread bid/offer 1R PRIBOR	0,90	0,68	0,49	0,35	0,25	X	X	X
FRA 3x6	16,51	14,14	15,62	15,50	15,35	X	X	X
FRA 12x24	14,90	14,75	14,75	14,70	14,15	X	X	X
spread 2R IRS - 1R IRS	-1,06	-0,96	-0,66	-0,68	-0,74	X	X	X
spread 5R IRS - 1R IRS	-2,35	-2,13	-1,57	-2,16	-2,56	X	X	X
<b>4.</b>								
spotřeba domácností (tempo v s.c.)	-2,4			-2,0			0,4	2,5
maloobchodní obrát (tržby v odvětví obchodu a pohostinství)	2,1	-2,5	-5,2	-2,0	-1,3	-1,3	-0,4	0,4
produktivita práce	3,6			3,1			2,7	2,8
míra nezaměstnanosti	5,2	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,6	6,5
tempo růstu HDP (s.c.)	2,2			1,8			1,4	1,6
tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	4,5	5,9	7,2	8,4	6,6	6,5	5,9	5,2
předstih tempa růstu domácí poptávky a HDP v proc. bod.	-3,4			-6,9			-2,5	-1,5
<b>5.</b>								
tempo růstu průměrných mezd - nominální	8,4			11,0			10,2	10,0
tempo růstu příjmů z mezd - reálné	-5,0			-4,3			-4,6	-4,0
předstih tempa růstu produktivity před reálnou mzdou v proc. bod.	5,1			5,2			5,1	4,6
<b>6.</b>								
ceny zemědělských výrobců	2,5	3,5	4	6,4	1,0	1,0	1,5	3,5
ceny služeb	11,2	14,6	14,7	13,8	12,8	-3,8	1,1	7,9
meziroční index PPI	5,7	6,1	6,6	6,5	6,5	6,6	6,2	5,3
index dovozních cen	108,2	107,1	106,0	105,0	106,0	106,0	106,0	108,0
<b>7.</b>								
index nominálního kursu CZK/DEM (leden 1993 = 100)	109,3	108,9	106,4	104,1	103,9	103,4	103,4	106,2
index reálného kursu CZK/DEM (leden 1990 = 100)	123,4	126,5	128,5	130,3	130,6	131,1	131,5	132,6

a) pro detakci použít CPI nevázaný čtvrtletní průměr  
 x) předběžný údaj  
 s/n - predikce

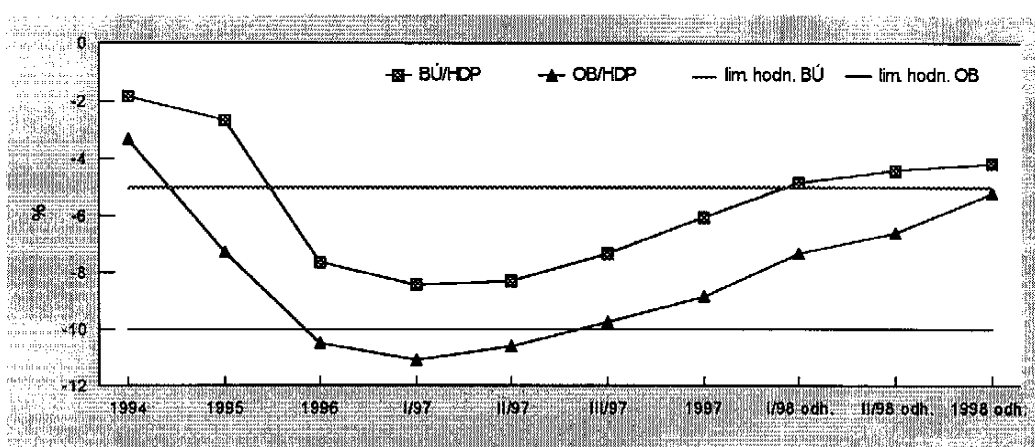
## Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

### A/ Indikátory rozsahu vnější nerovnováhy

#### 1/ podíl běžného účtu a obchodní bilance na vytvořeném HDP

V roce 1998 se prosazuje trend snižování vnější nerovnováhy vlivem poklesu schodku obchodní bilance a běžného účtu a obchodní bilance pod limitní hodnoty ve výši 5% resp. 10% HDP. Tento faktor působí pozitivně na inflační očekávání.

Saldo běžného účtu a obchodní bilance k HDP

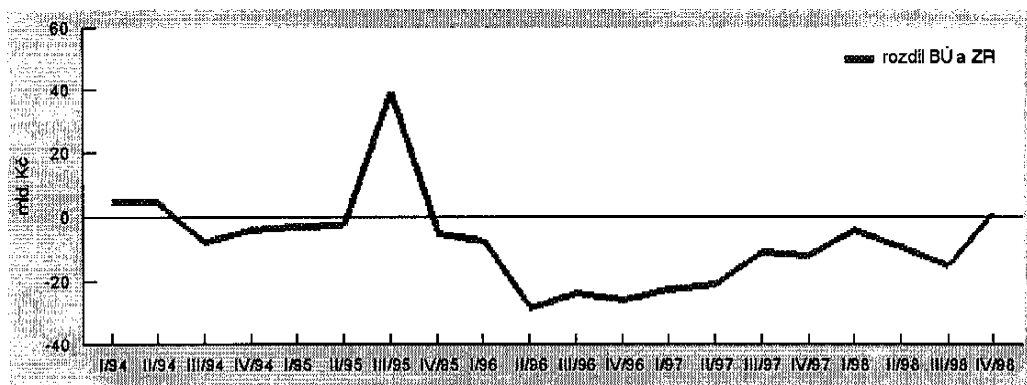


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnů

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

V porovnání s předchozím rokem se zmiňuje rozdíl mezi schodkem běžného účtu a jeho finančním krytím dlouhodobými externími zdroji. V závěru roku by rozsah uskutečněných zahraničních přímých investic mohl v zásadě postačovat k profinancování schodku běžného účtu. Uvedený vývoj nevytváří nežádoucí tlaky na oslabení kurzu.

Financování salda běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic



Pozn.: čtvrtletní údaje

### 3/ změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Expektace zahraničních investorů předpokládají určitou neměnnost politické situace do období voleb. V tomto období jsou rovněž oznamovány i pozitivní zprávy ohledně vývoje některých fundamentals ekonomiky (potvrzení tendence růstu průmyslové výroby, pozitivní očekávání vývoje obchodní bilance, oznámené výsledky inflace za měsíc duben). Existence úrokového diferenciálu vytváří příznivé podmínky pro příliv krátkodobého kapitálu, které částečně eliminují všeobecně nepříznivý pohled zahraničních investorů na investiční možnosti v zemi. Ke zmírnění kritičnosti tohoto náhledu přispěly i kroky vlády ohledně schválení zásad politiky podpory zahraničních investorů.

Publikace "Emerging Markets Economics" od Goldman Sachs z dubna t.r. je stejně jako v předchozím vydání v hodnocení ČR pesimistická a ve svém komentáři v protikladu s opatrným optimismem ohledně Polska a optimistickým náhledem na Maďarsko akcentuje slabá místa české ekonomiky (nedostatečné strukturální změny, nízká konkurenceschopnost, zranitelný bankovní sektor, slabé impulsy pro urychlení růstu).

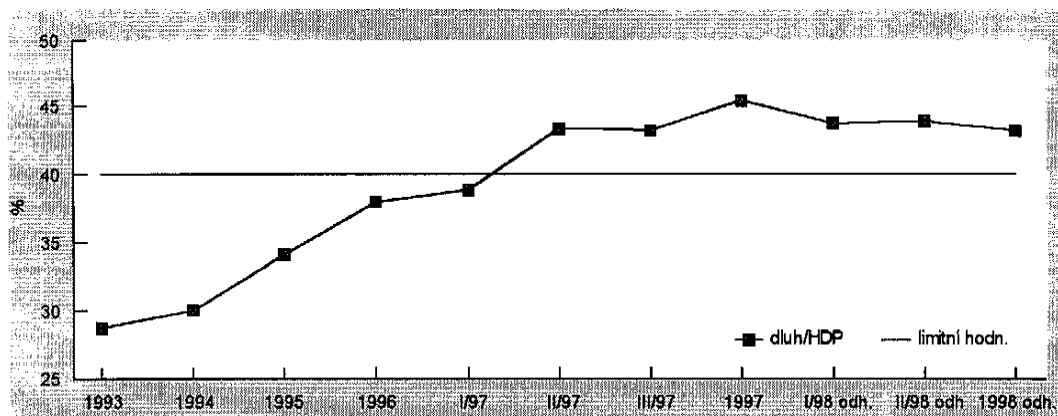
Zvláštní pozornost zahraničních investorů je v souvislosti s připravovanou privatizací věnována problematice českého bankovního sektoru ("Central European Banking: Recent Developments in the Czech Republic, Hungary and Poland" od Bear Stearns Co. Inc z 9.4.). Podle této zprávy rozhodující české banky, které mají být privatizovány, čelí vážnějším finančním problémům spojených s kvalitou jejich aktiv než banky ostatních zemí regionu. Za hlavní nejistotu se považuje možné oddalování privatizace těchto bank. Slabost bankovního sektoru byla jedním z impulsů k odstartování finančních krizí v zemích jihovýchodní Asie.

### B/ Indikátory dluhového vývoje

#### 1/ podíl zahraniční zadluženosti na vytvořeném HDP

Pro letošní rok je predikována stabilizace reálné výše dluhu, což znamená pokles jeho podílu na HDP a předpoklad pro mírný sestupný trend v následujících letech. Současná hodnota externího zadlužení přesahuje senzitivní hranici vnímanou zahraničními investory, což může negativně působit ve směru zvýšení inflačních expektací.

Podíl zahraničního dluhu na HDP

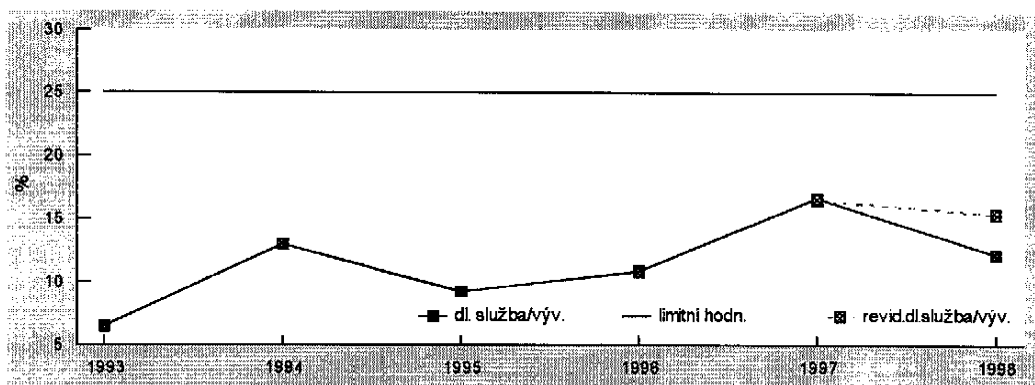


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhmů

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

V uplynulých dvou letech došlo k nárůstu dluhové služby ze založených střednědobých a dlouhodobých závazků (téměř 17% ročního exportu). Pro letošní rok je předpokládáno zachování této úrovně dluhové služby vyjádřené v exportu zboží a služeb (v grafu čárkovaně znázorněna tzv. revidovaná dluhová služba, zohledňující splátky závazků vzniklých i v letošním roce oproti hodnotě dluhové služby v roce 1998 vykázané podle stavu zahraničních závazků a jejich splatností do 31.12.1997). Tento vývoj může přispívat k nárůstu inflačních očekávání.

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

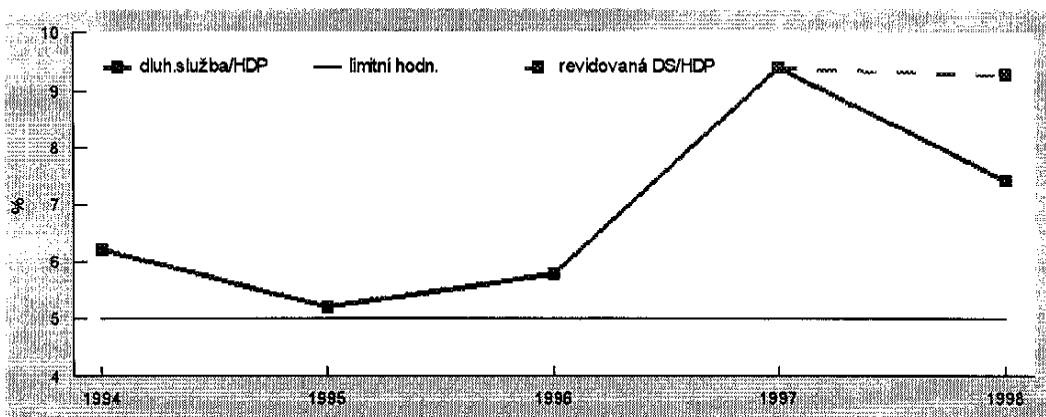


Pozn.: roční údaje

## 3/ dluhová služba ve vztahu k přírůstku HDP

Vývoj dluhové služby v poměru k přírůstku HDP do roku 1997 dokumentuje vyšší spotřebu vytvářených zdrojů používaných na splácení externí zadluženosti. V letošním roce bude tato úroveň pravděpodobně stabilizována (revidovaná dluhová služba). Uvedený vývoj může působit ve směru navozování vyšších inflačních očekávání.

Podíl dluhové služby k HDP



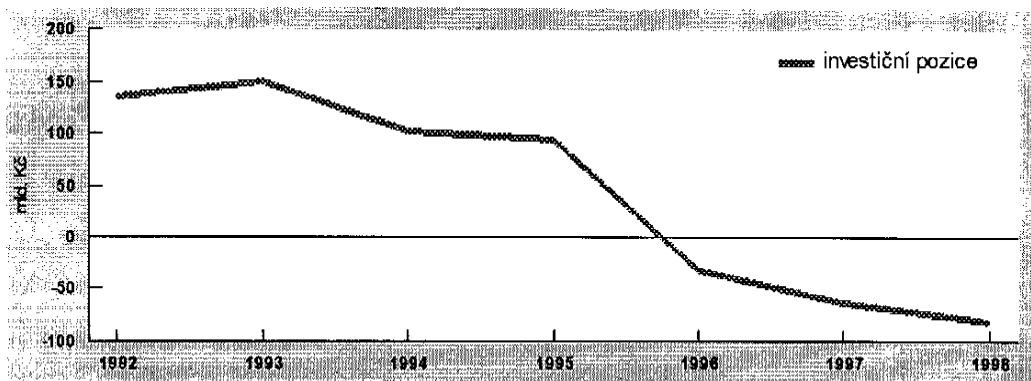
Pozn.: roční údaje



#### 4/ vývoj investiční pozice vůči nerezidentům

Vývoj investiční pozice vůči nerezidentům je charakteristický zpomalováním růstu pasívního salda. Přebytkovost celkové platební bilance predikovaná pro rok 1998 by měla tento trend podporovat. Tento faktor by neměl přispívat k zesilování inflačních expektací.

Vývoj investiční pozice vůči nerezidentům



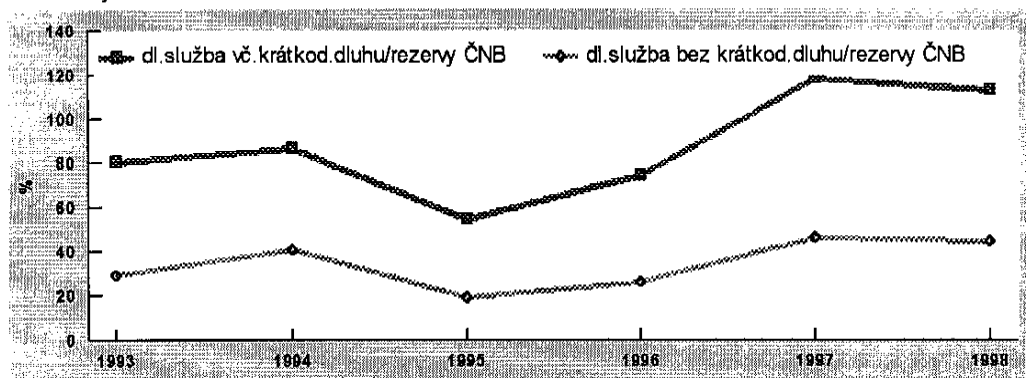
Pozn.: stav k ultimu přisl. roku

#### C/ Indikátory vývoje likvidity země

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

Vývoj od roku 1995 je charakteristický poklesem míry krytí splatných a rychle mobilizovatelných závazků devizovými rezervami ČNB. Pro rok 1998 se uvažuje se zastavením tohoto trendu vlivem predikovaného růstu devizových rezerv ČNB. Z uvedeného vývoje nevyplývá bezprostřední riziko pro vývoj devizového kurzu, i když absolutní hodnota ukazatele může být vnímána nepříznivě. Patrné je postupné zvyšování objemu krátkodobého dluhu.

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

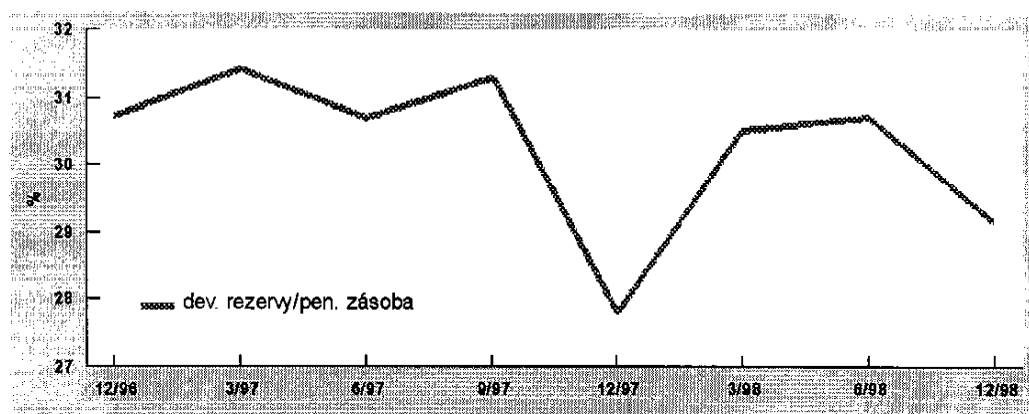


Pozn.: dluhová služba za příslušný rok, krátkodobý dluh a devizové rezervy k ultimu roku  
údaj 1998 - predikce revidované dluhové služby

## 2/ podíl devizových rezerv ČNB na peněžní zásobě

Míra krytí peněžní zásoby devizovými rezervami ČNB by se měla v roce 1998 snižovat (i když proti stavu, který byl na konci roku 1997 dochází ke zlepšení). Vzhledem ke zkušenostem s rozsahem konverze korun do deviz v krizových situacích roku 1997 nepředstavuje uvažovaný pokles významné riziko. Nepříznivé dopady na inflační vývoj nejsou předpokládány.

Podíl devizových rezerv na peněžní zásobě

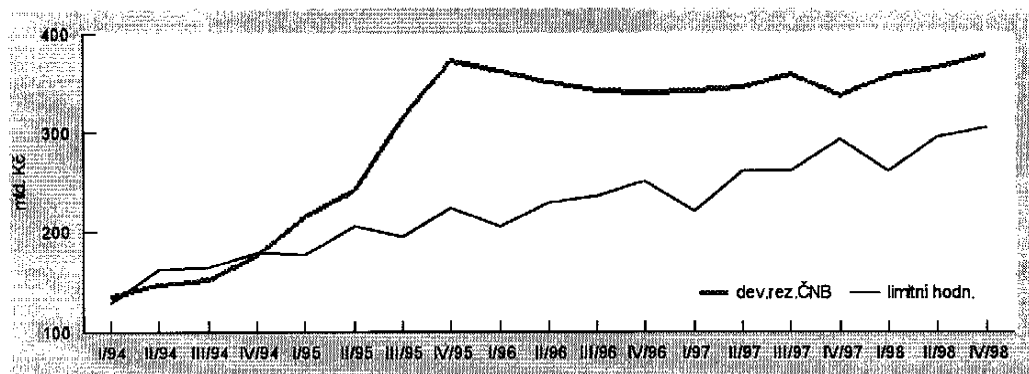


Pozn.: stav k ultimu příslušného čtvrtletí

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

Pro rok 1998 je předpokládáno zachování žádoucího "odstupu" výše devizových rezerv od minimální hranice 3-měsíčního dovozu zboží a služeb. Výše devizových rezerv by se měla zvýšit z 3,4 měsíčního krytí ročního objemu dovozu zboží a služeb ke konci roku 1997 na cca 3,8 měsíce ke konci letošního roku. V porovnání s ostatními tranzitujícími ekonomikami (Polsko, Maďarsko) je tato úroveň srovnatelná.

Devizové rezervy ve vztahu k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb



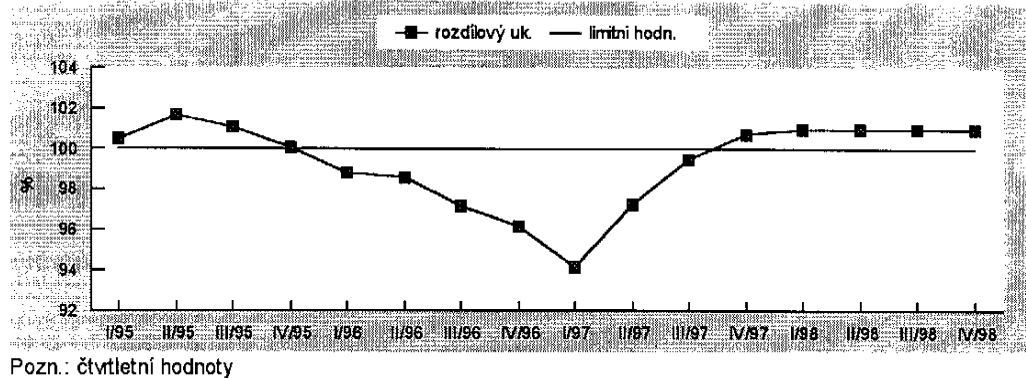
Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz v příslušném roce

## D/ Ostatní indikátory

### 1/ rozdílový ukazatel ve vývozu

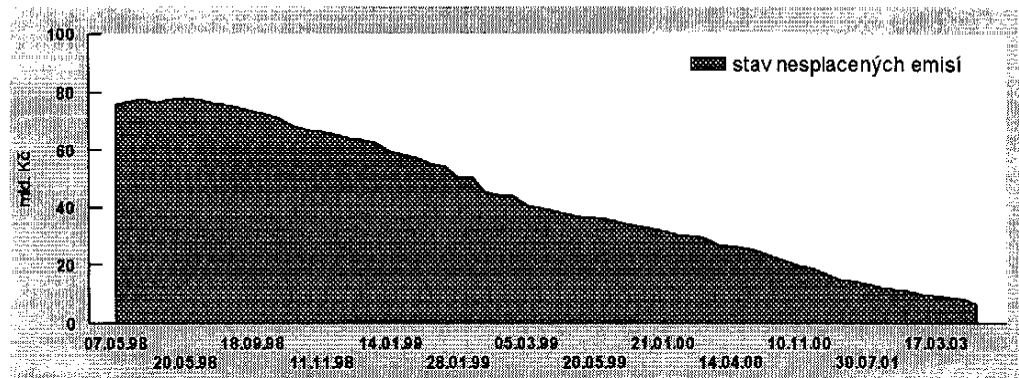
V roce 1997 se depreciace Kč promítla do zlepšení ziskovosti zahraničního odbytu před domácím směrem užití produkce. Pro letošní rok se při udržení stability nominálního kurzu předpokládá zachování výhodnosti exportu před ostatními směry užití produkce.

ROZDÍLOVÝ UKAZATEL VE VÝVOZU



### 2/ vývoj stavu eurokorunových obligací

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



Od počátku roku dochází k obnově splatných eurokorunových obligací z cca 80%, což působí na zhodnocování kurzu. Inflační tlaky z tohoto titulu nejsou předpokládány.

### Závěr:

Proti hodnocení uvedenému v minulé situační zprávě nedochází k zásadnějším změnám. Z hlediska budoucích finančních očekávání je zřejmé protichůdné působení faktorů spojených s napravováním vnější nerovnováhy (ve směru apreciacie kurzu) a dluhových charakteristik (ve směru depreciace), a to zejména z hlediska jejich absolutní výše (rozsah zahraničního dluhu a dluhové služby). Přitom hodnocení trendu u dluhových veličin

je pro letošní rok spíše pozitivní (stabilizace hodnot) oproti vývoji zaznamenanému v minulých letech.

Indikátory likvidity země ukazují na určitou zranitelnost v oblasti pokrytí dluhové služby z dlouhodobého a krátkodobého dluhu dostatečným objemem devizových rezerv; ve vztahu k ostatním veličinám lze považovat výši devizových rezerv za dostatečnou a srovnatelnou s okolními středoevropskými státy.

Ve vývoji expektací zahraničních investorů nedochází ke změně náhledu na ekonomický vývoj. Očekávání směřují spíše na povolební situaci, zejména pak na návrh vlády ČR na sestavení státního rozpočtu na rok 1999.

V oblasti měnové a finanční politiky je předpokládána určitá kontinuita dosavadního vývoje. Dochází k postupnému obnovování aktivity dlouhodobějších investorů, o čemž svědčí jejich zájem o nákup připravovaných nebo již realizovaných emisí akciových poukázek a obligací českých bank a podniků popř. sjednávání zahraničních úvěrů pro české subjekty. Paralelně dochází i k přílivu krátkodobého kapitálu, ale dostupné údaje nepotvrzují skutečnost, že se jedná o převažující formu kapitálových toků.

Do centra pozornosti zahraničních investorů se dostává situace českého bankovního sektoru. Tato problematika bude v kontextu celkového makroekonomického vývoje velmi obezřetně sledována.

S přihlédnutím k výše uvedeným skutečnostem není v současnosti předpokládána možnost krátkodobých výraznějších devalvačních tlaků na kurz koruny.

S hlediska střednědobého však stále přetrvávají rizika depreciace kurzu koruny vzhledem k existenci vnitřních a vnějších faktorů, které relativizují současný úspěšný vývoj na běžném účtu platební bilance.

Mezi vnitřní faktory, které mohou za jistých okolností výrazně zhoršit dluhové charakteristiky země jsou:

- ♦ možnost profinancování skrytého vládního dluhu ze zahraničí. Celkový skrytý dluh, který bude postupně sekuritizován dosahuje 140 mld korun, t.j. cca 4,3 mld USD. V případě nákupu cca poloviny každé emise nerezidenty by zvýšení zadluženosti činilo 2,1 mld USD a poměrový ukazatel k HDP by se dále pohyboval nad senzitivní hranicí 40% případně dále poroste. Příliv kapitálu spojený s nákupem dluhopisů a tím i krátkodobé apreciační tlaky by ČNB musela eliminovat intervencemi na mezibankovním devizovém trhu, což povede ke zvýšení devizových rezerv centrální banky. Současně se zvýší podle splatnosti dluhopisů charakteristiky dluhové služby ČR a vzroste tlak na deficit běžného účtu v položce bilance výnosů až na cca 300 mil USD ročně s ohledem na současnou úroveň korunových úrokových sazeb;
- ♦ konsolidace bankovního sektoru, která v podobě tzv. podřízeného dluhu povede pouze v letošním roce ke zvýšení hrubé zadluženosti o cca 0,6 mld USD. Operace komerčních bank s GDR se sice do hrubé zadluženosti nepromítají, ale společně s podřízeným dluhem zhorší bilanci výnosů na běžném účtu platební bilance již v letošním roce řádově o 1 mld korun.

Mezi vnějšími faktory, které mohou vyvolat turbulence na českém mezibankovním devizovém trhu obdobně jako v roce 1997 je destabilizace měnové situace v některé ze zemí střední a východní Evropy. Prohlubování vnější nerovnováhy Polska, ekonomická a finanční nerovnováha Slovenska a měnové turbulence v Rusku mohou být podnětem k řetězové reakci investorů včetně České republiky. Možnost korekce nominálního kursu umocňuje apreciacie reálného kursu koruny od počátku roku 1998.

Korekce devizového kursu koruny by měla odlišné dopady na jednotlivé segmenty ekonomiky. Problematické se jeví pokrytí kurzového rizika u otevřené devizové pozice podnikového sektoru. Podniková sféra kryje část přijatých úvěrů budoucími příjmy z exportu a částečně (např. Telecom, Transgas, ČEZ, České dráhy) je riziko "kryto" účastí státu v těchto institucích. Zvýšené náklady by se potom promítly do tuzemské ceny služeb poskytovaných těmito organizacemi.

V pozici obchodních bank vůči nerezidentům došlo v roce 1997 k podstatné redukci pasivního salda, což je důsledek odlivu krátkodobého kapitálu v roce 1997 a vyšší tvorby aktiv vůči nerezidentům (korunové úvěry nerezidentům a růst devizových aktiv bank jako protipoložky zvýšenému stavu deviz na účtech občanů a podniků). V letošním roce se může deficit mírně prohlubovat vlivem obnovy dynamiky v přepůjčování zahraničních zdrojů obchodními bankami do vnitřní ekonomiky.

Vládní pozice vůči nerezidentům v roce 1997 upevnila svoji přebytkovou pozici vzhledem k přepočtu korunové hodnoty vládních úvěrů a splácením vládních závazků. Nadále přetrvává nepříznivá situace spočívající v rozdílné bonitě vládních aktiv a pasív (poskytnuté úvěry v některých relacích mají odloženou splatnost popř. jsou nedobytná). V letošním roce může dojít ke snížení aktiva v důsledku předpokládaného profinancování části skrytého dluhu vlády nerezidenty a čerpáním půjček na likvidaci následků povodní.

	Stav k		Změna za rok 1997
	31.12.1996	31.12.1997	
ČNB	363,6	362,4	-1,2
Obchodní banky	-91,4	-24,3	67,1
Podniky	-131,0	-212,2	-81,2
Vláda	116,6	165,6	49,0
Přímé investice	-182,4	-220,9	-38,5
Portfoliové investice	-107,3	-133,3	-26,0
<b>Souhrnná investiční pozice celkem</b>	<b>-31,9</b>	<b>-62,7</b>	<b>-30,8</b>

v mld Kč

## Rizika hospodářského a měnového vývoje ČR spojená s případným vznikem měnové krize v SR.

### 1. Úvod

Přes pokračující makroekonomickou stabilizaci, zejména výrazný pokles deficitu běžného účtu platební bilance, existují stále ještě určitá rizika vzniku měnových otřesů v ČR. Současná vnitřní hospodářská situace je ovšem výrazně odlišná od situace na počátku loňského roku. V loňském roce totiž pouhé snížení resp. zastavení přílivu dluhového kapitálu vyvolávalo tlak na kurs koruny. V současné době se rozsah nerovnováhy běžného účtu platební bilance natolik snížil, že je plně kryt přílivem nedluhového kapitálu. (K tomuto závěru dospíváme na základě odhadu platební bilance ČR za 1. Q 98 a na základě známých údajů o obchodní bilanci, ostatní položky zůstávají bez významnějších změn).

Rizika měnových otřesů jsou tedy především spojena s rychlým odlivem kapitálu. Jako nepřilíš pravděpodobný se v letošním roce jeví masivní odliv vyvolaný domácím ekonomickým vývojem (vysoký růst exportu, přijatelný deficit BÚ, slabá domácí poptávka, vysoký úrokový diferenciál). Kromě případné politické krize však může měnový vývoj v ČR ovlivnit (podobně jako tomu bylo i v některých relativně zdravých ekonomikách v Asii) silná měnová a hospodářská krize v zemích, s nimiž má ČR rozsáhlé hospodářské a/nebo kapitálové vazby resp. jejichž vývoj je s vývojem u nás dáván zahraničními investory do určité souvislosti.

Jako potenciálně nejrizikovější se nám dnes jeví hospodářský a měnový vývoj na Slovensku. Slovensko je dnes naším druhým nejvýznamnějším obchodním partnerem s cca 15% podílem na českém exportu. Kromě toho existují mezi oběma zeměmi i poměrně silné kapitálové vazby jako pozůstatek minulého společného vývoje, přetrvávajícího vlivu významných obchodních vztahů i dědictví relativně horšího kapitálového vybavení SR. ČR je dnes vůči Slovensku v pozici netto věřitele. Kromě toho při hodnocení vývoje investičních příležitostí, zejména ze strany amerických investorů, dochází ke spojování zemí do regionů a Slovensko je spolu s ČR, Maďarskem a Polskem často zařazováno do jednoho bloku rozvíjejících se zemí střední Evropy.

Diskuse o možných měnových a hospodářských problémech SR již trvají nejméně rok. Opírají se především o značnou nerovnováhu běžného účtu platební bilance, o fiskální nerovnováhu, o rychlý růst zahraniční zadluženosti a o nízký příliv nedluhového kapitálu. V tomto textu se pokusíme přiblížit nejdůležitější vývojové charakteristiky Slovenska, shrnout nejdůležitější rizika a odvodit různé scénáře pravděpodobného vývoje.

### 2. Současný hospodářský a měnový vývoj v SR

(číselné údaje převzaty z měnových přehledů NBS)

Deficit běžného účtu platební bilance, přes určité snížení v roce 1997, přesahuje výrazně již více než dva roky hranici 5 % HDP považovanou za přijatelnou (1997 - 6,9 %). Obchodní bilance vykázala ve druhé polovině roku 1997 zlepšující se trend (v důsledku zpřísnění měnové

politiky a přijetí administrativních opatření k omezení dovozu), který se projevil i ve zlepšení běžného účtu. Na počátku roku 1998 je ovšem patrné opětovné narůstání obchodního deficitu. Vývoj obchodní bilance SR je velmi dobrým indikátorem vývoje běžného účtu, protože velmi mírné přebytky bilance služeb a transferů zhruba pokrývají deficit bilance výnosů.

Příliv nedluhového kapitálu je ve srovnání s ostatními transformujícími se zeměmi střední Evropy velmi malý. Přímé zahraniční investice činily v roce 1997 jen 5 mld. slov. korun (cca 1/10 přímých investic v ČR), kumulovaně dosáhl hodnoty 1,2 mld. USD.

Financování deficitu obchodní bilance je tak v rozhodující míře spojeno s přílivem dluhového kapitálu (potřeba cca 1,3 mld. USD). Existence poměrně vysoké vnější nerovnováhy v posledních dvou letech (BÚ) se odráží v rychlém růstu hrubé zadluženosti SR, která však byla až do roku 1995 velmi nízká. Hrubá zadluženost dosahuje v současnosti cca 11 mld. USD (na hlavu obdoba s ČR, ovšem při nižším HDP). Devizové rezervy centrální banky činí v současnosti 3,2 mld. USD (meziroční pokles o 0,3 mld. USD - únor 98) a představují 3,2 násobek měsíčního dovozu zboží a služeb.

Měnová krize v ČR v roce 1997 se částečně odrazila i v měnovém vývoji v SR (obrana měny též prudkým růstem úrokových sazeb v období poslední dekády května a první dekády června, kdy mezibankovní sazby přesáhly dokonce 60 %). Vláda přistoupila k opatřením k omezení dovozů (7% ní dovozní přírážka, certifikáty, množstevní kvóty), které vedly spolu s měnovou restrikcí k již zmíněnému zlepšení obchodní bilance ve druhé polovině roku 1997, zejména snížením dovozů (nárůst dovozů činil jen 1,2 % proti 28,5 % v roce 1996). Saldo obchodní bilance se snížilo z 64 mld. korun v roce 1996 na 49 mld. v roce 1997.

Měnová restrikce NBS a vysoká poptávka vlády po úvěrech vytlačila úrokové sazby (mezibankovní a klientské z nově poskytnutých úvěrů) nad 20 % (za rok 1997 vzrostly sazby o více než 7 %) při stabilní inflaci kolem 6 - 7 %. Přes pokles sazeb na počátku letošního roku (zlepšení rozpočtu), se průměrné sazby z nově poskytnutých úvěrů v únoru pohybovaly mírně pod 21 %, (krátkodobé 21,5%).

Takový růst sazeb by se měl projevit v podstatném snížení poptávky, zejména po investicích (to potvrzuje vysoký pokles dovozu strojů a zařízení a technologií o 12,4 %, ale údaje o růstu stavební výroby tomu zatím nenasvědčují - 4. Q růst kolem 8 %, z toho na Slovensku více než 12 % a výrazný pokles stavební výroby v zahraničí), ale na druhé straně ve zhoršení kvality úvěrového portfolia bank.

*Pozn. Privatizace ekonomiky, uskutečněná v rozhodující míře prostřednictvím úvěrů (podstatně nižší rozsah zahraničního kapitálu a menší rozsah kupónové privatizace než v ČR), omezené možnosti vlády sanovat bankovní sektor a již zmíněná měnová restrikce vytvářejí podmínky pro vznik vážných problémů ve slovenském bankovním sektoru.*

Zhoršující se situace v bankovním sektoru (domácí velké banky) omezuje i rozsah slovenských subjektů schopných vstoupit na mezinárodní úvěrový trh resp. při větších objemech vyžaduje přímou angažovanost státu. Zhoršování kvality úvěrového portfolia ovšem zmírnila v roce 1997 faktická stagnace úvěrů podnikovému sektoru (přírůstek úvěrů v roce 1997 představoval jen 14 mld. korun, z toho 11 mld. v cizí měně) a nárůst úvěrů poskytovaných státnímu rozpočtu.

Na začátku letošního roku zřejmě již výrazně přetížené měnové politice začala pomáhat fiskální restrikce. V roce 1997 jen samotný státní rozpočet dosáhl deficitu 37 mld. korun tj. 5,66 % HDP. Úsporná opatření vedla k nominálnímu poklesu výdajů státního rozpočtu v prvních dvou měsících letošního roku (reálně cca 10 % pokles). Pravděpodobně však došlo i k přesunu části výdajů mimo státní rozpočet. Největším fiskálním problémem je však praktická nominální stagnace příjmů na počátku letošního roku. Otázkou zůstává sociální průchodnost restrikce a její udržitelnost v delším období. V současnosti se objevují signály o narůstajících konfliktech na železnici a ve zdravotnictví, které na železnici pravděpodobně vyvrcholí stávkou a ve zdravotnictví hrozí přechod k režimu omezení služeb.

Přes určité snížení vnější nerovnováhy v roce 1997 existují stále značná rizika dalšího měnového a ekonomického vývoje v SR.

Příznakem problémů je zejména nominální stagnace rozpočtových příjmů a nízká konkurenceschopnost průmyslu růst prům. výr. ve 4 Q 97 o cca 2 %, při růstu HDP mezi 4 až 5 %. Růst exportu je tažen jen několika málo podniky - zprav. joint ventures a zejména znásobením vývozu vozů Volkswagen, podíl vývozu na HDP však již dva roky klesá.

Proti situaci v ČR před loňskou měnovou krizí existuje mírně lepší situace ve vnějším sektoru (menší deficit BÚ, růst vývozu), zároveň existuje podstatně nižší stupeň liberalizace kapitálových toků a pravděpodobně větší rozsah regulace a menší likvidita rozhodujících bank, což umožňuje centrální bance kontrolovat mnohem více chování bankovního sektoru. Také rozsah krátkodobého zahraničního kapitálu je v SR podstatně menší než byl v ČR v období měnové krize. V SR je navíc méně úspor včetně rychle mobilizovatelných netermínových.

Na druhé straně však existuje mnohem větší fiskální nerovnováha (na počátku letošního roku ovšem potlačená) a pravděpodobně veřejně nepublikovaná kritická situace v bankovním sektoru. Devizové rezervy centrální banky jsou výrazně nižší absolutně i relativně (k objemu dovozu zboží a služeb, velikosti peněžní zásoby).

### *Dílčí závěr*

Signály o neudržitelnosti dosavadního ekonomického vývoje jsou velmi zřetelné, je zcela evidentní, že musí dojít k výraznému omezení domácí poptávky, vytvoření podmínek pro růst konkurenceschopnosti průmyslu a stát musí získat dodatečné finanční zdroje. Negativní ekonomický signál ovlivňující pohyb krátkodobého kapitálu resp. stabilitu vkladů obyvatelstva by mohl odhalit značnou slabost bankovního sektoru SR a spolu s existující poměrně rozsáhlou vnější nerovnováhou vést ke značné ekonomické destabilizaci.

### **3. Pohledy zahraničních specializovaných institucí ovlivňujících chování investorů**

V rámci pravidelného hodnocení jednotlivých ekonomik prováděného specializovanými ratingovými agenturami došlo na počátku letošního roku ke zhoršení ratingu Slovenska u dvou firem (Moody's, TBW). Zvláště významné je přeřazení Slovenska resp. jeho dluhu ratingovou



agenturou Moody's z investičního do spekulativního stupně, může ovlivnit nabídku (rozsah a cenu) zdrojů pro slovenské subjekty.

Jedna z nejvýznamnějších investičních společností ovlivňující chování krátkodobých investorů zejm. v USA - J.P. Morgan očekává posílení USD vůči SKK do konce roku o 8 %, přestože vůči většině evropských měn včetně české koruny očekává oslabení dolaru - tj. vůči evropským měnám očekává oslabení slovenské koruny přesahující 10 % - vůči CZK 13,5 % (Sovereign Credit Ratios 6.4.1998).

*Pozn. Slovensko usilovalo o vydání bondů ve výši 1 mld USD (část v DEM a jenech) na profinancování obchodního deficitu. Podle posledních údajů se podařilo zajistit jen 750 mil USD (problémy s prodejem na americkém trhu). Celkem emitováno 300 mil USD sazba US T + 370 b.p., 600 mil DEM + 350 b. p. nad něm. bondy -obě emise pětiletá splatnost a 15 mld jenů na tři roky. Dosažené úrokové podmínky signalizují podstatné zhoršení pohledu investorů na SR, neboť sazby se pohybují 350 až 370\_bazických bodů nad bondy příslušných zemí (při minulé emisi jen 115 bazických bodů).*

#### **4. Možné scénáře ekonomického a měnového vývoje SR**

a) Státem řízený proces (po volbách) směřující k postupnému řešení existujících problémů bez měnového šoku (deregulace cen, řadu let odkládané, opatření ve mzdové oblasti podobná těm, která byla přijata v ČR, vedoucí k poklesu domácí poptávky, zvýšení příjmů SR a poklesu reálných úrokových sazeb a růstu inflace, doplněný měnovou politikou směřující nebo umožňující určité oslabení slovenské koruny). V případě politických změn i vytvoření prostoru pro růst přímých investic.

b) Po nějakém impulsu nastane odliv krátkodobého kapitálu zahraničního i tuzemského z bankovního sektoru, panika obyvatelstva a firem vedoucí k nákupu volnoměnových aktiv případně zboží, a následná destabilizace bankovního sektoru - obdoba loňské krize v asijských zemích respektive mexické.

#### **5. Hlavní rizika dopadů vývoje v SR na českou ekonomiku**

##### **1/ Znehodnocení aktiv nebo nesplacení pohledávek českých subjektů ve slovenské měně**

###### **a) Přímé investice**

Podle údajů bankovní statistiky celkové přímé investice ČR na Slovensku mimo bankovní sektor dosáhly cca 4,7 mld. korun. Zpravidla se jedná o investice do obchodních sítí zajišťujících odbyt českých výrobků, výrobních aktivit navazujících na aktivity českého investora (resp. zajišťujících subdodávky). Přehled významnějších investorů Ferona 1 mld, obchod, Kabel Plus 0,5 mld tel. vysílání, Inekon chemická výroba 0,3 mld, Bupak 0,2 mld papírný, Česká pojišťovna 0,2 mld pojišť. služby.

Vzhledem k charakteru těchto aktiv českých subjektů mimo bankovní sektor nelze očekávat významné dopady.

**b) Pohledávky českých nebankovních subjektů v SR**

U pohledávek ve slovenských korunách hrozí možnost snížení jejich hodnoty (pravděpodobné u obchodních aktivit) v případě devalvace. Běžný vývoz se však pravděpodobně odehrává ve slovenských korunách jen ve velmi omezeném rozsahu. Snížení hodnoty exportních pohledávek ve větším rozsahu tedy nehrozí. Současný ekonomický vývoj v SR však zvyšuje hrozbu nesplacení závazků ze strany některých slovenských subjektů.

Vývoz cca 90 mld korun - průměrná úvěrovost 3 měsíce - pohledávky z běžného vývozu 22 mld korun.

Možný řád dopadů - max. několik mld korun.

**c) Aktivity českých bank působících v SR , zejména ČSOB.**

Hlavní rizika existují u českých pohledávek v SR denominovaných ve slovenských korunách, které nejsou v současné době likvidní. U nich hrozí ve vazbě na možné varianty vývoje znehodnocení resp. nedobytnost a následný odpis těchto aktiv.

Pravděpodobně by bylo vhodné uložit bankovnímu dohledu zpracovat přehled o aktivitách tuzemských bank v SR a možných dopadech nepříznivého vývoje na ně resp. v případě bank s účastí státu i možných dopadů na státní rozpočet resp. rozpočet ČNB. Vzhledem k tomu , že se jedná o individuální data nejsou měnovému odboru tyto údaje k dispozici. V případě, že by bankovní rada ČNB posoudila situaci jako závažnou, doporučit určité kroky státem vlastněným bankám k minimalizaci případných dopadů.

Celkově se může jednat o řád několika desítek mld korun.

**2/ Dopady na český vývoz**

Český vývoz do SR představoval v roce 1997 91,6 mld korun (cca 15 % českého vývozu). Vůči SR bylo vytvořeno kladné saldo obchodní bilance ve výši 21,6 mld korun, výrazně zmírňující celkový obchodní deficit. Část vývozu (odhad 10 až 15 %) představuje ovšem reexport zboží (ovlivňuje zejména obrat ZO ), část slouží ke kompletaci slovenského zboží a je určena k dalšímu vývozu mnohdy i do ČR, tj v tomto segmentu nelze předpokládat větší dopady.

Při jakémkoliv scénáři je nutné počítat s opatřeními vedoucími k obnovování rovnováhy obchodní bilance SR. Pro české ekonomické subjekty jsou nejnebezpečnější administrativní opatření postihující selektivně vybrané komodity a to zejména v zemědělských a potravinářských oborech, kde je možnost vývozu na jiná teritoria omezena (administrativně příp. i ekonomicky).

	1 - 12 1997	1- 3 98
skot, maso, masné výr.	0,7 mld	0,38 mld
mléko , ml. výr	0,6 mld	0,15 mld
obil. obilné výr.	0,9 mld	0,23 mld
zelenina a ovoce	0,8 mld	0,25 mld
cukr, výr. z cukru	0,3 mld	0,05 mld

čokoládové výr.	0,7 mld	0,16 mld
alkoholické a nealk. nápoje	1,2 mld	0,25 mld
tabákové výr.	1,7 mld	0,28 mld
<hr/>		
celkem	6,9 mld korun	1,75 mld

*Pozn. v případě tabákových a čokoládových výrobků dopad na OB ČR jen částečný - vysoký podíl dovozních komponentů .*

V současnosti přijala slovenská vláda jednostranné rozhodnutí (v rozporu s mezinárodními zvyklostmi) o snížení množstevní kvóty na dovoz českého piva zhruba o 40 %, to představuje dopad na obchodní bilanci 0,2 až 0,3 mld korun. Nově je Slovensku otevírána otázka dovozu mléčných výrobků, pravděpodobně půjde opět o zavedení administrativního omezení dovozu. Nejsou vyloučeny další kroky zejména v potravinářských oborech, kde je Slovensko schopno zajistit domácí poptávku z vlastních zdrojů.

Druhou oblastí, kde lze očekávat omezení českého vývozu (tržní) jsou investice a dopravní zařízení. Celkový objem vývozu představoval 29 mld korun, ovšem dopady by byly menší vzhledem k formě omezení (pokles poptávky) a možnosti umístění na jiných trzích. Ve strojírenství je navíc v současnosti příznivý odbytový vývoj, který by umožnil tlumit případné dopady z poklesu poptávky v SR.

*Pozn. V prvním čtvrtletí došlo k mírnému snížení vývozu proti stejnému období loňského roku ve výši 0,3 mld korun (strojí zařízení pro průmysl, kovozpracující stroje).*

**Celkové dopady na roční saldo zahraničního obchodu ČR by podle způsobu řešení problému vnější nerovnováhy SR mohly činit cca 10 v krajním případě 20 mld korun.** Za jistých okolností může být ohrožena celní unie, která je v oblasti obchodu se zemědělskými a potravinářskými výrobky výhodnější pro ČR. Další dopady mimo zmíněnou oblast zemědělských produktů nebudou významné (dohody v rámci CEFTA by zůstaly v platnosti).

### 3/ Přímý vliv případné měnové krize v SR na pohyb kapitálu v ČR

Vznik masivní měnové krize v SR by měl s vysokou pravděpodobností přímý vliv na pohyb krátkodobého kapitálu ve středoevropském regionu. Potenciální rizika největších vyvolaných pohybů by byla v Polsku (nerovnováha) a ČR (vysoká provázanost ekonomik).

*Pozn. Částečně by takový vývoj mohl potvrzovat tlak na slovenskou korunu a potřeba prudkého zvýšení úrokových sazeb v SR v období vzniku měnové krize v ČR v minulém roce. Proti tomuto tvrzení však stojí argument výrazného snížení vnější nerovnováhy ČR (deficit BÚ za IQ 98 do 2 % HDP, plně krytý nedluhovým přílivem kapitálu), zatímco tehdy byla Slovenská ekonomika téměř stejně nerovnovážná jako česká (jen neklesal vývoz).*

Výsledkem by mohl být tlak na krátkodobé oslabení kursu české koruny, což by mohlo zmírnit nebo i zastavit současný trend zhodnocování koruny. ČNB by být schopna zajistit svými opatřeními, aby nedošlo k nadměrné korekci, ohrožující postupně se obnovující stabilitu cenového vývoje.

## 6. Závěry

1. Současný hospodářský a měnový vývoj v SR nutně vyžaduje dříve nebo později zásadní korekci. Jejím důsledkem bude pokles domácí poptávky v SR. Podle způsobu řešení a rychlosti jeho průběhu lze očekávat dopady v oblasti českého exportu (snížení o zhruba 10%, při variantě b) až zhruba dvojnásobné.
2. Případné krátkodobé tlaky na kurs české koruny vyplývající z řešení problémů SR podle varianty b) by v současné době měla být ČNB schopna neutralizovat.
3. Největší problémy lze očekávat se zajištěním návratnosti pohledávek českých subjektů ve slovenských korunách (týká se v menší míře českých obchodních organizací a ve větší míře bank vč. bank se státní účastí). V případě varianty b) hrozí pochopitelně mnohem větší dopady.
4. Doporučujeme posoudit možnost uložit bankovnímu dohledu zpracování analýzy angažovanosti domácích bank na Slovensku včetně možných dopadů.

## Měnové aspekty profinancování skrytého státního dluhu

---

S ohledem na provedenou kvantifikaci výše skrytého státního dluhu (cca 140 mld. Kč) pokládáme za důležitou otázku posouzení měnových aspektů případného profinancování tohoto dluhu. I když není v současné době stále zřejmé, v jakých časových horizontech a v jaké posloupnosti kroků (zda jednorázově či postupně) dojde k navýšení státního dluhu, domníváme se, že lze uvažovat následující způsoby jeho profinancování:

- a) emise státních dluhopisů denominovaných v Kč
- b) emise státních dluhopisů denominovaných v cizí měně
- c) přímá půjčka vlády v zahraničí
- d) sekuritizace na sekundárním trhu pouze mezi MF ČR a ČNB.

Jednotlivé způsoby financování státního dluhu mohou mít značný vliv na vývoj likvidity bankovního systému a tím i úrokových sazeb, příp. vývoj devizového kurzu. Posouzení vlivu jednotlivých variant na tyto základní makroměnové veličiny by mělo být základem posouzení měnových aspektů profinancování skrytého státního dluhu.

U variant, které indikují stažení likvidity by standardně nemuselo nezbytně dojít k neopodstatněnému nárůstu úrokových sazeb, protože centrální banka tyto výkyvy je schopna svými operacemi na volném trhu vyrovnávat. Ve specifické situaci jednorázového profinancování státního dluhu toto však nelze vyloučit, spíše naopak lze předpokládat, že jednorázová poptávka vládního sektoru po zdrojích by zvedla (primárně ve splatnostech jednotlivých emisí) hladinu úrokových sazeb. Centrální banka je totiž schopna především ovlivňovat úroveň velmi krátkodobých úrokových sazeb.

Profinancování státního dluhu by rovněž nemuselo nezbytně vytvořit nedostatek volných zdrojů u obchodních bank např. pro potřeby úvěrování soukromého sektoru. Tyto výkyvy je rovněž centrální banka schopna prostřednictvím operací na volném trhu vyrovnávat (konzistentně se záměry v měnové politice). Toto však rovněž nelze vyloučit v případě jednorázového profinancování státního dluhu, které by z určitého pohledu představovalo formu "šoku" pro finanční trh, z hlediska jeho absorpční schopnosti.

U všech základních možností financování státního dluhu vycházíme z předpokladu, že dochází nejen k emisi (tj. získání prostředků), ale rovněž i k okamžitému použití těchto prostředků státu ve prospěch nově vzniklé konsolidované instituce.

### **ad a) emise státních dluhopisů denominovaných v Kč**

#### **aa/ emise vládních cenných papírů kupují banky**

Absorpční schopnost bankovního systému je dána především objemem pokladničních poukázek ČNB. Ten činil ke konci roku 1997 cca 70 mld. Kč (aktuálně cca 100 mld. Kč). V případě použití takto získané částky státem pouze na úhradu vzniklých ztrát

v konsolidované instituci (tj. dotace např. do rezerv a následný odpis ztrátových aktiv proti takto vytvořeným rezervám) nedochází k redukci likvidity v bankovním systému (měřené objemem poukázek ČNB v portfoliu bank) a tím snižování volných zdrojů např. pro úvěrovou emisi. Objem disponibilní likvidity je u bank zachován.

V případě použití získaných zdrojů státem nejen na odpis špatných, ale i takto získané volné likvidity u konsolidované instituce k úhradě závazků vůči ČNB dojde k redukci likvidity v bankovním systému (emise poukázek ČNB poklesne k nule). Tato situace by však neznamena žádnou dramatickou situaci, naopak přiblížení se situaci běžné v zahraničí, kdy centrální banky likviditu v saldu především dodávají a nikoliv stahují. Zvýšila by se tak účinnost měnové politiky ČNB. I když by se centrální banka dostala z hlediska řízení likvidity do standardní situace, nelze vyloučit, že přechod z přebytkového bankovního systému (z hlediska likvidity) na deficitní by mohl dočasně zvýšit úrokové sazby. Problémem je rovněž strukturální rozvrstvení likvidity, jedna banka (nově konsolidovaná) by byla ve značném přebytku likvidity a ostatní bankovní systém ve značném nedostatku. Z tohoto pohledu by mohly být zaznamenány výrazné pohyby úrokových sazeb.

#### ab/ emise vládních cenných papírů nakupují zahraniční subjekty (nerezidenti)

Jestliže dochází k použití získaných zdrojů státem pouze na dotace do konsolidované instituce např. do rezerv a následný odpis ztrátových aktiv dochází k nárůstu likvidity (za předpokladu, že příplývající devizy jsou nakupovány centrální bankou). V případě, že takto získaná likvidita u konsolidované instituce bude použita na splácení dřívějších úvěrů od ČNB, objem likvidity v bankovním systému se nemění. K růstu likvidity by došlo pouze v případě, že nákupy vládních cenných papírů nerezidenty by převýšily cca 90 mld. Kč (tj. závazky vůči ČNB). V této situaci by ČNB musela přebytečnou likviditu sterilizovat, aby nedocházelo k neopodstatněnému poklesu úrokových sazeb a tím i uvolňování měnové politiky. Základní měnovou implikací je tak příliv zahraničního kapitálu a nutnost jeho sterilizace.

#### ac/ emise vládních cenných papírů nakupují domácí nebankovní subjekty

Tato varianta v případě pouhého použití zdrojů získaných státem na odpis ztrátových aktiv zachovává stávající likvidní situaci u bank a je tak z hlediska likvidity bank neutrální. Na rozdíl od výše uvedených dvou přístupů však dochází k redukci množství peněz v ekonomice. V případě, že nově vzniklá konsolidovaná instituce použije získanou likviditu k úhradě závazků vůči ČNB, sníží se i objem likvidity v celém bankovním systému. Toto lze však opět z hlediska měnové politiky považovat za pozitivní, avšak s rizikem dočasného vzestupu úrokových sazeb.

Na základě výše uvedeného je zřejmé, že měnově nejexpanzivnější je varianta přílivu kapitálu ze zahraničí (financování emisí vládních cenných papírů nerezidenty = příliv kapitálu = emise likvidity = tlak na pokles úrokových sazeb = apreciacie kurzu atd.). Z hlediska měnové politiky je rovněž třeba velmi obezřetně posuzovat variantu, která redukuje likviditu v bankovním systému a z toho vyplývající dopady na úrokové sazby (růst úrokových sazeb = zvyšování úrokového diferenciálu = příliv krátkodobého kapitálu = apreciacie kurzu atd.). V praxi lze však s největší pravděpodobností očekávat kombinaci všech tří výše uvedených zdrojů financování státního dluhu. Ke konci roku 1997 se na emisi SPP a státních bondů podílely banky z cca 60 %, domácí nebankovní subjekty cca 30 % a zahraničí 10 %. Tento poměr však nelze vzít jako fixní vyjádření zájmu jednotlivých subjektů o vládní cenné papíry. Např. zájem bank je limitován volnou disponibilní likviditou (především objemem poukázek

ČNB v jejich portfoliu), zájem domácích subjektů pak jejich finanční situaci a zájem zahraničí především očekáváním ohledně vývoje devizového kurzu.

#### **ad b) emise státních dluhopisů denominovaných v cizí měně**

Tato varianta by primárně povzbuzovala příliv zahraničního kapitálu, tj. předpokládáme převážně účast zahraničního kapitálu (nákup emisí zahraničními subjekty). Investování tuzemských bank a domácích nebankovních subjektů je omezeno výší disponibilních devizových aktiv u těchto subjektů. Výsledkem těchto emisí by byl primárně příliv zahraniční měny ze zahraničí a z toho vyplývající implikace pro vývoj devizového kurzu.

Prodej výtěžku emisí za předpokladu převážné účasti zahraničních subjektů by vyústil v emisi likvidity centrální bankou a za předpokladu pouhého deponování takto získaných korunových prostředků vládou do rezerv nově vzniklé konsolidované instituce by se zvýšily náklady ČNB na sterilizaci nadbytečné likvidity u obchodních bank (nelze vyloučit dokonce nežádoucí pokles úrokových sazeb na delších splatnostech).

Tato varianta rovněž představuje pro vládu značné kurzové riziko, vč. zhoršení charakteristik pro úroveň zahraničního dluhu ČR.

#### **ad c) přímá půjčka ze zahraničí**

Měnové implikace jsou shodné jako u emise vládních cenných papírů nakoupených zahraničními subjekty.

#### **ad d) sekuritizace na sekundárním trhu pouze mezi MF ČR a ČNB**

Vedle standardně tržního přístupu k sekuritizaci státního dluhu existuje rovněž řešení, které např. během své mise počátkem dubna t. r. zmiňovali experti MMF (str. 4, odstavec 11 závěrečné zprávy MMF ze dne 10. 4. 1998). Podstatou tohoto řešení je, že ČNB nakoupí vládní cenné papíry od MF ČR na sekundárním trhu. U ČNB by růst aktiv byl vyrovnán růstem depozit vlády u centrální banky (při použití těchto prostředků zvýšením objemu sterilizace). I když se vlastně jedná o nepřímou formu přímého úvěrování vlády, má tato operace řadu výhod, a to především:

- je méně nákladná (dluhová služba na udržování takto vzniklého státního dluhu by již během několika let dosáhla v případě jednorázové sekuritizace státního dluhu několik desítek mld. Kč, které by se prostřednictvím ČNB mohly do rozpočtu navracet zpět),

- nedochází k velké jednorázové nabídce cenných papírů na finančním trhu a z toho vyplývajícím možnému dočasnému nárůstu úrokových sazeb a nedostatku volných zdrojů u bank (ČNB by musela tento výkyv vyrovnávat emisí likvidity proti zástavě nově emitovaných vládních cenných papírů - prostřednictvím REPO operací, v opačném případě by došlo k neopodstatněnému nárůstu úrokových sazeb),

- značně je eliminována varianta jednorázového vstupu velkých zahraničních investorů do nových emisí vládních cenných papírů a z toho vyplývající možnost náhlé neopodstatněné apreciacie kurzu (která by vedla ke stejné emisi peněz centrální bankou jako operace mezi MF ČR a ČNB na sekundárním trhu),

- z hlediska měnové politiky je rovněž vhodnější vyhnout se šokové situaci na finančním trhu dané jednorázovou nabídkou státních cenných papírů, právě varianta operace mezi MF ČR a ČNB umožňuje postupně tento dluh "rozpouštět" na finančním trhu dle potřeb měnové politiky.

Vlastní použití takto získaných zdrojů vládou ve prospěch nově vzniklé konsolidované instituce by sice zvyšovalo likviditu bankovního systému a potřebu její sterilizace, dodatečné náklady sterilizace by však vyrovnávaly výnosy z navýšeného portfolia cenných papírů u ČNB. Objem sterilizace by však bylo možné snížit použitím takto získané volné likvidity ve prospěch splácení závazků vůči ČNB. Úhradou závazků vůči ČNB by se v příslušné výši negoval efekt monetizace státního dluhu.

Výše uvedený text pouze naznačuje možné implikace pro likviditu bank (a tím i pro vývoj úrokových sazeb) a devizového kurzu v případě některých základních variant profinancování skrytého státního dluhu. Definitivní posouzení preference jedné z výše uvedených variant by mělo být provedeno až po upřesnění vlastního procesu sekuritizace státního dluhu, především s ohledem na jeho časový průběh a výši této sekuritizace. Zahájení nekoordinovaného procesu profinancování státního dluhu by však mohlo mít značné dopady na vývoj úrokových sazeb a devizového kurzu a tím i změnu těchto dvou základních parametrů měnové politiky ČNB (a tím i zprostředkovaně na dosažení inflačního cíle). Aktuální otázkou tak zůstává velmi těsná koordinace tohoto procesu mezi MF ČR a ČNB.



## TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

Česká národní banka

## MĚNOVÝ PŘEHLED

Měnový odbor (31), Oddělení měnových analýz (312)

(v mld. Kč)

	12/96	03/97	06/97	09/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
<b>AKTIVA</b>									
Čistá zahraniční aktiva (celkem)	281,9	283,7	292,9	311,1	338,5	341,2	344,5	342,1	354,5
Zahraníční aktiva	538,0	544,9	602,1	607,9	670,7	660,8	647,8	626,4	666,6
Zahraníční pasíva	256,1	261,2	309,2	296,8	332,2	319,6	303,3	284,3	312,1
Čistá zahraniční aktiva (krátkodobá)	376,8	386,8	416,9	430,4	430,8	437,4	425,3	414,6	426,8
Zahraníční aktiva	478,3	483,1	537,1	544,8	599,7	588,3	576,0	552,5	591,8
Zahraníční pasíva	101,5	96,3	120,2	114,4	168,9	150,9	150,7	137,9	165,0
Čistá zahraniční aktiva (dlouhodobá)	-94,9	-103,1	-124,0	-119,3	-92,3	-96,2	-80,8	-72,5	-72,3
Zahraníční aktiva	59,7	61,8	65,0	63,1	71,0	72,5	71,8	73,9	74,8
Zahraníční pasíva	154,6	164,9	189,0	182,4	163,3	168,7	152,6	146,4	147,1
Čistá domácí aktiva	838,6	818,1	842,3	842,4	879,1	823,2	815,6	830,2	820,2
Domácí úvěry	1029,7	1057,7	1119,7	1107,1	1137,7	1134,4	1131,2	1122,0	1143,8
Čistý úvěr vládnímu sektoru	12,6	21,1	30,8	18,0	24,8	11,1	17,2	11,5	15,9
Čistý úvěr vládě	28,5	34,4	47,3	31,2	37,9	25,0	34,5	27,1	31,6
Čistý úvěr FNM	-15,9	-13,3	-16,5	-13,2	-13,1	-13,9	-17,3	-15,6	-15,7
Úvěry podnikům a obyvatelstvu celkem	1017,1	1036,6	1088,9	1089,1	1112,9	1123,3	1114,0	1110,5	1127,9
Úvěry podnikům a obyvatelstvu v Kč	888,6	889,3	915,3	906,2	912,6	917,7	916,6	913,3	926,0
- podniky	850,6	850,4	874,3	863,1	864,1	869,2	867,6	863,2	875,0
- obyvatelstvo	38,0	38,9	41,0	43,1	48,5	48,5	49,0	50,1	51,0
Úvěry v cizí měně	128,5	147,3	173,6	182,9	200,3	205,6	197,4	197,2	201,9
<b>PASIVA</b>									
Peněžní zásoba (M2)	1120,5	1101,8	1135,2	1153,5	1217,6	1164,4	1160,1	1172,3	1174,7
Peníze (M1)	475,3	432,1	397,3	412,1	445,1	392,5	389,4	387,7	390,1
Oběživo	118,9	117,4	113,9	117,2	119,3	117,6	116,9	114,7	117,1
Neterminované vklady	356,4	314,7	283,4	294,9	325,8	274,9	272,5	273,0	273,0
- obyvatelstvo	121,5	130,9	115,4	118,2	117,3	117,9	117,9	116,5	117,0
- podniky	229,8	179,4	164,6	173,9	204,1	152,9	151,2	153,0	152,5
- pojišťovny	5,1	4,4	3,4	2,8	4,4	4,1	3,4	3,5	3,5
Korunové vklady celkem	915,9	891,2	889,9	905,1	959,8	909,0	909,4	924,7	926,0
Quasi peníze	645,2	669,7	737,9	741,4	772,5	771,9	770,7	784,6	784,6
Terminované vklady	559,5	576,5	606,5	610,2	634,0	634,1	636,9	651,7	653,0
- obyvatelstvo	362,8	410,8	434,5	438,1	470,1	476,0	483,2	488,5	490,5
- podniky	175,9	145,5	144,4	150,4	138,2	140,6	136,4	134,7	145,5
- pojišťovny	20,8	20,2	27,6	21,7	25,7	17,5	17,3	28,5	17,0
Vkladové certif., depozitní sm. a ost. dluhopisy xxx/						3,8	3,3	3,2	3,2
Vklady v cizí měně	85,7	93,2	131,4	131,2	138,5	134,0	130,5	129,7	128,4
- obyvatelstvo	40,1	41,6	59,7	62,2	66,9	67,5	66,4	66,2	66,0
- podniky	45,6	51,6	71,7	69,0	71,6	66,5	64,1	63,5	62,4
Ostatní čisté položky	191,1	239,6	277,4	264,7	258,6	311,2	315,6	291,8	323,6
z toho:									
- nezúčtované položky mezi klienty a obch. bankami	23,9	40,5	37,5	36,1	19,0	41,6	39,8	38,0	
z toho: přijaté úvěry od nebankovních klientů	4,8	0,7	1,2	0,9	2,2	2,2	1,2	1,9	
- cenné papíry nakoupené od nebankovních subjektů	-84,5	-94,6	-84,8	-106,5	-115,3	-116,4	-98,1	-103,6	*/
- kapitál a rezervy bank	194,3	205,8	226,4	222,7	219,0	222,8	201,0	207,4	
- emise obligací a ost. cenných papírů		45,9	35,0	40,0	51,8	58,4	57,3	50,7	
- opravy k úvěrům a k cenným papírům celkem	100,6	100,8	105,1	112,4	138,7	140,9	151,6	151,9	
Celkem	234,3	298,4	319,2	304,7	313,2	347,3	351,6	344,4	
Upravená M2 x/	1105,8	1088,4	1123,2	1144,5	1217,6	1164,4	1160,1	1172,3	1174,7
Rozšířená peněžní zásoba L xx/	1138,9	1130,2	1152,2	1178,0	1241,8	1209,7	1211,1	1221,4	1239,6
Vklad SPT Telekom	14,7	13,4	12,0	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SPP, P ČNB, P FNM	33,1	41,8	29,0	33,5	24,2	45,3	51,0	49,1	64,9
z toho: P ČNB	13,5	16,7	12,7	11,6	1,5	12,3	15,0	14,1	26,6
Meziroční změny v %									
M1	4,9	1,6	-10,4	-8,2	-6,4	-10,3	-11,1	-10,3	-10,5
M2 (upravená) x/	9,2	7,3	6,6	8,6	10,1	7,5	6,0	7,7	6,8
L xx/	11,8	9,3	7,1	9,4	9,0	9,0	6,9	8,1	8,5
Kurzové vlivy									
- ČZA	-8,4	-4,0	19,0	22,0	35,9	41,1	28,0	24,0	23,2
- úvěry v cizí měně	-3,8	-2,1	11,2	13,0	21,3	25,1	16,5	13,9	13,2
- vklady v cizí měně	-2,6	-1,3	8,5	9,3	14,7	16,4	10,9	9,1	8,4
Odpisy (realizované)	29,6	30,6	33,3	38,6	43,0	43,1	43,1	43,1	43,1

\*/ Předběžná data

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

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

xxx/ Z důvodu změny statistického vykazování jsou od 1/98 depozitní směnky, vkladové certifikáty a ost. dluhopisy vyloučeny z korunových vkladů.

## Vývoj přírůstků peněžních agregátů (v %)

	přírůstek peněžního agregátu za poslední				
	měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
M1	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	-0,4	-12,9	-5,9	-10,3
	duben 98	0,6	-0,6	-7,3	-10,5
M2	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	1,1	-3,7	2,4	7,7
	duben 98	0,2	0,9	1,6	6,8
L1	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	-1,6	3,7	8,1
	duben 98	1,5	2,5	4,0	8,5

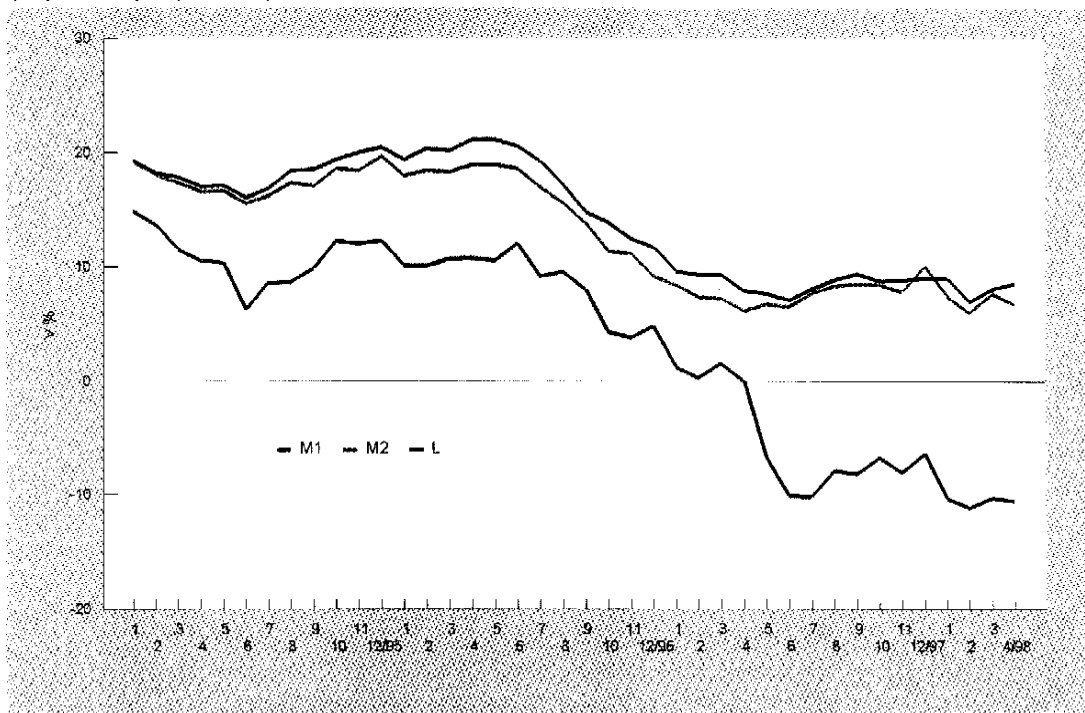
## Přírůstek sezónně očištěného agregátu M2 (v %)

	měsíc	anualizované poslední			
		3 měsíce	6 měsíců	rok	
M2	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	2,7	-3,9	7,1	7,7
	duben 98	-0,7	7,8	4,1	6,8

duben 98	předběžné údaje
----------	-----------------

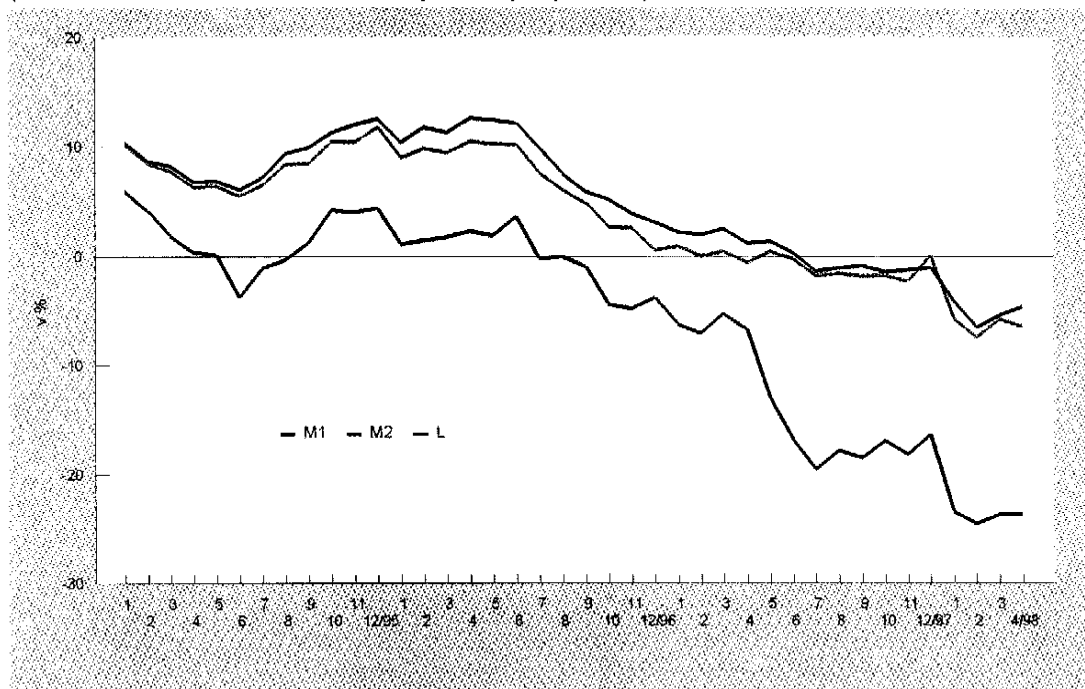
### Nominální meziroční změny peněžních agregátů M1, M2 a L v %

(údaje za 4/98 jsou předběžné)



### Reálné meziroční změny peněžních agregátů M1, M2 a L v %

(deflováno o aktuální meziroční změnu CPI, údaje za 4/98 jsou předběžné)



**MĚNOVÁ BÁZE ČNB A REZERVY OBCHODNÍCH BANK**  
(průměrné stavy v příslušném období v mil. Kč)

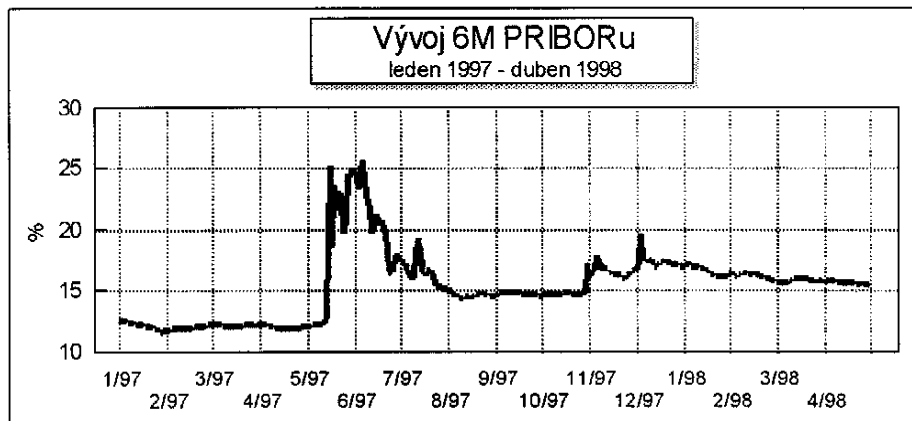
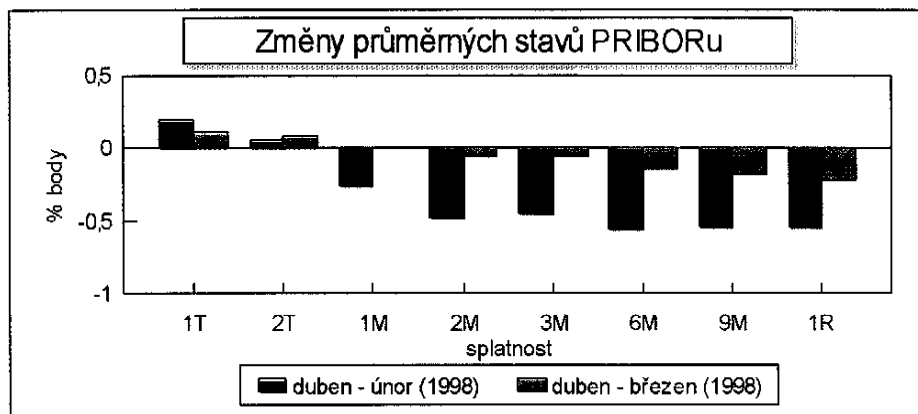
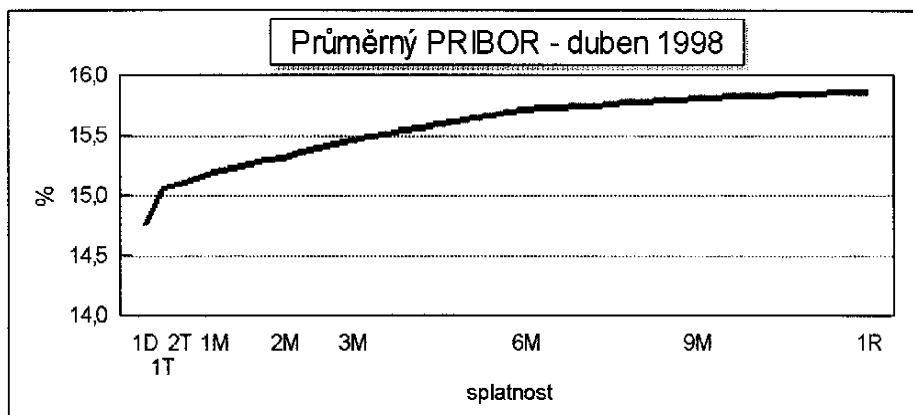
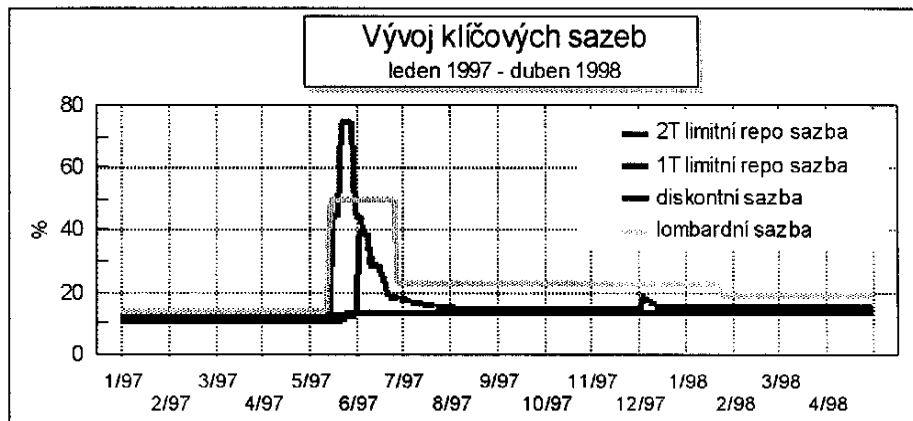
Měnový odbor (31)  
Oddělení měnových analýz (312)

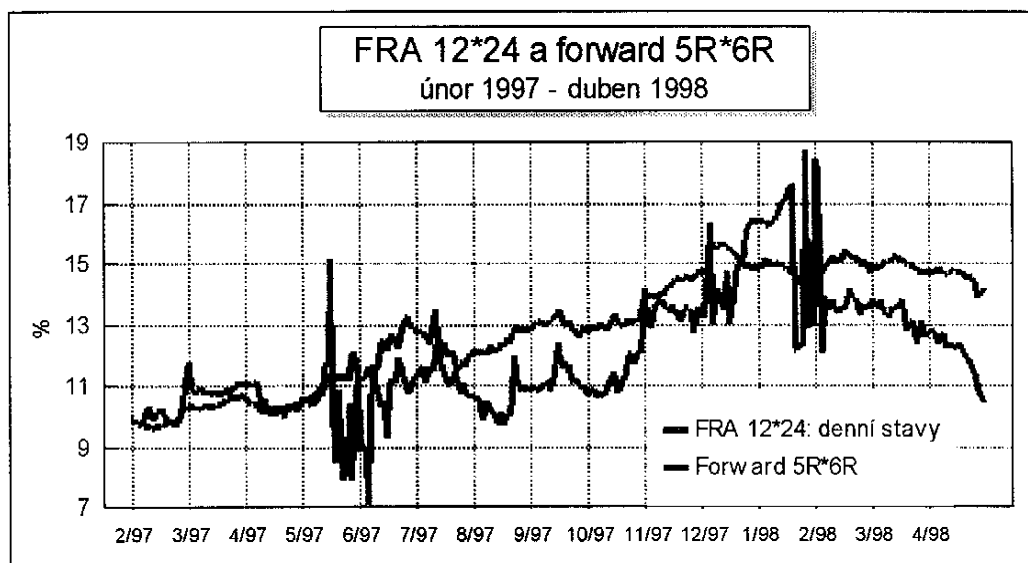
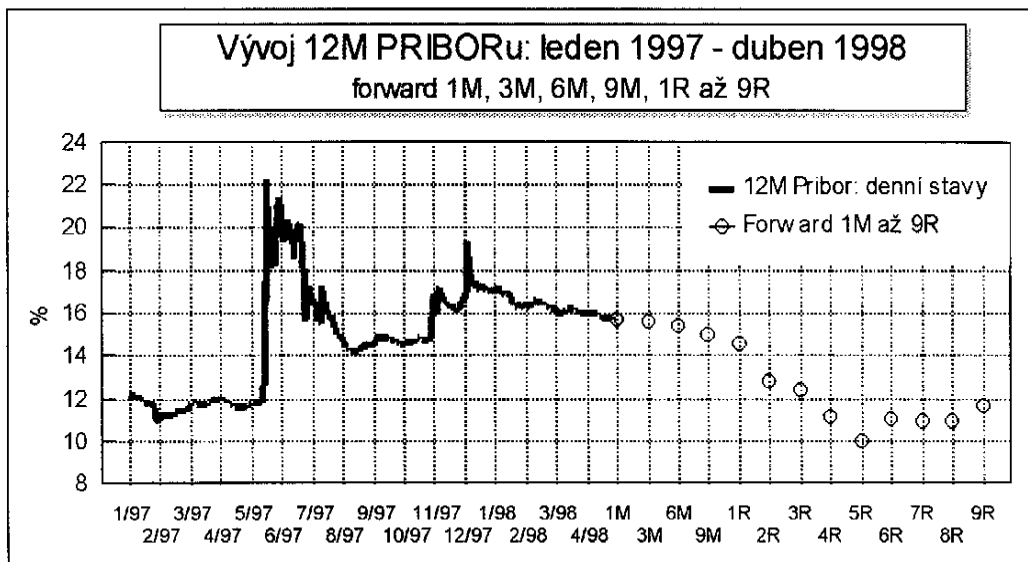
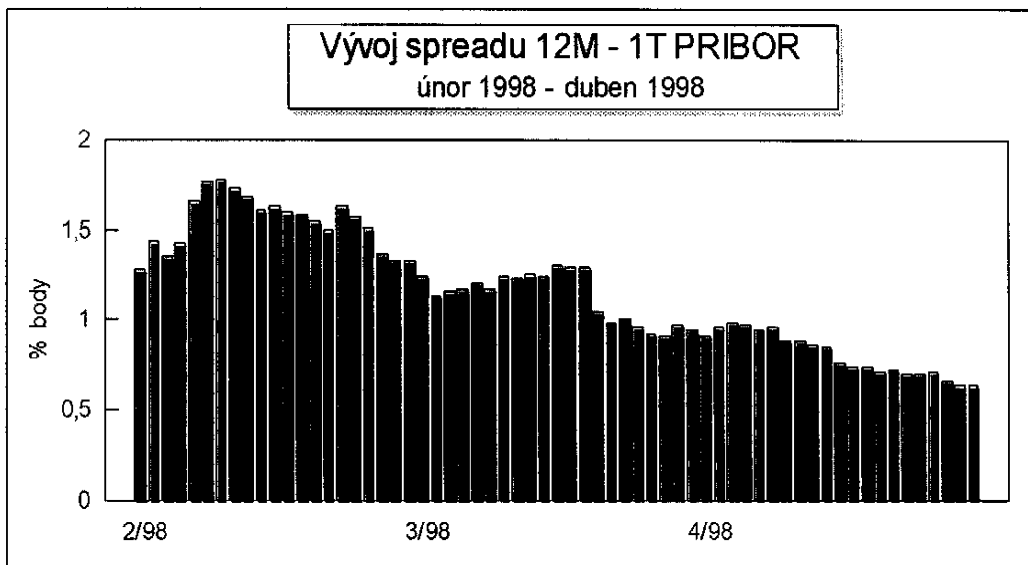
	12/96	1/97	2/97	3/97	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
<b>I. ZDROJE MB ČNB a rezervy obchodních bank</b>	<b>256,7</b>	<b>250,4</b>	<b>249,3</b>	<b>251,1</b>	<b>252,5</b>	<b>238,4</b>	<b>232,9</b>	<b>230,6</b>	<b>233,2</b>	<b>236,7</b>	<b>240,9</b>	<b>240,1</b>	<b>250,6</b>	<b>251,3</b>	<b>239,8</b>	<b>237,1</b>	<b>238,2</b>
1 AUTONOMNÍ FAKTORY	305,9	301,6	306,2	306,4	299,3	286,1	238,4	269,6	304,9	318,1	324,2	319,6	290,8	304,1	301,0	312,7	336,3
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	289,2
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	26,1
1.3 ČISTÝ ÚVĚR VLADĚ (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	-26,5	-26,4	-31,1
1.4 ÚVĚRY 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	26,4
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	46,7
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	-18,7
1.7 POUKÁZKY ČNB V PORTFOLIU MF																	-2,4
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	-98,1
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	15,2
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	0,0
2.1.2. Překlenovací úvěr	9,5	10,1	9,6	10,2	13,6	18,0	20,4	13,7	16,1	19,2	22,0	24,6	28,7	31,1	30,1	25,2	15,2
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	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	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	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	-113,3
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	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	-113,4
2.2.3. Doporučení pro OMC	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
<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>	<b>238,2</b>
1. OBEŽIVO	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	136,6
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	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	101,25
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	0,36
<b>Cenné papíry v portfoliu obchodních bank</b>	<b>47,17</b>	<b>50,48</b>	<b>40,08</b>	<b>47,07</b>	<b>51,88</b>	<b>53,84</b>	<b>60,25</b>	<b>53,65</b>	<b>50,06</b>	<b>49,56</b>	<b>40,34</b>	<b>35,29</b>	<b>41,81</b>	<b>44,14</b>	<b>32,92</b>	<b>35,98</b>	<b>34,10</b>
SPP																	
P ČNB	66,46	71,43	69,84	64,74	70,27	31,90	58,16	91,92	103,25	107,24	105,34	105,34	69,71	84,27	91,88	100,79	113,35
P FNM	1,43	1,50	3,01	2,95	2,47	2,47	2,52	1,76	1,76	0,67	0,65	0,64	0,34	0,00	0,00	0,00	0,00
Celkem	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	147,45
<b>Přímý multiplikátor (M2 / prům. MB)</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>4,93</b>	<b>4,87</b>	<b>4,96</b>	<b>4,63</b>	<b>4,84</b>	<b>4,94</b>	<b>4,99</b>

19-May-98



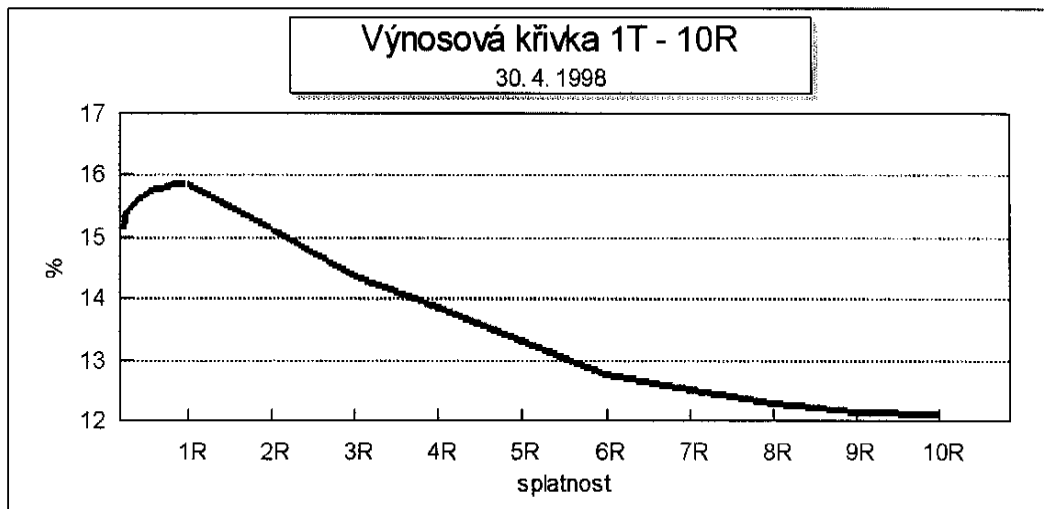
Vývoj základních úrokových sazeb ČNB, sazeb PRIBOR a očekávaný vývoj úrokových sazeb



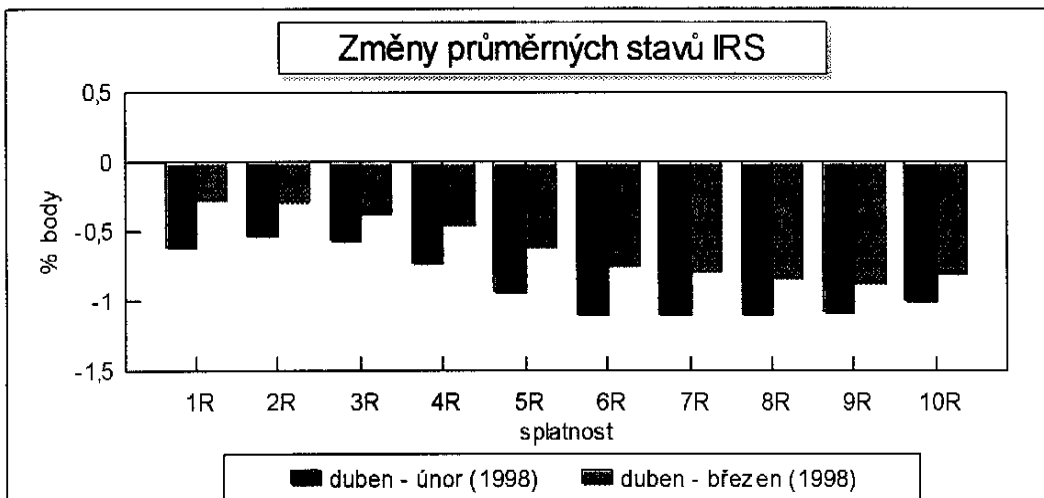
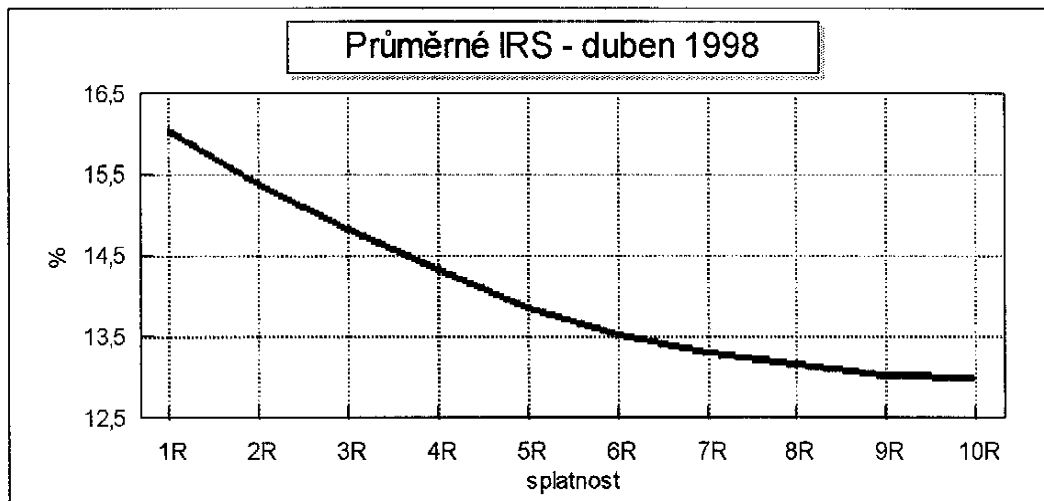




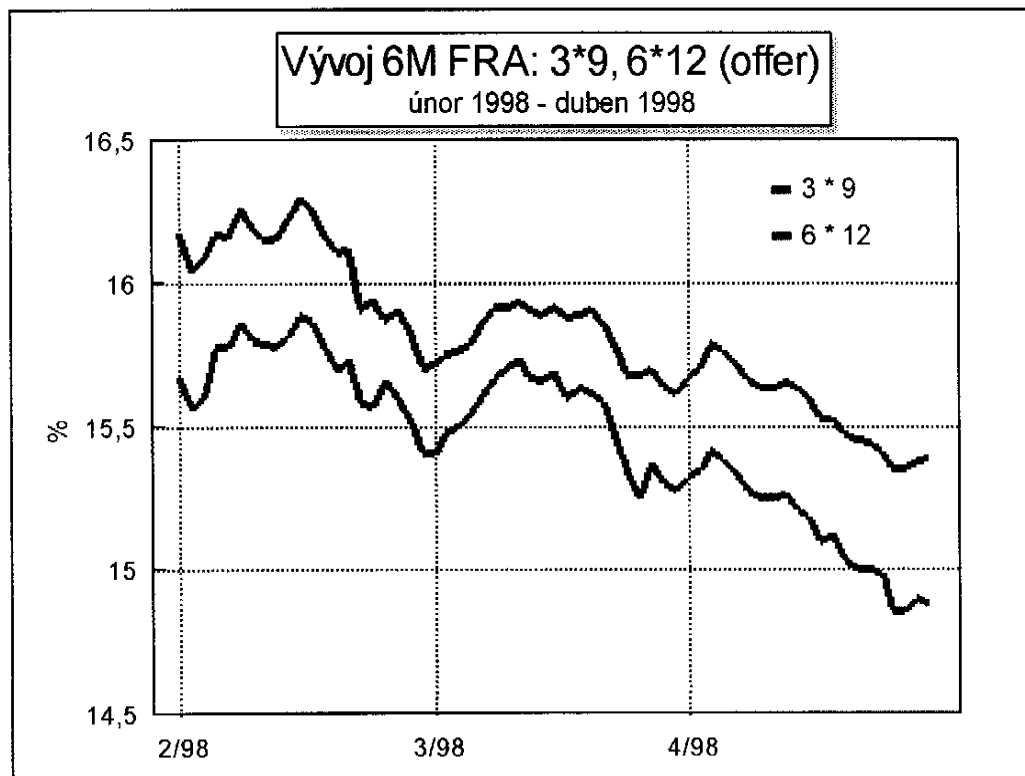
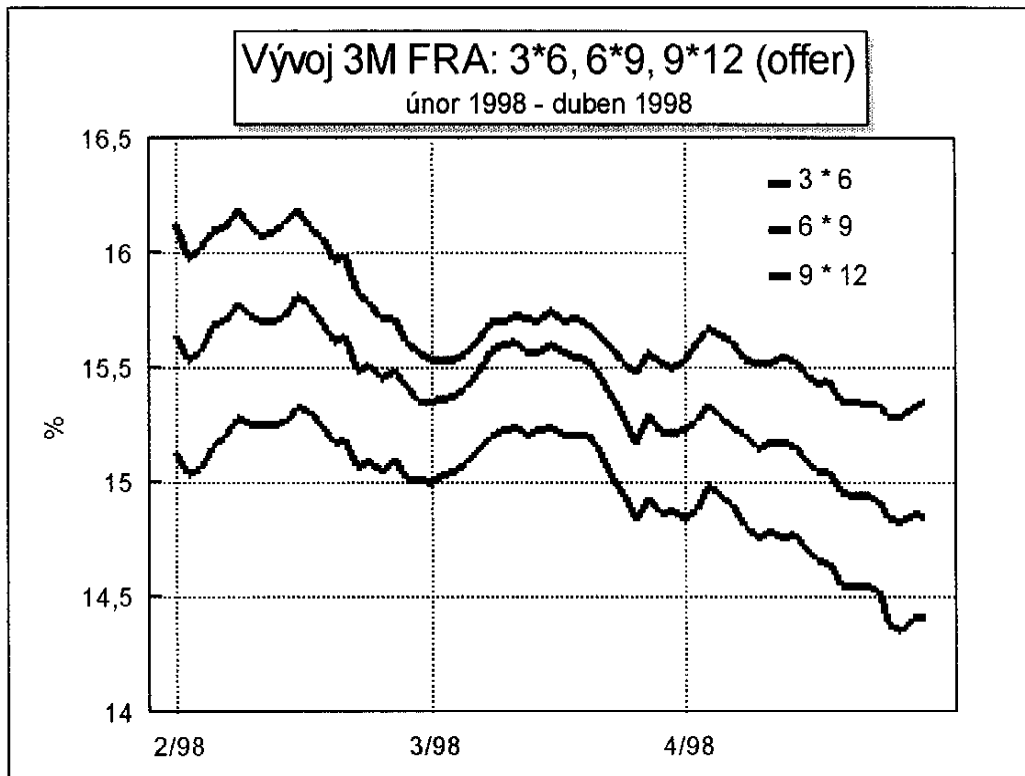
Výnosová křivka finančního trhu v ČR (sazby PRIBOR + IRS)



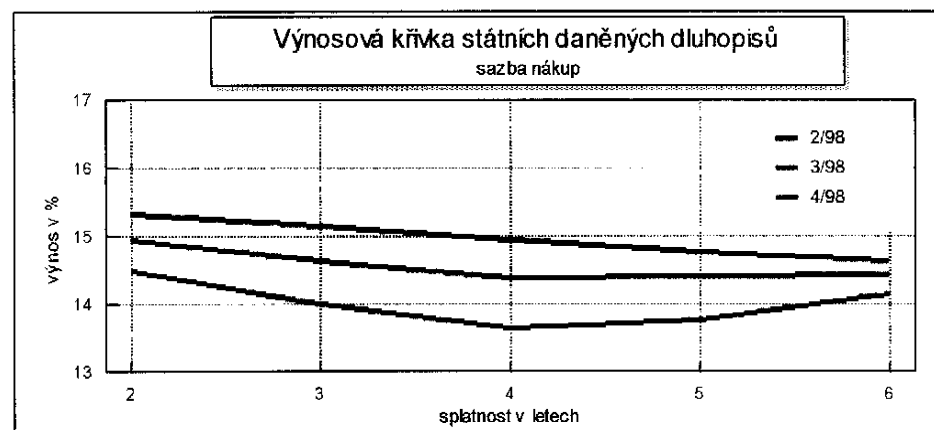
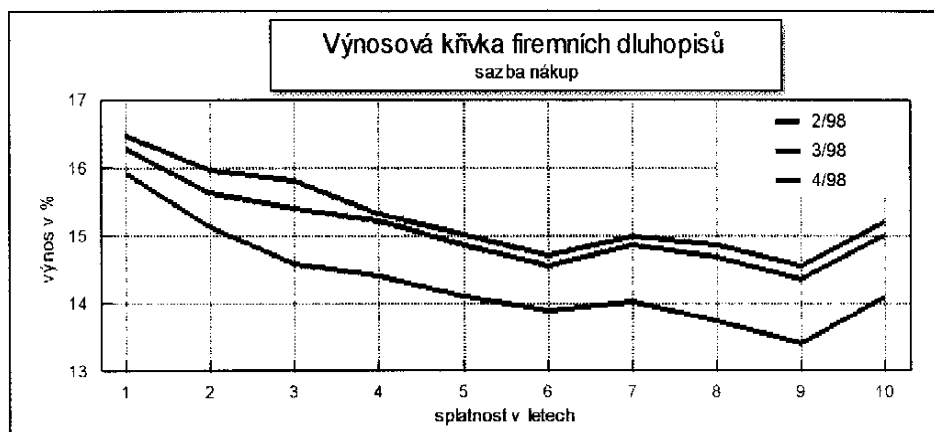
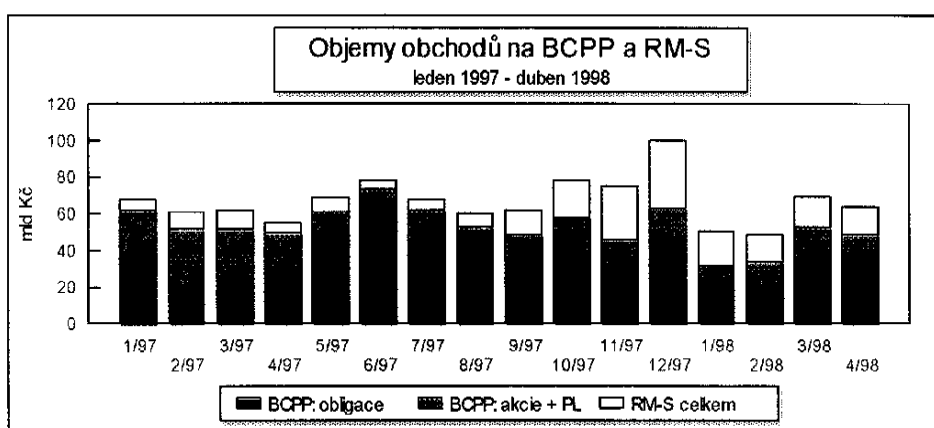
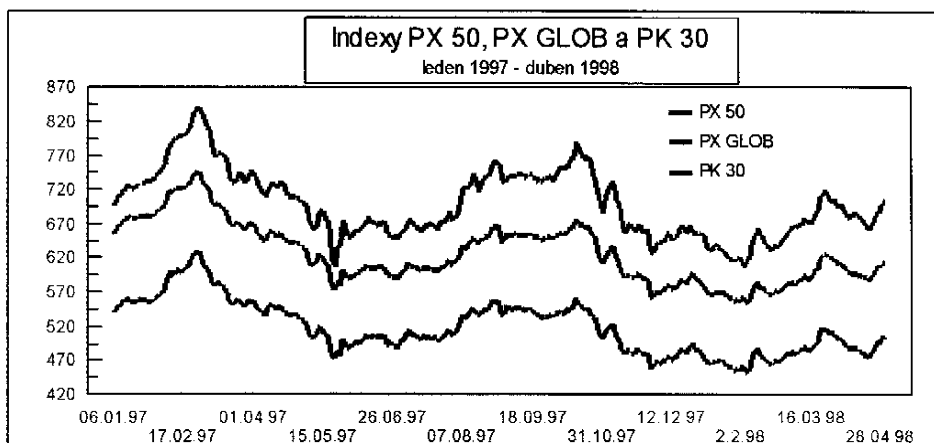
Vývoj úrokových swapů



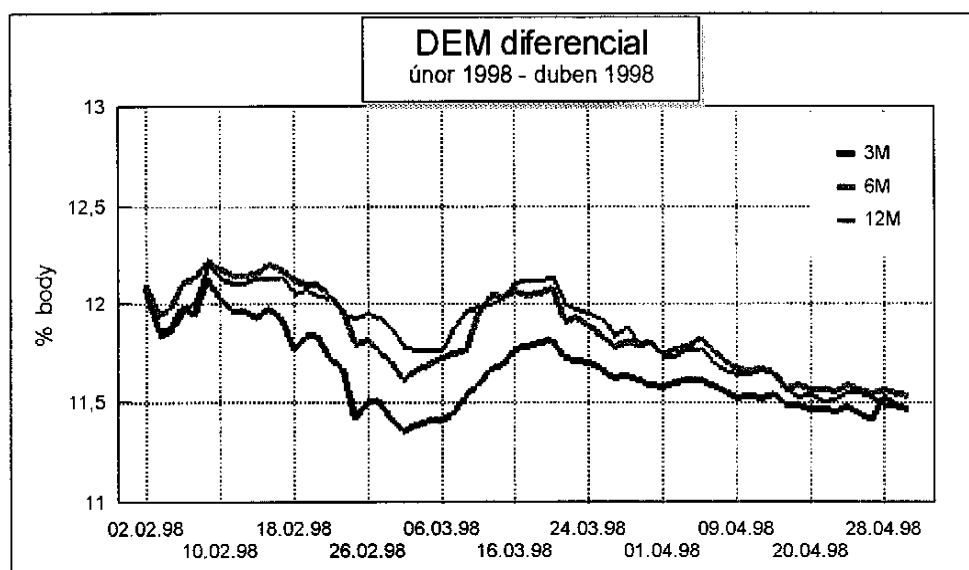
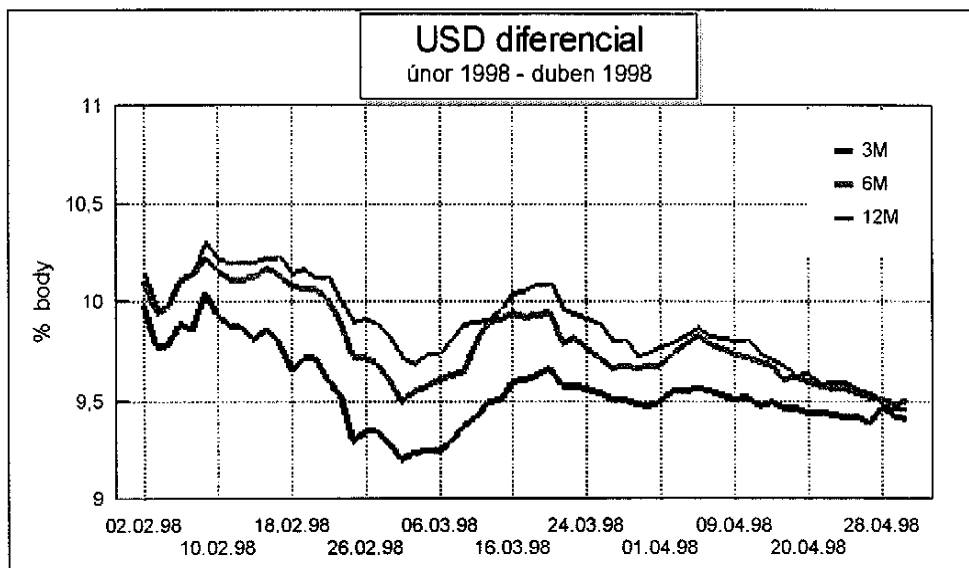
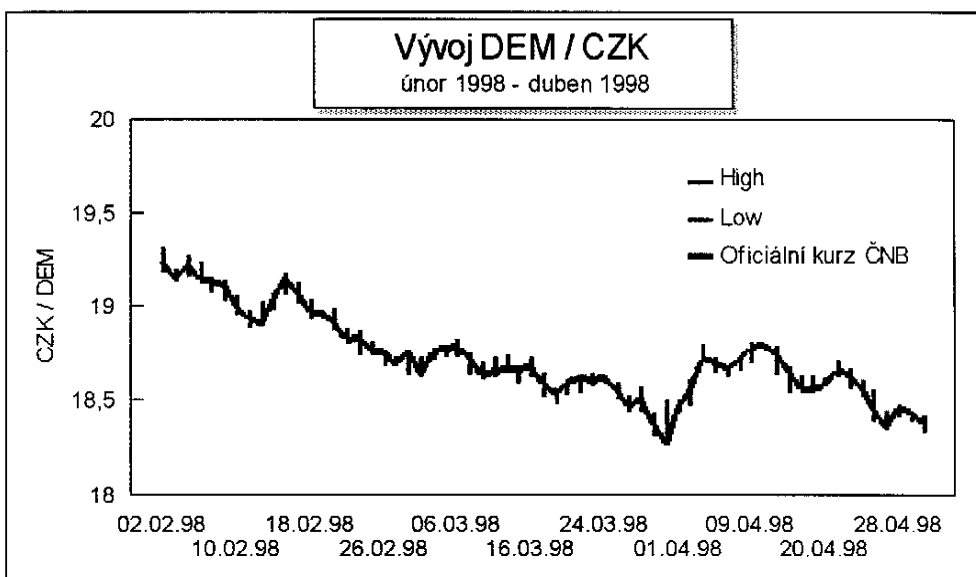
## Vývoj kótací u sazeb na FRA



Vývoj na kapitálovém trhu



### Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu



## Měsíční průměry sazeb PRIBOR v %

	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
1D	12,19	67,97	31,52	15,37	13,15	13,49	11,55	12,05	12,55	13,48	13,95	13,91	14,76
1T	12,47	42,34	33,84	17,34	14,69	14,59	14,92	15,37	16,64	15,31	14,87	14,95	15,07
2T	12,45	39,41	33,81	17,34	14,70	14,62	15,00	15,61	16,77	15,39	15,03	15,01	15,09
1M	12,39	30,00	31,54	17,36	14,74	14,71	15,14	16,60	17,49	16,22	15,44	15,18	15,19
2M	12,34	24,15	28,74	17,06	14,72	14,74	15,15	16,71	17,54	16,50	15,79	15,36	15,32
3M	12,27	20,76	25,98	16,83	14,70	14,74	15,16	16,72	17,50	16,59	15,92	15,52	15,47
6M	12,00	17,40	21,26	16,26	14,62	14,77	15,09	16,66	17,40	16,64	16,26	15,85	15,71
9M	11,83	16,16	19,44	15,94	14,51	14,76	15,04	16,58	17,39	16,67	16,35	15,98	15,81
1R	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68	16,41	16,08	15,86
spread 1R a 1T	-0,69	-26,54	-14,82	-1,48	-0,27	0,17	0,09	1,18	0,72	1,37	1,53	1,12	0,79
spread offer - bid (1T)	0,24	18,05	9,25	1,79	0,49	0,36	0,79	1,18	1,27	0,77	0,57	0,39	0,30
spread offer - bid (1R)	0,26	3,58	5,18	1,87	0,56	0,37	0,58	1,18	1,13	0,79	0,61	0,39	0,31

## Měsíční průměry sazeb FRA v %

	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
3 * 6	11,64	12,59	14,60	14,87	14,15	14,53	14,55	15,89	16,70	16,28	16,00	15,62	15,46
3 * 9	11,48	12,28	14,22	14,51	14,06	14,53	14,54	15,84	16,70	16,29	16,10	15,80	15,56
6 * 9	11,04	11,89	13,33	13,69	13,49	14,02	14,00	15,15	16,03	15,63	15,63	15,43	15,07
6 * 12	10,95	11,80	13,13	13,56	13,40	13,97	14,00	15,16	16,01	15,63	15,72	15,52	15,14
9 * 12	10,71	11,47	12,63	12,96	12,91	13,52	13,54	14,63	15,47	15,08	15,17	15,09	14,67
12 * 24	10,38	10,99	12,16	12,33	12,42	13,00	13,21	14,35	15,28	14,74	15,04	14,95	14,56
spread 9*12 - 3*6	-0,93	-1,13	-1,97	-1,90	-1,24	-1,01	-1,01	-1,26	-1,23	-1,19	-0,83	-0,53	-0,79
spread 6*12 - 3*9	-0,52	-0,47	-1,09	-0,95	-0,66	-0,55	-0,54	-0,68	-0,69	-0,67	-0,38	-0,28	-0,42
spread offer - bid (3*6)	0,10	0,15	0,21	0,20	0,19	0,21	0,19	0,21	0,21	0,20	0,18	0,16	0,14
spread offer - bid (12*24)	0,19	0,18	0,36	0,38	0,38	0,35	0,25	0,29	0,30	0,28	0,20	0,19	0,15

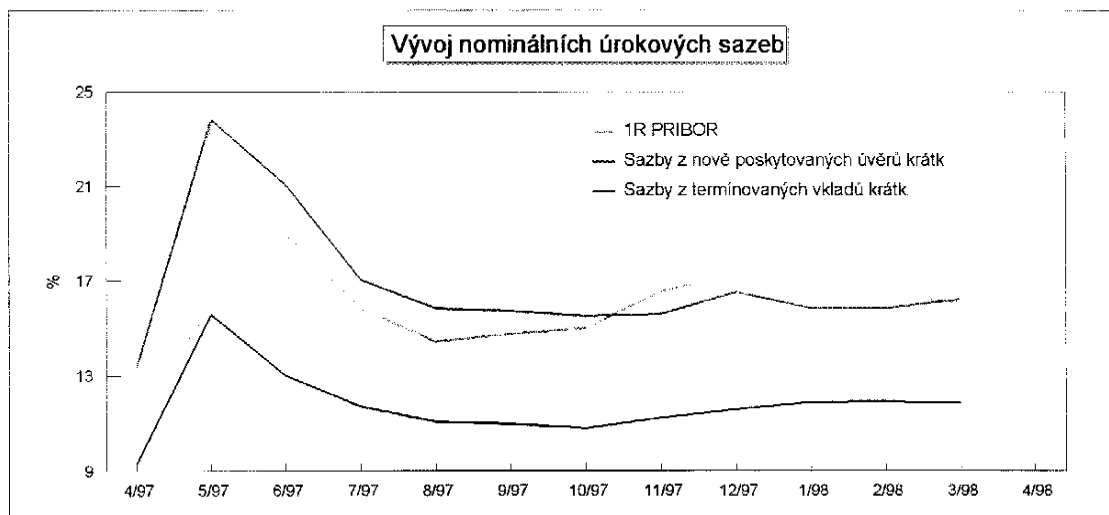
## Měsíční průměry sazeb IRS v %

	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
1R	11,85	14,82	18,07	15,64	14,55	14,92	15,02	16,58	17,54	16,91	16,67	16,32	16,06
2R	11,16	12,81	15,34	14,05	13,54	13,94	14,15	15,55	16,58	15,92	15,93	15,69	15,39
3R	10,96	12,21	14,34	13,08	12,79	13,26	13,64	15,03	15,93	15,37	15,40	15,20	14,83
4R	10,92	11,94	13,79	12,59	12,31	12,84	13,34	14,68	15,54	15,01	15,06	14,78	14,33
5R	10,84	11,73	13,28	12,27	12,07	12,50	13,13	14,47	15,25	14,67	14,81	14,49	13,88
6R	10,79	11,49	12,81	12,11	11,80	12,28	12,88	14,30	15,19	14,81	14,64	14,28	13,55
7R	10,74	11,41	12,64	11,95	11,63	12,09	12,66	14,15	14,88	14,34	14,42	14,11	13,33
8R	10,75	11,39	12,47	11,87	11,58	12,03	12,52	14,08	14,90	14,24	14,27	14,01	13,18
9R	10,73	11,34	12,31	11,73	11,50	11,92	12,37	13,98	14,29	14,14	14,14	13,93	13,05
10R	10,71	11,29	12,20	11,64	11,46	11,81	12,22	13,86	14,24	13,86	14,02	13,83	13,01
spread 2R - 1R	-0,69	-2,01	-2,73	-1,59	-1,01	-0,98	-0,87	-1,03	-0,96	-0,99	-0,75	-0,64	-0,67
spread 5R - 1R	-1,00	-3,09	-4,78	-3,37	-2,48	-2,42	-1,90	-2,12	-2,30	-2,24	-1,86	-1,83	-2,18
spread 10R - 1R	-1,13	-3,53	-5,87	-4,00	-3,09	-3,11	-2,80	-2,72	-3,30	-3,05	-2,65	-2,50	-3,04
spread offer - bid (1R)	0,12	0,34	0,38	0,22	0,16	0,13	0,12	0,19	0,23	0,21	0,14	0,13	0,13
spread offer - bid (2R)	0,13	0,38	0,54	0,30	0,21	0,19	0,18	0,22	0,30	0,22	0,20	0,18	0,17
spread offer - bid (5R)	0,16	0,47	0,60	0,37	0,25	0,24	0,21	0,25	0,37	0,30	0,23	0,17	0,18
spread offer - bid (10R)	0,32	0,54	0,76	0,44	0,35	0,29	0,28	0,37	0,46	0,48	0,37	0,35	0,32

## Vývoj úrokových sazeb

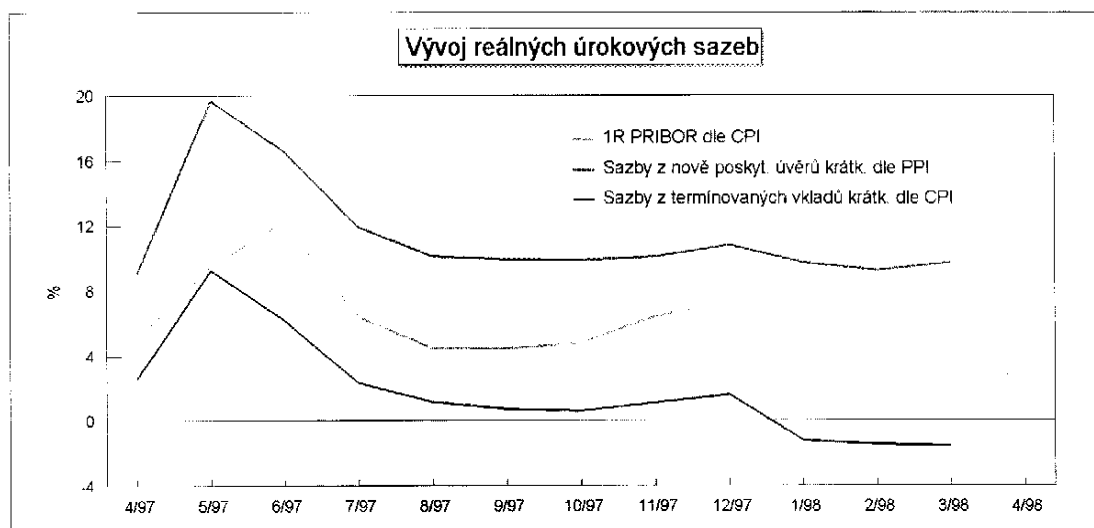
### Nominální úrokové sazby

Úroková sazba	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
1R PRIBOR	11,77	15,81	19,02	15,85	14,42	14,76	15,01	16,55	17,36	16,68	16,41	16,08	15,86
Sazby z nově poskytovaných úvěrů krátk.	13,37	23,83	21,09	17,04	15,83	15,72	15,51	15,59	16,53	15,84	15,83	16,23	
Sazby z termínovaných vkladů krátk.	9,29	15,55	12,98	11,68	11,06	10,98	10,79	11,22	11,58	11,88	11,91	11,85	



### Reálné úrokové sazby

Úroková sazba	4/97	5/97	6/97	7/97	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98
1R PRIBOR dle CPI	5,07	9,51	12,22	6,45	4,52	4,46	4,81	6,45	7,36	3,58	3,01	2,68	2,76
1R PRIBOR dle PPI	7,47	11,71	14,52	10,75	8,72	8,96	9,41	11,05	11,66	10,58	9,81	9,58	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle CPI	6,67	17,53	14,29	7,64	5,93	5,42	5,31	5,49	6,53	2,74	2,43	2,83	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle PPI	9,07	19,73	16,59	11,94	10,13	9,92	9,91	10,09	10,83	9,74	9,23	9,73	
Sazby z termínovaných vkladů krátk. dle CPI	2,59	9,25	6,18	2,28	1,16	0,68	0,59	1,12	1,58	-1,22	-1,49	-1,55	



Pozn.:

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

Mezinárodní srovnání úrokových sazeb (údaje září - prosinec 1997)  
(průměrné úrokové sazby v jednotlivých měsících)

Země	Nominální úrokové sazby			Inflace			Reálné úrokové sazby					
	3M peněž.trh	Vklady	Úvěry	CPI	PPI	CPI			PPI			
						3M	Vklady	Úvěry	3M	Vklady	Úvěry	
Slovensko	26,48	10,21	16,21	6,40	4,40	20,08	3,81	9,81	22,08	5,81	11,81	
Polsko	23,50	19,40	25,80	13,60	13,00	9,9	5,8	12,2	10,5	6,4	12,8	
Maďarsko	20,00	16,70	26,20	18,00	19,70	2,00	-1,30	8,20	0,30	-3,00	6,50	
ČR	17,50	10,90	16,54	10,00	5,50	7,50	0,90	6,54	12,00	5,40	11,04	
Rakousko	3,84	2,69	7,78	1,30	0,40	2,54	1,39	6,48	3,44	2,29	7,38	
SRN	3,71	2,97	9,05	1,80	1,10	1,91	1,17	7,25	2,61	1,87	7,95	

## Čistý úvěr vlády v roce 1998

	Východisko 1.1.1998		Sukcesivnost 28.2.1998		Předoběžné 31.3.1998		Předoběžné 30.4.1998		Předice K 30.6.1998		Předice 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	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky	ČNB	Ostatní banky									
<b>I. Pozice centrální vlády</b>	<b>55.8</b>	<b>-24.9</b>	<b>80.7</b>	<b>52.4</b>	<b>-23.1</b>	<b>75.5</b>	<b>43.2</b>	<b>-29.3</b>	<b>72.5</b>	<b>46.6</b>	<b>-26.3</b>	<b>72.9</b>	<b>53.3</b>	<b>-22.2</b>	<b>75.5</b>	<b>54.7</b>	<b>-23.2</b>	<b>77.9</b>	<b>49.8</b>	<b>-28.5</b>	<b>78.3</b>
1) Běžná hospodářská státní rozpočtu - bilance příjmů a výdajů	0.0	0.0	0.0	-4.8	-4.8	-4.8	-7.6	-7.6	-7.6	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.8	0.8	0.8
2) Výkazy státních podniků - bilance příjmů a výdajů	0.0	0.0	0.0	4.1	4.1	4.1	4.6	4.6	4.6	-1.4	-1.4	-1.4	-1.0	-1.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-0.9	-0.9	-0.9
3) Bilance státních finančních institucí a penzijních fondů	-9.5	-7.4	-2.1	-10.0	-7.8	-2.1	-9.8	-7.7	-2.1	-9.9	-7.8	-2.1	-8.3	-6.2	-2.1	-6.3	-4.2	-2.1	-13.7	-13.7	-13.7
4) Státní podniky - bilance příjmů a výdajů	42.1	0.0	42.1	36.8	36.8	36.8	33.2	33.2	33.2	33.6	33.6	33.6	37.0	37.0	37.0	35.9	35.9	35.9	34.9	34.9	34.9
5) Státní banky	40.7	0.0	40.7	40.8	40.8	40.8	41.4	41.4	41.4	41.4	41.4	41.4	40.6	40.6	40.6	44.1	44.1	44.1	43.4	43.4	43.4
6) Koutkové depozita na podporu platební bilance	-18.3	-18.3	0.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0
7) Depozita na účtech finančních úřadů u ČNB	-3.9	-3.9	0.0	-3.5	-3.5	-3.5	-7.6	-7.6	-7.6	-6.9	-6.9	-6.9	-5.0	-5.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	-3.8	-3.8	-3.8
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	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>-7.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-5.9</b>	<b>-7.6</b>	<b>-1.4</b>	<b>-6.2</b>	<b>-7.3</b>	<b>-1.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.5</b>	<b>-0.6</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	-7.3	-1.2	-6.1	-7.8	-1.4	-6.4	-7.5	-1.2	-6.3	-6.7	-0.7	-6.0	-5.6	-0.6	-5.0	-4.6	-0.5	-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	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
3) Činné papíry - bondy																					
<b>III. Pozice zdravot. pojišťoven</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>
1) Celková bilance zdravotních pojišťoven	-1.9	0.0	-1.9	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7	-1.7	-2.0	-2.0	-2.0	-1.8	-1.8	-1.8
2) Úvěry poskytnuté zdravotním pojišťovnám	1.9	0.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
3) Činné papíry - bondy																					
<b>IV. Pozice místních rozpočtů</b>	<b>-11.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-11.0</b>	<b>-10.6</b>	<b>0.0</b>	<b>-10.6</b>	<b>-8.6</b>	<b>0.0</b>	<b>-8.6</b>	<b>-7.8</b>	<b>0.0</b>	<b>-7.8</b>	<b>-6.7</b>	<b>0.0</b>	<b>-6.7</b>	<b>-5.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>-2.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-2.0</b>
1) Celková bilance v komerčních bankách	-19.5	0.0	-19.5	-18.9	-18.9	-18.9	-17.0	-17.0	-17.0	-16.3	-16.3	-16.3	-15.2	-15.2	-13.5	-13.5	-13.5	-11.0	-11.0	-11.0	
2) Úvěry poskytnuté bankami místním úřadům	6.8	0.0	6.8	6.6	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5
3) Manipulační bondy	1.7	0.0	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	2.0	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>34.5</b>	<b>-24.3</b>	<b>58.8</b>	<b>27.1</b>	<b>-30.7</b>	<b>57.8</b>	<b>31.6</b>	<b>-27.5</b>	<b>59.1</b>	<b>40.4</b>	<b>-22.9</b>	<b>63.3</b>	<b>44.3</b>	<b>-23.8</b>	<b>68.1</b>	<b>43.9</b>	<b>-29.0</b>	<b>72.9</b>
<b>V. Fond národního majetku</b>	<b>-13.1</b>	<b>-22.1</b>	<b>9.0</b>	<b>-17.3</b>	<b>-23.4</b>	<b>6.1</b>	<b>-15.6</b>	<b>-23.4</b>	<b>7.8</b>	<b>-15.7</b>	<b>-23.4</b>	<b>7.7</b>	<b>-14.3</b>	<b>-18.4</b>	<b>4.1</b>	<b>-13.0</b>	<b>-17.1</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	16.0	16.0	16.0	15.0	15.0	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	0.0	0.0	0.0	0.0
3) Depozita FNM	-30.1	-22.1	-8.0	-32.3	-23.4	-8.9	-30.6	-23.4	-7.2	-30.7	-23.4	-7.3	-28.3	-18.4	-10.9	-28.0	-17.1	-10.9	-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>17.2</b>	<b>-47.7</b>	<b>64.9</b>	<b>11.5</b>	<b>-54.1</b>	<b>65.6</b>	<b>15.9</b>	<b>-50.9</b>	<b>66.8</b>	<b>26.1</b>	<b>-41.3</b>	<b>67.4</b>	<b>31.3</b>	<b>-40.9</b>	<b>72.2</b>	<b>36.9</b>	<b>-35.1</b>	<b>72.0</b>



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

**Vývoj plnění SR k 30.4. 1998**

	1997					1998				Index 98/97
	Roční rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost k 30.4. 97	Podíl na ročním rozpočtu	Podíl na upraveném rozpočtu	Roční rozpočet	Skutečnost k 30.4. 98	Podíl na rozpočtu	Index 98/97	
Vybrané příjmové položky										
VAT	127,8	117,2	33,7	26,4	28,8	128,0	37,6	29,4	111,6	
spotřební daň	65,4	64,0	18,9	28,9	29,5	74,0	20,3	27,4	107,4	
pojistné na soc. zabezpeč.	205,5	196,7	57,4	27,9	29,2	209,5	63,0	30,1	109,8	
daň z příjmů	90,9	75,1	22,6	24,9	30,1	67,9	24,4	35,9	108,0	
<b>PŘÍJMY</b>	549,1	510,4	153,9	28,0	30,2	536,6	167,2	31,2	108,6	
<b>VÝDAJE</b>	549,1	510,4	163,9	30,2	32,5	536,6	168,0	31,3	101,3	
<b>SALDO</b>	0,0	0,0	-12,0	x	x	0,0	-0,8	x	x	

### Poměr 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	-0.9
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	0.5	-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>-27.6</b>	<b>-17.6</b>
<b>Poměr 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>-1.7</b>	<b>-1.0</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	-23.2	-6.3
mimorozpočtové účty vlády 4)	14.6	-3.1	15.0	11.4	6.0	-0.9
účty místních rozpočtů 5)	2.3	0.1	-2.3	-7.3	-4.8	-9.0
sociální fondy 6)	5.0	-2.5	-4.5	-3.0	-1.5	-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>-23.5</b>	<b>-16.8</b>
<b>Poměr 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>-1.4</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 12.května 1998



Oddělení 315 - reálná ekonomika

13. květen 98

## 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	1998	1993	1994	1995	1996	1998	mld. Kč	změna v %	mld. Kč	změna v %	mld. Kč	změna v %									
	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.	30.6.	30.9.	31.3.									
<b>A. Peněžní příjmy celkem (A1,2,3)</b>	5) 649,9	773,1	915,7	1 037,3	1 162,4	1 271,5	27,6	19,0	18,4	13,3	12,1	9,4	254,6	546,7	842,6	12,6	13,1	12,9	278,8	597,4	921,8	9,5	9,3	9,4	
1) příjmy z mezd	341,4	406,3	479,8	560,4	606,4	651,9	25,7	19,0	18,1	16,9	8,2	7,5	134,2	290,5	438,9	11,1	10,2	9,6	145,6	314,0	472,9	8,5	8,1	7,8	
2) sociální příjmy	121,3	138,2	158,5	184,3	208,6	235,6	28,5	14,0	14,7	16,2	13,2	13,0	49,3	100,7	152,0	13,8	11,9	12,7	55,2	111,9	170,9	12,0	11,1	12,4	
3) ostatní příjmy	189,6	230,0	277,4	292,7	347,5	384,0	30,0	21,3	20,6	5,5	18,7	10,5	71,1	155,5	251,7	14,8	20,0	19,2	78,0	171,5	278,0	9,7	10,3	10,5	
<b>B. Disponibilní peněžní příjmy (ř.A - ř.C2)</b>	560,4	660,7	779,6	884,0	993,6	1086,5	28,6	17,9	18,0	13,4	12,4	9,4	244,9	465,2	719,6	13,5	13,4	13,3	234,4	507,8	786,7	9,1	9,2	9,3	
<b>C. Peněžní výdaje celkem (C1,2,3)</b>	5) 591,8	697,3	808,6	933,5	1 029,4	1 129,9	25,3	17,8	16,0	15,4	10,3	10,3	228,6	489,9	749,3	9,8	11,7	10,4	248,8	534,8	820,4	8,9	9,2	9,5	
1) výdaje za zboží a služby	461,0	536,7	616,0	714,9	786,1	860,2	25,7	15,4	14,8	16,1	10,0	10,0	170,1	371,6	570,7	10,4	12,1	10,2	183,4	404	622,1	7,8	8,7	9,0	
2) daně, popl. příspěv. na soc zabezp. a zdravotn. pojištění	89,0	112,2	136,1	153,3	168,8	184,9	20,5	26,1	24,2	12,7	10,1	10,1	39,7	81,5	123,0	8,4	11,3	10,5	44,4	89,6	135,1	12,0	10,0	9,9	
3) ostatní výdaje	41,1	48,2	56,6	65,3	74,5	84,7	24,1	17,2	17,3	15,4	14,1	14,1	18,8	36,9	55,6	7,4	8,9	11,6	21,0	41,2	63,2	11,9	11,8	13,7	
4) chyby a opomenutí	-13,99	-16,01	-45,42	-31,5	-41,1	-67,1							-11,7	-17,4	-36,8				-19,9	-34,5	-59,3				
<b>D. Změna stavu fin. aktiv a pasiv domácností</b> (ř.23.4.5-ř.26.7)	44,1	59,9	61,7	72,3	91,9	74,5							14,4	39,4	56,5				10,1	28,1	42,1				
1) změna stavu korunových vkladů (vč. staveb spoření)	55,9	60,2	79,2	62,7	64,6	59,7							16,5	23,6	32,7				11,7	22,7	32,7				
(absolutní stav korunových vkladů)	316,1	376,2	455,4	612,4	677,0	636,7							527,9	536,0	545,0	11,4	9,5	10,8	588,7	599,7	609,7	11,5	11,9	11,9	
2) změna stavu devizových vkladů	7,8	-3,6	-6,4	4,4	30,5	5,7							4,3	23,1	26,8				-0,3	1,7	3,7				
(absolutní stav devizových vkladů)	45,8	42,2	35,8	40,1	70,7	76,3							44,4	63,0	66,0	25,8	75,6	75,6	70,3	72,3	74,3	58,4	14,4	12,7	
3) změna stavu hotovosti	0,1	18,2	16,7	9,7	-2,1	4,1							-1,2	-6,1	-3,5				-3,4	0,6	2,1				
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	-0,9				
5) změna stavu duchodů přípoj.	0,2	0,3	10,2	11,9	14,0	11,0							2,6	6,1	10,4				2,6	5,3	7,5				
6) změna stavu korunových půjček	19,9	15,1	-6,0	1,7	6,9	4,1							2,7	1,9	2,1				1,1	2,0	3,1				
7) změna stavu devizových půjček	0,0	0,0	0,3	0,4	2,7	0,3							1,2	1,5	2,0				-1,0	-0,6	-0,2				
<b>E. Podíl změny stavu čist. fin. aktiv na disponibil. příj. (v %)</b> (ř.10-ř.23.4.5-ř.26.7:ř.98)							7,9	9,1	7,9	8,2	9,2	6,9				6,7	8,5	7,9				4,3	5,5	5,4	
<b>F. Mira úspor ČSU v %</b>																									
<b>G. Reálné celk. peněž. příjmy - mzd. zm. v %</b>							5,6	8,2	8,6	4,1	3,3	-2,3				12,6	12,5	12,9				-3,3	-3,4	-2,7	
<b>H. Reálné příjmy z mezd - mzd. zm. v %</b>							4,0	8,3	8,2	7,4	-0,3	-4,0				3,6	3,1	1,6				-4,3	-4,4	-4,2	

1) Zahnuje pojistné náklady, úroky, příjmy z podnikatelské činnosti, dividendy, dědičky, prodej nemovitostí, výhry ap.

2) Zahnuje pojistné, úroky z půjček, platby za privatizaci, výdaje do zahraničí, složky, životní pojištění, úrazové pojištění, ostatní nezhvorní pojištění, ap.

3) Reálné příjmy jsou vypočteny odfiováním průměrnou inflací

4) Propočteno na rok 2015

5) Údaje za domácnosti zahrnují obyvatelstvo (cca 89,0 %) a žmoutilky (cca 7,0 %)

) Sledovat dříve nelze vyplní

Zpracovala Ing. Jašova I.4396

Spolupracuje Ing. Fialčicová odd. 312 (předložka části C), I.4435



st.obd.m.r.=100

Odd.315 - reálna ekonómika  
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. ve %	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Prepočítaná váha ke konci lečnia	100,00	9,5	9,6	10,2	10,2	10,0	9,7	9,0	8,8	8,1	8,0	7,9
Spotřebitelské ceny cel.	22,56	4,3	4,3	6,7	6,7	7,2	9,4	9,4	9,7	10,0	10,1	10,2
Regulované ceny	x	1,17	1,15	1,56	1,57	1,69	2,19	2,19	2,25	2,28	2,30	2,29
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen)	x	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	10,2	10,9	11,2	11,3	10,8	9,8	8,2	8,2	7,5	7,3	7,3
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	7,85	8,38	8,41	8,59	8,33	7,54	6,60	6,32	5,95	5,73	5,63
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	32,71	14,7	14,7	14,4	12,8	10,0	7,8	8,3	8,9	8,5	8,4
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	4,39	4,71	4,69	4,53	4,68	3,22	2,56	2,23	1,95	1,62	1,60
korigovaná inflace	44,73	7,8	8,3	9,3	9,3	9,6	9,7	9,5	9,9	9,9	9,9	9,7
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	3,45	3,87	3,71	3,75	3,75	4,31	4,35	4,09	3,81	3,60	3,65
Roční klouz. průměr	x	9,9	9,8	9,9	9,9	10,0	9,8	9,3	9,8	9,6	9,3	9,1
(podíl na růstu sp.cen)	x	8,9	8,9	9,3	9,3	9,7	9,7	9,6	9,5	9,4	9,3	9,1
Průměr od počátku roku	Prepočítaná váha ke konci lečnia	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	9,0	8,8	9,6	8,5	8,7	9,4	8,7	8,9	8,7	8,8	8,6
Regulované ceny	23,40	12,8	12,5	11,3	11,4	9,9	11,8	14,1	13,0	13,0	13,6	13,8
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	x	2,85	2,82	2,81	2,57	2,59	2,74	3,28	3,05	3,02	3,16	3,17
(podíl na růstu sp.cen)	Čistá inflace	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	7,4	7,0	7,4	7,4	7,4	8,2	7,8	7,0	7,0	6,8	6,8
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	5,74	5,41	5,74	5,62	5,74	6,29	5,95	5,47	5,37	5,09	5,09
korigovaná inflace	32,87	6,4	6,4	7,0	7,0	7,8	9,4	7,4	7,4	7,5	6,9	6,8
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	1,99	1,79	2,15	2,32	2,53	2,02	2,75	2,39	2,42	2,23	2,23
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	8,5	8,3	8,2	7,2	7,0	7,3	6,7	7,0	6,7	6,4	6,5
Roční klouz. průměr	44,73	3,75	3,63	3,59	3,30	3,22	3,24	3,21	3,09	2,95	2,85	2,85
(podíl na růstu sp.cen)	x	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
Průměr od počátku roku	x	8,0	8,3	8,7	8,7	8,7	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,8
Stála váha ve spotr. ve %	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Prepočítaná váha ke konci lečnia	100,00	7,4	8,8	8,7	8,5	8,8	9,4	9,9	10,3	10,2	10,1	10,0
Spotřebitelské ceny cel.	18,37	12,8	12,6	13,0	13,3	13,3	25,6	22,7	23,2	23,0	22,6	22,7
Regulované ceny	x	2,49	2,49	2,56	2,59	2,58	3,15	4,69	4,78	4,72	4,63	4,62
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen)	x	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	81,63	6,1	6,3	6,3	6,3	6,3	5,3	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	4,93	4,78	4,29	4,16	3,72	4,17	4,20	5,25	5,50	5,48	5,42
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	6,0	5,5	4,2	3,8	3,4	3,5	3,8	8,1	5,8	5,8	5,8
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	1,86	1,79	1,39	1,20	0,86	1,14	1,80	1,97	1,87	1,88	1,82
korigovaná inflace	48,92	8,2	8,3	8,1	8,4	8,4	9,5	7,3	7,5	7,7	7,8	7,6
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	2,95	2,97	2,90	2,98	2,97	3,03	3,44	3,54	3,63	3,60	3,60
Roční klouz. průměr	x	8,7	8,6	8,4	8,2	7,9	7,9	8,2	8,1	8,2	8,3	8,3
(podíl na růstu sp.cen)	x	7,4	7,3	7,1	7,0	6,9	7,2	7,6	7,9	8,1	8,3	8,5
Průměr od počátku roku	Prepočítaná váha ke konci lečnia	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	13,1	13,4	13,4	13,1	13,2	11,4	11,0	10,7	10,7	10,7	10,7
Regulované ceny	18,32	30,8	30,9	31,0	30,2	30,2	21,9	21,8	21,6	21,7	21,9	22,0
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách **)	x	6,39	6,47	6,42	6,30	6,25	5,07	5,04	4,98	4,98	4,99	4,99
(podíl na růstu sp.cen)	Čistá inflace	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	7,5	7,9	7,9	7,6	7,0	7,2	6,8	6,5	6,5	6,4	6,5
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	6,00	6,31	6,32	6,09	6,23	5,61	5,28	5,00	5,03	5,00	5,00
korigovaná inflace	32,71	6,0	6,8	7,2	7,2	7,7	9,0	7,6	7,3	7,0	7,0	6,9
(podíl na růstu sp.cen)	z toho: ceny potravin	1,97	2,22	2,40	2,45	3,11	2,43	2,32	2,27	2,12	2,12	2,08
(podíl na růstu sp.cen)	(podíl na růstu sp.cen)	8,5	8,6	7,9	8,4	8,1	7,9	8,2	8,1	8,1	8,1	8,2
Roční klouz. průměr	48,98	4,03	4,09	3,92	3,63	3,39	3,66	3,72	3,65	3,68	3,68	3,68
(podíl na růstu sp.cen)	x	8,9	9,5	11,1	10,0	11,6	11,9	11,8	11,8	11,9	11,9	12,0
Průměr od počátku roku	x	13,1	13,3	13,3	13,2	13,1	12,9	12,6	12,4	12,3	12,1	12,0

\*) Změna spotřební daně u cigarek (dopad do celk. inflace 0,38 proc. bodů) a alkoholů (0,00)  
\*\*) Zvýšení DPH z 6 na 22 % u pivních pralů (dopad do celk. inflace 0,127 proc. bodů), zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků (0,286) a zrušení daně na šesti stávkách (0,116)

Na propočtu vývoje jednotlivých složek inflace do r. 1997 spolupracoval Ing. Hošek

