

V Praze dne 18. září 1998

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky
9. situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji

Stručný obsah - důvod předložení:

Materiál se předkládá podle plánu práce bankovní rady ČNB na 2. pololetí 1998.

Část I.

Návrh rozhodnutí bankovní rady

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Spolupracující oddělení úseku bankovních obchodů

Část II.

Předkládací zpráva

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

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

Část III.

Vlastní materiál včetně shrnutí a tabulkových příloh
Příloha č. I: Indikátory
vnější nerovnováhy ČR

Předkládá: Ing. Hrnčíř, DrSc.

Kontroloval: doc. Ing. Čapek, CSc.

Zpracoval: sekce měnová

N á v r h

R o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky k materiálu

"9. 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 2. pololetí 1998. Obsahuje přílohu: „Indikátory vnější nerovnováhy České republiky“.

Obsah

	str.
I. Inflace	1
1. Minulý vývoj	1
1.1. Meziměsíční vývoj	1
1.2. Sezónně očištěné údaje	2
1.3. Meziroční vývoj	2
1.4. Obchodovatelné a neobchodovatelné ceny	3
2. Prognóza	4
2.1. Regulované ceny	4
2.2. Čistá inflace	4
3. Predikce na rok 1999	5
3.1. Regulované ceny	5
3.2. Čistá inflace	6
3.2.1. Trendová extrapolace	
3.2.2. Exogenní faktory	
3.2.3. Poptávkové faktory	
3.2.4. Nákladové faktory	
3.2.5. Čistá inflace	
3.2.6. Shrnutí	
4. Modelové prognózy a propočty dopadů snížení úrokových sazeb	16
4.1. Předpoklady	16
4.2. Výsledky simulací	19
4.3. Shrnutí	19
II. Faktory inflace	21
1. Měnový vývoj	21
1.1. Peníze	21
1.1.1. Peněžní agregáty	
1.1.2. Sektorová struktura peněžního agregátu M2	
1.2. Domácí úvěrová emise	24
1.2.1. Čistý úvěr vládě	
1.3. Úrokové sazby	27
1.3.1. Vývoj krátkodobých sazeb	
1.3.2. Vývoj dlouhodobých sazeb	
1.3.3. Klientské sazby	
1.4. Devizový kurz, finanční účet a devizové rezervy	32
1.4.1. Devizový kurz	
1.4.2. Finanční účet a devizové rezervy	
1.5. Akciový trh	34
2. Agregátní poptávka a nabídka	37
2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky	37
2.2. Domácí poptávka	38
2.2.1. Spotřeba domácností	
2.2.2. Investice	
2.2.3. Spotřeba vlády	
2.3. Čistá zahraniční poptávka	40
2.4. Výstup	40
2.5. Vývoj běžného účtu	41
3. Trh práce	42
3.1. Vývoj mezd a příjmů	42
3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost	46
4. Nákladové faktory	47
4.1. Ceny výrobců	47
4.2. Dovožní ceny a ceny surovin	48
4.3. Ceny tržních služeb	49

III. Shrnutí

Příloha č.1: Indikátory vnější nerovnováhy ČR

Tabulkové přílohy

I. Inlace

Srpen 1998:

Meziměsíční index spotřebitelských cen -0,2 Meziroční index spotřebitelských cen 9,4 %
 Meziměsíční čistá inflace -0,3 Meziroční čistá inflace 4,9 %

I. Minulý vývoj

Cenovému vývoji v posledních 6 měsících dominoval extrémní sestup hodnot meziměsíční čisté inflace na úroveň 0,0 – 0,1 %, který se promítl do výrazného snížení meziroční čisté inflace. Při příznivém vlivu světových cen a vývoje devizového kursu byl rozhodujícím faktorem tohoto vývoje mizr. pokles spotřebitelské poptávky v posledních 12 měsících.

Regulované ceny zaznamenaly významnější meziměsíční pohyb pouze v červenci, ve srovnání se stejným měsícem m.r. byl však výrazně nižší, v důsledku toho se podstatně snížila i úroveň meziročního růstu regulovaných cen. Výsledkem uvedených trendů byl silný pokles meziročního indexu spotřebitelských cen: od února do srpna celkem o 4 procentní body.

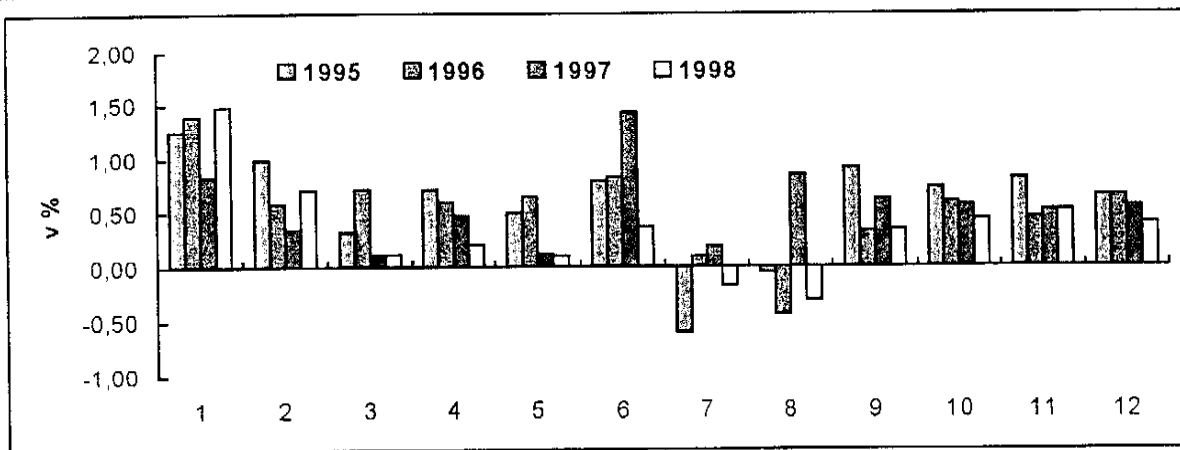
I.1. Meziměsíční vývoj

Meziměsíční pokles spotřebitelských cen v srpnu 1998 činil -0,2 %. Tento pokles byl způsoben poklesem cen položek čisté inflace. Regulované ceny v srpnu vzrostly meziměsíčně o 0,02 % s prakticky nulovým dopadem do celkového růstu cen. Meziměsíční čistá inflace v srpnu činila -0,3 % (v jejím rámci sezónně ovlivněný pokles cen potravin o 0,9 % a růst korigované inflace o 0,1 %).

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST							
	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
MEZIMĚSÍČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	4,0	0,6	0,1	0,3	0,1	0,3	1,9	-0,2
v tom:								
Regulované ceny	9,3	0,4	0,2	0,6	0,0	0,1	8,4	0,0
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistá inflace	1,5	0,7	0,1	0,2	0,1	0,4	-0,2	-0,3
z toho:								
- ceny potravin	1,7	0,8	0,2	0,3	0,1	0,4	-1,4	-0,9
- korigovaná inflace	1,4	0,7	0,0	0,1	0,1	0,4	0,6	0,1

Meziměsíční čistá inflace v letech 1995 až 1998 (od září 1998 predikce)



1.2. Sezónně očištěné údaje

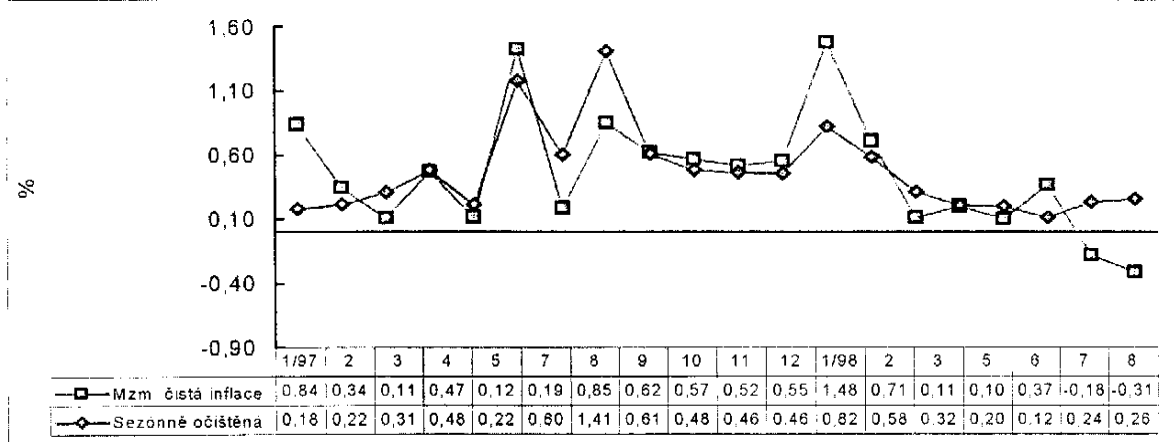
Sezónně očištěné hodnoty celkové inflace od ledna do června trvale klesaly. Červencová sezónně očištěná hodnota (poslední známé údaje, publikuje ČSÚ) je vyšší než skutečná hodnota (důsledek deregulací a skutečnosti, že červencové sezónní vlivy přispívají ke zpomalování růstu cen). Srpnová sezónně očištěná hodnota bude rovněž vyšší než skutečná hodnota.

Meziměsíční index spotřebitelských cen

1998 (v %)	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	Červenec	Srpen
Původní údaje	3,99	0,63	0,12	0,29	0,09	0,30	1,94	-0,22
Sezónně očištěné	3,55	0,53	0,36	0,34	0,26	0,25	2,30	

Výsledky sezónního očištění čisté inflace (náš propočít, ČSÚ neprovádí) v roce 1998 odpovídají výsledkům sezónního očištění celkové inflace a rovněž ukazují, že sezónní vlivy v období března až května a rovněž v červenci a srpnu přispěly k nízkým hodnotám čisté inflace (a naopak přispěly k vyšší hodnotě v červnu). Od června se sezónně očištěné údaje zvyšují, tato skutečnost je důležitá pro predikce, protože by mohla signalizovat změnu trendu. Výsledky sezónního očištění čisté inflace je potřeba považovat pouze za orientační, protože statistické testy používané pro kontrolu výpočtů sezónního vyrovnání označily provedené sezónní očištění jako nepoužitelné (sezónnost v časové řadě čisté inflace je nevýrazná).

Sezónní očištění čisté inflace



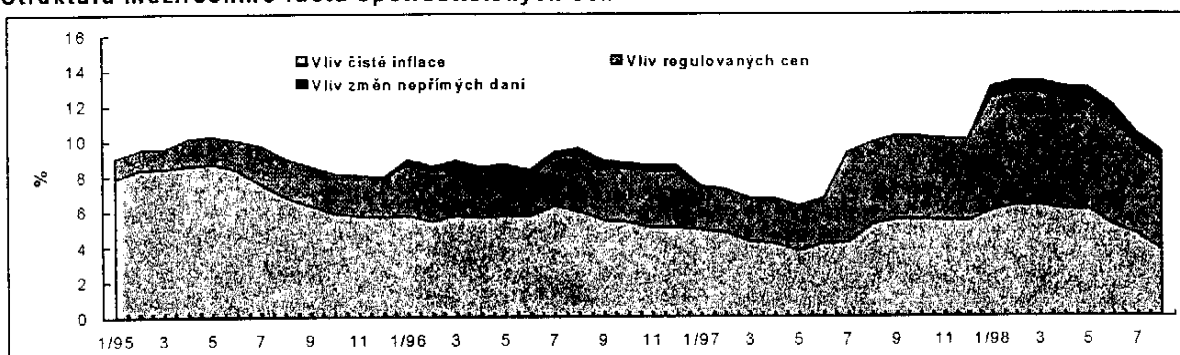
1.3. Meziroční vývoj

Meziroční růst spotřebitelských cen v srpnu 1998 činil 9,4 %. Výrazné zpomalení meziroční dynamiky ve srovnání s červencem 1998, kdy byl meziroční růst 10,4 %, byl způsoben především nižší meziroční čistou inflací. Meziroční růst regulovaných cen v srpnu 1998 činil 20,9 % (v červenci 21,1 %, v červnu 29,7 %). Meziroční dynamika regulovaných cen poklesla z vysoké hodnoty v červnu z toho důvodu, že v červenci 1997 došlo k podstatně vyššímu zvýšení centrálně regulovaných cen než v červenci 1998 (meziměsíční růst regulovaných cen dosáhl v červenci 1997 16,0 %, v červenci 1998 8,4 %).

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST															
	1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98		7/98		8/98	
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	13,1		13,4		13,4		13,1		13,0		12,0		10,4		9,4	
v tom:	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Regulované ceny	30,7	6,36	30,8	6,38	30,8	6,38	30,1	6,26	29,8	6,20	29,7	6,11	21,1	5,00	20,9	4,92
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách		0,73		0,73		0,73		0,73		0,73		0,73		0,73		0,73
Čistá inflace	7,5	6,00	7,9	6,31	7,9	6,32	7,6	6,08	7,6	6,07	6,5	5,19	6,1	4,66	4,9	3,72
z toho:																
- ceny potravin	6,0	1,97	6,8	2,22	7,2	2,40	7,2	2,44	7,5	2,88	5,8	1,96	5,4	1,75	3,8	1,23
- korigovaná inflace	8,5	4,03	8,6	4,09	8,4	3,92	7,9	3,64	7,7	3,19	6,9	3,22	6,6	2,91	5,6	2,50
MIRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	8,9		9,5		10,0		10,5		11,1		11,5		11,6		11,5	

Meziroční čistá inflace v srpnu činila 4,9 % (v červenci 6,1 %) a proti konci m.r. byla nižší o 1,9 procentního bodu (ze 6,8 % v prosinci 1997). Po zrychlení meziroční dynamiky na počátku t.r. od března meziroční dynamika čisté inflace postupně klesala v důsledku příznivého meziměsíčního vývoje. V rámci čisté inflace vzrostly v srpnu ceny potravin meziročně o 3,8 % a meziroční korigovaná inflace o 5,6 %.

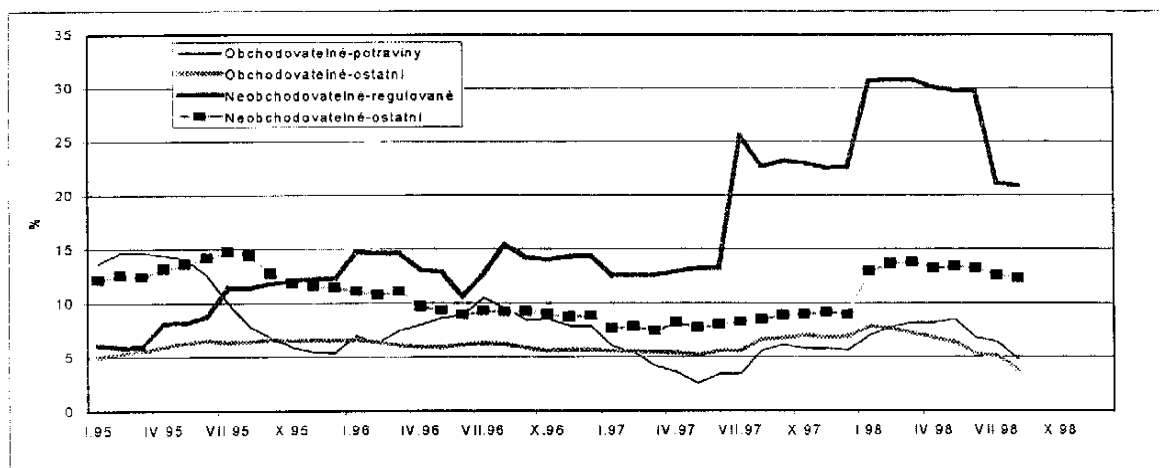
Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen

1.4. Obchodovatelné a neobchodovatelné ceny

Meziroční růst cen obchodovatelných komodit dosáhl v srpnu 4,3 %, což je nejnižší hodnota od počátku roku. Meziměsíční růst cen obchodovatelných komodit již druhý měsíc vykázal záporný růst (červenec -0,5 %, srpen -0,4 %). Meziroční růst cen neobchodovatelných komodit zaznamenal v srpnu 17,7 %, což je ve shodě s klesajícím trendem od počátku roku. Obdobná situace je i u meziměsíčních hodnot, kde srpnová hodnota růstu činila 0,1 %. Klesající trend meziročních nárůstů cen obchodovatelných i neobchodovatelných komodit vykázaly i jejich příslušné části. Ceny „obchodovatelné-potraviny“ vykázaly v srpnu růst ve výši 4,8 %, „obchodovatelné-ostatní“ 3,8 %, „neobchodovatelné- regulované“ 20,9 % a „neobchodovatelné-ostatní“ 12,3 %.

Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST																	
	12/97		1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98		7/98		8/98	
MEZIMĚSÍČNÍ RŮST	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Obchodovatelné ceny	0,6	0,37	1,9	1,20	0,5	0,29	0,0	0,02	0,2	0,11	0,0	0,03	0,3	0,20	-0,5	-0,28	-0,4	-0,28
Neobchodovatelné ceny	0,2	0,09	7,4	2,79	0,9	0,34	0,3	0,11	0,5	0,18	0,1	0,06	0,3	0,10	5,6	2,22	0,1	0,00
MEZIROČNÍ RŮST	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Obchodovatelné ceny	6,3	4,05	7,4	4,77	7,7	4,96	7,7	4,95	7,5	4,79	7,4	4,70	6,1	3,90	5,7	3,60	4,3	2,70
Neobchodovatelné ceny	16,8	5,99	23,2	8,31	23,5	8,45	23,6	8,48	22,9	8,28	22,9	8,30	22,7	8,10	18,0	6,80	17,7	6,70

Vývoj cen v členění na obchodovatelné a neobchodovatelné (meziroční změny)



2. Prognóza (do 12/98)

Předpokládáme, že v nejbližším období (do konce roku 1998) bude pokračovat příznivý vývoj čisté inflace a regulované ceny porostou po červencových deregulacích jen mírně. Příznivý vývoj čisté inflace (mzm. růst nižší ve srovnání se stejným obdobím m.r.) v následujících měsících odvozuje od očekávání, že vývoj inflaci ovlivňujících faktorů se bude pohybovat na úrovni předchozích měsíců. (podrobněji - v části 2.2). Ke konci roku 1998 predikujeme meziroční růst celkového indexu spotřebitelských cen 8,8 % a míru inflace 11,1 %. Tato predikce vychází z predikce vývoje regulovaných cen a čisté inflace.

2.1. Regulované ceny

Meziroční růst regulovaných cen očekáváme ke konci roku 1998 na cca 21 %.

Ve zbývající části roku již neočekáváme změny centrálně **regulovaných cen** a poplatků a uvažujeme pouze s růstem některých věcně usměrňovaných cen a cen stanovovaných místními orgány. Z tohoto důvodu ve zbývajících měsících roku 1998 predikujeme pouze mírné růsty regulovaných cen (0,1 –0,2 %) s minimálními dopady do celkového indexu spotřebitelských cen. Rizikem této predikce je pouze nejistý odhad vývoje ceny centrálního tepla (věcně usměrňovaná cena), která má velkou váhu ve spotřebním koši (0,3 %), v důsledku předchozích zvýšení cen plynu a přechodu na novou sezónu. Při predikcích vycházíme z konkrétních predikcí růstů cen všech položek zahrnutých do regulovaných cen a jejich dopadů do celkového indexu spotřebitelských cen. Tyto predikce konzultujeme s MF.

2.2. Čistá inflace

Ke konci roku 1998 očekáváme meziroční čistou inflaci 4,3 %.

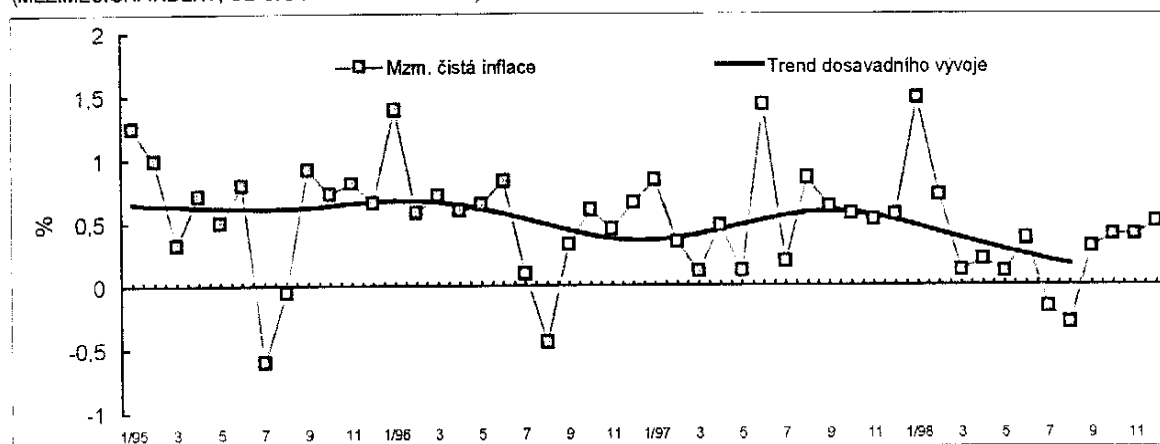
V posledních 6 – 9 měsících se faktory inflace vyvíjely (z pohledu dosažení nízké úrovně růstu cen) velmi příznivě. K nízkým hodnotám za březen až květen, červenec a srpen přispěla i sezónnost. Trend časové řady meziměsíčních hodnot čisté inflace od počátku roku trvale plynule klesá (viz následující graf), sezónně očištěné hodnoty meziměsíční čisté inflace se ovšem od června mírně zvyšují. V následujícím období předpokládáme nadále příznivý vývoj čisté inflace, neboť cenový vývoj do konce roku je již do značné míry ovlivněn minulým (příznivým) vývojem inflaci ovlivňujících faktorů. Do konce roku předpokládáme pokračování tohoto vývoje. Ve srovnání s m.r. proto očekáváme v období září – prosinec nižší meziměsíční nárůsty čisté inflace.

Některé signály (především změna klesajícího trendu čisté inflace) naznačují, že mzm. vývoj by mohl v krajním případě kopírovat vývoj v minulém roce, což by znamenalo zabrzdění dezinflačního procesu ve zbytku roku. Ani tento případný vývoj však nic nemění na celkové sestupném trendu čisté inflace v tomto roce.

Snížení naší předešlé predikce meziroční čisté inflace ke konci roku (5,2 %) na současnou predikci 4,3 % je důsledkem předně nižší čisté inflace v srpnu než jsme predikovali (o 0,3 proc. bodu), dále pokračováním příznivého vývoje inflačních faktorů v srpnu a konečně dalším zkrácením délky období do konce roku, což snižuje očekávaná rizika zrychlení růstu cen ve zbývající části roku. Konkrétní predikce meziměsíční čisté inflace v jednotlivých měsících jsme získali aplikací sezónních výkyvů na predikovanou úroveň trendu a případně jejich následnou úpravou na základě expertních odhadů. Meziměsíční čistá inflace v průběhu roku dosahuje nadprůměrných hodnot v lednu, červnu, listopadu a prosinci. V lednu v důsledku přeceňování zboží, v červnu především v důsledku růstu cen potravin a v závěru roku je rychlejší růst cen odrazem předvánočních nákupů. Nejnížší hodnoty meziměsíční čisté inflace bývají v červenci a srpnu. Pro predikce používané odhady sezónních odchylek odpovídají statistickým výpočtům i expertním odhadům, avšak je nutné si uvědomit, že tyto odhady jsou nejisté, protože vycházejí pouze z tříleté časové řady.

Trend skutečného vývoje a predikce čisté inflace

(MEZIMĚSÍČNÍ INDEXY, OD SRPNA 1998 PREDIKCE)



3. Predikce na rok 1999

Predikce vývoje meziročního indexu spotřebitelských cen vychází z predikce regulovaných cen a predikce vývoje čisté inflace (s přičtením vlivu změn nepřímých daní). Mzr. růst spotřebitelských cen v prosinci 1999 očekáváme v rozpětí 5,6 – 7,2 (při mzm. čisté inflaci v rozmezí 4,0 – 6,0 %).

3.1. Regulované ceny a vliv administrativních úprav

Ke konci roku 1999 očekáváme meziroční růst **regulovaných cen** cca 10,3 %, tedy výrazně nižší než v roce 1998.

Tato predikce vychází z dosud nezamítnutých dlouhodobých koncepcí nápravy regulovaných cen, jejichž stanovování je v kompetenci MF a z predikce plynulého růstu ostatních položek regulovaných cen, jejichž růst zhruba kopíruje vývoj celkové inflace (v růstu věčně usměrňovaných cen a cen stanovovaných místními úřady se promítá téměř výhradně pouze růst nákladů). Růsty regulovaných cen, vycházející z dlouhodobých koncepcí, jsme dále upravili (snížili) v důsledku nového přístupu současné vlády k regulovaným cenám a naopak předpokládáme zvýšení nemocenského pojištění. Růst cen a poplatků položek regulovaných cen jsme konzultovali s příslušnými pracovníky Ministerstva financí a vycházeli jsme z konkrétních predikcí růstů cen všech položek zahrnutých do regulovaných cen a jejich dopadů do celkového indexu spotřebitelských cen. Uvedená predikce růstu regulovaných cen je značně riziková, protože dosud nebyly schváleny, ani předloženy žádné konkrétní návrhy změn regulovaných cen a vzhledem ke změně vlády není vyloučena možnost zachování stávajícího poměrně rychlého tempa deregulací, ani úplné zastavení deregulací.

Naše predikce růstu regulovaných cen vychází z těchto konkrétních růstů cen: ceny elektřiny a plynu v roce 1999 vzrostou o 15 % (v roce 1998 o cca 44 % resp. 45 %), nájemného o 10 % (v roce 1998 o cca 27 %), tepelné energie o 6 % (v roce 1998 o cca 27 %), jízdného na železnici o 15 % (v roce 1998 o 30 %), nemocenského o 25 % (v roce 1998 o 0%) apod.

Predikce vlivu administrativních zásahů: S největší pravděpodobností bude od 1. ledna 1999 zvýšena spotřební daň u tabáku a pohonných hmot, a proto jsme toto zvýšení již zapracovali do naší predikce růstu cen. Spotřební daň by měla být u těchto položek zvýšena zhruba ve stejné výši jako k 1. lednu 1998 (v lednu 1998 byla navíc zvýšena spotřební daň i u alkoholu). Z návrhu materiálu pro jednání vlády vyplývá, že u cigaret vzroste spotřební daň o 0,97 Kč na krabičku, u benzínu o 1,39 Kč a u nafty o 1,04 Kč na 1 litr.

Dopady těchto změn spotřebních daní do růstu cen odhadujeme následujícím způsobem:

Dopad do položek cen potravin (cigarety a tabák):	0,12	procentního bodu.
Dopad do položek korigované inflace (pohonné hmoty)	0,28	procentního bodu.
Celkový dopad do indexu spotřebitelských cen	0,40	procentního bodu.

3.2. Čistá inflace

Vývoj v posledních 6 měsících vytvořil velmi složitý rámec pro formování predikce vývoje čisté inflace v roce 1999. Je zřejmé, že postupný mizr. pokles čisté inflace počínaje dubnem není náhodný. Jeho kostru tvoří významné snížení mizr. dynamiky cen potravin, příznivý vliv kursu a světových cen a pokles poptávky domácností v posledních 8 měsících, především v důsledku zabrzdění rychlého růstu jejich příjmů. Rovněž očekávání vývoje většiny podstatných faktorů inflace – pokud jde o zbytek roku 1998 a 1. pololetí roku 1999, která jsou s přihlédnutím k časovým zpožděním pro vývoj inflace v r. 1999 rozhodující – jsou z pohledu pokračování dezinflačního trendu příznivá. Na straně druhé očekávání vývoje některých faktorů nevyklučuje zabrzdění dezinflačního procesu, v krajním případě i určitý opětovný inflační vzestup. Predikce některých faktorů jsou přitom zatíženy značným rozptylem jejich očekávaného vývoje. Domníváme se, že existují i další, špatně kvantifikovatelná rizika cenového vývoje spojená např. s dalším vývojem trhu v ČR apod. To vše spolu s úrovní datové základny, malým rozsahem vhodných leading indicators a nedostačujícími ekonometrickými výsledky vede ke značné úrovni nejistoty, pokud jde o predikci a vyúsťuje v intervalovou prognózu.

Kromě extrapolace trendu vývoje minulých let bylo k predikci použito vyhodnocení vývoje 10 základních faktorů v následujícím členění :

- exogenní faktory, tj. světové ceny surovin a potravin, vývoj inflace v zemích obchodních partnerů a kurs,
- poptávkové faktory, tj. peněžní zásoba, mzdy a příjmy a saldo veřejných rozpočtů,
- nákladové faktory, tj. ceny průmyslových výrobců a ceny zemědělských výrobců,
- specifický faktor inflačních očekávání a vlivu setrvalé inflace.

Bylo přihlédnuto k řadě ekonometrických rozborů, z nich nejvíce uspokojivé výsledky byly při tvorbě predikce použity. Kromě toho byl zvláště vyhodnocován vývoj jednotlivých segmentů čisté inflace. Věcně je predikce vymezena ve dvou základních variantách. Předně jako predikce za předpokladu pokračování dosavadního vývoje všech uvedených ovlivňujících faktorů. Druhá varianta pracuje s úvahami o možných změnách uvedených faktorů.

3.2.1. Trendová extrapolace (technická predikce)

Extrapolace vývoje čisté inflace založená na lineárním trendu v minulých 44 měsících vede k očekávání dalšího poklesu mizr. čisté inflace na úroveň kolem 3,0 % ke konci roku 1999, tzn. že predikční interval s rozpětím 2 procentních bodů by se pohyboval v rozmezí 2,0 % - 4,0 %.

3.2.2. Exogenní faktory (světové ceny surovin a potravin, vývoj inflace v zemích obchodních partnerů a kurs)

Vývoj **světových cen surovin a potravin**. Z dosavadního vývoje usuzujeme, že úroveň světové poptávky v nejbližších měsících bude slabá a nepovede k zásadnímu růstu světových cen surovin, avšak vývoj v průběhu roku 1999 je nejistý, v druhé polovině roku nevyklučujeme mírný růst. Za důležitý pro cenový vývoj lze považovat růst cen ropy, který zejména nelze zcela vyloučit. Vzhledem k určitému (cca tříměsíčnímu) zpoždění vlivu cenových změn (kontrakční lhůty) však v zásadě očekáváme, že vývoj světových cen bude v příštím roce na vývoj domácích spotřebitelských cen působit stabilizujícím účinkem. Očekáváme rovněž, že světové ceny obilí neporostou (předpoklad slabé celosvětové poptávky, dostatečné zásoby), což by mělo mít pozitivní vliv na stabilitu tuzemských cen obilí (dále rovněž dobrá letošní sklizeň, dostatečné tuzemské zásoby) a tedy působit i jako stabilizující prvek cen potravin.

Rovněž **vývoj inflace v zemích obchodních partnerů** by měl v příštím roce působit (zejména na ceny obchodovatelných ostatních komodit) stabilizujícím vlivem, neboť očekáváme další snížení již dnes nízkého cenového růstu v těchto zemích.

Podstatnou roli úrovně a mizr. změn **kursu** pro hodnoty mizr. čisté inflace signalizovaly již minulé situační zprávy. Provedené propočty prokázaly rozdílnou úroveň korelací jak pro různá období, tak i pro různé segmenty inflace, různé délky zpoždění a v neposlední řadě i pro různé koncipovaný kurs (podíl DEM a USD), nicméně znovu potvrdily, že vliv kursu na úroveň čisté inflace zůstává a bude i v roce 1999 významný, přestože ekonometrické výsledky nejsou plně uspokojivé. Za podstatnou považujeme především skutečnost odhadovaného poměrně velkého rozptylu hodnot mizr. čisté inflace (při uvažovaném rozpětí kursu 18 – 20 Kč/DEM vychází rozdíl v hodnotě mizr. čisté inflace v rozmezí 1,5 procentního bodu), přičemž konkrétní úroveň čisté inflace je významně ovlivňována dalšími faktory, především vývojem mezd, příjmů a poptávky.

3.2.3. Poptávkové faktory (Peněžní zásoba, mzdy a příjmy a saldo veřejných rozpočtů)

V současné době probíhající ekonometrická analýza vztahu vývoje **peněžní zásoby** a inflace (CPI i čisté inflace) potvrdila výsledky dvou předchozích analýz, které indikovaly vzájemný vztah mezi oběma veličinami. Analýza prokázala ve vztahu peněžní zásoba – inflace určující význam peněz, přičemž peníze mohou působit ve vztahu k CPI se zpožděním 1 – 6 měsíců, ve vztahu k čisté inflaci se zpožděním 1 – 8 měsíců. Současně však analýza ukázala, že vztah je slabší, než se někdy očekává. Predikční schopnost testovaného ekonometrického modelu je však zatím omezena. Model umožňuje vystihnout budoucí trend, kvantifikace budoucího vývoje však není spolehlivá. Z pohledu dalšího rozvoje modelování v této oblasti bude nutno pracovat nikoli s bodovými, ale s intervalovými odhady. Podle výsledku modelu by měl dosavadní desinflační trend CPI i čisté inflace do konce roku pokračovat.

Výrazně nízký mizr. růst peněžní zásoby (ukazatel M 2, v intervalu 5 – 7 %) v posledních 5 – 7 měsících indikuje pokračování zpomaleného růstu čisté inflace a ve svých důsledcích vede k očekávání ještě dalšího mírného snížení mizr. čisté inflace v první polovině roku 1999. Při pokračování uvedeného vývoje peněžní zásoby v následujících 6 měsících lze očekávat

udržení velmi nízké meziroční čisté inflace (odhadujeme v průměru kolem 3,0 - 4,0 %) i v 2. polovině roku 1999.

Vývoj mezd a příjmů. Výraznější zrychlení růstu domácí poptávky v důsledku růstu reálných mezd považujeme za jeden z hlavních možných faktorů případného zrychlení růstu cen i nad uvedenou predikci. Výrazné zvýšení poptávky domácností v důsledku zrychlení růstu příjmů domácností nad růst nabídky by podpořilo cenový růst jak přímo, tak i cestou růstu dovozu s následnými tlaky na znehodnocování měny, což by se opět odrazilo ve zvyšování cen. Vzhledem k očekávanému slabému růstu HDP (0-2 %), očekávanému růstu míry nezaměstnanosti (kolem 8,0 % ke konci roku 1999) a s přihlédnutím k předpokládanému deficitu státního rozpočtu ve výši 27 mld. Kč, odhadujeme mizr. růst celkových nominálních příjmů domácností v roce 1999 na cca 9,2 % (reálných na 1,6 %). Tento vývoj (zastavení poptávkového poklesu) by se měl promítnout do zastavení dosavadního trendu zpomalování mizr. dynamiky mezd a cen. Rizika přestřelení této naší predikce, vycházející z trendů, očekávaného chování podnikatelské sféry (podrobněji část II.3) a dosud známých záměrů vlády, vyplývají především z důsledků možných změn rozpočtové politiky vlády oproti uvažovaným parametrům.

Mizr. čistou inflaci jsme odhadli jako výsledek vlivu mizr. změny kursu a mizr. změny celkových nominálních příjmů domácností (tuto proměnnou jsme použili pro vyjádření faktoru poptávky). Výsledný vztah $ČI = 0,172 \times K + 0,513 \times CP$ při velmi dobrém korelačním koeficientu a vyhovujícím DW testu ukazuje na významný podíl poptávkového faktoru (aproximovaného vývojem mezd) na vývoji čisté inflace. Uvedené poznatky vcelku rovněž korespondují s výsledky jiných rozborů, které vlivu vývoje mezd a kursu přisuzují podstatný význam při odhadu vývoje inflace. Při očekávaném vývoji celkových nominálních příjmů o 9,2 % uvedený vztah ukazuje na mizr. čistou inflaci kolem 4,7 %.

Vývoj státního rozpočtu a soustavy veřejných rozpočtů. Výrazný deficit státního rozpočtu by působil obdobně jako nadměrně rychlý růst reálných mezd. Do očekávání o vývoji mezd je zpracován předpoklad deficitu SR ve výši 27 mld. Kč. Další výraznější deficit v důsledku vyššího než předpokládaného růstu běžných výdajů (především sociálních příjmů) by působil ve směru cenového zrychlení. Pokud jde o deficitní financování investic, jejich dopad na cenový růst by do značné míry závisel na pružnosti domácí nabídky (u výrobků a materiálů), přímý dopad by byl (v závislosti na nízkém podílu mezd na stavebních pracích) pouze částečný.

3.2.4. Nákladové faktory (Ceny průmyslových výrobců, ceny zemědělských výrobců)

Odhad vývoje **cen průmyslových výrobců** je podrobněji popsán v kap. II/2.4. Uvedená predikce mizr. růstu cen průmyslových výrobců na úrovni kolem 5,0 % (rozpětí 4,6 – 5,5 %) indikuje mizr. vývoj čisté inflace podle úrovně v posledních měsících zhruba rovněž na úrovni 5 %.

Vývoj **cen zemědělských výrobců** představuje určitá rizika vzhledem ke skutečnosti, že ceny zemědělských výrobců rostly střednědobě pomaleji než ceny potravin. Na druhé straně však růst cen potravin budou účinně omezovat možnosti dovozů, vývoj světových cen obilovin, převaha nabídky obilovin nad poptávkou na domácím trhu a relativně slabá poptávka po potravinách. Růst cen zemědělských výrobců je v současné době výrazně bržděn poklesem světových cen i pod úroveň cen dosud běžných v ČR (především obilí). Otazníkem zůstávají institucionální změny (signalizované úsilí vlády o podporu zemědělskému sektoru, např. formou vratky spotřební daně na motorovou naftu), které by mohlo zpomalení růstu cen potravin podpořit. V zásadě však očekáváme velmi slabý pokles (očekávaný průměrný mizr. růst cen potravin v roce 1998 6,3 % by se měl snížit na cca 4,5 – 5,5 %).

3.2.5. Čistá inflace jako výsledek vývoje jednotlivých skupin komodit

Predikci čisté inflace lze odvodit rovněž jako vážený součet samostatných predikcí dvou složek čisté inflace, tj. cen **potravin a korigované inflace**, resp. jako vážený součet tří položek: **potravin**, cen **ostatních obchodovatelných komodit** a cen **neobchodovatelných neregulovaných komodit**. Důvodem je předně určitá odlišnost struktury podstatných faktorů, ovlivňujících cenový vývoj v jednotlivých skupinách cen a dále též skutečnost, že cenový vývoj v jednotlivých skupinách je poměrně značně rozdílný.

Za rozhodující faktory, které ovlivňují vývoj cen **potravin**, považujeme vývoj cen zemědělských výrobců, vývoj kursu, vývoj úrovně poptávky domácností a vývoj cen obilovin. Ceny potravin jsou rovněž ovlivňovány chováním jednotlivých řetězců zpracovatelů potravin, jejichž postavení na trhu (často v roli monopolu vůči zemědělským výrobcům) významně spoluurčuje vývoj cen potravin. Tyto vlivy však neumíme kvantifikovat, jejich dopady mají spíše šokový charakter. Ceny potravin vykazují v dosavadním vývoji značnou volatilitu, přitom se např. rozhodujícím způsobem podílely jak na snižování čisté inflace v průběhu let 1995 – 1997, významně se rovněž podílely na snížení mizr. čisté inflace v letošním roce počínaje březnem. Nicméně ekonometrické rozborů neukazují vyhovující vztah. Výjimkou je vysoká korelace s vývojem kursu v období 0597- 0898, časové období je však neúměrně krátké. Vývoj cen zem. výrobců, který vykazuje velmi těsnou souvislost s vývojem cen potravin, není pro predikci bezprostředně použitelný (nemá charakter leading indicatoru). Pro predikci cen potravin jsme použili:

- expertní odhad vycházející z vývoje poptávky po potravinách. Podle tohoto odhadu by průměrný růst cen potravin v roce 1999 měl být nižší proti roku 1998 (kdy podle skutečnosti do srpna a odhadu do konce roku by měl dosáhnout 6,3 %) a pohybovat se v rozmezí 4,5 – 5,5 %.
- úvahu, odvozenou z vývoje cen obilí (až 60 % koše potravin je přímo či nepřímo spojeno s vývojem cen obilovin). Očekávaná stabilita cen obilí (nízké světové ceny, slabá světová poptávka, dobrá letošní sklizeň, dostatečné tuzemské zásoby) by měla působit jako stabilizující prvek cen potravin.
- z rozbor vztahu, kdy ceny zem. výrobců jsou odvozovány z vývoje kursu a mizr. dynamiky reálné mzdy,
- určitým otazníkem zůstávají probíhající změny ve struktuře maloobchodního prodeje potravin.

Vývoj cen potravin v roce 1999 by měl odrážet stabilizující vliv vývoje světových (a návazně i domácích) cen obilovin a přetrvávající nízké úrovně spotřebitelské poptávky (očekávaný mizr. reálný růst příjmů na úrovni kolem 2,0 %) při poměrně slabém vlivu kursu. Za nejpravděpodobnější považujeme průměrný mizr. růst cen potravin v rozmezí 4,5 – 5,5 %. Rizikem je zvýšená volatilita cen potravin.

Vývoj **korigované inflace** v letech 1995 – 1998 vykázal především silnou korelaci s vývojem cen průmyslových výrobců (korel. koeficient 0,9), potvrzovanou do značné míry vývojem v posledních 14-16 měsících. Při očekávaném (sestupném) vývoji cen průmyslových výrobců do konce roku a stabilitě mizr. růstu těchto cen v průběhu roku 1999 na jen slabě vyšší úrovni by pokračování uvedeného vztahu implikovalo mizr. růst korigované inflace na úrovni kolem 6 %. Rovněž vztah korigované inflace a kursu vykazuje poměrně silný vztah, zesilující v posledních 15 měsících.

Třetím uvažovaným faktorem vývoje korigované inflace je vývoj poptávky, simulovaný vývojem celkových nominálních příjmů. Výsledek ekonometrického rozboru potvrzuje silný vliv změn mizr. růstu této veličiny na mizr. změny korigované inflace.

Při predikci bylo rovněž přihlédnuto k výběrovým šetřením u podniků, pokud jde o jejich očekávání vývoje vlastních cen pro příští 3 měsíce. Tento indikátor je však spíše krátkodobý.

Vývoj korigované inflace v letech 1995 – 1998 rovněž vykázal poměrně malou volatilitu a relativní stabilitu změn cenových. Propočtený lineární trend tak – při předpokladu absence zásadnějších šokových vlivů, zejména kursových, nemusí být zcela nepravděpodobný. Korigovaná inflace by podle tohoto dílčího propočtu mohla ke konci roku 1999 mizr. dosáhnout kolem 6,0 %.

Vývoj korigované inflace ke konci roku 1999 v souhrnu odhadujeme mezi 5 – 6 %, zejména s odkazem na očekávané zbrždění snižování mizr. růstu cen průmyslových výrobců, mírnou depreciaci kursu. Z odhadovaného vývoje cen potravin a korigované inflace vyplývá mizr. růst čisté inflace v rozmezí 4,8 – 5,8 %.

Za základní faktory, ovlivňující vývoj cen **obchodovatelných komodit bez potravin**, považujeme vývoj kursu, poptávky (aproximované vývojem mezd a příjmů) a dále vývoj cen průmyslových výrobců. Za jistý signál považujeme i informaci o vývoji cen v zemích hlavních obchodních partnerů.

Velmi silný je vztah mezi kursem a segmentem ostatních obchodovatelných komodit v období posledních 18 měsíců, vztah však není vyhovující z hlediska délky období. Pro celé zkoumané období je korelace nevyhovující. Provedli jsme rovněž vyhodnocení vztahu mezi tříměsíčními klouzavými průměry obou veličin, korelace se pohybovala těsně pod významnou hranicí. Domníváme se nicméně, že grafem naznačený významný vliv kursu je reálný, přestože není ekonometricky prokázán. Důvod spatřujeme v existenci a překrývání různých druhů zpoždění. Rozbor vývoje tohoto segmentu jako funkce kursu a dynamiky celkových příjmů domácností se však neukázal jako významný v období 0195 až 0988. Pro kratší období počínaje polovinou roku 1996 prokázal uspokojivou regresní charakteristiku, avšak nevyhovující hodnotu DW testu. Nicméně i zde se domníváme, že vliv úrovně poptávky domácností je významný. Vývoj inflace v zemích hlavních obchodních partnerů vykazuje sestupný trend a očekáváme stabilitu úrovně cenového růstu v letošním roce i pro příští rok.

Pro rok 1999 očekáváme především vliv vývoje cen v zahraničí (očekáváme nízký cenový růst na úrovni roku 1998, stabilizující prvek), vliv úrovně spotřebitelské poptávky (rovněž stabilizující prvek) a vliv kursu.

Za základní faktory vývoje cen **neobchodovatelných neregulovaných komodit** považujeme vývoj průměrné mzdy, poptávky, kursu, cen průmyslových výrobců, vývoj minulé inflace. Inflace v tomto segmentu nejvíce ze všech složek čisté inflace má charakter nákladové inflace. Aktuální úroveň jejich meziročních hodnot (10,7 % v srpnu 1998) ukazuje, že slabá úroveň domácí poptávky i příznivý vývoj externích faktorů ji ovlivňují jen z menší části. Přes určité očekávané zpomalení předpokládáme mizr. růst v roce 1999 na úrovni 9 – 10 %.

Predikce **čisté inflace, vyjádřené jako vážený součet predikcí dílčích segmentů** čisté inflace, ukazuje na mizr. čistou inflaci v rozmezí 4,7 – 6,1%. Přitom předpokládáme mírné zrychlení růstu potravin. U cen obchodovatelných komodit bez potravin bude velmi podstatný vývoj kursu (při očekávaném zastavení poklesu domácí poptávky). Nemáme rovněž žádný podklad pro očekávání prudšího snížení mizr. růstu cen neobchodovatelných neregulovaných komodit. Obavy z vybočení vývoje z uvedeného koridoru se naskýtají především u cen potravin.

Ukazatel	Skutečnost 0898	Předpoklad 1298	Předikce 1299
Mzr. růst cen potravin % (váha 0,40)	3,8	3,5	4,5 – 5,5
Mzr. růst cen obchod. komodit bez potravin % (váha 0,42)	3,5	3,0	3,0 – 5,0
Mzr. růst cen neobchod, nereg. komodit v % (váha 0,18)	10,8	10,0	9,0 – 10,0
Mzr. čistá inflace v %	4,9	4,3	4,7- 6,1

3.2.6. Shrnutí

Vývoj čisté inflace v posledních 6 měsících považujeme za důsledek zejména následujících faktorů: významného mizr. snížení světových cen surovin včetně ropy (promítajícího se mj. do absolutního poklesu cen pohonných hmot), vývoje devizového kursu, slabé úrovně domácí spotřebitelské poptávky, výrazného poklesu cen potravin a stability vývoje cen neobchodovatelných neregulovaných komodit. Stále významnějším faktorem se zejména z pohledu vývoje ve 2. a 3. čtvrtletí 1998 jeví dynamika poptávky domácností.

Další pokračování vývoje uvedených faktorů na úrovni předchozích 2. – 3. čtvrtletí vede k očekávání pokračování vývoje mzm. čisté inflace na úrovni 0,2 – 0,4 % a ve svém důsledku k poklesu mizr. čisté inflace na úroveň zhruba kolem 3,0 – 4,0 % ke konci roku 1999. Tato trajektorie odpovídá zhruba extrapolací variantě, ve které celkový lineární trend je velmi podobný vývoji čisté inflace v období posledních 7 měsíců.

Rychlost snížení mizr. čisté inflace v 2. a 3. čtvrtletí 1998 nastolila řadu závažných otázek. Identifikujeme řadu dle našeho názoru podstatných faktorů, které nelze kvantifikovat, nebo mohou mít jednorázový charakter, přitom vývoj inflace v roce 1999 mohou významně ovlivnit. Zpomalení růstu cen, zejména spotřebního zboží (většinou spadajícího mezi obchodovatelné ostatní komodity) je zčásti ovlivněno i růstem podílu zboží z dovozu na domácí nabídku spotřebního zboží, což při vývoji spotřebitelské inflace v zemích obchodních partnerů vede k snižování tlaků na cenový růst, na druhé straně zvyšuje citlivost vývoje na kursové změny. Rostoucí míra nezaměstnanosti přispívá k zpomalování růstu mezd i příjmů a rovněž zpomalování růstu kupní síly domácností. Tyto faktory, působící spíše střednědobě, působí ve směru snižování čisté inflace. Na druhé straně obavu vyvolává řada faktorů, spíše krátkodobého charakteru, tlačících cenový růst směrem vzhůru. Nejistoty panují v otázce skutečného růstu průměrných mezd. Rovněž uvažované podpory podnikům mohou poměrně velmi rychle – přes růst velkoobchodních cen – podpořit růst spotřebitelských cen. Určité pochybnosti přetrvávají i v otázce trvalé udržitelnosti současných světových cen.

V roce 1999 očekáváme následující změny ve vývoji ovlivňujících faktorů:

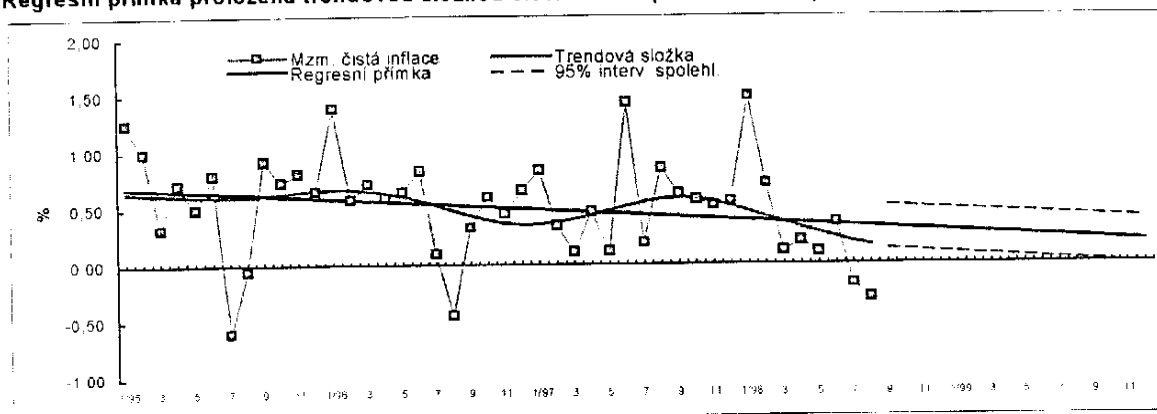
- vývoj mezd a příjmů. Velmi mírné zrychlení růstu nominálních mezd a příjmů, reálné zrychlení v rozsahu 4 procentních bodů,
- vývoj kursu. Nepředpokládáme mizr. apreciaci, ale stabilitu nebo depreciaci,
- vývoj cen potravin. Mizr. růst dosáhl v srpnu 3,8 %, v průběhu příštího roku očekáváme mírné zrychlení tohoto růstu (v rámci střednědobého trendu k poklesu),
- vývoj salda veřejných rozpočtů. Očekávané saldo státního rozpočtu ve výši 27 mld. Kč a saldo veřejných rozpočtů ve výši 3,2 % HDP bude působit ve prospěch zrychlení cenového růstu. Rovněž tak případné další prohloubení deficitů, zejména v oblasti běžných výdajů.

Srovnání výsledků jednotlivých predikcí mizr. čisté inflace v prosinci 1998

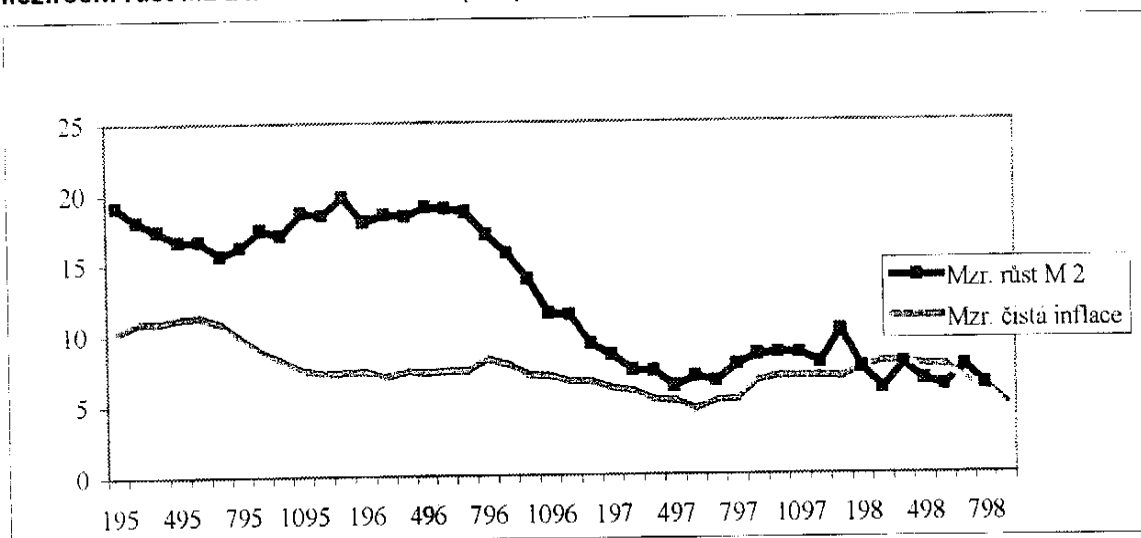
Přístup	Hodnoty mizr. čisté inflace ve 12/99	
	střed intervalu	interval
Extrapolace trendu	3,0	2,0 – 4,0
Pokračování dos. vývoje M2	3,5	3,0 – 4,0
Souhrn predikcí vývoje potravin a korig. inflace	5,3	4,8 – 5,8
Odvození od růstu celkových nomin. příjmů	4,7	4,2 – 5,2
Souhrn predikcí vývoje 3 složek čisté inflace	5,4	4,7 – 6,1
Expertní odhad	5,5	4,5 – 6,5
Predikce	4,5	4,0 – 6,0

Uvedená očekávání vytvářejí předpoklad zabrzdění dosavadního rychlého snižování mizr. čisté inflace. Očekáváme proto, že mizr. čistá inflace by se měla v roce 1999 pohybovat v intervalu 4,0 – 6,0 % se středem 4,5 %, tj. asymetrický interval, do kterého je promítnut předpoklad, že rizika přestřelení jsou vyšší než rizika podstřelení.

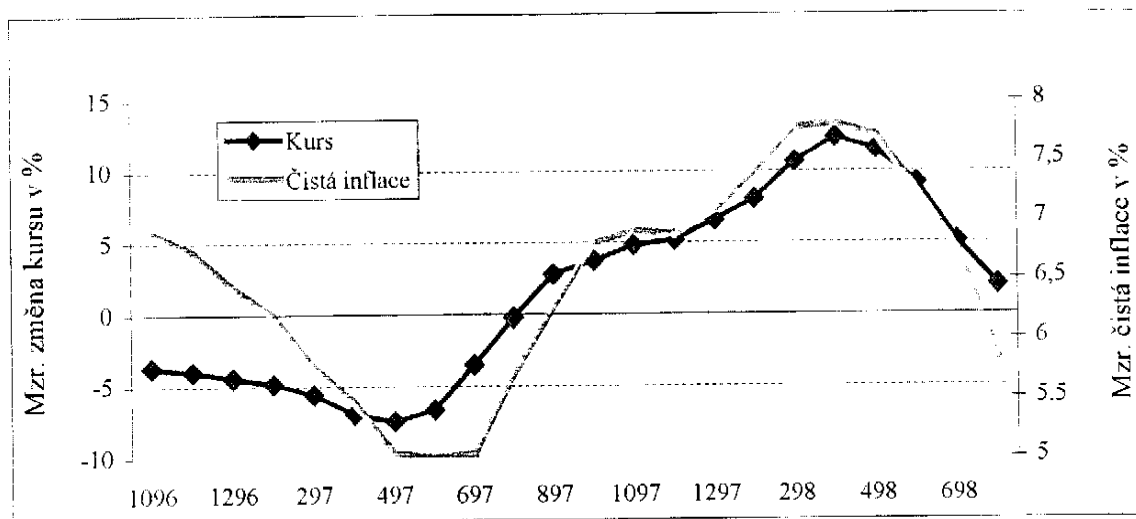
Regresní přímka proložená trendovou složkou čisté inflace (mzm. růst v %)



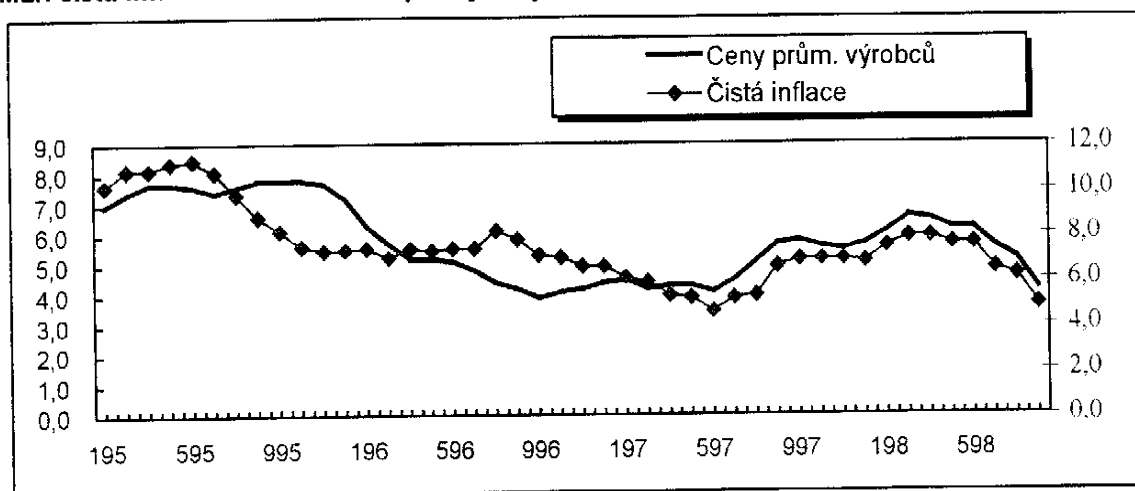
Meziroční růst M2 a mizr. čistá inflace (v %)



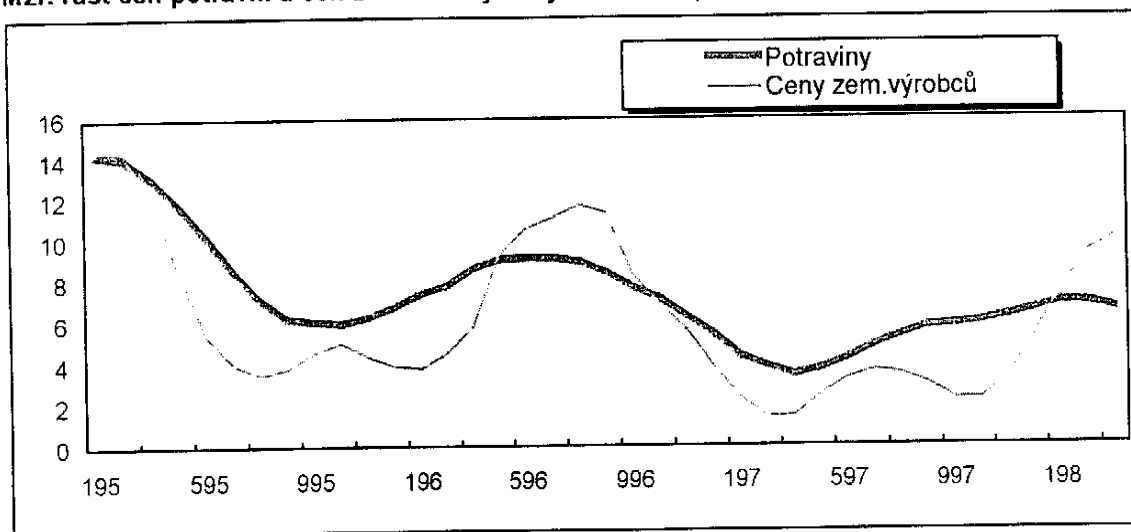
Meziroční změny kursu v % a mizr. čistá inflace v % (3mės. Klouzavé průměry)



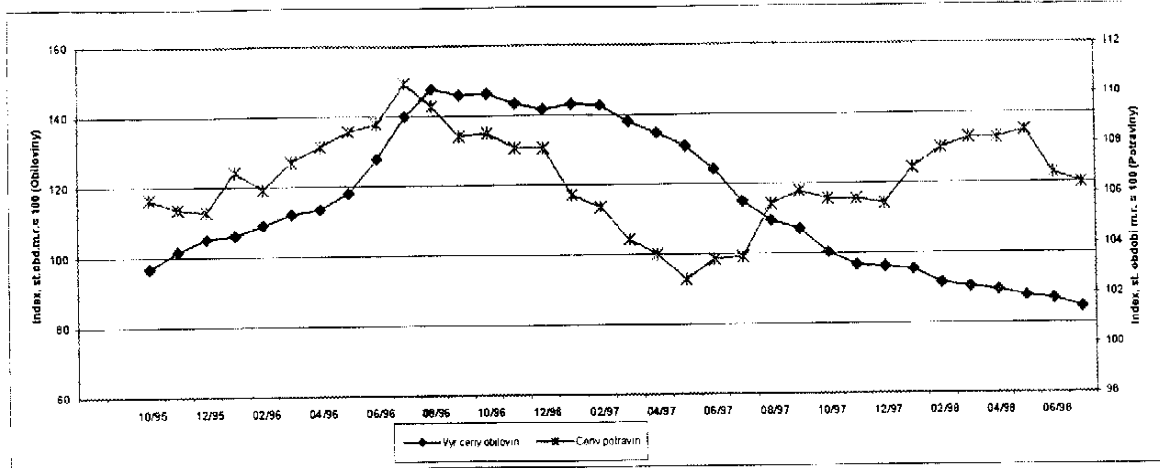
Mzr. čistá inflace a mizr. růst cen průmysl. výrobců (v %)



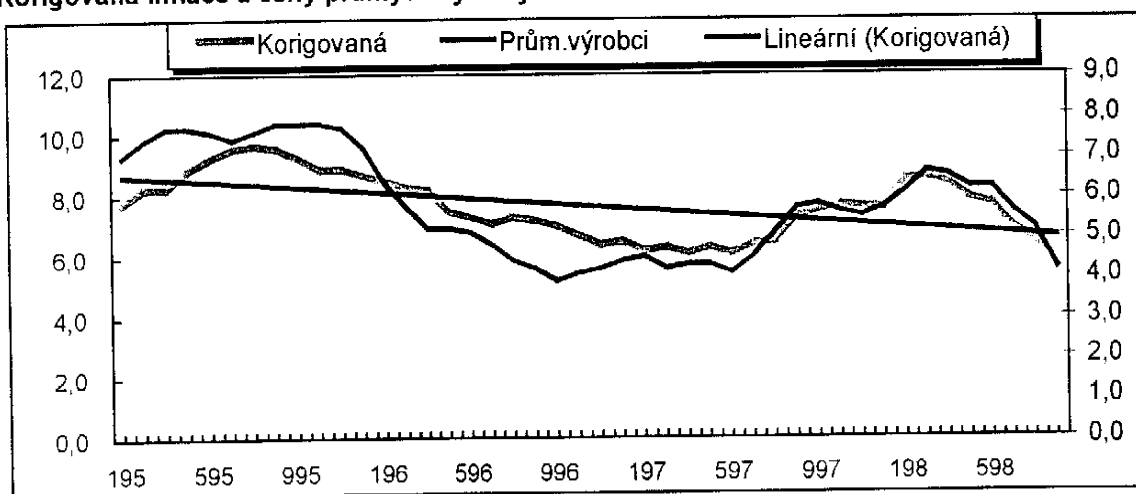
Mzr. růst cen potravin a cen zemědělských výrobců v % (5 M klouzavé průměry)



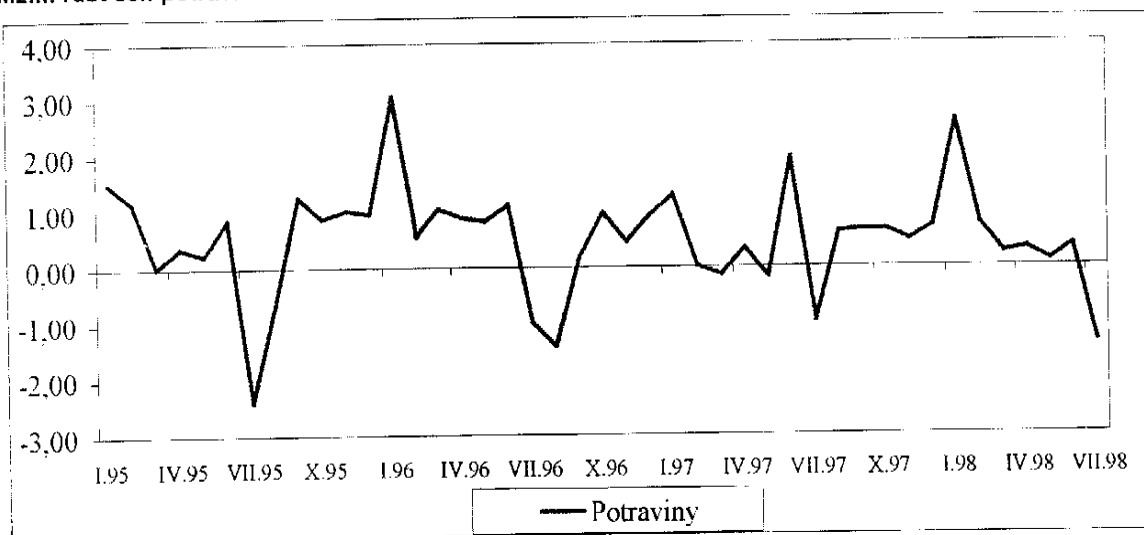
Porovnání cen potravin s cenami obilovin



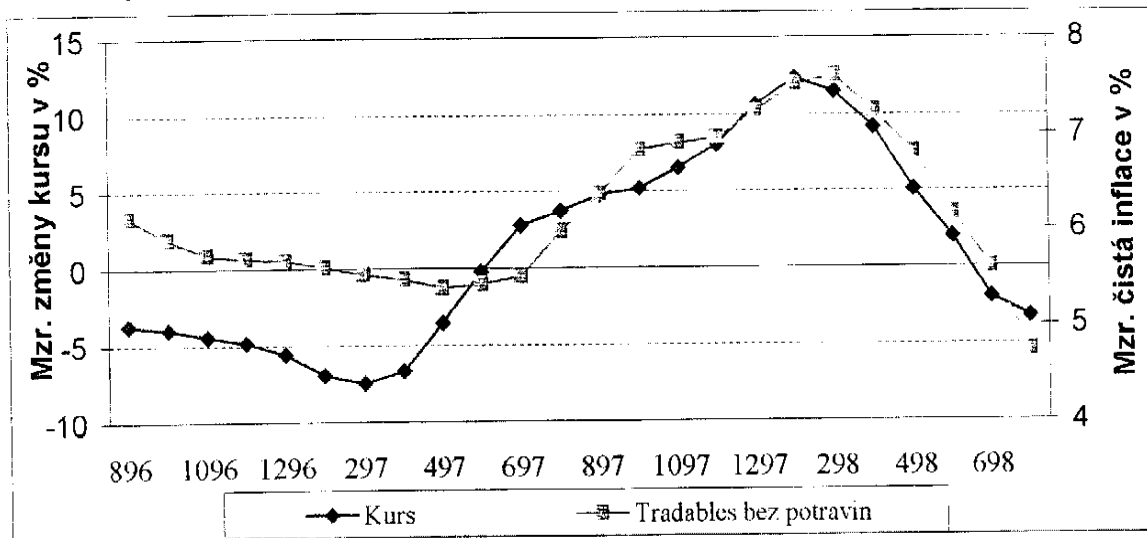
Korigovaná inflace a ceny průmyslových výrobců



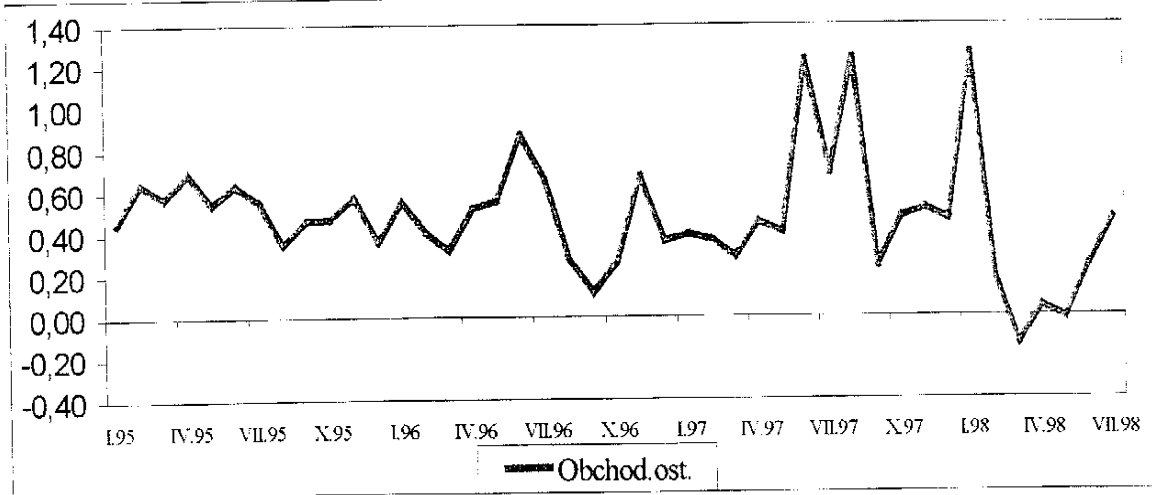
Mzm. růst cen potravin v %



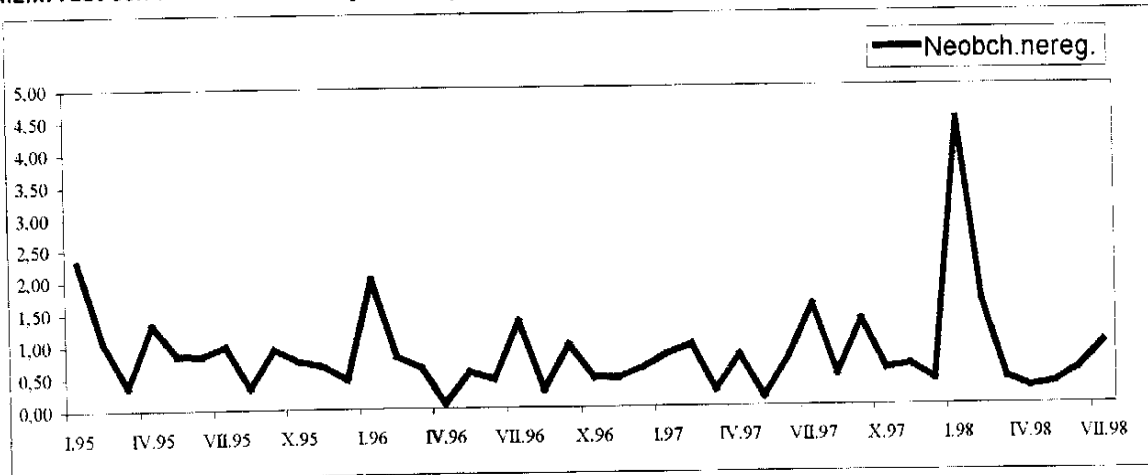
Mzr. změny kursu v % a mizr. růst ostatních obchod. Komodit v % (3M klouz.průměry)



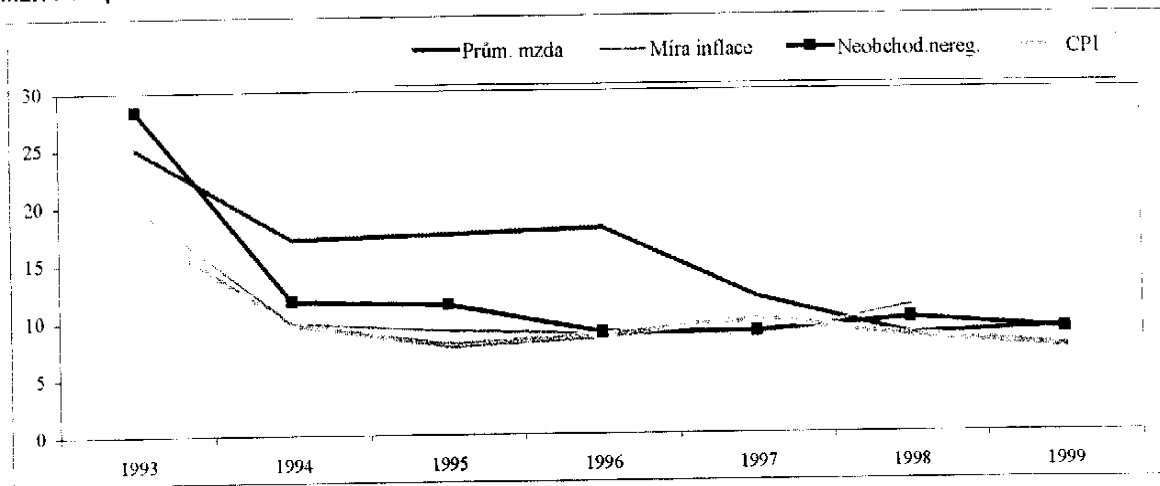
Mzm. růst cen ostatních obchodovatelných komodit v %



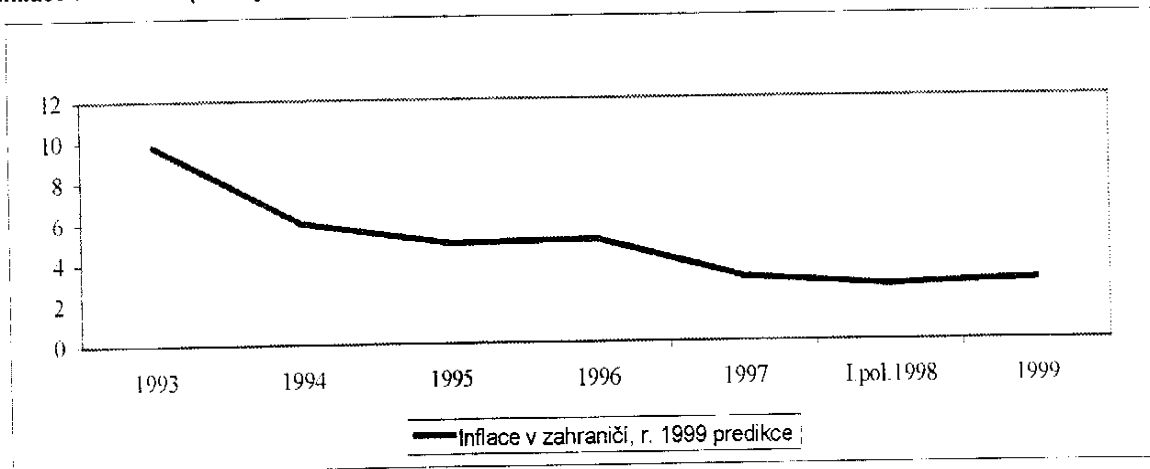
Mzm. růst cen neobchodovatelných neregulovaných komodit v %



Mzr. růst průměrné nominální mzdy, mzr. růst neobch. nereg. komodit, CPI, míra inflace (v %)



Inflace v zahraničí (vážený mzr. růst cen u 8 nejvýznam. obchod. partnerů (v %, vahami podíly zemí na ZO)



4. Modelové prognózy a propočty dopadů snížení úrokových sazeb

Následující část zprávy předkládá jednak aktualizovanou prognózu inflace (CPI, ČI) s využitím dvou modelů - Měsíční model inflace (MMI) a Malý makroekonometrický model (MMTS II) - jednak popisuje modelové propočty snížení úrokových sazeb do budoucího vývoje inflace (CPI, ČI), reálných úrokových sazeb a růstu HDP. U MMI, který je konstruován pro krátkodobé predikce měsíčního vývoje inflace v horizontu jednoho roku, uvádíme odhady do konce roku 2000 a nabízíme tak určité srovnání s modelem MMTS II. Spolehlivost odhadů u MMI se s narůstajícím časem snižuje.

4.1. Předpoklady

Základní prognóza – varianta I

Základní scénář, který zde má hlavně funkci srovnávací základny a nepřisuzujeme mu významnou ekonomickou interpretaci, předpokládá zachování současné úrovně nominálních úrokových sazeb do r. 2000 po provedení úprav repo sazby z července a srpna t.r. z 15 % na

14 %. Původní zacházení s kurzem jako endogenní veličinou (kurzová rovnice – nepokryté úrokové parity MMTS) bylo nahrazeno exogenním vložení kurzu i do modelu MMTS II. I nadále počítáme s postupnou a pravidelnou depreciací od červencové průměrné hodnoty 17,80 Kč/DEM na 19,10 Kč/DEM v 12/2000. Průměrné hodnoty depreciace měnového koše (DEM 65 %, USD 35 %) způsobené přetrvávajícím inflačním diferencialem jsou pro oba modely stejné: 2,5 % v roce 1998, 0,5 % v roce 1999 a 2,5 % v roce 2000. Předpokládaná depreciace je ve srovnání s původními předpoklady měnového programu asi na polovičních hodnotách. Výkyvy v průměrných hodnotách jsou dány kolísáním kurzu v letech 1997 a 1998.

Snížení úrokových sazeb – varianta 2

Snížení úrokových sazeb je navrženo snížením sazby repo/PRIBOR o 1 procentní bod pro zbývající měsíce t.r. (tj. na 13 %) a záměrem udržovat v následujících letech výši reálných úrokových sazeb na úrovni roku 1998, pokud to nezpůsobí příliš razantní nebo dokonce protisměrný pohyb úrokové sazby. Z důvodu této omezující podmínky dojde v roce 1999 ke zvýšení reálné úrokové sazby, která v roce 2000 opět klesne, ale bude na vyšší úrovni než v roce 1998. Problémy s udržením konstantní reálné výše úrokových sazeb jsou způsobeny meziročními změnami předpokládané výše cenových deregulací. Předpokládáme, že vliv snížení krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu se projeví méně výrazným poklesem průměrné úrokové sazby na střednědobé vklady (přibližně polovičním). Snížení úrokových sazeb povede k výraznějšímu poklesu kurzu, k vyšší inflaci i růstu HDP.

Ve srovnání se základním scénářem oslabí kurz Kč/DEM v r. 2000 na 19,41 a průměrné hodnoty depreciace měnového koše v jednotlivých letech budou 2,75 %, 1,25 % a 2,75 %. Vyšší depreciaci způsobilo snížení nominálních úrokových sazeb (v souladu s nepokrytou úrokovou paritou) a vyšší domácí poptávka, která je důsledkem nižších reálných úrokových sazeb.

SIMULACE POMOCÍ MMI

Základní prognóza - varianta 1

Date	nom.úr.saz.	reál.úr.saz.	Kč/DEM	Kč/USD	CPI	ČI (prog)	ČI (skut)
1998:07	11,85	1,96	17,76	31,94	8,34	5,29	6,1
1998:08	11,35	2,43	17,85	31,96	7,86	4,07	4,9
1998:09	11,35	3,34	17,94	32,12	6,85	3,05	
1998:10	11,35	3,83	18,03	32,28	6,50	2,36	
1998:11	11,35	4,00	18,12	32,44	6,19	2,18	
1998:12	11,35	3,54	18,21	32,60	6,47	2,72	
1999:01	11,35	5,41	18,26	32,68	5,07	2,36	
1999:02	11,35	6,27	18,31	32,77	4,68	1,38	
1999:03	11,35	6,27	18,35	32,85	4,55	1,33	
1999:04	11,35	6,58	18,40	32,94	4,51	1,07	
1999:05	11,35	6,48	18,45	33,02	4,49	1,17	
1999:06	11,35	6,63	18,49	33,10	4,72	0,97	
1999:07	11,35	7,98	18,54	33,19	3,37	0,81	
1999:08	11,35	7,97	18,59	33,27	3,38	0,85	
1999:09	11,35	7,49	18,64	33,36	3,86	1,50	
1999:10	11,35	7,05	18,68	33,44	4,30	2,12	

1999:11	11,35	6,82	18,73	33,52	4,53	2,39
1999:12	11,35	7,24	18,78	33,61	4,11	1,91
2000:01	11,35	7,40	18,81	33,66	3,95	1,80
2000:06	11,35	7,46	18,96	33,94	3,89	1,73
2000:12	11,35	8,39	19,15	34,27	2,96	0,49

Snížení úrokových sazeb - varianta 2

1998:07	11,85	1,95	17,80	31,80	8,35	5,31	6,1
1998:08	11,35	2,41	17,91	32,06	7,88	4,10	4,9
1998:09	11,15	3,09	18,02	32,26	6,90	3,11	
1998:10	11,10	3,45	18,13	32,45	6,62	2,52	
1998:11	11,05	3,50	18,24	32,65	6,38	2,43	
1998:12	10,95	2,87	18,35	32,85	6,74	3,07	
1999:01	10,90	4,61	18,40	32,94	5,41	2,81	
1999:02	10,80	5,29	18,46	33,04	5,11	1,92	
1999:03	10,70	5,10	18,51	33,13	5,06	1,99	
1999:04	10,60	5,22	18,56	33,23	5,12	1,85	
1999:05	10,50	4,93	18,62	33,32	5,19	2,06	
1999:06	10,40	4,88	18,67	33,42	5,52	2,00	
1999:07	10,30	6,03	18,72	33,51	4,27	1,97	
1999:08	10,20	5,81	18,77	33,61	4,39	2,17	
1999:09	10,10	5,12	18,83	33,70	4,98	2,96	
1999:10	10,00	4,50	18,88	33,80	5,50	3,70	
1999:11	9,90	4,08	18,93	33,89	5,82	4,08	
1999:12	9,90	4,42	18,99	33,98	5,48	3,70	
2000:01	9,80	4,40	19,02	34,05	5,40	3,70	
2000:06	9,60	3,80	19,20	34,36	5,80	4,25	
2000:12	9,40	4,06	19,41	34,74	5,34	3,66	

SIMULACE POMOCÍ MMTS

Základní prognóza - varianta 1

	depreciace	CPI	ČI	deregulace	odch.od pot.růstu	reál.úr.saz.	PRIBOR
1993	-0,11	18,70	18,26	30,12	-2,90	-8,10	10,60
1994	-0,90	10,54	9,79	18,49	-0,80	-2,10	8,44
1995	-1,31	7,94	6,94	12,30	2,90	2,93	10,87
1996	-0,42	8,60	7,20	14,42	0,40	3,45	12,05
1997	8,25	10,04	6,80	22,64	-2,50	8,27	18,31
1998	2,50	9,30	4,85	22,00	-2,53	5,20	14,50
1999	0,50	4,91	3,09	10,50	-2,60	9,09	14,00
2000	2,50	4,86	2,93	10,40	-3,23	9,14	14,00

Snížení úrokových sazeb - varianta 2

1993	-0,11	18,70	18,26	30,12	-2,90	-8,10	10,60
1994	-0,90	10,54	9,79	18,49	-0,80	-2,10	8,44
1995	-1,31	7,94	6,94	12,30	2,90	2,93	10,87
1996	-0,42	8,60	7,20	14,42	0,40	3,45	12,05
1997	8,25	10,04	6,80	22,64	-2,50	8,27	18,31
1998	2,75	9,40	4,98	22,00	-2,53	4,91	14,31
1999	1,25	5,26	3,55	10,50	-2,48	6,74	12,00
2000	2,75	5,21	3,40	10,40	-2,43	5,29	10,50

4.2. Výsledky simulací

Základní prognóza – varianta 1

Oba modely ukazují, že hodnoty ČI pro roky 1998 a 2000 míří pod spodní hranici koridoru pro inflační cíle ČNB. Výrazný pokles inflace u MMI signalizuje, že reálné úrokové sazby 8 % nelze považovat za dlouhodobě udržitelné. Zároveň však je MMI konstruován pro měsíční predikce a při použití ve střednědobém horizontu může přecenit tendence z meziměsíčních změn. Proces dezinflace je provázen dalším zpomalením růstu HDP způsobeným nárůstem reálné úrokové sazby (až na úroveň 8 -9 %) a reálného kurzu.

Snížení úrokových sazeb – varianta 2

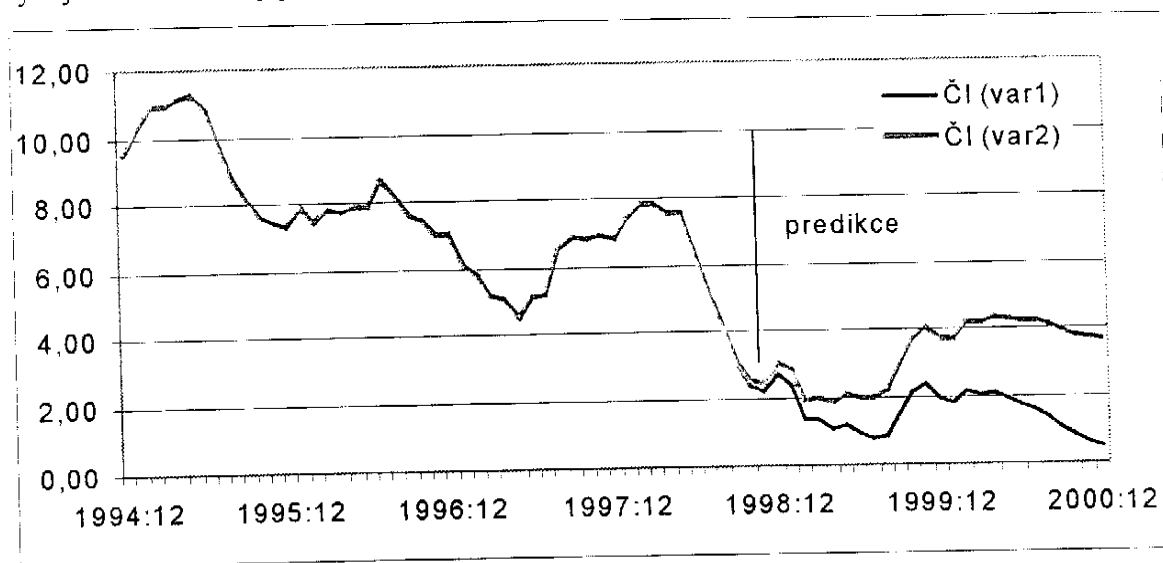
Snížení úrokových sazeb výše uvedeným způsobem znamená dosažení cílů ČNB na spodním okraji stanoveného intervalu pro rok 2000. Mezičíslo pro rok 1998 je výrazně podstřelen v modelu MMI. Výpočty ukazují, že i případné snížení úrokových sazeb navrhovaným tempem by nemělo ohrozit dosažení záměrů ČNB. Rozdíl mezi oběma variantami, pokud jde o vývoj HDP v roce 2000 je zhruba 1 procentní bod.

4.3. Shrnutí

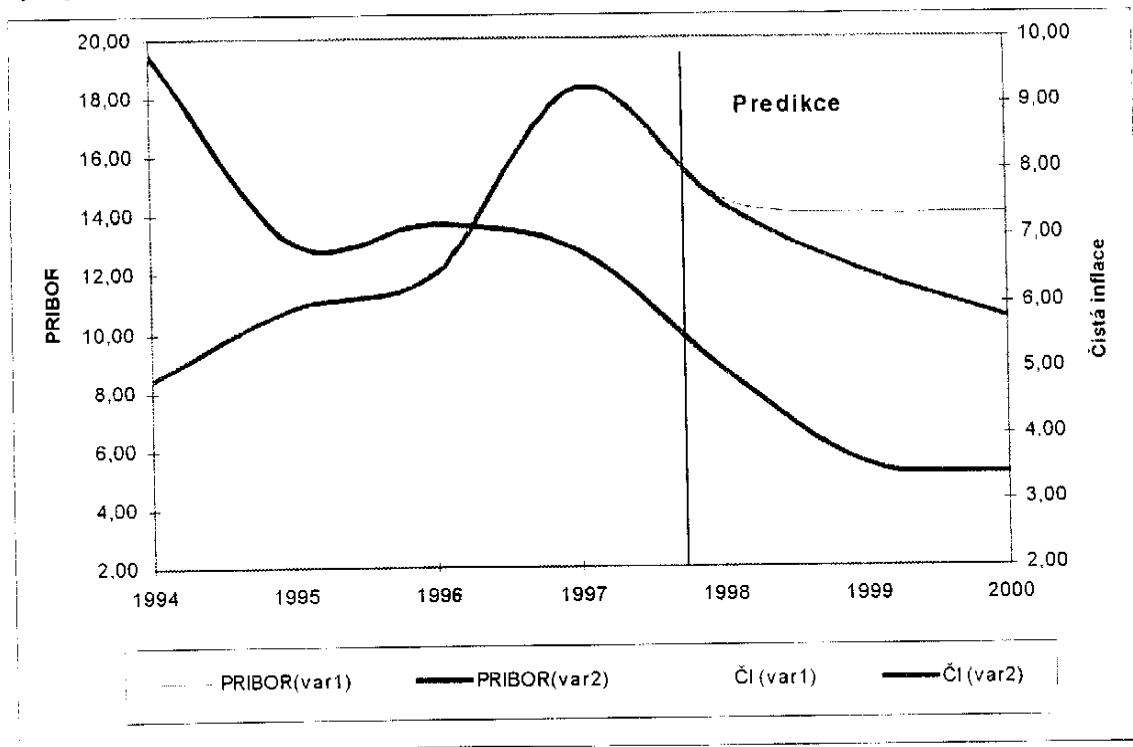
Základní varianta slouží ke srovnání a ukazuje limitní hodnoty restrikce měnové politiky při zachování současné úrovně nominálních úrokových sazeb a očekávaného poklesu inflace. Simulace snížení úrokových sazeb vymezuje snížení úrokových sazeb tak, aby nebyly ohroženy inflační cíle ČNB v letech 1998 a 2000 a zůstaly na spodní hranici stanoveného cílového intervalu.

Uvedené modelové prognózy cenového vývoje jsou značně citlivé na předpokládaný vývoj kurzu koruny, který je obtížné v malé, tranzitivní a velmi otevřené ekonomice modelovat a predikovat. Na druhé straně právě kurz může být slabým a náchylným místem budoucího inflačního vývoje z pohledu úrokové politiky. Dalším nedostatkem použitého modelu je nezachycení důsledků změn fiskální politiky vlády, která působí v kratším časovém horizontu ve srovnání s měnovou politikou a výrazněji dopadá do důchodových příjmů společnosti.

Vývoj čisté inflace a její prognóza pomocí MMI



Vývoj čisté inflace, PRIBORU a jejich prognóza pomocí MMTS



II. Faktory inflace

1. Měnový vývoj

1.1. Peníze

Vývoj peněžních agregátů je v letošním roce charakterizován i nadále nízkými meziročními přírůstky, a to jak v nominálním, tak i v reálném vyjádření. Průměrný nominální meziroční přírůstek M2 se snížil za osm měsíců letošního roku ve srovnání se stejným obdobím roku 1997 o cca 0,5 procentního bodu na 6,9 % (v reálném vyjádření o 5,2 procentních bodů na - 5,4 %); u peněžního agregátu L zůstal na úrovni 8,5 % (v reálném vyjádření poklesl o 4,7 procentních bodů na - 3,8 %). Vývoj u peněžního agregátu L souvisel s preferencí krátkodobých finančních investic za účelem vyšších výnosů ve srovnání s vkladovými účty a byl z cca 80 % tvořen sektorem finančních nebankovních institucí a jen z 20 % nefinančními organizacemi. Nižší přírůstky u peněžních agregátů se projeví zejména u podnikového nefinančního sektoru a byly odrazem nízké úvěrové emise bank.

Nominální přírůstky peněžních agregátů se pohybují pod úrovní nominálních přírůstků HDP (v 1. čtvrtletí u M2 cca 3 % a u L cca 2 %); ve 2. čtvrtletí t. r. došlo ke snížení mezery mezi oběma nominálními dynamikami (u M2 na cca 1 % a u L na cca 0 %). Ke snížení mezery došlo vlivem poklesu nominálního HDP. Z pohledu peněžního agregátu M2, který je více spojen s agregátními výdaji ekonomických sektorů, lze tento vývoj hodnotit jako výsledek restriktivního zaměření měnové politiky.

Aktuální vývoj peněžních agregátů v měsíci srpnu je charakterizován zvýšením meziročního přírůstku oproti červenci t. r. o 1 procentní bod. Meziroční přírůstek je však i nadále nízký. V současné době lze pouze konstatovat, že přírůstek peněžní zásoby byl ovlivněn snížením přebytku státního rozpočtu a mírným zhoršením depozitní pozice místních rozpočtů – cca 5 mld. Kč).

Do vývoje peněžní nabídky se zatím nepromítlo snížení PMR k 30. 7. (bylo kompenzováno zvýšenými nákupy poukázek ČNB). Rovněž snížení úrokových sazeb v červenci a u některých bank v srpnu nemělo žádné zřetelné implikace na vývoj úvěrové emise vzhledem k výrazné obezřetnosti bank při poskytování úvěrů.

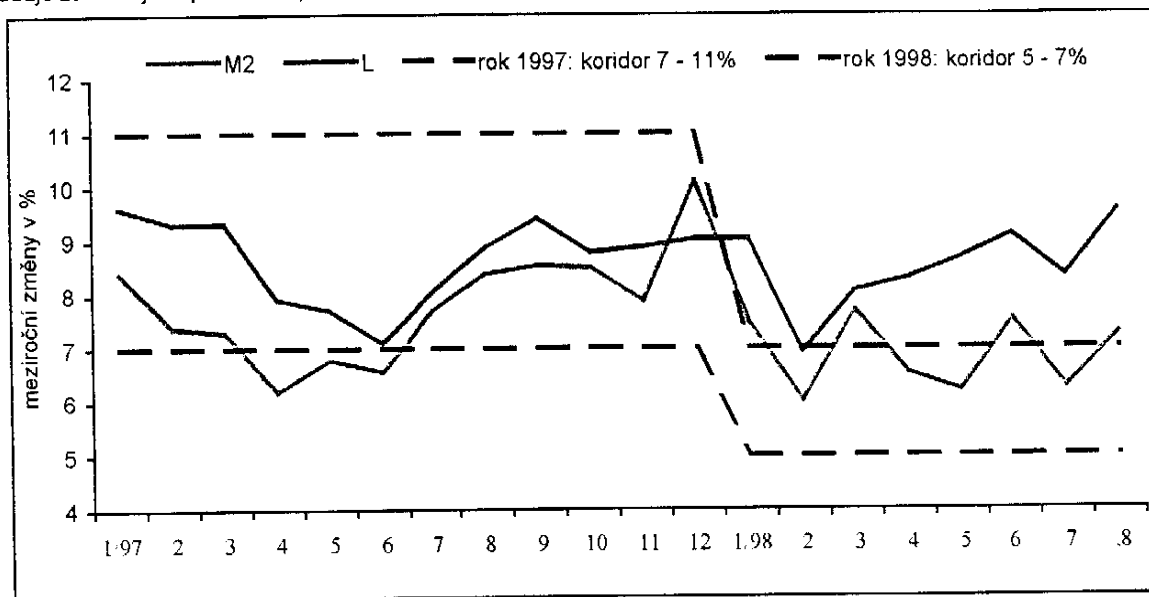
Ke konci roku 1998 i nadále předpokládáme meziroční přírůstek u peněžního agregátu M2 ve výši cca 6 - 8 % a u L cca 8 - 10 %.

1.1.1. Peněžní agregáty

Meziroční přírůstek peněžních agregátů M2 a L dosáhl v srpnu t. r. dle předběžných údajů u M2 7,3 % a u L 9,6 %. Zvýšení přírůstků u M2 a L je zřejmé rovněž i na bázi sezónně očištěných a analýzovaných měsíčních, čtvrtletních a pololetních přírůstků (příloha č. 3).

Peněžní agregáty M2 a L

(údaje za 8/98 jsou předběžné)



Meziroční přírůstek peněžního agregátu M1 se v srpnu snížil na - 5,5 %. Jedná se o vysoce transakční peníze, jejichž pokles souvisí především s preferencí termínovaných depozit a nízkou transakční poptávkou.

Ke konci r. 1998 i nadále předpokládáme pokles podílů peněžních agregátů na hrubém domácím produktu. Výjimkou je úroveň podílu L na HDP v r. 1998, kde je očekáván obdobný vývoj jako v roce 1997.

Podíly peněžních agregátů na HDP v %

	94	95	96	97	98
M1/HDP	35,1	33,6	31,0	27,0	24,8
M2/HDP	73,6	75,1	72,2	73,8	72,8
L/HDP	73,6	75,6	74,3	75,3	75,9

Peněžní zásoba bude ve druhé polovině r. 1998 ovlivněna především domácími úvěry poskytnutými vládnímu sektoru (celoročně se předpokládá dopad z titulu ČUV 15 mld. Kč). V úvěrech poskytnutých podnikům a domácnostem zatím přetrvává stagnace, ve které se projevila současná hladina úrokových sazeb, ale současně výrazně zvýšená obezřetnost bank při poskytování nových úvěrů. Jestliže za prvních osm měsíců dosáhl průměrný měsíční přírůstek 5 mld. Kč, tak pro zbytek letošního roku lze očekávat maximální měsíční přírůstek ve výši 6 mld. Kč. Z uvedených důvodů bylo provedeno přehodnocení očekávaného celoročního přírůstku úvěrů na cca 45 mld. Kč.

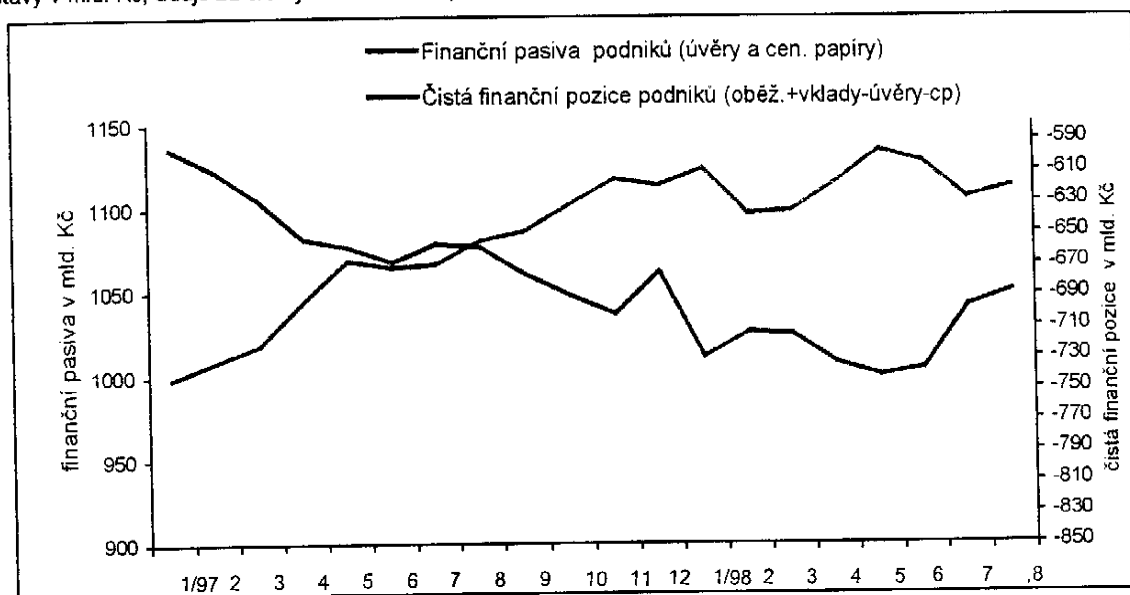
1.1.2. Sektorová struktura peněžního agregátu M2

Vývoj sektorové struktury peněžního agregátu M2 se v srpnu t. r. vyznačoval zvýšením meziročního přírůstku finančních aktiv u podniků i u domácností (definováno vklady a oběživem).

U podniků se meziroční přírůstek finančních aktiv v srpnu zvýšil o 1,1 procentní bod a dosáhl výše 0,7 % a je i nadále velmi nízký. Z pohledu čisté finanční pozice podniků vyjádřené jako oběživo a vklady minus úvěry a cenné papíry došlo v srpnu t. r. k vylepšení jejich záporných hodnot. Z následujícího uvedeného grafu o čisté finanční pozici podniků je patrné, že v delším časovém horizontu docházelo k jejímu postupnému zhoršování, avšak od června letošního roku se vlivem jednak klesajícího úvěrového zadlužení podniků a jednak vlivem zvýšení finančních aktiv (vklady a oběživo) podniků začala mírně vylepšovat.

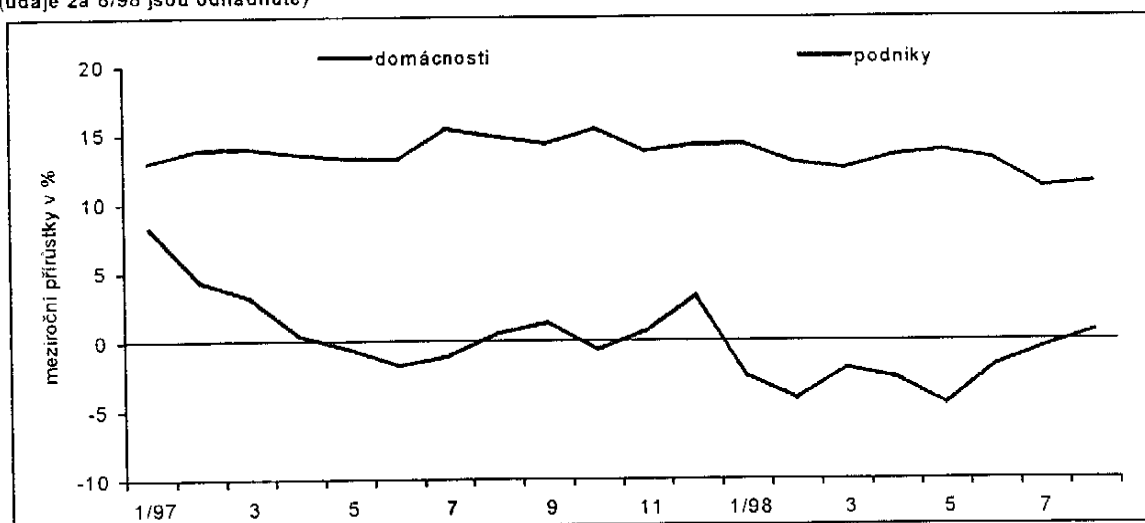
Čistá finanční pozice podniků

(stavy v mld. Kč, údaje za 8/98 jsou odhadnuté)



U domácností se v srpnu t. r. meziroční přírůstek finančních aktiv zvýšil, a to z 11,2 % v červenci t. r. na 11,5 % v srpnu t. r. Ve srovnání s prvním pololetím se začíná projevovat nižší úroveň přírůstků (průměrný meziroční přírůstek v 1. pololetí t. r. dosahoval cca 13 %), což odpovídá poklesu reálných příjmů.

Sektorová struktura peněžního agregátu M2
(údaje za 8/98 jsou odhadnuté)



1.2. Domácí úvěrová emise

Vývoj úvěrů poskytnutých v domácí a v cizí měně se v letošním roce vyznačuje obdobně jako vývoj peněžních agregátů pokračujícím poklesem průměrných meziročních přírůstků. Za osm měsíců letošního roku se průměrné meziroční přírůstky úvěrů snížily oproti stejnému období roku 1997 o cca 6 procentních bodů, a to z 12 % v r. 1997 na 6 % v r. 1998 (údaje jsou očištěny o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licence). Tento vývoj byl vedle úrovně úrokových sazeb ovlivněn též obezřetným chováním bank.

S klesající úvěrovou emisí bank v letošním roce dochází i k poklesu podílu celkových očištěných úvěrů na nominálním HDP. V letošním roce lze dle současného vývoje očekávat pokles tohoto podílu o cca 2 procentní body, tj. z 66,8 % v r. 1997 na 64,9 % v r. 1998. Obdobný vývoj je předpokládán i u podílu úvěrů a cenných papírů na nominálním HDP. Příčiny tohoto vývoje lze hledat mimo jiné rovněž ve snížené nabídce úvěrových zdrojů ze strany bank, avšak z dlouhodobějšího pohledu i ve snížené poptávce ekonomických subjektů po úvěrech při současné hladině úrokových sazeb.

Dle vývoje druhového členění úvěrů je standardně poskytováno cca 90 % podnikovému sektoru. Nejvyšší podíl na celkových úvěrech dosahují provozní úvěry (53,3 %). Jedná se především o kontokorentní úvěry, směnečné úvěry apod. Výrazně nižší je podíl investičních úvěrů na celkových úvěrech (30,8 %). Meziroční přírůstek poklesl jak u provozních, tak i u investičních úvěrů.

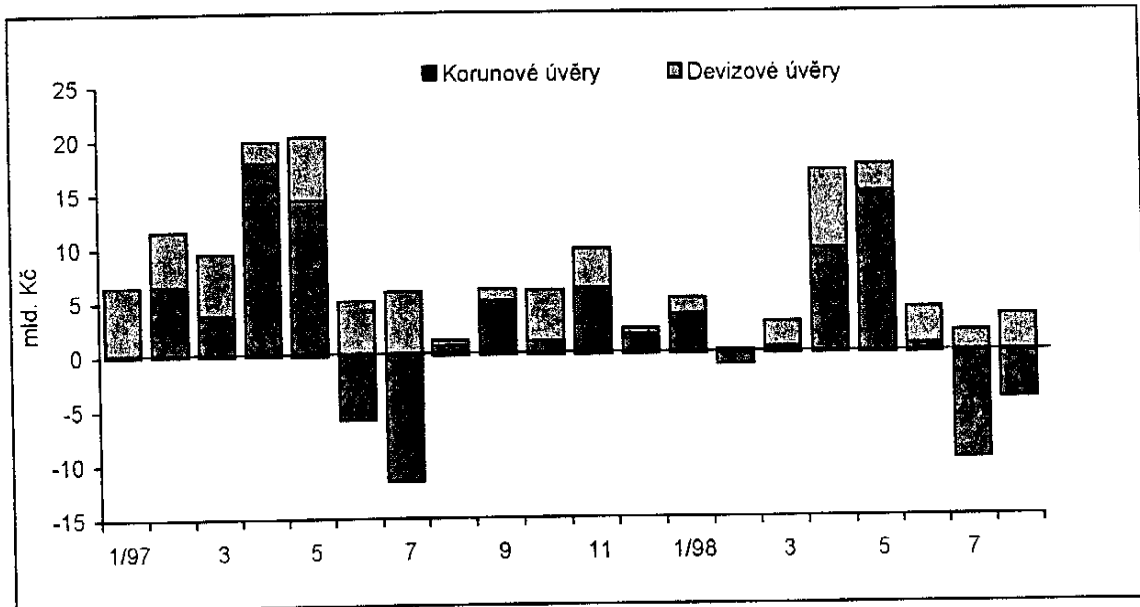
Nejvyšší meziroční přírůstek, tj. 165 % byl dosažen u spotřebitelských úvěrů poskytnutých domácnostem; jejich podíl na celkových úvěrech je však pouze 1,3 %. Tento vývoj dokládá zvýšenou orientaci bank na drobné klienty, která je v současné době ze strany samotných bank signalizována a která do jisté míry souvisí z obezřetností bank při poskytování úvěrových zdrojů podnikům. U hypotečních úvěrů dosahoval meziroční přírůstek 77 %, avšak jejich podíl na celkových úvěrech nepředstavuje rovněž významnější výši (2 %).

Z pohledu aktuálního vývoje je zřejmé, že pokles meziročního přírůstku očištěných úvěrů o mimosezónní vlivy (odpisy, kurzové vlivy atd.) pokračoval i v srpnu t. r. a dosáhl 5,8 %. Proti červenci t. r. se snížil o 0,2 procentní body. Z mimosezónních vlivů u devizových úvěrů

v srpnu nejvýrazněji působily kurzové vlivy. Po jejich očištění se devizové úvěry meziměsíčně zvýšily o 3,5 mld. Kč. Korunové úvěry očištěné o odpisy, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licence poklesly o 4,2 mld. Kč. Objem celkových úvěrů bank tak dokonce mírně poklesl.

Vývoj meziměsíčních přírůstků korunových a devizových úvěrů

(očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky bez licence, údaje za 8/98 jsou předběžné)



Nízká dynamika úvěrové emise je zřejmá i ze sezónně očištěných údajů. Mírné zvýšení v srpnu patrně z následující tabulky nelze hodnotit jako dopad uvolnění měnové politiky. Jednalo se o úvěrování vybraných předem dohodnutých akcí.

Vývoj přírůstků sezónně očištěných celkových úvěrů (%)

	Přírůstek úvěrů za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
květen 98	1,1	2,3	3,6	5,7
červen 98	0,7	3,0	4,1	6,1
červenec 98	-0,6	1,2	2,4	6,0
srpen 98	0,2	0,3	2,7	5,8

Pozn.: Očištěno o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků, banky po odebrání licence a sezónní vlivy.

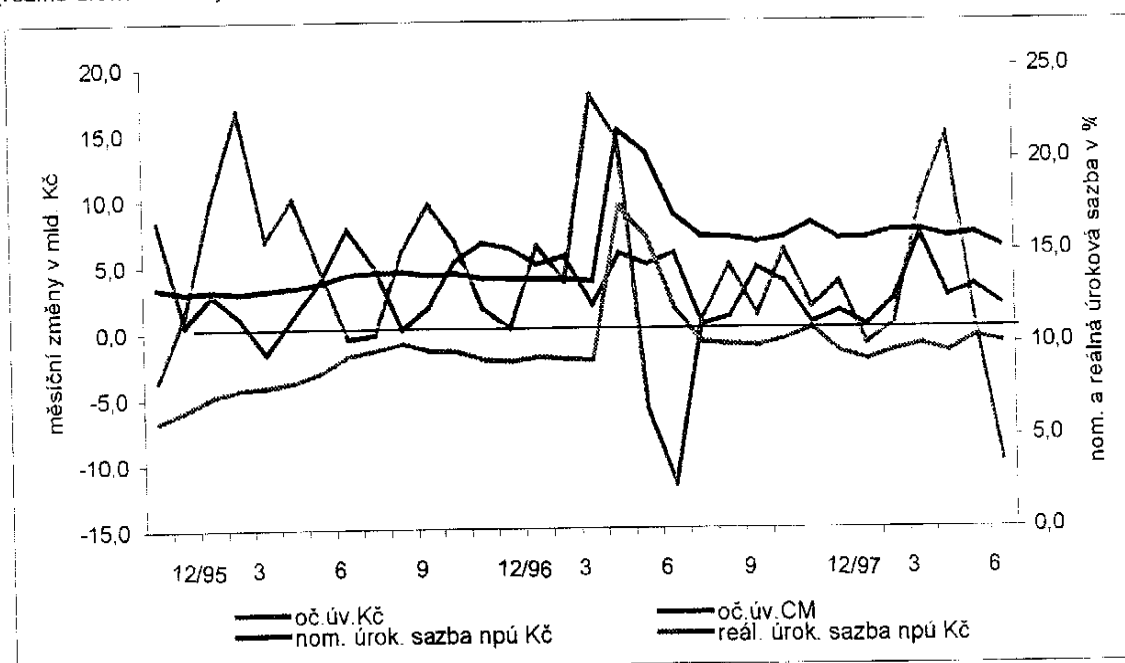
srpen 98	předběžné údaje
----------	-----------------

Z hlediska hodnocení struktury bank nejvíce úvěrů v letošním roce poskytují zahraniční banky, u kterých se i při obezřetném chování projevuje schopnost získat bonitní klienty s perspektivními projekty zaručujícími návratnost poskytnutých úvěrů.

Vztah vývoje úrokových sazeb a emise úvěrů

Zatímco působení transmisního mechanismu od repo-sazby ČNB přes 1T Pribor k dlouhému konci výnosové křivky a dále k referenčním sazbám, od nichž odvozují své klientské sazby na úvěry obchodní banky, probíhá v zásadě v souladu s obecně uznávaným schématem, vztah mezi vývojem úrokových sazeb na klientské úvěry a objemem úvěrů je již komplikovanější. Z grafického vyjádření vývoje přírůstku celkového objemu korunových úvěrů a vývoje nominálních i reálných úrokových sazeb je zřejmé, že bezprostřední striktní závislost v jednotlivých měsících mezi oběma veličinami neexistuje.

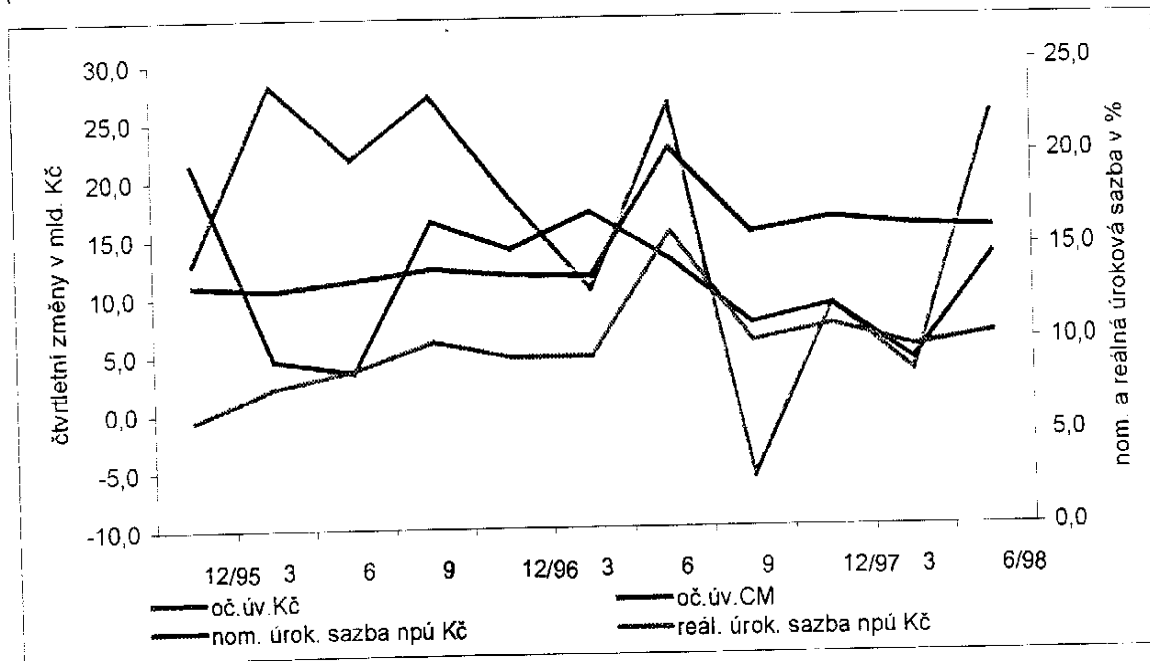
Měsíční změny očištěných úvěrů v Kč a CM a úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů v Kč
(reálné úrokové sazby = nominální úrokové sazby - PPI)



Volný vztah mezi vývojem klientských úrokových sazeb a korunových úvěrů (očištěných od vlivu odpisů klasifikovaných úvěrů, kapitalizace úroků a kursových vlivů) potvrzují i delší časové řady. Pro grafické znázornění však bylo zvoleno období od konce r. 1995, kdy ČNB začala pro operativní řízení měnové politiky aktivně využívat úrokových sazeb. Pouze při prudších zvýšeníh úrokových sazeb přírůstek objemu úvěrů v minulosti reagoval poklesem. Z hlediska sledovaného období je tento vývoj patrný v polovině r. 1996, v květnu, červnu a prosinci 1997, projevoval se však již i dříve. Tato situace není neobvyklá ani v zahraničí. Obdobně se projevuje (neexistuje striktní závislost mezi změnami obou veličin v jednotlivých měsících) vztah vývoje úrokových sazeb a úvěrů (především spotřebitelských) i v jiných zemích (USA, Kanada, aj.). Nizká citlivost vývoje objemu úvěrů na změny úrokových sazeb je v zahraničí vysvětlována významnou úlohou, kterou při úvěrování mají neúrokové faktory (např. podmínky jištění úvěrů, hodnocení bonity klientů,

apod.), což odpovídá i podmínkám ČR. S postupujícím zpřísněním opatrnostních opatření bank, které se týká právě neúrokových faktorů poskytování úvěrů, význam vývoje drobnějších změn úrokových sazeb poklesl. To se týká i úvěrů v cizí měně, které dříve byly faktorem do určité míry eliminujícím výkyvy v objemu korunových úvěrů. Jejich substituční charakter ke korunovým úvěrům je zřetelněji vidět při znázornění vývoje úrokových sazeb a přírůstků objemu úvěrů na základě čtvrtletních údajů (graf 2). Zpřísnění opatrnostních opatření bank se však dotklo i nabídky úvěrů v cizí měně a vývoj přírůstků korunových úvěrů i úvěrů v cizí měně vykazují od druhého pololetí 1997 shodné tendence.

Čtvrtletní změny očištěných úvěrů v Kč a CM a úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů v Kč
(reálné úrokové sazby = nominální úrokové sazby - PPI)



Vzhledem k malému počtu případů, kdy se vliv úrokových sazeb na vývoj úvěrů prokazatelně projevil, přičemž situace v polovině r. 1997 byla zcela atypická, nelze o elasticitě přírůstků objemu úvěrů ke změnám úrokových sazeb (a případně změně 2T repo-sazby pro operace ČNB na mezibankovním trhu, která úrokový vývoj ovlivňuje) učinit žádný zásadní závěr v tom smyslu, že určité procentní změně 2T repo-sazby odpovídá procentní změna přírůstku objemu úvěrů. Transmise úrokových sazeb do úvěrů se projevuje pouze při prudkých změnách úrokových sazeb nastavujících novou významně odlišnou úrokovou hladinu, jak tomu bylo v polovině r. 1997. Zatímco při průměrné úrokové sazbě na nově poskytované úvěry 13,4 % činil průměrný přírůstek korunových úvěrů v prvních čtyřech měsících r. 1997 8,0 mld. Kč, v posledních čtyřech měsících (po uklidnění největších měnových výkyvů uprostřed roku) rostl při průměrné úrokové sazbě 15,8 % objem úvěrů průměrně o 4,9 mld. Kč a v prvním pololetí 1998 při průměrné sazbě 16,0 % o 5,4 mld. Kč, přičemž však značnou část úvěrů ve druhém čtvrtletí poskytla ČNB v zájmu konsolidace bankovního sektoru nezávisle na vývoji úrokových sazeb. Méně výrazné a krátkodobé výkyvy kolem této vysoké průměrné úrokové úrovně v jednotlivých měsících se však do vývoje objemu úvěrů nepromítají.

Nízká citlivost objemu úvěrů na změny úrokových sazeb je, kromě již zmíněného opatrného přístupu obchodních bank, podporována i nízkou rentabilitou v průmyslu a ve stavebnictví, která při průměrné hladině clientských úrokových sazeb nad 15 % (červenec 1998) omezuje možnosti splácení úvěrů. Jak vyplývá z dřívějších propočtů (viz Doplněk k 6. situační zprávě), pro klienty z průmyslu a stavebnictví se jako přijatelná hranice jeví úroveň cca 13 %. Pokud tato hranice nebude prolomena, není pravděpodobné výraznější oživení poptávky po úvěrech. Ani překročení této hranice při případném poklesu však ještě nemusí znamenat z hlediska měnové politiky nebezpečnou úvěrovou expanzi, pokud bude přetrvávat opatrný přístup obchodních bank, což je pravděpodobné.

1.2.1. Čistý úvěr vládě

Hospodaření státního rozpočtu za leden až srpen t. r. skončilo podle předběžných výsledků přebytkem ve výši 6,7 mld. Kč (proti červenci zhoršení o 4,2 mld. Kč). Dosažený rozpočtový výsledek však lze považovat za reálně vyrovnaný, neboť je nadhodnocen nedaňovými příjmy z malé privatizace FNM ve výši cca 7 mld. Kč, z nichž část (5,5 mld. Kč) byla již předurčena na vypořádání majetkových restitucí a část na odstraňování následků povodní. Základní příčinou dosavadního relativně příznivého vývoje rozpočtu je trvale nižší čerpání celkových výdajů s výraznou nominální restrikcí kapitálových výdajů (meziroční pokles - 17,5 %) při stagnaci běžných výdajů nemandatorní povahy. Příjmy se zatím vyvíjejí v souladu s očekáváním, adekvátně reagujícím na pokles domácí poptávky. Tento aspekt se odráží především ve výběru nepřímých daní, kde ze sezónně očištěných výsledků je zřejmá tendence směřující k jejich celoročnímu výpadku (nominální meziroční srpnový index DPH cca 100,9 %, spotřební daně cca 105,5 %, což je neúměrné úpravě pro r. 1998). V daňových příjmech pozitivně působí pouze efekt předchozího nadprůměrného výběru daně z příjmů právnických osob (od června), při relativní stabilitě výběru pojistného na sociální zabezpečení.

Vývoj státního rozpočtu v období do konce roku a výsledky jeho hospodaření budou zásadně ovlivněny očekávaným čerpáním mimořádných výdajů nad rámec schváleného rozpočtu v objemu cca 18 mld. Kč (valorizace důchodů, pojistné za neproduktivní obyvatelstvo, mimořádné volby, majetková újma bank) kompenzovaným úsporami v čerpání některých sociálních dávek (cca 7 mld. Kč), kdy při předpokládaném vykrytí výpadku nepřímých daní (DPH, SD) příznivějším plněním daně z příjmů je možno očekávat výsledný schodek za rok 1998 ve výši cca 11 mld. Kč. Tento výsledek (uvažovaný též v přípravných verzích návrhu státního rozpočtu na rok 1999) je však reálný pouze za předpokladu eliminace rizik, vyplývajících z otevřených finančních problémů, jejichž řešení se vláda dříve či později nevyhne (úhrada ztráty Konsolidační banky za rok 1997 cca 10 mld. Kč, státní záruka ČS 4,1 mld. Kč, důsledek krize v Rusku cca 3 mld. Kč - nesplácení úroků ČR, apod.).

Dosavadní přebytkové hospodaření státního a místních rozpočtů se odráží ve výsledcích hospodaření agregátu veřejných rozpočtů, které se na rozdíl od roku minulého projevovalo v jednotlivých čtvrtletích letošního roku v dosaženém celkovém přebytku veřejných rozpočtů (k 30. červnu t. r. přebytek 11 mld. Kč, loni ve stejném období schodek cca 16 mld. Kč). V dalším období očekáváme v souladu s předpokládaným deficitním vývojem státního rozpočtu pokles tohoto přebytku na cca 1 mld. Kč v září, který se v závěru letošního roku změní na schodek cca 27 - 28 mld. Kč (cca 1,5 % HDP).

Podíl výsledku hospodaření veřejných rozpočtů na HDP

v mld. 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
					skutečnost	skutečnost	predikce	predikce
ČESKÁ METODIKA								
státní rozpočet	-8,5	-14,8	-10,2	-15,7	7,6	1,8	4,0	-11,0
místní rozpočty	-1,6	-3,1	0,0	-4,8	2,1	1,3	-1,9	-7,0
státní finanční aktiva	-2,0	-1,5	1,0	-2,5	0,3	0,2	1,3	0,0
státní fondy	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	2,0	0,8	0,0
Pozemkový fond	0,1	0,0	-0,7	-1,6	0,1	0,0	-0,4	-0,8
Fond národního majetku	0,8	2,4	-3,8	-4,5	0,5	5,3	-3,0	-8,6
Zdravotní pojišťovny	-0,8	-0,6	0,8	-0,4	-0,1	0,8	0,2	0,0
Veřejné rozpočty (VR) celkem	-10,4	-16,0	-11,3	-27,8	12,0	11,4	1,0	-27,4
Podíl hospodaření VR na HDP v b.c.	-3,0	-2,1	-1,0	-1,7	3,1	1,4	0,1	-1,5

Poznámka
- schodek, + přebytek

Vývoj státního rozpočtu za uplynulé období byl primárním faktorem ovlivňujícím čistý úvěr vládě, který vzrostl do konce srpna t. r. proti červenci o 5,4 mld. Kč (proti stavu k 31. 12. 1997 však došlo k poklesu o 14,3 mld. Kč vlivem přebytku hospodaření státního rozpočtu za leden až srpen ve výši 6,7 mld. Kč a následným poklesem portfolia SPP v bankovním sektoru). Čistý úvěr konsolidované vlády zaznamenal v tomtéž období nárůst 5,4 mld. Kč opět v důsledku poklesu rozpočtového přebytku proti červenci o 4,2 mld. Kč. Depozitní pozice Fondu národního majetku zůstala v srpnu beze změny.

V současné době vrcholí přípravy vládního návrhu státního rozpočtu na rok 1999, jehož definitivní verze by měla být předložena Parlamentu České republiky do konce září t. r. Na základě předběžných informací byla na mimořádném zasedání vlády dne 13. září t. r. schválena závazná výše schodku státního rozpočtu na rok 1999 ve výši 26,8 mld. Kč (cca 1,3 % předpokládaného HDP). Pokud jde o výchozí makroekonomické parametry, nelze vyloučit následné úpravy vyvolané m.j. zveřejněním posledních údajů ČSÚ ohledně vývoje HDP za 1. pololetí (resp. 2. čtvrtletí t. r.) 1998. Na zásadní rozhodnutí vlády o výši schodku navazují závěrečná jednání MF s kapitoly o definitivním objemu přerozdělovaných rozpočtových zdrojů. "Úzkým" místem rozpočtového návrhu však je získání potřebného souhlasu poslanců Parlamentu se změnami zákonů o spotřebních daních (cigarety, pohonné hmoty) a pojistném na sociální zabezpečení (zvýšení sazeb o 2,4 %), které podmiňují vládou odsouhlasenou úroveň deficitu. Vzhledem k dosavadním signálům, navozujícím pochybnosti o ochotě poslanecké většiny souhlasit s takto vysokým uvažovaným deficitem, je zapotřebí těž reálně zvážit možné potíže s relevantním schválením novel uvedených daňových zákonů, jejichž příjmový efekt byl původně nastaven na obecně přijatelnou úroveň mezního schodku ve výši cca 15 mld. Kč (resp. 18,7 mld. Kč). V případě vzniku takové nepříznivé situace by se vládou uvažovaná výše primárního rozpočtového schodku navýšila o dalších cca 15 - 20 mld. Kč a obecně se tak zvýšilo riziko nežádoucího rozpočtového provizoria.

Reálně je možno předpokládat, že vládou navrhovaný deficit tvoří mix strukturálního a cyklického deficitu. Za účelem posouzení váhy jeho složek v odezvě na změnu dynamiky HDP byla provedena jednoduchá analýza, hodnotící strukturální a cyklické komponenty agregace státního rozpočtu a místních rozpočtů.

Z této analýzy vyplývá, že i přes veškerá možná omezení lze cyklickou složku v rámci vládou navrženého deficitu státního rozpočtu ve výši 26,8 mld. Kč odhadnout na 12,4 mld. Kč, tj. cca 50 %. Tato složka deficitu reflektuje reálný ekonomický vývoj a z pohledu hospodářské politiky vlády se tak jeví víceméně jako autonomní. Na zbývající část (14,4 mld. Kč) lze pohlížet jako na tzv. strukturální deficit, tj. vládou chtěný a záměrně plánovaný. Velikost tohoto deficitu je cca 0,7 % očekávaného HDP v roce 1999.

Na základě tohoto pohledu lze i nadále "najít" určitý prostor pro součinnost měnové a fiskální politiky za předpokladu, že se deficitnost veřejných rozpočtů výrazně nepřesune do zbývajících částí sektoru veřejných financí. Vzhledem k nedostatečným informacím však nelze zatím tuto možnost zcela vyloučit.

1.3. Úrokové sazby

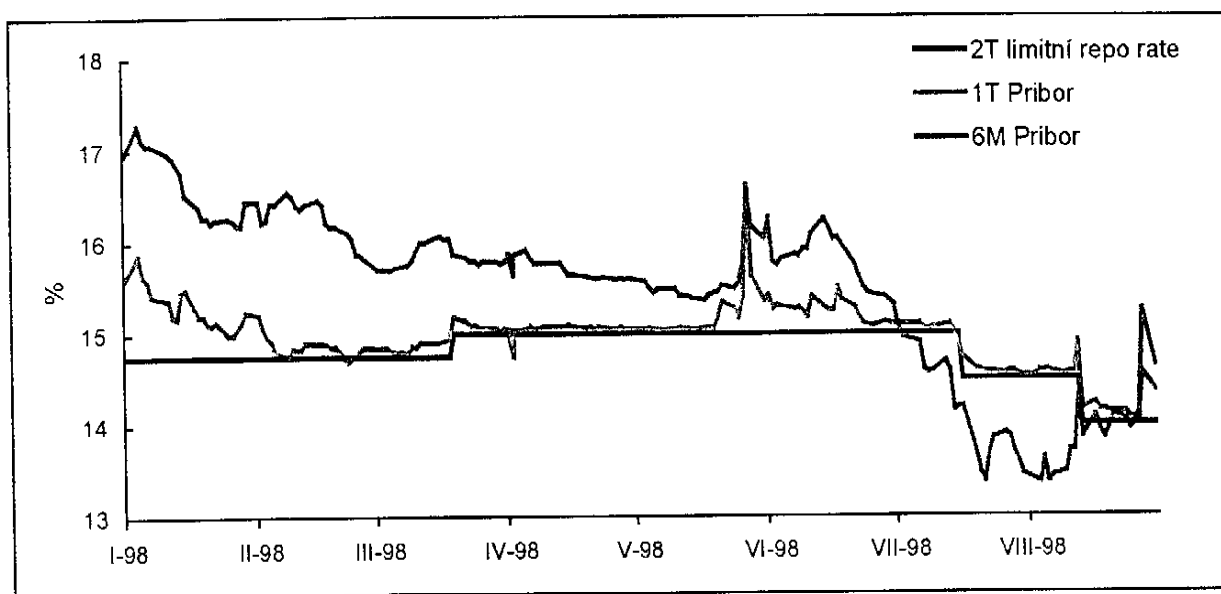
Zatímco v prvních dnech srpna 1998 ještě doznival na finančním trhu optimistický vývoj z července a úrokové sazby na peněžním trhu klesaly a ceny dluhopisů rostly, v posledních dvou srpnových dekadách byl vývoj na finančním trhu určován především vývojem

v Rusku. Vlivem ruské krize došlo v průběhu srpna k zastavení poklesu a následnému výraznému růstu úrokových sazeb ve všech splatnostech, a to zejména ve třetí dekádě měsíce. Ke vzestupu úrokových sazeb v poslední dekádě přispěly i nepříznivé výsledky obchodní bilance i spekulace na kurs koruny. Snížení klíčových sazeb ze strany ČNB s účinností od 14. 8. 1998 mělo na český finanční trh pozitivní, ale krátkodobý účinek. Nepříznivý vliv měl vývoj ruské krize na vývoj na trhu dluhopisů a především na akciovém trhu, kde došlo k hlubokému propadu cen. Vzestup úrokových sazeb na finančním trhu koncem srpna se přenesl dočasně i do referenčních úrokových sazeb některých bank.

1.3.1. Vývoj krátkodobých sazeb

V průběhu srpna došlo k zastavení poklesu krátkých úrokových sazeb, postupnému růstu sazeb na delším konci výnosové křivky a v závěru se projevila zvýšená dynamika sazeb po celé délce výnosové křivky.

Vývoj krátkodobých sazeb



Přes vzestup v závěru srpna zůstaly úrokové sazby Pribor v průměru přibližně o 0,5 procentního bodu pod úrovní července 1998. Do průměrné úrovně krátkých sazeb 1W a 2W Pribor se promítlo snížení klíčových sazeb ČNB (snížení repo-sazby ČNB 17. 7. z 15 % na 14,50 % a 14. 8. dále na 14 %; od 14. 8. snížení diskontní sazby ze 13 % na 11,5 % a lombardní sazby z 19 % na 16 %), do průměrné úrovně sazeb Pribor s delší dobou splatnosti jejich nízká úroveň z počátku měsíce. Výnosová křivka měsíčních průměrů úrokových sazeb Pribor si zachovala stejný inverzní sklon jako v červenci, i když výnosová křivka denních hodnot získala koncem měsíce dočasně mírně pozitivní sklon.

Snížení PMR z konce července 1998 se do výše úrokových sazeb Pribor promítlo pouze krátce na počátku srpna. V konečném důsledku se odrazilo do vzestupu objemu poukázek ČNB v držení obchodních bank, který ve srovnání s červencem vzrostl o 42 mld. Kč na 164 mld. Kč.

Po celé sledované období byla patrná zvýšená volatilita sazeb Pribor a v závěru měsíce srpna došlo v důsledku zvýšené aktivity na trhu i k přechodnému rozšíření spreadů bid/offer. Jejich průměrná úroveň však zůstala na úrovni července 1998 (0,31 1T Pribor, 0,38 1R Pribor).

Úrokový diferenciál PRIBID/CZK – LIBOR/DEM se v průběhu srpna ve srovnání s červencem zvýšil ve splatnostech od 3M, přičemž zvýšení bylo přímo úměrné délce splatnosti. U splatnosti 3M vzrostl o 0,5 procentního bodu na 8,44 %, u splatnosti 12M až o 1,7 % bodu na 10,45 %.

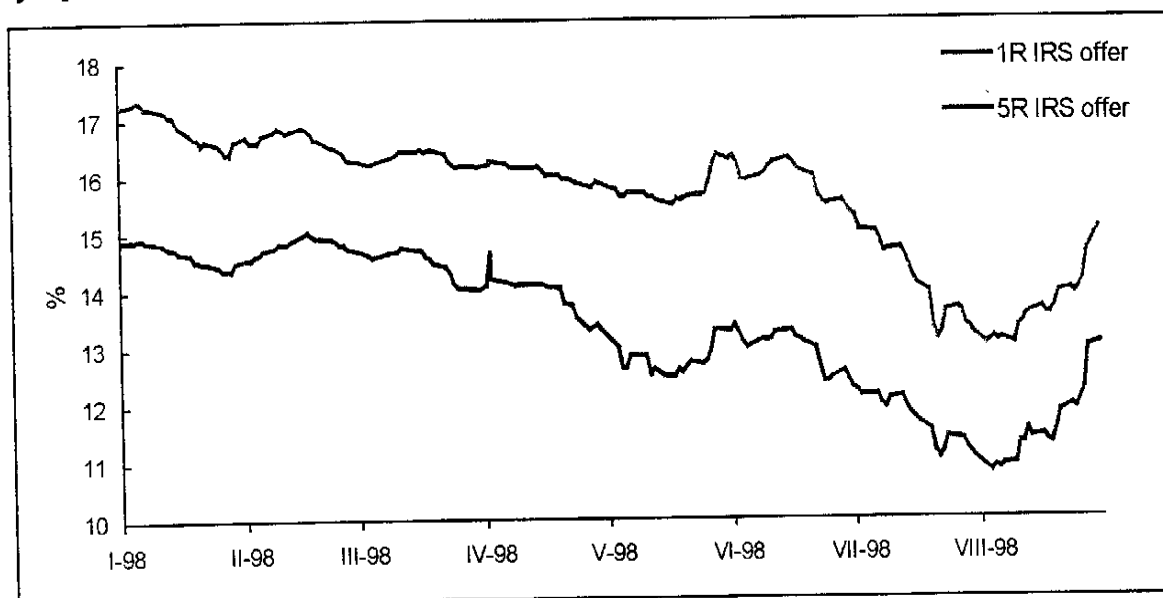
Sazby FRA se vyvíjely v souladu s vývojem delších sazeb Priboru. Na přelomu července a srpna dosáhly nejnižší úrovně od počátku roku, během následujícího období však vzrostly o 1,4 až 2 procentní body podle jednotlivých splatností. Z hlediska dalšího vývoje krátkodobých sazeb sazby FRA (3*6) naznačují (k 4. 9.) tendenci k poklesu, v případě 3M Priboru v následujících 3 měsících o 0,5 bodu.

Na segmentu trhu krátkodobých dluhopisů proběhly v srpnu dvě primární aukce SPP se splatností 3M. Hrubé výnosy dosáhly 13,7 a 13,8 %.

1.3.2. Vývoj dlouhodobých sazeb

Také dlouhodobé sazby rostly prakticky celý měsíc v souladu se stupňující se ruskou krizí. Tvar srpnové výnosové křivky sazeb IRS se sice v porovnání s červencem mírně zploštil (pokles na kratším konci o 0,5 bodu), v průběhu měsíce se však sazby zvýšily zhruba o 2 procentní body. Bylo možno pozorovat velmi nerovnoměrný vývoj po křivce, neboť kratší konec do 6R začal růst mnohem dříve, zatímco sazby od 7R rostly až ve třetí dekádě a mnohem pomaleji. Teprve v posledních dnech měsíce došlo k nárůstu i u těchto maturit. To potvrzuje skutečnost, že zahraniční investoři obchodují téměř výhradně se státními dluhopisy. Protože ruská krize dopadla především na tyto investory, nejprve se propad cen projevil u státních dluhopisů a potažmo tedy u IRS s kratší splatností, jejichž jsou benchmarkem. Ceny dluhopisů velmi citlivě reagovaly na krizový vývoj na ruském finančním trhu a zaznamenaly výrazný propad, zejména likvidní tituly - státní dluhopisy delších splatností. Pokles cen byl nejdříve vyvolán odchodem zahraničních investorů z emerging markets jako celku a později byl podpořen i ne důvěrou domácích investorů a výprodejem jejich portfolií. I přes značný nárůst výnosů se tvar a hladina srpnových výnosových křivek státních a firemních dluhopisů liší jen minimálně od červencových křivek (pokles cen probíhal přibližně stejným tempem jako předchozí červencový růst).

Vývoj dlouhodobých sazeb



Aktuální vývoj k 14. 9. 1998

Vývoj v první polovině září naznačuje postupné odpoutávání našeho finančního trhu od vývoje na trhu ruském a návrat jeho jednotlivých segmentů k původním cenovým hladinám. Tento vývoj byl výrazně podpořen zveřejněním údajů o srpnové inflaci a rovněž údajů o vývoji HDP, které opětovně vyvolalo spekulace na snížení hladiny úrokových sazeb ze strany centrální banky. Na trhu byl zaznamenán okamžitý zvýšený zájem investorů o korunová aktiva, neboť trh všeobecně očekává jejich cenový nárůst.

- **krátkodobé sazby**

Situace na peněžním trhu se uklidňovala s tím, jak odezníval vliv ruské finanční krize. Úrokové sazby se vrátily ke svým původním hodnotám ze závěru srpna, v některých splatnostech i pod ně. Na krátkém konci výnosové křivky se sazby 1T a 2T těsněji přiblížily (cca 14,05 %) vyhlášené repo-sazbě, od splatnosti 1M došlo k poklesu sazeb o 0,7 až 1,3 bodu (k 14. 9.). Výnosová křivka, která v čase vrcholící krize získala mírně pozitivní sklon, se již po několika dnech vrátila k negativnímu sklonu; ten se spolu s posilujícím kurzem Kč stále prohlubuje. Spready bid/offer rovněž klesly ke svým obvyklým hodnotám 0,2 až 0,3 bodu. S poklesem sazeb Pribor na delším konci výnosové křivky se snížil i úrokový diferenciál přibližně ve stejném rozsahu. Sazby FRA se vyvíjely v souladu se sazbami Pribor, v porovnání s koncem srpna klesly o 1,3 bodu u kratších splatností, o 1,7 až 1,8 u delších splatností. Kótace FRA (k 14. 9.) naznačují pokles 3M Pribor v následujících 3 měsících o 0,6 bodu.

- **dlouhodobé sazby**

Také vývoj dlouhodobých sazeb se zklidnil. V porovnání s koncem srpna klesly k 14. 9. sazby IRS o 1,4 až 1,8 bodu podle jednotlivých splatností. Podobně výnosy státních dluhopisů poklesly o 0,9 až 1,2 bodu, výnosy firemních dluhopisů o 0,6 až 1,1 bodu. Ceny dluhopisů začaly růst (i přes značnou volatilitu) díky obnovené poptávce tuzemských investorů, zatímco

zahraniční investoři se výrazněji neangažovali. Celkově trh vykazuje poměrně vysokou likviditu, zejména trh státních dluhopisů.

1.3.3. Klientské úrokové sazby

Průměrné nominální klientské úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry v červenci 1998 i na krátkodobé vklady odrážely pokles úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Průměrné sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry poklesly v červenci o 0,7 procentního bodu na 15,3 % a dosáhly tak nejnižší úrovně od dubna 1997. Průměrné nominální úrokové sazby na vklady v červenci poklesly o 0,2 procentních bodů na 11,8 %, což je mírně pod úrovní prvních čtyř měsíců r. 1998.

Průměrné reálné úrokové sazby vzrostly v červenci 1998 (ve vyjádření v CPI) jak u krátkodobých nově poskytovaných úvěrů, tak i u krátkodobých vkladů. Průměrná výše reálných úrokových sazeb na nově poskytované úvěry vzrostla v červenci o 0,9 procentních bodů na 4,9 %, tedy na nejvyšší úroveň v r. 1998. Výše reálných úrokových sazeb na krátkodobé vklady v červenci poprvé od počátku r. 1998 nabyla pozitivní hodnoty 1,4 %. Ve vyjádření PPI se reálné úrokové sazby na nově poskytované úvěry snížily o 0,3 procentních bodů na 10,1 %, zůstávají však i nadále nad průměrnou úrovní prvního pololetí 1998 (9,7 %).

Vývoj referenčních sazeb u vybraných bank

v %

Banka	Název sazby	1997	1998				
		1.9.	1.6.	1.7.	1.8.	1.9.	
Česká spořitelna	Základní sazba	14.80	15.60	15.50	14.50	14.00	
ČSOB	Prime rate	14.65	16.00	15.50	14.10	14.80	
IPB	Bazická sazba	18.00	17.20	17.20	17.20	16.90	
Komerční banka	Referenční sazba	14.60	16.00	15.45	14.00	14.65	

Aktuální vývoj k 14. 9. 1998

Vzestup úrokových sazeb na mezibankovním trhu koncem srpna se promítl i do referenčních úrokových sazeb některých obchodních bank, především Komerční banky, která k 31. 8. 1998 svoji referenční úrokovou sazbu zvýšila o 1 procentní bod na 15 %, avšak již 1. 9. 1998 tuto sazbu snížila o 0,25 procentních bodů na 14,65 %, k 7. 9. 1998 na 14,15 %, tedy na hodnotu z počátku srpna, a ke 14. 9. 1998 na 13,60 %, což je nejnižší hodnota od počátku května 1997. Celkově vývoj referenčních sazeb obchodních bank naznačuje převládající tendenci k poklesu klientských úrokových sazeb. Svoji přechodně zvýšenou prime rate snižovala v první polovině září i ČSOB až na úroveň 13,60 %. Během srpna pokračovala ve snižování své základní sazby i Česká spořitelna a po pěti měsících snížila svoji bazickou sazbu v srpnu 1998 konečně i IPB. V první polovině září zůstaly referenční sazby obou těchto bank stabilní.

Posouzení těsnosti měnové politiky na základě aktuálního vývoje úrokových sazeb a očekávaného vývoje inflace

Současný výrazně dezinflační vývoj doprovázený ekonomickým poklesem vyvolává stále častěji diskuse o relevanci současné úrovně hladiny úrokových sazeb, jejichž nominální výše se od poloviny r. 1997 pohybuje přibližně o tři procentní body nad průměrem let 1994 – 1996, tedy obdobím ekonomického vzestupu.

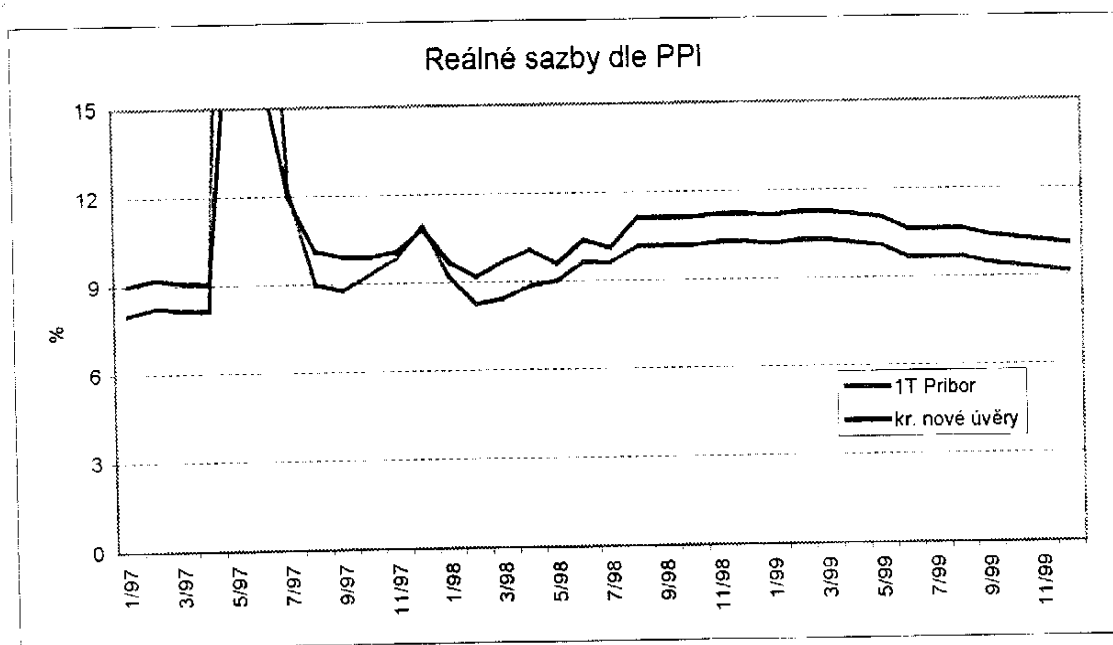
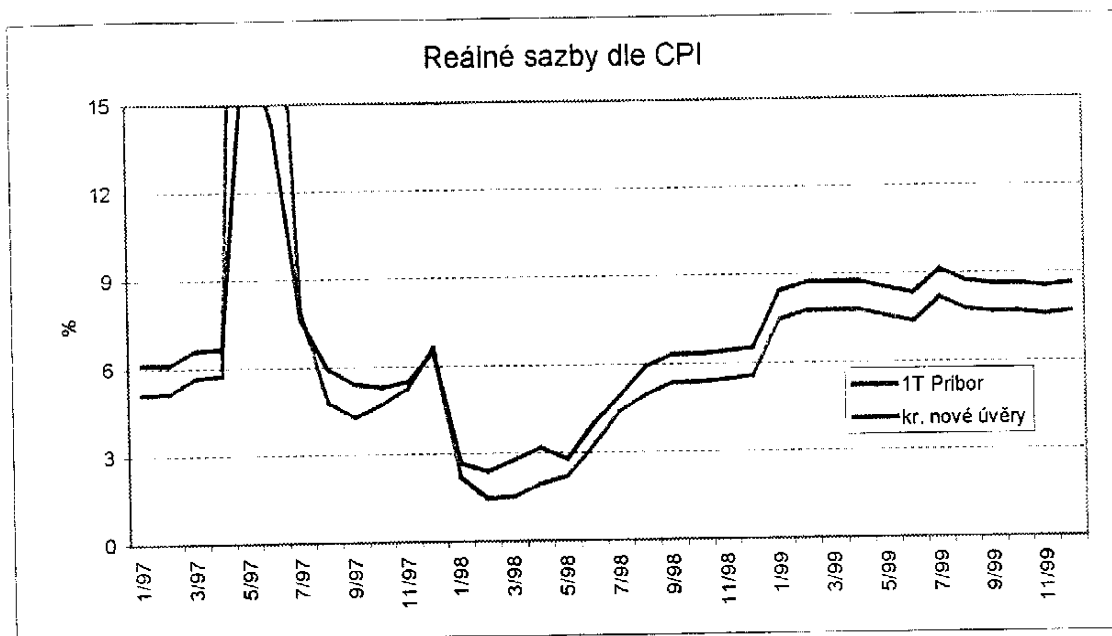
Klíčovou úlohu v posouzení vlivu úrokových sazeb na ekonomický růst z hlediska úrokové politiky mají reálné úrokové sazby, které hrají výraznou úlohu v ekonomických rozhodováních podniků i obyvatelstva a jejichž vývoj může centrální banka usměrňovat v rámci transmisního mechanismu v oblasti nominálních úrokových sazeb.

Určitým problémem je ovšem propočtení reálných úrokových sazeb. K propočtu reálných úrokových sazeb připadají v úvahu v zásadě dva přístupy:

- deflování inflace od nominálních úrokových sazeb na základě budoucích očekávání
- ztotožnění očekávané inflace s aktuální skutečnou inflací a deflování nominálních úrokových sazeb touto inflací.

Pro analýzu vlivu úrokových sazeb na těsnost měnové politiky se teoreticky nejlépe hodí deflovat aktuální nominální úrokové sazby očekávanou inflací. Problémem však zůstává, jak inflaci zvolit. Své vlastní prognózy mají MF, ČSÚ, odbory, banky atd. Většinou se od sebe liší a navíc neexistují klouzavě na 12 měsíců dopředu. Obecně uznávané statistické šetření inflačních očekávání v ČR neexistuje. Lze samozřejmě uvažovat s použitím interních prognóz ČNB. Tyto prognózy však mají velmi specifický charakter (ČNB inflaci přímo ovlivňuje) a rovněž nebyly v minulosti sestavovány pravidelně pro každý měsíc (chybí údaje do časové řady). Vzhledem k těmto problémům jsme nahradili očekávanou inflaci aktuální inflací. Tento přístup není ojedinělý, je používán např. v Banque de France, Deutsche Bundesbank i v jiných centrálních bankách.

Za základ pro extrapolaci vývoje do konce r. 1999 byly vzaty poslední známé nominální úrokové sazby, tj. průměrná úroková sazba 1T PRIBOR za měsíc srpen 1998 a průměrná úroková sazba na nově poskytované úvěry za červenec 1998 a odhady cenových indexů odboru 413 do konce r. 1999. Pro deflování nominálních úrokových sazeb jsou v tomto materiálu jak index CPI, tak PPI. K oběma těmto deflátorům lze mít výhrady (CPI nezahrnuje celou řadu aktivit citlivých na úroky, ceny výrobců zahrnují naopak omezený segment ekonomiky apod.). Vzhledem k tomu, že rozhodující část úvěrů čerpají podniky, považujeme za relevantnější vývoj reálných úrokových sazeb deflovaný PPI.



Oba dva grafy vyjadřují v zásadě shodný trend vývoje reálných úrokových sazeb ve vyjádření CPI i PPI. Tendence ke zvyšování reálných úrokových sazeb ukazuje na zvyšování těsnosti měnové politiky jak nyní, tak i v budoucnosti. V podmínkách hospodářského poklesu však současně tento vývoj signalizuje nutnost snížit úrokové sazby. Zásadním problémem však zůstává vhodná úroveň reálné úrokové sazby k níž by snížení mělo směřovat. Vyjdeme-li z reálných úrokových sazeb deflovaných cenami výrobců (10,1 % - červenec 1998), které mají pro úrokové sazby na úvěry zásadní význam, jeví se jako žádoucí snížení nominálních úrokových sazeb cca o 1 – 1,5 procentních bodů. Při snížení o 1 procentní bod by se reálné úrokové sazby na krátkodobé nově poskytované úvěry (na základě PPI) dostaly na úroveň před vzestupem úrokových sazeb v květnu 1997 (9 %), při snížení o 1,5 procentního bodu na průměrnou úroveň r. 1996 (8,5 %).

Při obdobné úvaze pro úrokovou sazbu 1T PRIBOR by snížení její reálné výše na úroveň cca před květnem 1997 mohlo činit dokonce 1,5 procentního bodu (pro dosažení průměrné úrovně roku 1996 cca 2,5 procentního bodu).

Vzhledem k tomu, že ČNB přímo ovlivňuje výši úrokové sazby 1T PRIBOR, je možné uvažovat s jejím poklesem o 1,5 až 2,5 procentních bodů. Vezmeme-li v úvahu další možné zvyšování reálných úrokových sazeb, které by mělo kulminovat počátkem roku 1999 (na základě predikovaného poklesu inflace), mohlo by snížení dosáhnout až 3 procentních bodů.

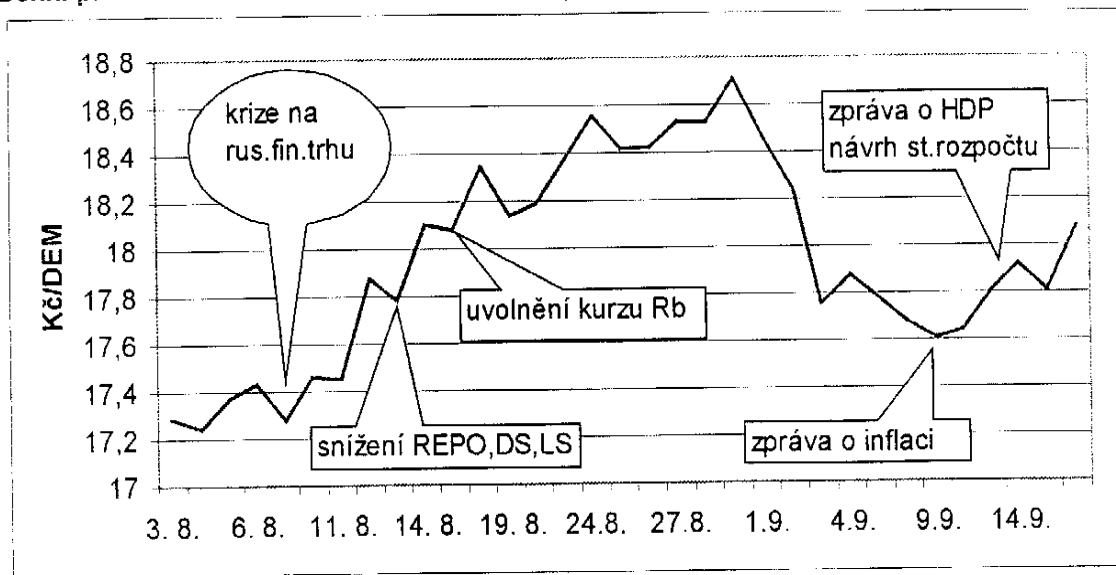
Přehled o vývoji reálných úrokových sazeb je uveden v následující tabulce:

	reálné sazby dle CPI		reálné sazby dle PPI	
	1T Příbor	kr. nové úvěry	1T Příbor	kr. nové úvěry
1/96	2,1	3,7	4,8	6,4
2/96	2,5	4,1	5,4	7,0
3/96	2,4	3,8	6,1	7,5
4/96	3,1	4,2	6,4	7,5
5/96	3,1	4,3	6,7	7,9
6/96	3,7	4,7	7,3	8,3
7/96	3,2	4,3	8,2	9,3
8/96	3,0	4,2	8,4	9,6
9/96	3,7	4,9	8,7	9,9
10/96	3,9	5,0	8,5	9,6
11/96	4,0	5,2	8,4	9,6
12/96	4,0	5,0	8,2	9,2
průměr 1996	3,2	4,4	7,3	8,5
1/97	5,1	6,1	8,0	9,0
2/97	5,2	6,1	8,3	9,2
3/97	5,7	6,6	8,2	9,1
4/97	5,8	6,7	8,2	9,1
5/97	36,0	17,5	38,2	19,7
6/97	27,0	14,3	29,3	16,6
7/97	7,9	7,6	12,2	11,9
8/97	4,8	5,9	9,0	10,1
9/97	4,3	5,4	8,8	9,9
10/97	4,7	5,3	9,3	9,9
11/97	5,3	5,5	9,9	10,1
12/97	6,6	6,5	10,9	10,8
průměr 1997	9,9	7,8	13,4	11,3
1/98	2,2	2,7	9,2	9,7
2/98	1,5	2,4	8,3	9,2
3/98	1,6	2,8	8,5	9,7
4/98	2,0	3,2	8,9	10,1
5/98	2,2	2,8	9,0	9,6
6/98	3,3	4,0	9,7	10,4
7/98	4,4	4,9	9,6	10,1
8/98	5,0	5,9	10,2	11,1
9/98	5,4	6,3	10,2	11,1
10/98	5,4	6,3	10,2	11,1
11/98	5,5	6,4	10,3	11,2
12/98	5,6	6,5	10,3	11,2
průměr 1998	3,7	4,5	9,5	10,4
1/99	7,5	8,4	10,2	11,2
2/99	7,8	8,7	10,3	11,3
3/99	7,8	8,7	10,3	11,3
4/99	7,8	8,7	10,2	11,2
5/99	7,6	8,5	10,1	11,1
6/99	7,4	8,3	9,7	10,6
7/99	8,2	9,1	9,7	10,6
8/99	7,8	8,7	9,7	10,6
9/99	7,7	8,6	9,5	10,4
10/99	7,7	8,6	9,4	10,3
11/99	7,6	8,5	9,3	10,2
12/99	7,7	8,6	9,2	10,1
průměr 1999	7,7	8,6	9,8	10,7

1.4. Devizový kurz, finanční účet a devizové rezervy

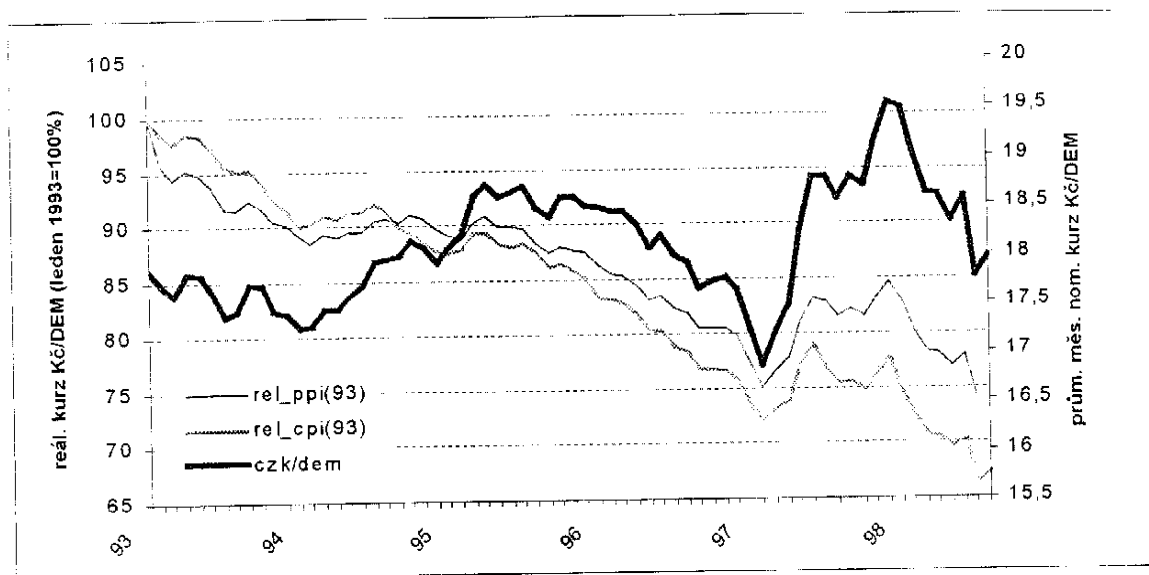
1.4.1. Devizový kurz

Denní průběh nominálního kurzu Kč/DEM v srpnu a září t.r.



Po značném posílení v červenci nominální kurz koruny vůči německé marce v srpnu t.r. trvale oslaboval. Znehodnocení nominálního kurzu Kč/DEM bylo vystřídáno posilováním kurzu v prvních dnech září. Oslabování nominálního kurzu bylo opět způsobeno především situací v Rusku. Bez ohledu na výkyvy kurzu v důsledku krize v Rusku zatím nepředpokládáme změnu dosavadního (od počátku roku) protiinflačního působení kurzu. Vývoj nominálního kurzu pro nejbližší období však bude výsledkem působení tří faktorů: (i) způsobu a rychlosti řešení ekonomické a politické krize v Rusku, (ii) úrokové politiky ČNB ve vztahu k probíhajícímu dezinflačnímu vývoji a (iii) průběhu schvalování státního rozpočtu.

Vývoj průměrného nominálního a reálného (leden 1993=100) kurzu koruny vůči DEM



Výraznější znehodnocení nominálního kurzu se vzhledem k vývoji inflace (CPI, PPI v tuzemsku i v zahraničí) projevilo oslabením reálného kurzu. Reálný kurz i nadále zůstává pod úrovní z počátku minulého roku. Lze očekávat, že reálný kurz bude ztěžovat vývozní aktivity tuzemských výrobců. Na straně dovozu však lze předpokládat, že kurzové zvýhodnění bude omežováno potlačenou domácí poptávkou.

1.4.2. Finanční účet a devizové rezervy

V 1. pololetí se zvýšil čistý příliv investic do České republiky oproti srovnatelnému období roku 1997 více než dvojnásobně. Zvýšení aktivního salda finančního účtu (ze 16,8 mld. Kč na 38,3 mld. Kč) bylo doprovázeno výraznými změnami v jeho struktuře. Na rozdíl od let 1995 – 1997, kdy hlavním zdrojem přílivu kapitálu byly především střednědobé a dlouhodobé finanční úvěry přijímané obchodními bankami a podniky, se zájem zahraničních investorů přesunul z této oblasti především do portfoliových a přímých investic. Tato skutečnost souvisí zejména s poklesem cen tuzemských akcií, kterého využili zahraniční investoři k nákupům akcií perspektivních podniků především z odvětví obchodu a služeb, bankovníctví a spojů. Zájem zahraničních investorů, který se přesunul z asijských trhu částečně i do oblasti střední Evropy, byl posílen i novými emisemi akcií investovanými do globálních depozitních certifikátů (např. Českých radiokomunikací, Komerční banky v souvislosti se zvýšením limitu pro emisi GDR na 18 % jejího základního jmění).

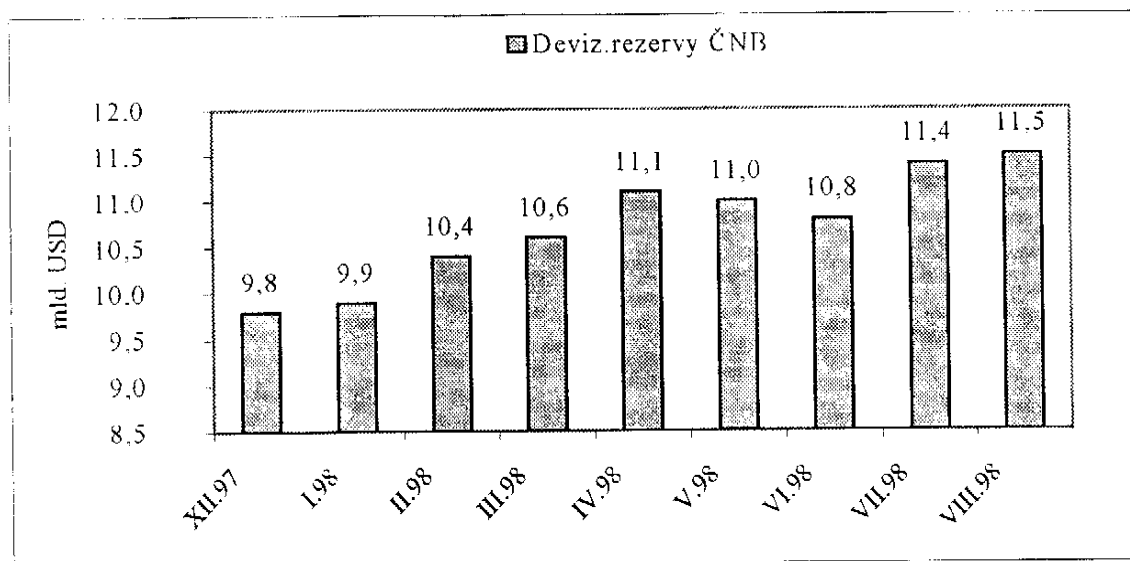
Celkově za 1. pololetí připlýnulo do ČR v saldu 27,2 mld. Kč (0,8 mld. USD) **portfoliových investic**, zatímco za stejné období minulého roku došlo k jejich odlivu ve výši 4,3 mld. Kč. Z celkové hodnoty portfoliových investic denominovaných v korunách k 30. 6. 1998 ve výši 141,3 mld. Kč (4,2 mld. USD) bylo nejvíce investováno do dopravy a spojů (23 %), peněžnictví a pojišťovnictví (21 %), služeb a obchodu (19 %) a do energetiky (13 %).

U **českých portfoliových investic v zahraničí** byl zaznamenán příliv zdrojů ze zahraničí ve výši 7,6 mld. Kč (0,2 mld. USD), neboť prodej zahraničních cenných papírů rezidenty převýšil jejich nákupy. Ve vlastnictví rezidentů bylo ke konci 1. pololetí za 29,3 mld. Kč (0,9 mld. USD) zahraničních cenných papírů. Určitá část z těchto pohledávek se týká i ruských cenných papírů vč. státních dluhopisů (podléhajících restrukturalizačnímu plánu ruské vlády), které byly některými domácími subjekty nakoupeny.

Přímé zahraniční investice v ČR dosáhly částky 20 mld. Kč (0,6 mld. USD), tj. o 6 mld. Kč více než v 1. pololetí 1997. Převážná část těchto investic je výsledkem vstupu zahraničního kapitálu do Investiční a poštovní banky (Nomury), Agrobanky (General Electric) a do České spořitelny (EBRD).

Ruská krize se v určité míře odrazila ve znehodnocení kurzu koruny, ke kterému došlo zejména v posledních dvou dekadách srpna. Údaje o vývoji krátkodobé pozice ve vztahu k zahraničí obchodních bank (růst krátkodobých pasiv pokračující i v první zářijové dekádě doprovázený růstem aktiv) nenasvědčují, že by v této době docházelo k nějakému znatelnému odlivu krátkodobého kapitálu. Proto ani ČNB nezasahovala na devizovém trhu ve prospěch koruny. Stav **devizových rezerv ČNB** byl ovlivňován jen splátkami dluhové služby a kurzovými rozdíly. Korunová hodnota rezerv se během srpna zvýšila o 30,7 mld. Kč na 383,7 mld. Kč a dolarová hodnota o 37 mil. USD na 11.467 mil. USD.

Vývoj devizových rezerv ČNB

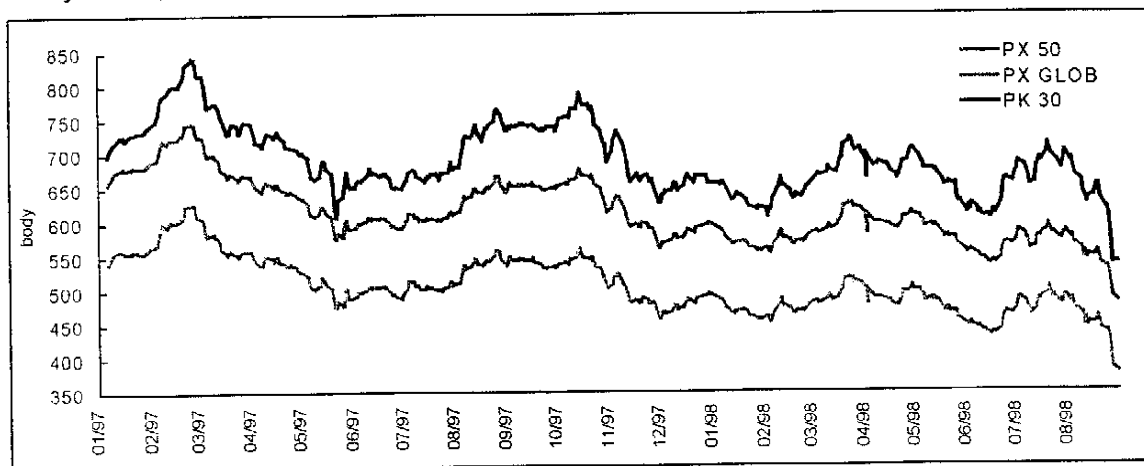


1.5. Akciový trh

Vývoj na akciovém trhu byl ovlivněn krizí v Rusku prakticky nejvíce a byl motorem negativního vývoje na ostatních segmentech finančního trhu. Výrazný propad cen zaznamenal jak trh dluhopisů, tak i akcií současně při jejich vysoké volatilitě, a to i v průběhu jednotlivých obchodních dnů. Dramatický byl vývoj zejména v závěru měsíce srpna s tím, jak se situace na ruském trhu i politické scéně vyhrcovala. Ceny akcií srpnu prakticky pouze klesaly. Propad cen byl pouze několikrát velmi krátkodobě korigován, ale celkově vládl na akciovém trhu sestupný trend doprovázený zejména v závěru měsíce vysokou obchodní aktivitou a velkými objemy obchodů. Pád cen postihl i ostatní burzy emerging markets (Polsko, Maďarsko), přičemž pražská burza zaznamenala v tomto srovnání nejmenší pokles. Výprodej akcií ze strany nerezidentů byl pak posílen faktem, že se k nim připojili i domácí investoři, kde spouštěcím mechanismem bylo zveřejnění údajů o obchodní bilanci dne 21. 8., jejíž výsledky byly horší než očekávané.

Cenové indexy akcií výrazně propadly. Index PX 50 klesl v srpnu o 23,2 procentních bodů a uzavíral na hodnotě 377 bodů. Ceny jednotlivých titulů obchodovaných na hlavním trhu BCPP s výjimkou akcií fondů, které vykázaly menší pokles, propadly ještě výrazněji (v řádu 25 až 40 %). Dramatickým vývojem prošly zejména akcie České spořitelny obchodované v systému SPAD. Dne 27. 8. došlo z důvodu propadu ceny (- 24,06 %) k pozastavení obchodování s nimi v otevřené fázi, kde tvůrci trhu povinně kótují cenu, a k jejich přechodu do uzavřené fáze, ve které tvůrci trhu nejsou povinni kótovat.

Indexy PX 50, PX GLOB a PK 30 (leden 1997 až srpen 1998)

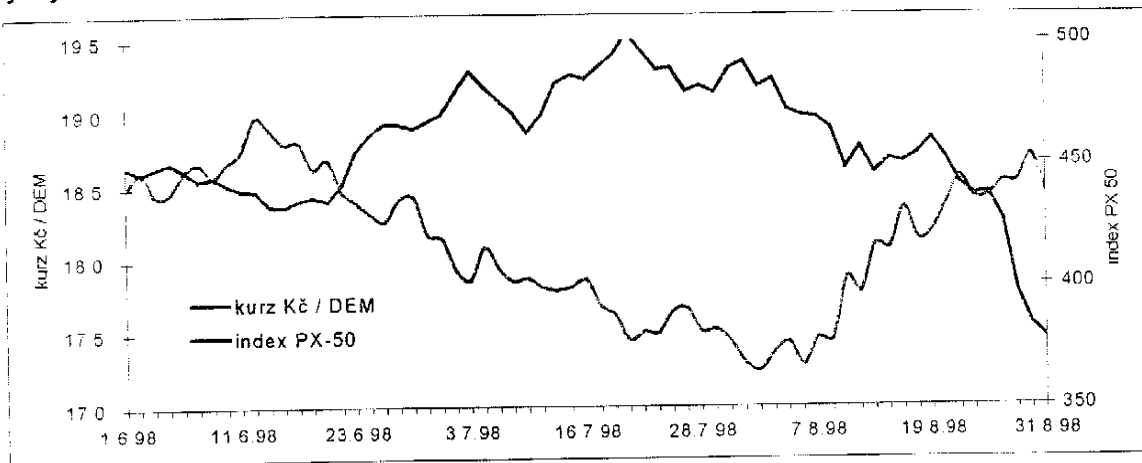


Indexy všech sledovaných oborů zaznamenaly poměrně velký pokles. Nejvíce se propadly obory doprava a spoje (- 25,02 %), strojírenství (- 24,76 %), obchod (- 24,63 %) a peněžnictví (- 18,48 %). Relativně malý pokles byl naopak zaznamenán u oborů potravinářství (- 1,35 %), zemědělství (- 5,41 %) a služby (- 6,06 %).

Celkový objem burzovních obchodů v měsíci srpnu činil 86,8 mld. Kč, což je ve srovnání s červencem nárůst o 6 %. Výrazný podíl na tomto objemu má zejména poslední srpnový týden, kdy se výrazně obchodovaly zejména akciové tituly. Objem obchodů na centrálním trhu byl rovněž nadprůměrný (14 % podíl na celkových obchodech). Vysoký podíl na obchodech na centrálním trhu si nadále udržuje systém SPAD, když v srpnu jeho podíl přesáhl 93 %.

Relace mezi vývojem akciového trhu a devizového kurzu se od konce května vyvíjí v souladu, i přes krátkodobé výjimky.

Vývoj kurzu Kč vůči DEM a indexu PX-50



Aktuální vývoj k 14. 9. 1998

- akciový trh

Na počátku září se akcie pohybovaly s velkou volatilitou bez zjevného trendu. Výjimkou nebyly ani několikaprocentní pohyby oběma směry v závislosti na aktuálních zprávách z ruského finančního trhu. Proti konci srpna vzrostl k 14. 9. index PX 50 o 2 %, akciový trh je však prakticky jediný segment finančního trhu, na kterém se ceny alespoň částečně nevrátily k původní úrovni před jejich prudkým vzestupem z konce srpna. Tento segment kapitálového trhu v současné době reaguje citlivěji na vývoj nejen v Rusku, ale i na ostatních světových trzích než na domácí události.

Vnější ekonomické prostředí

Současná i budoucí výše úrokových sazeb v USA je pod vlivem několika faktorů. Ještě nedávno silná domácí poptávka působila spíše pro zvýšení sazeb, v současné době však převažují následující faktory: zpomalující se tempo ekonomického růstu a především dopady finančních krizí v Rusku a jihovýchodní Asii. Vlivem likvidování pozic na emerging markets oslaboval dolar vůči marce i jenu, přispělo k tomu i rozhodnutí Bundesbanky z počátku září (3. 9.) ponechat klíčovou úrokovou sazbu beze změny (3,3 %). Nezměněné sazby v Německu tak ztrácejí atraktivitu marková depozita v porovnání s americkými, které podle vyjádření guvernéra Fedu A. Greenspana pravděpodobně v nejbližší době klesnou. Snížení amerických sazeb by podpořilo ekonomický růst jak v USA, tak i v Asii a mělo by přispět k oživení akciových trhů.

2. Agregátní poptávka a nabídka

Ve 2. čtvrtletí 1998 poklesl reálný HDP o 2,4 %. Tento pokles byl způsoben snížením celkové domácí poptávky (především reálné spotřeby domácností o 7 %), který nebyl kompenzován předstihem růstu reálného vývozu před dovozem zboží a služeb. Tempa růstu reálného vývozu a dovozu se sblížila.

Ve 2. pololetí očekáváme mírný pokles reálného HDP (o 0,5 %), takže za celý rok by HDP poklesl o 1 %. Tento pokles bude důsledkem pokračujícího výrazného mizr. poklesu domácí poptávky při předstihu mizr. růstu reálného vývozu před mizr. růstem reálného dovozu. Pro rok 1999 odhadujeme meziroční růst reálného HDP v intervalu 0 - 2 % (tabulkové propočty jsou provedeny na horní hranici intervalu), zejména v důsledku slabého oživení domácí poptávky při pokračujícím předstihu dynamiky vývozu před dovozem. Výraznější prohloubení hospodářské krize v Rusku by mohlo ovlivnit pokles našeho vývozu (nejen přímo do Ruska, jehož podíl na našeho vývozu je nevýznamný, ale i do dalších evropských zemí). Dopad tohoto poklesu do snížení prognózovaného tempa růstu HDP odhadujeme na 0,5 procentního bodu.

2.1. Vztah domácí poptávky a nabídky

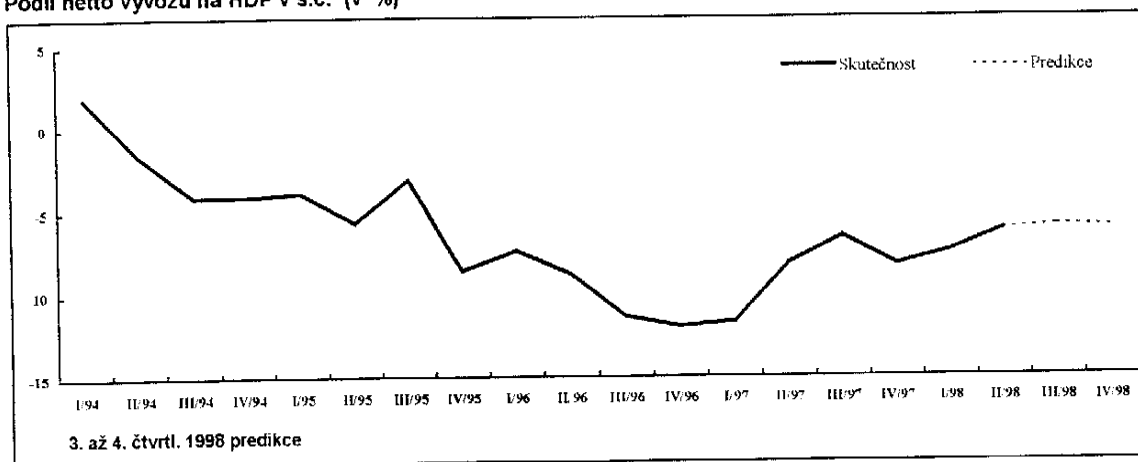
Již pět čtvrtletí trvajících meziroční pokles celkové domácí poptávky (ve II/97 stagnace) a konečné domácí poptávky přispěl k obnovování vnější rovnováhy. Její pokles odhadujeme i pro druhou polovinu roku (o 2,5 %), což bude hlavní příčinou poklesu reálného HDP. V roce 1999 očekáváme zvýšení celkové domácí poptávky až o 1,7 %. Při mírném předstihu růstu reálného vývozu před růstem dovozu by se tak HDP zvýšil až o 2 %. Podíl záporného netto vývozu na HDP se sníží z 6 % v roce 1998 na 5,6 % v roce 1999 (ve s.c., při 2 % růstu HDP).

Základní údaje o nabídce a poptávce v reálném vyjádření (mizr. růst ze s.c.v %)

UKAZATEL	SKUTEČNOST								PREDIKCE			
	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998	1999
HŘUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	4,1	1,2	0,5	-0,1	2,2	1,0	-0,9	-2,4	-0,2	-0,7	-1,0	2,0
AGREGAČNÍ POPTÁVKA (dom. popt. a vývoz)	7,0	3,8	4,1	0,9	4,4	3,3	6,8	2,0	1,0	-0,5	2,1	2,9
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	9,1	5,2	0,0	-4,4	-1,2	-0,4	-4,5	-4,3	-2,5	-2,6	-3,4	1,7
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2) v tom	6,4	2,1	-0,8	-4,8	-0,7	-1,2	-2,1	-4,6	-1,5	3,0	-2,8	1,4
Spotřeba domácností	6,3	4,0	5,7	-2,2	-0,3	1,6	-1,6	-7,0	-3,4	-3,7	-4,0	1,6
Spotřeba vlády	3,1	1,1	-3,9	-3,2	-1,1	-1,8	-2,7	0,6	1,5	1,0	-0,4	0,3
Tvorba fixního kapitálu	3,6	-0,6	-8,5	-9,5	-0,9	-4,9	-2,5	-4,1	0,4	-3,2	-2,6	1,9
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB		7,5	9,4	2,4	7,7	6,7	17,3	7,9	2,8	-0,3	6,5	4,0
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB		1,3	11,7	11,3	15,5	10,2	27,4	12,3	6,9	3,0	11,5	4,7
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, mlrd. Kč)	-132,7	-33,2	-26,1	-21,7	-29,1	-110,1	-21,3	-19,1	-13,7	-21,6	-75,7	-72,6

1) včetně změny stavu zásob, 2) bez změny stavu zásob

Podíl netto vývozu na HDP v s.c. (v %)

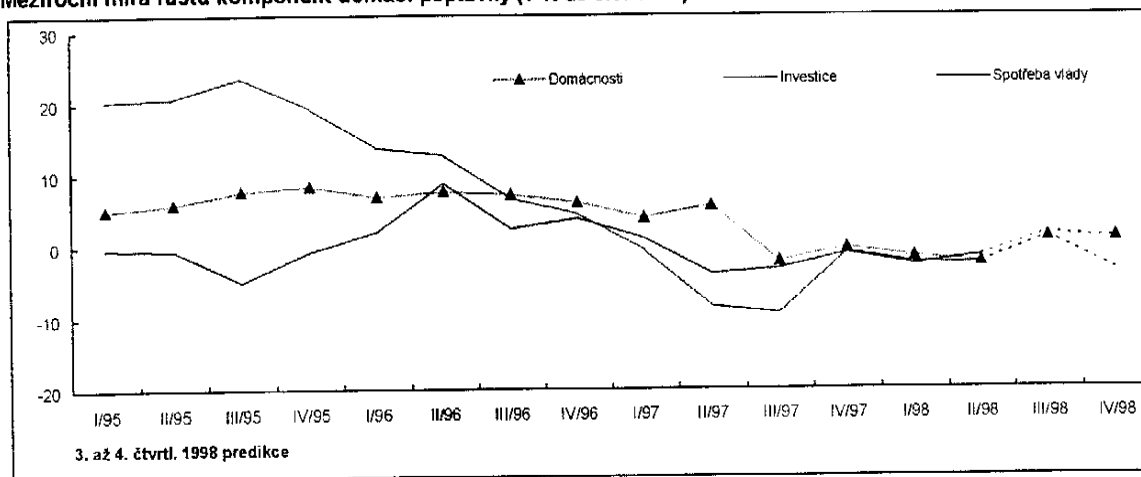


2.2. Domáci poptávka

Celková a konečná domáci poptávka se ve 2. čtvrtletí meziročně snížily o 4,3 %, resp. 4,6 %. Přitom poklesly všechny složky konečné domáci poptávky, nejvíce pak spotřeba domácností (o 7 %). Po pěti čtvrtletích poklesu (II/97 až II/98) očekáváme ve 2. polovině roku její další pokles, zhruba o 2,5 %. V její struktuře očekáváme jak pokles spotřeby domácností, tak i fixních investic. Spotřeba vlády se ve 2. pololetí 1998 podle odhadu mírně zvýší (o 1,2 %).

V roce 1999 prognózuujeme růst domáci poptávky (až o 1,7 %), tažený mizr. růstem spotřeby domácností (1,6 %), který by se tak pohyboval zhruba na úrovni růstu reálného HDP. Zvýšení fixních investic odhadujeme v intervalu 0,5 – 2 %.

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

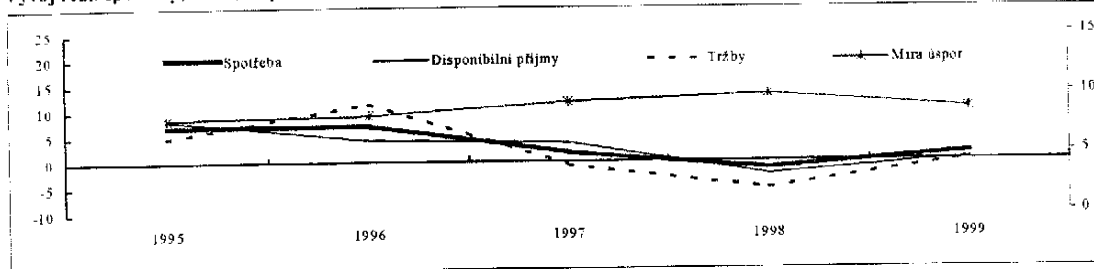


2.2.1 Spotřeba domácností a tržby v odvětví obchodu a pohostinství

Spotřeba domácností ve 2. čtvrtletí 1998 poklesla o 7 %. Tendence k reálnému poklesu spotřeby, která začíná již ve 3. čtvrtletí 1997, souvisí s procesem inflačního znehodnocování peněžních příjmů domácností. Nižší kupní síla domácností se projevuje v propadu tržeb v maloobchodě a pohostinství za prvních šest měsíců letošního roku (především tržby za opravy a prodej motorových vozidel) a dále pak v oblasti služeb používaných domácnostmi. Dosavadní údaje signalizují, že v období klesajícího tempa růstu příjmů (spotřeby a tržeb) se zvyšuje míra úspor.

V souvislosti s predikovaným vývojem příjmů domácností (ve 2. pololetí 1998 zmírnění reálného poklesu, v roce 1999 reálný růst o 2,1 %) předpokládáme od 3. čtvrtletí 1998 zmírňování mizr. poklesu spotřeby domácností, které dále přejde v mizr. růst v roce 1999.

Vývoj reál. spotřeby, tržeb, disponibilních příjmů (mzr. růst v % - levá osa) a míry úspor (stav pro každý rok v % - pravá osa)



Při predikci spotřeby domácností vycházíme z velmi silné predikční schopnosti disponibilních příjmů domácností pro vývoj spotřeby domácností (korelační koeficient 0.950). Vývoj spotřeby domácností rovněž dostatečně spolehlivě určuje vývoj tržeb v maloobchodu (korelační koeficient 0.914). Míra úspor se chová inverzně k vývoji příjmů, resp. spotřeby (tržeb): v obdobích, kdy meziroční tempa růstu celkových příjmů (resp. spotřeby a tržeb) meziročně klesají, míra úspor roste a naopak. Na výše uvedené závěry nemá vliv, zda jsou použity reálné nebo nominální veličiny.

Uplatněním uvedených vztahů docházíme v predikci na rok 1999 k tomu, že nominální disponibilní příjmy domácností (1 161,7 mld. Kč, mizr. růst o 7,9 %) se z rozhodující části projeví v nominální spotřebě domácností (886,4 mld. Kč, mizr. růst 6,3 %) a v růstu nominálních tržeb maloobchodu (695,7 mld., mizr. růst o 3,5 %), při poklesu míry úspor o 1,2 procentního bodu. Vývoj uvedených veličin v reálném vyjádření podrobněji ukazuje tabulka.

UKÁZATEL	Skutečnost											mizr. změna v			
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998
Celkové příjmy domácností	2,3	3,9	2,5	7,4	4,1	5,1	6,5	2,3	0,1	3,3	3,2	5,4	-0,7	0,4	-2,2
Disponibilní příjmy domácností	2,6	3,5	2,2	8,1	4,2	5,8	6,4	2,8	0,1	3,6	3,5	-5,7	-0,9	0,2	2,4
Spotřeba domácností xxx	7,0	7,7	7,3	6,2	7,0	4,9	5,7	-2,2	-0,3	1,6	-1,6	-7,0	-3,5	3,7	-4,0
Tržby v odvětví obchodu a pohostinství xxx	10,3	11,5	12,2	11,5	11,4	1,0	2,5	-3,9	1,9	-0,7	-5,1	-8,4	5,6	-4,9	-6,0
Míra úspor (podíl úspor na disp. příjmech v % pro daný rok)	7,9	7,3	6,3	10,9	8,2	6,7	10,0	6,7	12,9	9,2	4,3	13,6	8,1	12,5	9,9

x Odhad založený na korigovaných projekcích příslušných trendů (časové řady od roku 1993, SPSS).

xxx Predikce uvedená v tabulce na rok 1999 je středovou hodnotou intervalu. Rozptyl okolo středové hodnoty uvažujeme v rozmezí -1,5 až +1,5 procentního bodu

xxx Údaj za druhé čtvrtletí 1998 je skutečnost

Pramen: Statistika ČNB a ČSU

Propočty reálných změn vycházejí z odhadu průměrné míry inflace v roce 1999 na úrovni cca 7%.

2.2.2. Investice

V 1. čtvrtletí 1998 klesla hrubá tvorba fixního kapitálu meziročně o 2,5 % a ve 2. čtvrtletí o 4,1%. Ukončení realizace nákladných investičních akcí v průběhu roku 1996 nebude ani v letošním roce vykompenzováno obdobným rozsahem zahajovaných investičních projektů.

Při celkově nízké rentabilitě nefinančních podniků zůstává trvalým problémem dostupnost úvěrových zdrojů, hlavně od tuzemských bank (obezřetnost komerčních bank, úrokové sazby z úvěrů kolem 16 %). Na druhé straně je patrná tendence k čerpání podnikových úvěrů ze zahraničí. Zcela zřetelný je též trend růstu čerpání investičních úvěrů v cizí měně. Příznivý meziměsíční kursový vývoj v průběhu 1. pololetí 1998 rovněž zlepšil podmínky pro dovoz investičních komodit. Dynamika dovozu technologií pro zpracovatelský průmysl (stroje včetně dílů) převýšila v 1. pololetí 1998 ve srovnání se stejným obdobím roku 1997 růst celkového dovozu zboží o 3,4 bodu a dosáhla 20,2 %.

Ve 2. pololetí 1998 zásadní změny ve vývoji poptávky po investicích nelze očekávat. Proti hlubšímu poklesu investiční poptávky sektoru nefinančních podniků působí především aktivity firem se zahraniční účastí (jejichž produkce je z valné části směřována na vývoz), a to i přes mírný meziroční pokles přílivu přímých zahraničních investic v 1. čtvrtletí 1998 a celkovou přetrvávající neprůhlednost českého kapitálového trhu. Poptávka po investicích finančního sektoru byla v rozhodující míře saturována již v minulých letech a vzhledem k citelným problémům finančních institucí nelze počítat s jejím dalším růstem. Investice vládního sektoru odrážejí restriktivní opatření vlády k ozdravení státních financí. V 1. pololetí 1998 byly kapitálové výdaje státního rozpočtu (nominálně) o 24,5 % nižší než ve stejném období roku 1997. Oproti pololetním rozpočtovaným kapitálovým výdajům byly nižší o 12 bodů. Poptávka po investicích domácností (investice fyzických osob – podnikatelů a soukromá bytová výstavba) je zásadně determinována klesající reálnou kupní silou domácností.

Vzhledem k uvedeným skutečnostem lze předpokládat, že se hrubá tvorba fixního kapitálu v roce 1998 sníží cca o 2,6 %, v r. 1999 pak očekáváme její mírné zvýšení o 0,5 – 2 %.

2.2.3. Spotřeba vlády

Tendence ve vývoji spotřeby vlády do konce roku zůstávají beze změny. Reálná spotřeba vlády, se po meziročním poklesu v 1. čtvrtletí o 2,7 %, ve 2. čtvrtletí mírně zvýšila o 0,6 %. Ve druhé polovině roku by mělo dojít k mírnému zvýšení (ve 3. čtvrtletí růst o 1,5 % a ve 4. čtvrtletí pokles o 1 %), takže za celý rok by se reálná spotřeba vlády mizr. snížila o 0,4 %.

Ve struktuře vládní spotřeby lze do konce roku očekávat mizr. zvýšení zejména u místních rozpočtů, kde je pro celý rok 1998 odhadována vyšší veřejná spotřeba o 4 - 5 mld. Kč. U centrální vlády, po vyloučení plateb transferového charakteru, bude spotřeba vlády za rok 1998 ve s.c. zhruba na úrovni roku 1997.

Pro rok 1999 odhadujeme při očekávaném deficitu státního rozpočtu v rozsahu kolem 27 mld. Kč nepatrné mizr. zvýšení o 0,3 % (odhad MF pokles v intervalu 0,5 - 2 %) v důsledku jednak snahy o minimalizaci deficitu rozpočtového hospodaření a jednak probíhající restrukturalizace výdajů směrem od vládní spotřeby zboží a služeb k transferům domácnostem.

2.3. Čistá zahraniční poptávka

Meziroční tempa růstu vývozu a dovozu zboží a služeb (ve s.c.) se ve 2. čtvrtletí 1998 zpomalila (vývoz 12,3 %, dovoz 7,9 %), ale předstih mizr. tempa růstu vývozu před dovozem pokračoval, i když nebyl tak výrazný, jako v 1. čtvrtletí (v 1. čtvrtletí rozdíl 10,1 procentních bodů a ve 2. čtvrtletí 4,4 bodů). Na tento vývoj mělo vliv zhodnocení reálného kursu Kč, ale také již vyšší srovnávací základna minulého roku, zejména u vývozu.

Ve 2. polovině roku odhadujeme meziroční růst vývozu zboží a služeb (ve s.c.) o cca 5 % a růst dovozu o cca 1 %. Za celý rok 1998 by se tak záporný netto vývoz (ve s.c.) snížil o 31 % (z -110,1 mld. Kč na -75,7 mld. Kč). Pro rok 1999 prognózujeme i nadále rychlejší růst vývozu než dovozu, avšak při sblížení obou temp růstu.

Vliv hospodářské krize v Rusku by měl dopad především na náš vývoz. Pokud bychom zvažovali spíše větší pokles našeho vývozu do Ruska, mohlo by dojít ke snížení prognózovaného tempa růstu HDP ve 4. čtvrtletí 1998 a v roce 1999 zhruba o 0,5 procentního bodu. To je založeno na předpokladu meziročního poklesu vývozu do Ruska v běžných cenách o 30 % ve 4. čtvrtletí 1998 a o dalších 25 % za celý rok 1999, za jinak stejných okolností (cenový deflátor vývozu 7 %, resp. 5 %, podíl vývozu do Ruska na celkovém vývozu 3 %). Podstatnější vliv případné ruské krize na dovoz vidíme v určitém růstu dovozních cen ropy a zemního plynu v důsledku případné záměny dodavatele (růst o cca 10 - 15 %).

2.4. Výstup

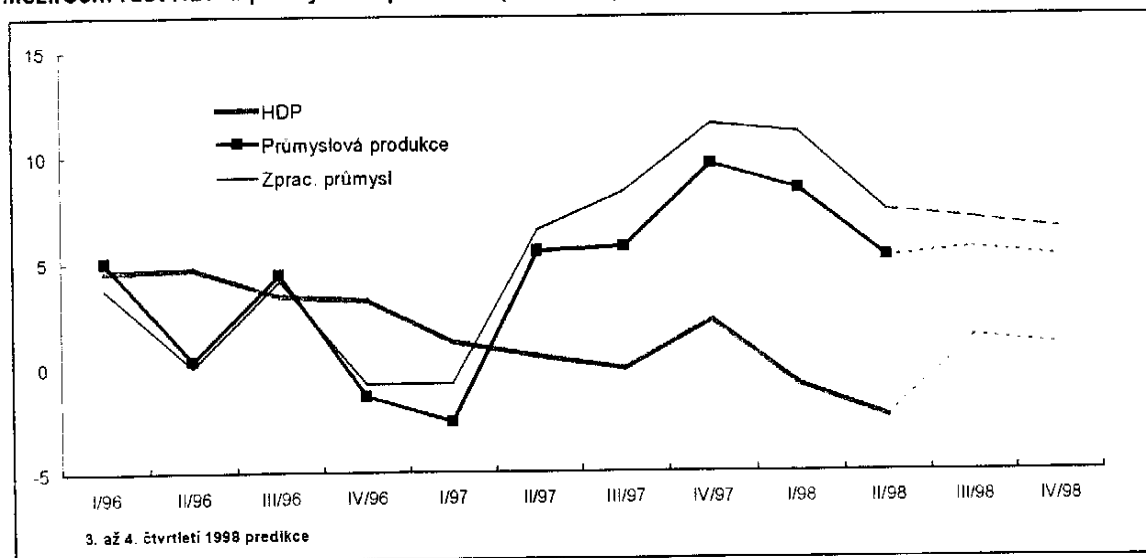
Pro 2. čtvrtletí 1998 poklesl reálný HDP 2,4 %. Poklesem domácí poptávky jsou nejvíce postiženy stavebnictví a služby, zatímco produkce zpracovatelského průmyslu se v důsledku růstu vývozu zvyšuje.

Ve 2. pololetí odhadujeme mírný pokles reálného HDP (přibližně o 0,5 %) v důsledku pokračujícího poklesu domácí poptávky (jak spotřeby domácností, tak investic). V roce 1999 předpokládáme zvýšení HDP v intervalu 0 - 2 % při oživení poptávky a mírném předstihu růstu reálného vývozu před dovozem.

Dynamika průmyslové produkce (IPP) se ve druhém čtvrtletí meziročně zpomalila na 5,2 % (z 8,4 % v 1. čtvrtletí), a je stále tažena exportem. Tendence ke zpomalení bude zřejmě pokračovat i ve 2. pololetí

v důsledku zpomalení dynamiky vývozu. Stavební výroba se ve 2. čtvrtletí snížila o 9,0 % (v 1. čtvrtletí se zvýšila o 4,2 %). Stavebnictví tak pokračuje v útlumu v důsledku poklesu domácí poptávky a ani pro 2. pololetí neočekáváme změnu této tendence. Rovněž ve službách došlo k poklesu výkonu a pro 2. čtvrtletí odhadujeme snížení minimálně o 5 % (pokles poptávky domácností). Vyšší výkony vykazují pouze odvětví spojů. Do konce roku nepředpokládáme změnu tohoto trendu.

Meziroční růst HDP a průmyslové produkce (v % v s.c.)



2.5. Vývoj běžného účtu

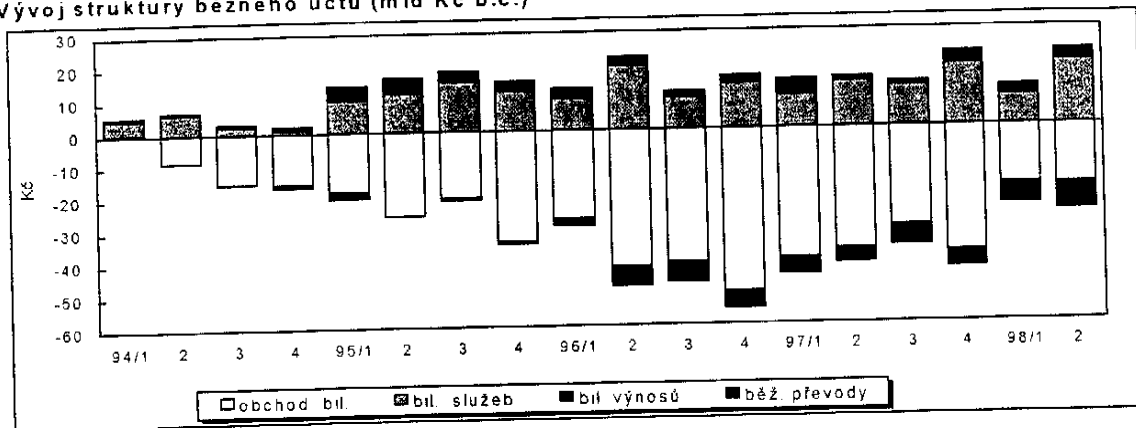
Ve vývoji běžného účtu platební bilance dochází v prvním pololetí 1998 k pokračování pozitivních tendencí z předchozího roku. Tato skutečnost je především důsledkem vývoje obchodní bilance. Schodek obchodní bilance představoval za prvních sedm měsíců r. 1998 45,6 mld. Kč. V průběhu 1. i 2. čtvrtletí 1998 se meziročně snižoval (o 23 mld. Kč, tj. 60 %, resp. o 16 mld. Kč, tj. 46 %). Meziroční růst hodnoty vývozu (za 1. - 7. měsíc o 28,9 %) byl provázen pouze polovičním zvýšením dovozu (o 15,0 %).

Očekáváme, že pokles schodku obchodní bilance bude ve 2. pololetí dále pokračovat. Za 2. pololetí 1998 předpokládáme schodek obchodní bilance na úrovni cca 42 mld. Kč s meziročním poklesem o cca 27 mld. Kč, tj. 39 %. Rozšiřující se kooperační vazby firem, zejména se zahraniční účastí, povedou k růstu váhově nejvýznamnější skupiny dovozů pro mezispotřebu (při předpokládané stagnaci dovozu investic a poklesu dovozů spotřebního zboží). Celkově však předpokládáme zmírnění dynamiky celkových dovozů v důsledku očekávaného zpomalení růstu průmyslové produkce. V případě exportu lze očekávat, že se teprve ve 2. pololetí plně projeví důsledky silné CZK, a to zejména s dopadem na střední a drobné vývozce a firmy podnikající bez zahraniční účasti. Nicméně příznivé podmínky pro odbytové možnosti české produkce na zahraničních trzích v důsledku oživení růstu v zemích západní Evropy, zejména SRN, budou v tomto období i v průběhu roku 1999 ještě přetrvávat. Roční deficit obchodní bilance odhadujeme na úrovni 78 mld. Kč, tj. 4,3 % HDP. V roce 1999 počítáme s jeho dalším snížením na 70 mld. Kč, tj. 3,6% HDP.

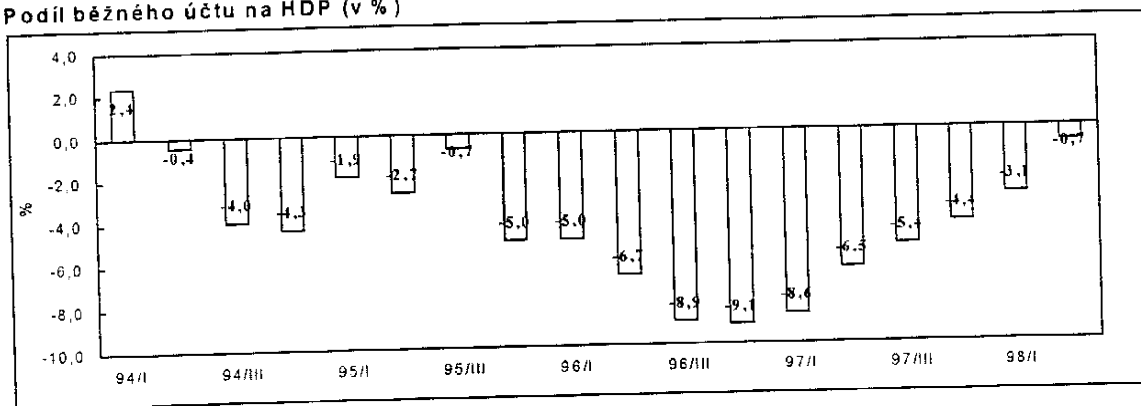
Schodek běžného účtu platební bilance dosáhl v 1. pololetí 1998 15,4 mld. Kč, což představuje proti stejnému období předchozího roku snížení o 41,1 mld. Kč, tj. 73 %. Celkový letošní deficit běžného účtu odhadujeme na úrovni cca 38 mld. Kč, tj. 2,1% HDP.

V roce 1999 očekáváme stagnaci salda běžného účtu zhruba na úrovni předchozího roku. Deficit běžného účtu dosáhne 37 – 42 mld. Kč, tedy cca 2 % HDP.

Vývoj struktury běžného účtu (mld Kč b.c.)



Podíl běžného účtu na HDP (v %)



3. Trh práce

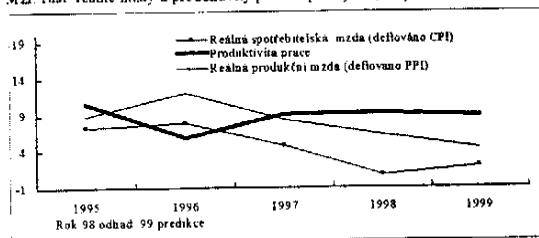
3.1. Vývoj mezd a příjmů

UKAZATEL	SKUTEČNOST											PREDIKCE x				xx
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998	1999
PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR (nominální)	17,4	21,0	16,5	17,1	18,0	13,7	13,0	12,4	8,4	11,9	10,9	7,0	10,0	11,0	9,7	10,3
(reálná)	7,9	11,6	6,6	7,8	8,4	6,1	6,0	2,3	-1,5	3,1	-2,1	-5,0	0,4	1,8	-1,2	3,1
v tom:																
Nepodnikatelská sféra (nominální)	15,0	33,0	15,3	18,5	20,6	12,2	11,1	10,2	-6,6	5,8	5,0	-6,2	7,5	11,6	4,0	15,0
(reálná)	5,7	22,6	5,5	9,1	10,8	4,6	4,2	0,3	-15,2	-2,5	-7,4	-16,7	-1,9	2,4	-6,4	7,5
Podnikatelská sféra (nominální)	18,2	17,1	17,0	16,6	17,1	14,1	13,6	13,0	13,0	13,6	12,6	11,1	10,9	10,9	11,5	9,0
(reálná)	8,7	7,9	7,0	7,3	7,6	6,4	6,6	2,8	2,6	-4,7	-0,6	-1,4	1,2	1,8	0,4	1,9
v tom:																
soukromé organizace (nominální) xxx	15,6	16,1	16,0	17,2	16,1	13,7	13,2	11,6	11,9	12,7	11,3	9,2				
(reálné)	6,3	7,0	6,1	7,9	6,7	6,1	6,2	1,6	1,6	3,9	-1,8	-3,1				
státní organizace (nominální) xxx x	17,4	28,6	16,2	16,6	19,7	12,8	12,5	11,4	-0,4	8,6	7,0	-1,6				
(reálné)	7,9	18,5	6,3	7,3	10,0	5,2	5,5	1,4	-9,5	0,1	-5,7	-12,7				
mezinárodní organizace (nominální) xxx x x	19,3	17,6	17,7	20,7	18,8	13,2	15,7	14,7	13,5	14,4	14,8	17,3				
(reálné)	9,7	8,4	7,7	11,1	9,2	5,6	8,5	4,3	3,1	3,9	1,3	4,1				

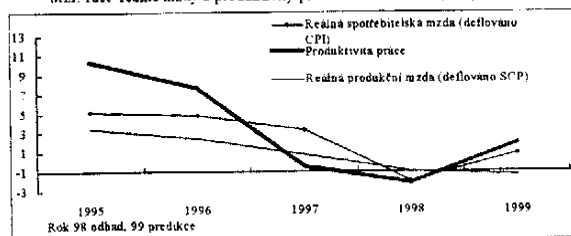
x Odhad založený na kongrovancích projekcích příslušných trendů (časové řady od roku 1993, SPSS)
 xx Predikce uvedena v tabulce na rok 1999 je středovou hodnotou intervalu. Rozptýl okolo středové hodnoty uvažujeme v rozmezí -1,5 až +1,5 procentního bodu.
 xxx Zahrnutí tuzemské (fyzické a právnické) osoby bez státní účasti
 xxx x Zahrnutí tuzemské (fyzické a právnické) osoby se státní účastí
 xxx x x Zahrnutí subjektů s tuzemským a zahraničním kapitálem
 Pramen: ČSU

Vývoj **průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře** za první dvě čtvrtletí roku 1998 v rostoucí míře zaostával za růstem CPI. V druhé polovině roku ale očekáváme obrat ve prospěch celoročního mírného růstu **reálné mzdy v podnikatelské sféře**. Růst CPI se totiž zpomaluje, zatímco nominální mzdy si zachovají určitou setrvačnost vývoje. V průmyslu jako klíčové složce podnikatelské sféry se zároveň prosazuje předstih tempa růstu produktivity práce před růstem tzv. reálné produkční mzdy. Za rok 1998 proto očekáváme absolutní pokles reálných jednotkových mzdových nákladů (RJMN) o 2,8 %. Ve stavebnictví je situace poněkud méně příznivá (odhadovaný růst RJMN za rok 1998 o 1,2 %).

Mzr. růst reálné mzdy a produktivity práce v průmyslu (v %)



Mzr. růst reálné mzdy a produktivity práce ve stavebnictví (v %)



V klíčových složkách podnikatelské sféry dojde v roce 1999 k absolutnímu poklesu RJMN (v průmyslu o 4,1 %, ve stavebnictví o 3,2 %). Toto tvrzení vyplývá z porovnání predikcí příslušných mzdových, cenových a produktivních ukazatelů. Z pohledu průmyslových výrobců by k narušení pozitivní relace mezi produktivitou práce a produkční reálnou mzdou došlo – za jinak stejných okolností – až od růstu průměrné nominální mzdy vyšším než 13,7 % (ve stavebnictví 11,8 %). Dosažení uvedených kritických hodnot nepovažujeme za realistické. V případě průmyslu (stavebnictví) by to znamenalo překročení predikce o 4,7 (3,8) procentního bodu růstu průměrné nominální mzdy.

Predikovaný růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře na rok 1999 o 9 % (reálný o 1,9 %) vychází z toho, že za základ kolektivního vyjednávání o růstu průměrné nominální mzdy bude považována veličina očekávané inflace. Na inflační očekávání příjemců mezd však nepůsobí jen predikce CPI provedená ČNB (7 %), ale i ostatních domácích i mezinárodních institucí. ČSÚ v aktuální predikci na rok 1999 počítá s růstem CPI v intervalu 9-10,5 %, OECD uvádí růst CPI ve výši 9,2 %. Prognóza MF sice uvádí 7,8 %, ale jen jako střed intervalu. Proto spatřujeme silné důvody pro tvrzení, že za základ kolektivního vyjednávání o růstu průměrných nominálních mezd na rok 1999 budou brána (nadhodnocená) inflační očekávání ve výši 9 %. V této predikci růstu průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře se navíc zcela shodujeme s trendem. Uvedená predikce rovněž odpovídá dosavadnímu vztahu mezi mírou nezaměstnanosti a dynamikou průměrné nominální mzdy. Výsledkem toho nakonec bude, že poprvé v polistopadové historii porostou průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře pouze jednociferným tempem, což znamená významné prolomení setrvačnosti mzdového vývoje.

Na vývoji **průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře** se za první pololetí 1998 plně projevuje tvrdá restrikce. Jejím aktuálním projevem je rekordní meziroční pokles průměrné reálné mzdy ve 2. čtvrtletí 1998 o 16,7 %. Jedná se již o třetí významný čtvrtletní pokles v řadě, s výhledem na další pokles ve 3. čtvrtletí. Změnu situace předpokládáme až ve 4. čtvrtletí 1998. Na rok 1999 máme pro predikci k dispozici již ohlášený růst tarifních mezd v rozpočtové sféře o 17 %, což pro průměrnou nominální mzdu znamená růst cca 15 %. Z použití tohoto údaje vyplývá růst **průměrné reálné mzdy v nepodnikatelské sféře** v roce 1999 o 7,5 %. K posouzení důsledků na obchodní bilanci nebo poptávkovou inflaci je třeba uvést, že 9 mld. Kč (jako peněžní vyjádření zvýšení tarifních mezd o 17 %) znamená méně než 1 % celkových příjmů domácností. Pokud jde o signalizační efekt na tvorbu mezd v podnikatelské sféře, domníváme se, že pro jeho prosazení neexistují na straně výrobců potřebné ekonomické předpoklady.

Jako výsledek vývoje v obou sférách, **průměrná nominální mzda na úrovni celé ekonomiky** vzroste v roce 1998 o 9,7 %, reálně poklesne v řadu cca 1 % (ve 2. čtvrtletí 1998 meziroční nominální růst o 7 %, reálný pokles o 5,0 %). Důvody příznivějšího vývoje reálných mezd ve 2. pololetí roku 1998 již byly uvedeny výše. Predikovaný růst průměrné nominální mzdy v roce 1999 o 10,3 % znamená kladnou odchylku od trendu, způsobenou především vývojem mezd v nepodnikatelské sféře. Díky tomu se tempo růstu průměrné nominální mzdy v roce 1999 meziročně nesníží. Výsledkem predikovaného růstu CPI a průměrné nominální mzdy bude růst **průměrné reálné mzdy** v roce 1999 o 3,1 %. Vzhledem k očekávanému poklesu agregátní zaměstnanosti o 1,5 %, bude v roce 1999 růst **nominálních příjmů z mezd** činit 7,5 %; v reálném vyjádření však jen 0,4 %. Ukazuje se tedy, že poměrně citelný predikovaný růst průměrné reálné mzdy se v ukazateli **celkových reálných příjmů z mezd** projeví jen minimálně.

UKAZATEL	SKUTEČNOST										mzr. změna v %					
											OČ. SK.		PREDIKCE x			xx
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998	1999
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	8,6	6,4	7,3	9,4	7,9	5,3
Deflátor HDP xxx	10,0	10,3	9,7	7,8	9,4	6,3	5,9	6,8	7,2	6,6	11,4	11,3	8,8	8,6	9,9	6,4
NH PP xxx	2,6	3,6	1,6	3,1	2,7	1,4	0,8	1,0	3,6	1,7	0,8	-0,7	1,5	1,1	0,7	3,2
Podíl příjmů z mezd (b.c.) k HDP (b.c.) v %	37,1	37,4	34,5	37,3	36,6	38,3	38,4	35,2	35,6	36,8	37,3	36,7	34,7	35,9	36,1	35,7

x Odhad založený na korigovaných projekcích příslušných trendů (časové řady od roku 1993, SPSS).

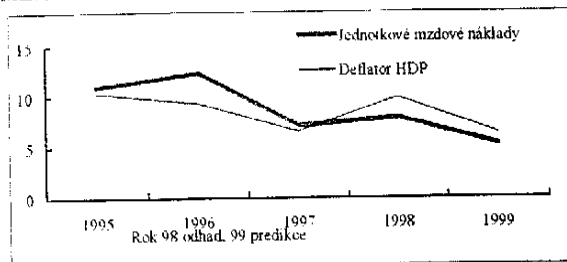
xx Predikce uvedená v tabulce na rok 1999 je středovou hodnotou intervalu. Rozptyl okolo středové hodnoty uvažujeme v rozmezí -1,5 až +1,5 procentního bodu.

xxx Údaje za druhé čtvrtletí 98 je skutečnost

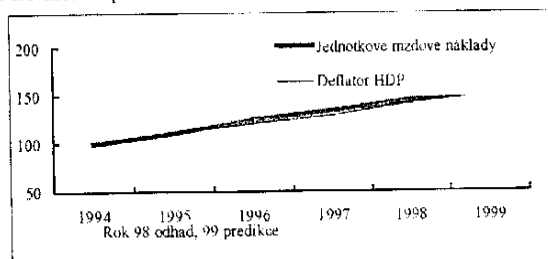
Pramen: ČSÚ, propočít ČNB.

Tendence k meziročním poklesům tempa růstu **nominálních jednotkových mzdových nákladů** (JMN) se v ekonomice prosazuje již od 1. čtvrtletí 1997. Hodnota meziročního růstu JMN pro 2. čtvrtletí 1998 činí 6,4 %, což znovu znamená meziroční zpomalení dynamiky. Očekávaná hodnota za rok 1998 ve výši 7,9 % sice bude znamenat mírnou akceleraci růstu JMN v porovnání s předchozím rokem, ale **reálné jednotkové mzdové náklady** přesto poklesnou o 1,8 %. V roce 1999 dojde (porovnáním predikovaných hodnot růstu nominálních příjmů z mezd a reálného HDP) k meziročnímu poklesu dynamiky JMN na 5,3 %, při tempu růstu HDP deflátoru 6,4 %. Na makroekonomické úrovni to bude znamenat absolutní pokles RJMN o 1 %. Reálné jednotkové mzdové náklady jako podílový ukazatel budou v roce 1999 dokonce nejnižší od roku 1993 a za období 1994-1999 (1994=100) bude tempo jejich růstu zcela zanedbatelné. Tento vývoj svědčí o udržení **mzdově-nákladových inflačních tlaků** v přijatelných mezích.

Mzr. růst nominálních JMN a deflátoru HDP (v %)



Porovnání temp růstu JMN a HDP deflátoru (1994=100)



Kritická hodnota tempa růstu nominálních příjmů z mezd, od níž by se v roce 1999 mohl odvíjet růst reálných jednotkových mzdových nákladů, činí 8,6 % (predikce: 7,5 %). Tomu odpovídá kritický růst JMN ve výši 6,4 % (predikce: 5,3 %). V podnikatelské sféře však existuje poměrně silný předpoklad, že vývoj nominálních mezd se bude sblížovat s tempem růstu reálných produktivních ukazatelů. Potenciálním rizikem mzdového vývoje na rok 1999 proto zůstává nepodnikatelská sféra, a to za předpokladu, že tempo růstu průměrné nominální mzdy výrazněji převýší 15%.

UKAZATEL		SKUTEČNOST													OC. SK.		PREDIKCE x				x
																	mzf. změna v %				
		I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998	1999				
PENĚŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTÍ (nominalní)		11,3	12,0	12,0	16,6	13,3	12,6	13,5	12,4	10,0	12,1	9,7	6,6	8,9	9,4	8,6	9,2				
(reálné)		2,3	3,9	2,5	7,4	4,1	5,1	6,5	2,3	-0,1	3,3	-3,2	-5,4	-0,7	0,4	-2,2	2,1				
v tom																					
Příjmy z mezd (nominalní)		16,7	18,6	14,5	15,9	16,8	11,1	9,4	8,6	4,6	8,2	7,7	3,8	7,1	8,6	6,8	7,5				
(reálné)		7,3	10,8	4,8	6,7	7,4	3,6	2,6	-1,1	-5,0	-0,3	-5,0	-7,9	-2,2	-0,3	-3,8	0,4				
Sociální příjmy (nominalní)		13,3	17,3	12,0	18,4	16,2	13,8	10,1	14,2	14,7	13,2	11,2	9,4	14,4	13,9	12,3	13,0				
Ostatní příjmy (nominalní)		1,0	-1,9	8,0	17,0	5,5	14,8	24,6	17,9	17,6	18,7	12,6	10,1	8,6	8,0	9,6	9,9				

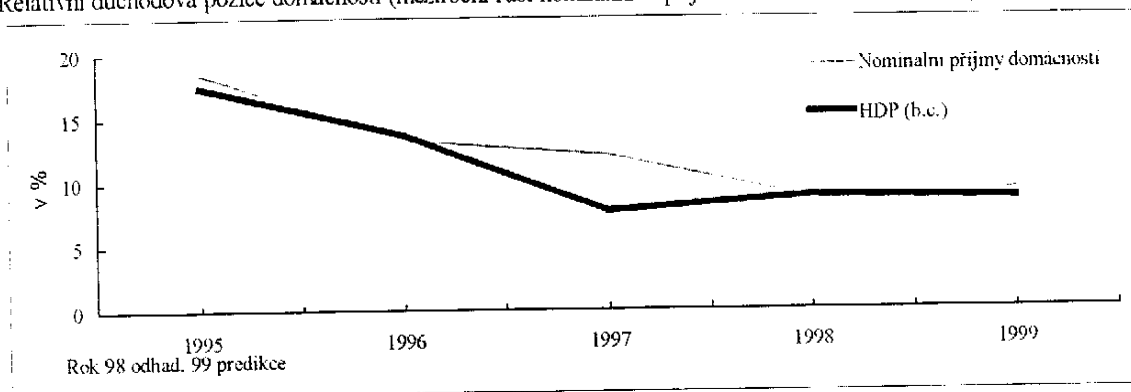
x Odhad založený na konjovaných projekcích příslušných trendů (časové řady od roku 1993, SPSS).

xi Predikce uvedena v tabulce na rok 1999 je středovou hodnotou intervalu. Rozptyl okolo středové hodnoty uvažujeme v rozmezí -1,5 až + 1,5 procentního bodu

Pramen: Statistika ČNB

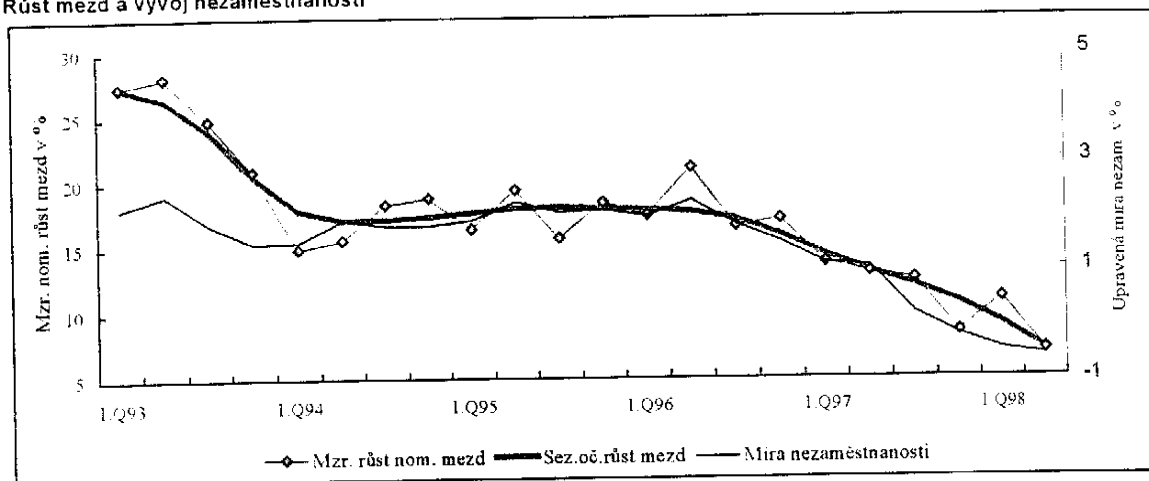
Tempo růstu **peněžních příjmů domácností** se od 4. čtvrtletí 1997 soustavně snižuje. Ve druhém čtvrtletí 1998 dokonce platí, že tempo růstu tohoto příjmového agregátu je v porovnání se stejným obdobím loňského roku méně než poloviční. Meziroční poklesy růstové dynamiky se budou v ekonomice projevovat i po zbytek roku 1998, s výsledným celoročním tempem růstu peněžních příjmů domácností ve výši 8,6 % (reálné: -2,2 %). Na celkově nadtrendový vývoj peněžních příjmů domácností v roce 1999 (růst o 9,2 %) bude působit zrychlení tempa růstu nominálních **sociálních příjmů** na 13 %. V segmentu **ostatních příjmů** vycházíme ze vzájemně se kompenzujících vlivů jednotlivých položek, s výsledným nominálním růstem v roce 1999 o 9,9 %. **Reálné příjmy domácností** v důsledku uvedených vlivů vzrostou v roce 1999 celkově o 2,1 %, což podstatným způsobem vyrovná pokles odhadovaný pro rok 1998.

Relativní důchodová pozice domácnosti (meziroční růst nominálních příjmů a nominálního HDP v %)



Z hlediska **poptávkově inflačních tlaků** je podstatné, že podíl peněžních příjmů domácností v nominálním HDP poklesne v roce 1998 o 0,2 %, zatímco v roce 1999 vzroste o 0,5 %. V obou případech však zůstane pod úrovní roku 1997. Nedojde tedy prakticky k žádnému přerozdělení celkového důchodu ve prospěch domácností, které by disproportcionálně zvyšovalo masu peněžních prostředků v držení domácností. Poptávkově-inflační tlaky proto lze označit za zanedbatelné. Rizika by vznikla až tehdy, pokud by HDP rostl nižším než predikovaným tempem, a příjmy domácností naopak rychleji.

Růst mezd a vývoj nezaměstnanosti



3.2. Zaměstnanost a nezaměstnanost

Charakteristickým rysem trhu práce v letech 1997-1998 je celkový pokles pracovníků v národním hospodářství a rostoucí míra nezaměstnanosti. Ve druhém čtvrtletí 1998 poklesla **zaměstnanost** v NH meziročně o 1,4 %. Mezi rozhodující faktory poklesu zaměstnanosti považujeme zpomalení ekonomického růstu, stagnaci některých odvětví a nižší absorpční schopnost terciální sféry. Z odvětvového pohledu se meziročně snížila zaměstnanost o více jak 3 % ve stavebnictví, zemědělství a v odvětvích dobývání nerostných surovin, pohostinství a ubytování. Obdobný trend očekáváme i za celý rok 1998. V roce 1999 předpokládáme další meziroční snížení zaměstnanosti (odhad o 1,4 %) s ohledem na připravovaná opatření, která se dotknou nákladové složky podniků. Očekáváme, že podniky v rámci snižování nákladů budou uvolňovat pracovníky a při malém počtu nově vytvářených pracovních míst dojde ke snížení poptávky po pracovní síle.

Základní údaje o vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti

	1995	1996	1997	1998*	1999*	Čtvrtletí 1997				Měsíce 1998				
						I/97	II/97	III/97	IV/97	3/98	6/98	7/98	8/98	9/98*
Počet zaměstnaných v NH celkem (prům. počty)														
Mzr. změna v %	2,6	0,6	-1,0	-1,4	-1,4	-0,2	-0,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,4			-1,4
Fyzické osoby - počet (v tis.)	5011,6	5044	4922	4852	4782	4859,3	4967	4913	4908	4897	4869			4844
Počet nezaměstnaných														
Fyzické osoby - počet (v tis.)	153,0	186,3	268,9	360,0	404,0	199,6	202,6	247,6	266,9	284,1	289,5	313,8	330,0	340,0
Míra nezaměstnanosti	2,9	3,5	5,2	6,8-7,2	7,7-8,2	3,9	4,0	4,8	5,2	5,5	5,6	6,1	6,4	6,6
Počet uchazečů na 1 volné pracovní místo	1,7	2,2	4,3	7,1	8,9	2,3	2,5	3,4	4,3	4,4	5,0	5,5	6,0	6,4

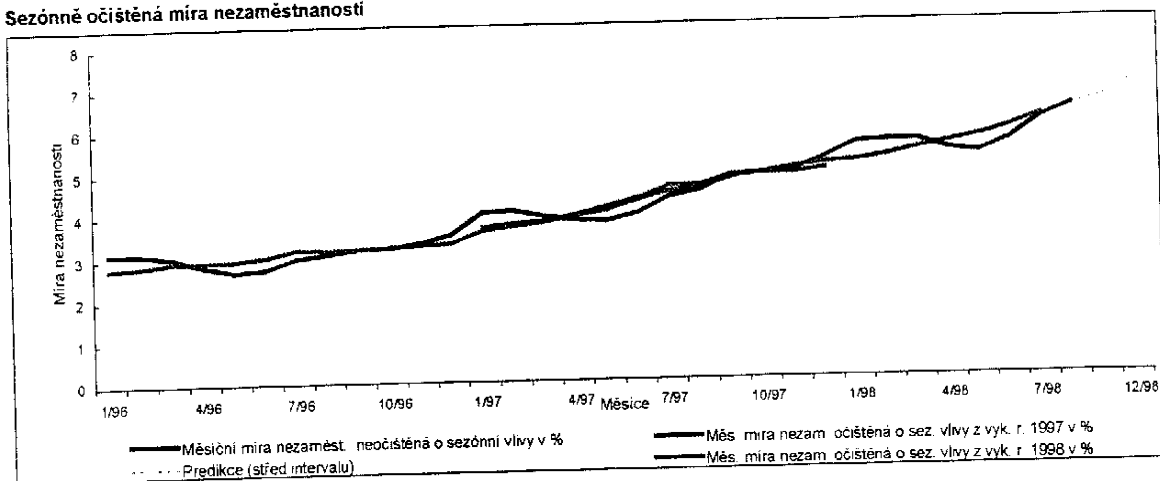
* = predikce

1) stav ke konci období

Trend růstu **nezaměstnanosti** nadále pokračuje; ke konci srpna 1998 dosáhla míra nezaměstnanosti 6,4 %, a oproti červenci 1998 byla doprovázena dalším poklesem pracovních míst o cca 2,1 tis. osob. Vyšší mírou nezaměstnanosti jsou postiženy okresy, kde dochází k významným poklesům zaměstnanosti (zejména v odvětvích dobývání nerostných surovin) a v okresech s převahou venkovského osídlení (pokles zaměstnanosti v zemědělství). Mezi hlavní příčiny růstu nezaměstnanosti pokládáme stagnaci ekonomické aktivity, nízkou mobilitu a adaptabilitu pracovních sil, a regionální nesoulad mezi nabídkou a poptávkou po práci. K vyšší míře nezaměstnanosti přispívá rovněž nižší kvalifikační struktura obyvatelstva

v ohrožených oblastech a špatná infrastruktura, která ztěžuje vstup potenciálních investorů do těchto regionů. Do konce roku 1998 očekáváme další vzestup míry nezaměstnanosti, v návaznosti na příliv nových absolventů ze škol (září) a ukončením sezónních práce ve stavebnictví, zemědělství a v cestovním ruchu. Pokračování rostoucího trendu nezaměstnanosti očekáváme i v roce 1999, ke konci roku předpokládáme koncovou míru nezaměstnanosti v rozmezí 7,7 – 8,2 %.

Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti

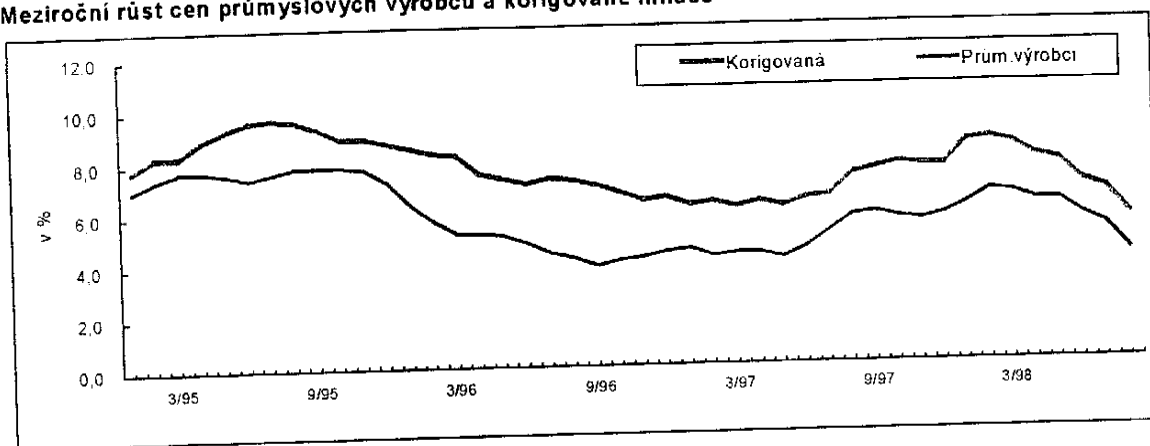


4. Nákladové faktory

4.1. Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců se v srpnu v porovnání s červencem snížily o 0,2 % vlivem poklesu cen ve zpracovatelském průmyslu o 0,3 %. Výraznější mzm. snížení zaznamenal koksárenský a rafinérský průmysl, a to o 6,7 % (možný vliv nízkých cen ropy). Meziměsíční růst cen o 0,6 % zaznamenal průmysl dobývání surovin a o 0,1 % výroba a rozvod elektřiny, tepla a vody. Meziroční tempo růstu dosáhlo v srpnu 4,2 %.

Meziroční růst cen průmyslových výrobců a korigované inflace



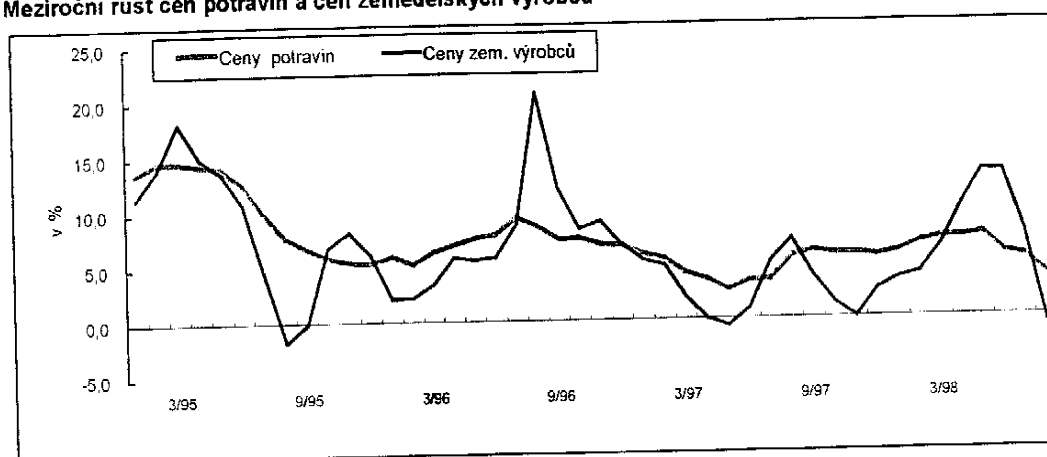
Dlouhodobý klesající trend u nárůstu cen průmyslových výrobců bude zřejmě do konce roku 1998 setrvalý. Tato setrvalost je kromě jiného způsobena nízkými cenami ropy (hlavní příčina srpnového poklesu). Meziroční tempo růstu by v prosinci 1998 mělo dosáhnout cca 4,1%.

Ceny průmyslových výrobců budou dle našeho názoru v roce 1999 stagnovat nebo mírně růst, to znamená, že se očekávané hodnoty budou pohybovat mírně nad extrapolovanými hodnotami. Očekáváme mžr. růst ke konci roku 1999 4,6 – 5,5 %. K tomuto závěru nás vedou určitá špatně kvantifikovatelná rizika: kartelizace v odvětvích, očekávaný mzdový nárůst, možná změna světových cen surovin, zejména ropy, určité uvolnění fiskální politiky. Naše predikce cen průmyslových výrobců je pod hodnotami ČSÚ, který prognózuje pro prosinec 1999 růst cen průmyslových výrobců ve výši 5,5 - 6,5 % vyjádřený pomocí klouzavých průměrů).

Ceny stavebních prací v srpnu meziměsíčně vzrostly o 0,7 % (podle odhadu), to odpovídá průměrnému měsíčnímu růstu cen od počátku roku. Nepatrné zvýšení meziměsíčního indexu oproti červnu a červenci je způsobeno sezónností. U meziročního růstu cen stavebních prací došlo v srpnu k poklesu dynamiky růstu a tak jako v minulém měsíci (9,1 %) byl zaznamenán pouze jednociferný růst, a to ve výši 8,8 %. Jde o nejnižší hodnotu meziročního tempa růstu cen stavebních prací od prosince 1992. Na základě dlouhodobě klesajícího trendu predikujeme meziroční růst v prosinci 1998 pod hranicí 8,9 %.

Ceny zemědělských výrobců se v srpnu ve srovnání se stejným obdobím minulého roku snížily ceny zemědělských výrobců o 0,6%. Jedná se o první meziroční snížení cen zemědělských výrobců v tomto roce. Průměrné meziroční tempo růstu cen od počátku roku pokleslo na 6,3 % (v červenci 8,2 %).

Meziroční růst cen potravin a cen zemědělských výrobců



Meziroční pokles na 91,9 % byl zaznamenán u rostlinných výrobců. Důvodem meziročního poklesu cen jsou výrazně nižší ceny obilovin, především potravinářské pšenice. Meziroční pokles je navíc zesílen pravidelnou měsíční změnou vah v koši (zvýšení podílu rostlinných výrobců 35,7 % v červenci na 56,8 % v srpnu). Ceny živočišných výrobců si udržely zhruba 10 % meziroční nárůst. V prosinci 1998 předpokládáme meziroční nárůst cen zemědělských výrobců cca 6,0 %.

4.2. Dovozní ceny a ceny surovin

Vývoj cen základních surovin na světových trzích, které jsou ve významnějším rozsahu dováženy do ČR, byl v 1.- 7. měsíci roku 1998 z hlediska dopadu do vnitřní cenové hladiny velmi příznivý. Cenový index HWWA měl v průběhu tohoto období výraznou tendenci k poklesu. Za 1.-7. měsíc 1998 se meziročně snížil o 20,3 % (z toho v 1. čtvrtletí o 20,6 %, ve 2. čtvrtletí o 19,7 %). Nejhlubší snížení přitom zaznamenaly ceny energetických surovin (o 27,1 %) a dále též průmyslových surovin (o 12,7 %). Trend poklesu se silně projevoval i u cen potravinářských komodit.

Vývoj světových cen surovinových a potravinářských komodit odráží přetrvávající převahu jejich nabídky nad poptávkou. V důsledku celosvětového ochabnutí poptávky, vyvolané především hospodářským vývojem v Asii, lze očekávat celkovou stabilitu světových cen. Z hlediska přímých dopadů na ceny výrobců a následně pak do maloobchodních cen je pro budoucí vývoj ve druhé polovině roku 1998 pro ekonomiku ČR významný zejména výrazný pokles cen ropy (cena uralské ropy sledovala v průběhu července stále nízkou úroveň 11,15 USD za barel a byla oproti průměru r. 1997 o 39,5 % nižší) a dále světových cen rozhodujících kovů (měď, hliník, zinek).

Meziroční růst dovozních cen (sledovaný na základě výběrového indexu ČSÚ) se v průběhu 1. - 6. měsíce roku 1998 plynule snižoval. Za 1. pololetí 1998 oproti stejnému období m.r. představoval pouze 2,9 %, přičemž v květnu dovozní ceny meziročně stagnovaly a v červnu poklesly. Vzhledem k tomu, že si ceny komodit udržovaly na zahraničních trzích sestupný trend, je tato okolnost výsledkem kursového vývoje (za 1. pololetí 1998 ve srovnání se stejným obdobím 1997 Kč vůči DEM oslabila o 6,5 %). Za předpokladu kursové stability lze v případě dovozních cen ve 2. pololetí 1998 očekávat pokračování příznivého vývoje. Dovozní ceny by neměly představovat faktor rostoucích inflačních tlaků.

4.3. Ceny tržních služeb

Ceny tržních služeb, které sledují všechny statisticky sledované okruhy cen tržních služeb v produkční sféře (vyjma cen vodného), v srpnu meziměsíčně poklesly o 0,6 %. Tato hodnota je nejnižší od počátku roku. Pokles byl ovlivněn poklesem cen v peněžnictví o 1,0 %, kde se projevil zejména vliv snížení výnosových úroků v bankovním sektoru. Ceny tržních služeb v srpnu meziročně vzrostly o 7,7, což je o 0,7 % méně než činí průměrný meziroční růst v tomto roce. Meziroční nárůst cen na konci roku by neměl přesáhnout 8,5 %.

III. Shrnutí aktuálního měnového a ekonomického vývoje

III.1. Shrnutí trendů

V srpnu se hodnoty všech ukazatelů charakterizujících inflaci dostaly na nejnižší úroveň od počátku roku. Oproti červenci poklesl index spotřebitelských cen o 0,2% a meziroční inflace zpomalila na 9,4%. Meziroční inflace tak od počátku roku klesla téměř o 4 procentní body.

Vliv deregulaci na růst cen byl v srpnu prakticky nulový. Základem příznivého vývoje bylo snižování čisté inflace, když ve srovnání s červencem meziměsíční srpnová hodnota klesla o 0,3% přičemž meziročně došlo k jejímu poklesu na 4,9%. Za tímto výsledkem stojí dosud nezaznamenaný souběh velmi nízkého nárůstu korigované inflace (meziměsíčně 0,1%) spolu s významným, avšak sezónně podmíněným meziměsíčním poklesem cen potravin o 0,9%. Z hlediska inflačního vývoje i nadále přetrvával velmi příznivý pohyb v dovozních cenách surovin (jak energetických – zejména ropy, tak i průmyslových). Desinflačním směrem působila i silně omezená domácí poptávka (v jejím rámci především spotřeba domácností), klesající již pět čtvrtletí po sobě. V souhrnu tyto faktory kompenzovaly srpnové oslabení kurzu, které se z pohledu vývoje v první polovině září jeví jen jako epizodická reakce na akutní finanční krizi v Rusku na pozadí dlouhodobějšího apreačního trendu.

Ve druhém čtvrtletí se nepříznivý trend zhoršování výkonnosti české ekonomiky dále výrazně prohloubil. Hrubý domácí produkt v tomto období poklesl meziročně reálně o 2,4%, což při nezměněném odhadu za první čtvrtletí (-0,9%) představuje pokles za 1. pololetí o 1,7%. Ve druhém čtvrtletí reálně meziročně poklesla konečná spotřeba domácností o 7%. Při interpretaci tohoto výsledku je třeba brát v úvahu jednak vysokou srovnávací základnu 2. čtvrtletí loňského roku (ovlivněnou rozsáhlými nákupy spotřebního zboží v souvislosti s tehdejšími kurzovými vývojem), jednak vliv očekávaného meziročního snížení celkových reálných příjmů domácností (-5,4%) při současném růstu úspor obyvatelstva. K propadu domácí poptávky přispěl i pokračující pokles v hrubé tvorbě fixního kapitálu (meziročně za 2. čtvrtletí -4,1%, za 1. pololetí -3,4%) a to jak ve vládním, tak v podnikatelském sektoru. Po oživení v 1. čtvrtletí došlo v odvětví zpracovatelského průmyslu ve 2. čtvrtletí ke stagnaci, což neumožnilo kompenzaci poklesu v odvětví stavebnictví a obchodu.

Proces zmirňování vnější ekonomické nerovnováhy probíhal v 1. pololetí poměrně rychle, především v důsledku příznivého vývoje obchodní bilance. Schodek obchodní bilance se v průběhu 1. a 2. čtvrtletí meziročně snižoval o 23 mld. Kč (tj. o 60%) resp. o 16 mld. Kč (46%). Pozitivně působilo aktivum bilance služeb, kde se projevil efekt slabé domácí poptávky. Ten se promítl do výrazného snížení výdajů na turistiku za první pololetí, jež v dolarovém vyjádření poklesly o více než 20%. Je však pravděpodobné, že od druhého pololetí bude docházet k postupnému mírnému zhoršování obchodní bilance, jednak vlivem téměř 11% zhodnocení koruny v průběhu letošního roku, jednak očekávaným ztížením exportních podmínek na trzích východní Evropy. Přesto saldo běžného účtu platební bilance za celý rok 1998 bude zřejmě podstatně příznivější, než naše dosavadní odhady (3,5% HDP). Za první pololetí byl dosažen deficit ve výši přibližně 1,9% HDP, celoroční hodnotu odhadujeme přibližně na 2,1 až 2,2% HDP

Do vývoje peněžních agregátů se zatím nepromítlo ani snížení povinných minimálních rezerv k 30.7., ani snížení úrokových sazeb v červenci a v srpnu (reagovaly pouze některé banky). Projevuje se zřejmě jak zvýšená obezřetnost bank při poskytování nových úvěrů, tak i vysoká hladina klientských úrokových sazeb nad úrovní 15% p.a. To podporuje i analýza vztahu úrokových sazeb a úvěrové emise za předcházejícího dva a půl roku, která ukazuje na posílení významu neúrokových faktorů při poskytování úvěrů (bonita klientů, jištění úvěrů apod.) na úkor drobnějších změn sazeb. K mírnému zvýšení průměrného měsíčního přírůstku korunových úvěrů z 4,9 mld. Kč v posledních čtyřech měsících roku 1997 na 5,4 mld Kč v prvním pololetí roku 1998 došlo i přes nárůst průměrných úrokových sazeb (z 15,8% na 16%). Tento vývoj lze vysvětlit procesem konsolidace bankovního sektoru, kdy ve druhém čtvrtletí t.r. poskytovala značnou část úvěrů ČNB. Přestože aktuální vývoj peněžních agregátů v srpnu je charakterizován zvýšením meziročního přírůstku o 1 procentní bod oproti červenci (v důsledku snížení přebytku státního rozpočtu a zhoršení depozitní pozice místních rozpočtů), meziroční přírůstek je i nadále nízký. Průměrný nominální meziroční přírůstek M2 za osm měsíců letošního roku se snížil ve srovnání se stejným obdobím roku 1997 přibližně o půl procentního bodu na 6,9% a v reálném vyjádření poklesl o 5,2 procentního bodu na -5,4%, růst peněžního agregátu L zůstal v nominálním vyjádření na stejné úrovni 8,5%, ale reálně poklesl o 4,7 procentního bodu na -3,8%.

Státní rozpočet za leden až srpen skončil předběžně účetním přebytkem 6,7 mld. Kč. Tento výsledek však nelze přeceňovat, neboť zahrnuje příjmy FNM z malé privatizace ve výši přibližně 7 mld. Kč, určené k vypořádání restitucí a odstraňování následků povodní, takže ve skutečnosti je rozpočet přinejlepším vyrovnaný. Čím dál zjevnější je též střednědobá tendence posunu od přebytkového ke schodkovému rozpočtu. V agregátu veřejných rozpočtů (zahrnujících mimo státního a místních rozpočtů i ostatní složky veřejných financí) tak ke konci roku odhadujeme deficit 27 – 28 mld. Kč v důsledku mimořádných výdajů a v důsledku deficitu místních rozpočtů a rozpočtu FNM. Tento odhad neuvažuje s možným prohloubením výpadku ve výběru nepřímých daní v důsledku poklesu ekonomiky, jak tomu nasvědčují údaje za 1. pololetí. Nepočítá ani s řešením některých finančních problémů (vládní záruka za ČS, úhrada ztráty KoB, nesplácení úroků z Ruska, celkový objem přibližně 17 mld. Kč), k němuž však nutně do konce letošního roku nemusí dojít.

Na trhu práce se ve druhém čtvrtletí 1998 prohloubil trend poklesu zaměstnanosti (meziročně -1,4%) a růstu nezaměstnanosti, která ke konci srpna dosáhla 6,4%. Současně došlo ke snížení počtu pracovních míst oproti červenci v důsledku stagnace ekonomiky. Do konce roku očekáváme další zhoršení tohoto trendu v návaznosti na příliv nových absolventů a v důsledku ukončení sezónních prací ve stavebnictví, zemědělství a cestovním ruchu. Celkový příjmový a mzdový vývoj je nadále z měnově-politického hlediska pozitivní. Nominální průměrné mzdy za první dvě čtvrtletí zaostávají za růstem CPI, v nepodnikatelské sféře v důsledku toho došlo k propadu průměrné reálné mzdy ve druhém čtvrtletí meziročně o 16,7%. Ani očekávané zvýšení reálných mezd do konce roku a v roce příštím nebude znamenat zvýšení poptávkově-inflačních tlaků – v rozpočtové sféře se bude jednat ani ne o 1% zvýšení celkových příjmů domácností (cca 9 mld. Kč), v podnikatelském sektoru zatím neexistují pro další zvyšování ekonomické předpoklady. V tomto ohledu je významné, že předpokládaný podíl peněžních příjmů domácností na nominálním HDP bude v letech 1998 i 1999 pod úrovní roku 1997. Určitým rizikem zůstává obnovení nákladově inflačních tlaků v důsledku setrvačnosti vývoje průměrné nominální mzdy při předpokládaném poklesu inflace.

III.2. Čistá inflace a její prognóza

Vzhledem k tomu, že i v srpnu (stejně jako v červenci) byl vývoj čisté inflace příznivější než jsme očekávali, a vzhledem k přetrvávajícímu pozitivnímu působení inflaci ovlivňujících faktorů, kde již letos nepředpokládáme žádný zásadní výkyv, predikujeme meziroční čistou inflaci ke konci roku 1998 ve výši 4,3%. Tento výsledek je postaven na premise udržení pevnějšího kurzu koruny (interval 18 – 18,50 Kč/DEM) ve srovnání s hodnotou uvažovanou v měnovém programu (19,70 Kč/DEM) a na dlouhodobějším než původně uvažovaném trendu poklesu cen surovin a potravin na světových trzích. Aktuálně vychází i z údajů o vývoji HDP, především pak z útlumu konečné spotřeby domácností.

Prognóza čisté inflace na příští rok vychází z předpokladu zafixování nástrojů měnové politiky na současné úrovni (především nominálních úrokových sazeb), z proloužení výše konstatovaných makroekonomických trendů a relativní stability kurzu a vnějšího ekonomického prostředí. Expertní i modelové prognózy pak ke konci roku 1999 směřují pod pomyslný koridor vyplývající z inflačního cíle pro rok 1998 a 2000. Trendová aproximace a modelové propočty ukazují na hodnotu okolo 3%. Expertní posouzení uvažující s riziky posunuje střední hodnotu v asymetricky konstruovaném intervalu na 4,5%.

III. 3. Hlavní měnově politické faktory

Domníváme se, že dosavadní hospodářský a měnový vývoj i jeho krátkodobá a střednědobá prognóza jednoznačně svědčí o probíhajícím procesu desinflace. To nás opravňuje k závěru, že vstupujeme do období, v němž se otevírá prostor pro přechod k nižší hladině nominálních úrokových sazeb. Za nejdůležitější faktory, které vytvářejí prostor pro snížení úrokových sazeb považujeme:

A) Cenový vývoj

- Pokles CPI i čisté inflace je podstatně rychlejší ve srovnání s měnovým programem i minulými predikcemi. Při zachování stávajících podmínek směřuje čistá inflace na konci roku hluboko pod stanovený koridor.
- Za předpokladu adaptivních očekávání lze předpokládat, že dosavadní vývoj bude příznivě ovlivňovat desinflaci v budoucím období.

B) Měnový vývoj

- Vývoj peněžních agregátů naznačuje, že peněžní zásoba zůstává konzistentní s procesem desinflace. Snížení sazeb PMR k 30. červenci ani dvojnásobné snížení sazeb ČNB nestimulovalo růst domácí úvěrové emise.
- Zůstává zachován inverzní tvar výnosové křivky.
- Díky poklesu inflace rostou reálné úrokové sazby. Současná reálná úroveň sazby 1T PRIBOR je zhruba 1,5 proc. bodu nad úrovní jara 1997 (také docházelo k rychlému poklesu inflace) a 2,5 proc. bodu nad úrovní průměru roku 1996.

C) Poptávkové faktory

- Od 3. čtvrtletí 1997 reálně klesá celková domácí poptávka i její jednotlivé složky. Pokračování tohoto trendu lze s vysokou mírou pravděpodobnosti předpovědět i pro 2. pololetí letošního roku.
- Utlumení domácí poptávky se odráží i v rychlejším než očekávaném zlepšování poměru deficitu běžného účtu (resp. obchodní bilance) k HDP.
- Pokračující pokles HDP vytváří desinflační prostředí.

D) Nákladové faktory

- Nominální kurs koruny k DEM zhodnotil od počátku tohoto roku do poloviny září téměř o 11% a reálný kurs se přibližuje 65% úrovně z počátku roku 1993.
- Meziroční tempo růstu cen průmyslových výrobců dosáhlo v srpnu 4,2%, což je nejnižší hodnota od května 1997.
- Ceny zemědělských výrobců v srpnu meziročně poklesly o 0,6% (první meziroční snížení v tomto roce). Relativně dobrá úroda a vývoj na světových trzích signalizují velmi umírněný růst těchto cen i ve zbytku roku.
- Vnější prostředí vykazuje všeobecně dlouhodobější desinflační tendence v důsledku série finančních krizí a ozdravování veřejných financí.

Při rozhodování o možnostech dalšího snižování nominálních úrokových sazeb je třeba ohodnotit *měnová rizika deficitu státního rozpočtu*, resp. veřejných rozpočtů v příštím roce. Vycházíme ze stanovisek, která měnová sekce k návrhům státního rozpočtu již zpracovala. V současné době je bohužel jistá pouze existence deficitu. O tom, jaká bude jeho výše schválená parlamentem, skutečná výše a struktura, je v současnosti možné v mnoha ohledech pouze spekulovat. O míře nebezpečnosti pro měnový vývoj ve fiskálním roce rozhoduje výše deficitu, struktura deficitu (důvody vzniku), celkové ekonomicko politické prostředí, ve kterém je deficit vytvářen a způsob jeho financování.

Výše deficitu je zatím nejasná. Navrhovaný *deficit veřejných rozpočtů* ve výši 45,2 mld. Kč (z toho 26,8 mld. st. rozpočet a 5 mld. místní rozpočty) představuje 2,3% HDP a nárůst o 64% proti odhadované skutečnosti letošního roku (27 - 28 mld.). Po zvýšení o 16 mld. předpokládaných, ale dosud neschválených výnosů ze zvýšení spotřebních daní a zvýšení pojistného, může *skutečný deficit veřejných rozpočtů* dosáhnout 61,2 mld. Kč, což přesahuje hranici 3% HDP (maastrichtská kriteria).

- ✓ Předpokládaný deficit je výsledkem na jedné straně potřeby profinancovat některé prioritní programy a na druhé straně nižší předpokládané dynamiky rozpočtových příjmů v podmínkách utlumeného ekonomického růstu. Vláda musí v situaci pokračujícího poklesu HDP zajistit financování některých nových výdajů souvisejících se vstupem ČR do EU a NATO a vyrovnat se s řešením řady problémů, které byly dosud pouze odkládány. Předpokládaný růst výdajů zhruba o 10% při růstu příjmů o cca 9% *nevybočuje z rámce*

daného očekávaným ekonomickým vývojem. Z podkladů, které jsou v současné době k dispozici, není možné provést detailní analýzu struktury předpokládaných výdajů.

Deficit bude vytvářen z pohledu měnových rizik v *makroekonomicky stabilizovaném a deflačně působícím prostředí*. Hlavním důvodem

- ✓ bude stagnace, resp. nízký růst HDP;
- ✓ rychlejší než předpokládaný pokles inflace v letošním roce a počátkem příštího roku;
- ✓ pokles inflačních očekávání;
- ✓ rostoucí nezaměstnanost;
- ✓ útlum konjunktury ve světové ekonomice;
- ✓ nadále obezřetná měnová politika.

Financování deficitu je stěžejní z hlediska měnových rizik. Zdroje k financování musí vláda najít na domácím či zahraničním peněžním trhu, ČNB deficit nefinancuje. Jistá rizika existují v případě financování ze zahraničí, ale jsou stejná, jako v případě jiných forem přílivu zahraničního kapitálu. K nepřímému financování deficitu ze zdrojů ČNB může dojít tehdy, jestliže obchodní banky neobnoví repo operace s poukázkami ČNB a takto získané volné prostředky umístí do státních pokladničních poukázek. To je právě klíčový moment, kdy ČNB posoudí přiměřenost měnového a fiskálního mixu a pravděpodobně bude uvažovat o korekci úrokové politiky. *Snižování míry restriktivnosti měnové politiky bude pozastaveno.*

Je třeba zmínit též *možná rizika dalšího vývoje krize v Rusku*. Nedomníváme se, že samotná krize v Rusku v sobě skrývá vážná rizika z hlediska vývoje inflace v ČR. Případné omezení odbytu českého vývozu není objemově významné, navíc bude působit spíše deflačně. Problémy s dovozem surovin mohou jisté inflační impulsy přinést (náhradní dovozy za vyšší ceny), ale pravděpodobnost přerušení dodávek z Ruska není příliš vysoká. Větší rizika hrozí z přenesení krize na Slovensko, které je velmi významným obchodním partnerem. Tato možnost nastat může, ale *měnová politika by měla reagovat teprve v okamžiku reálného nebezpečí* jako v případě jiných vnějších šoků.

Argumentem pro pokračování již zahájeného procesu *snížení nominálních sazeb* je predikce inflace ilustrující pokračující utlumení inflačních tlaků v roce 1998 a naznačující značnou rezervu v plnění střednědobého inflačního cíle. V této situaci dochází k růstu *restriktivnosti měnové politiky z hlediska reálných sazeb*. Důvodem je rychlejší pokles inflace než pokles nominálních sazeb. Např. od července do září vzrostla reálná sazba 1T PRIBOR deflovaná CPI ze 4,4 na 5,4% a dle PPI z 9,6 na 9,8%. Sazby z nově poskytovaných úvěrů se ve stejném období změny z 4,9 na 6,3% (CPI), resp. z 10,1 na 10,7% (PPI). Časová řada za 4 roky je pro počtena v boxu za kapitolou II.1.3.3. Stupňování restriktivnosti měnové politiky v období rychle klesající inflace a pokračujícího poklesu HDP je neadekvátní. Otevřenou otázkou zůstává, k jaké úrovni mají reálné sazby směřovat a jakým tempem.

Mezinárodní porovnání ukazuje, že reálné sazby z poskytovaných úvěrů a na peněžním trhu se pohybují v širokém rozpětí od záporných hodnot až ke kladným hodnotám okolo 13 %. Lze učinit zevšeobecnění v tom smyslu, že ve vyspělých zemích dosahují reálné sazby relativně nízkých kladných hodnot, zatímco v rozvojových a tranzitivních ekonomikách hodnot vyšších v záporném i kladném smyslu. Průměr vyspělých zemí na peněžním trhu se pohybuje okolo 3%, u nově poskytovaných úvěrů okolo 5%. Vysoké reálné sazby u poskytovaných úvěrů (7 – 9%) vykazuje Německo.

Velký vliv na reálnou výši sazeb v jednotlivých zemích má ziskovost podniků. U nás byla v prvním pololetí vykázána průměrná rentabilita k nákladům za nefinanční podniky ve výši 4,29%. Srovnání se stávající reálnou sazbou na nově poskytované úvěry dle PPI (relevantní pro přijímání úvěrů) vysvětluje dlouhodobou stagnaci v poptávce po úvěrech.

Vodítkem může být i historický pohled. Reálná sazba 1T PRIBOR (podle PPI) je dnes o 1,5 - 2% body vyšší než na začátku roku 1997 a o cca 2,5 proc. bodu vyšší než průměrná výše sazby v roce 1996. Období 2. poloviny roku 1996 a začátku roku 1997 je zajímavé proto, že tehdy obdobně jako dnes probíhala poměrně rychlá desinflace. V současnosti dochází k rychlé obnově vnitřní a vnější rovnováhy a přesto je reálná úroveň sazeb vyšší.

Z uvedených důvodů považujeme za vhodné snížit do konce tohoto roku sazby o 1,5 – 2,5 proc. bodu. Pro praktický postup se nabízejí 2 hlavní varianty:

- 1) snižovat sazby postupně o 0,5 proc. bodu;
- 2) provést nyní větší snížení o 1 proc. bod a další snižování provádět v menším rozsahu.

III. 4. Měnově politické doporučení

S ohledem na situaci okolo projednávání státního rozpočtu na příští rok *doporučujeme snížení 2 T repo sazby o 0,5%.*

Podle modelových propočtů je možné očekávat při snížení nominálních sazeb o 1 proc. bod zvýšení čisté inflace na konci tohoto roku v meziročním vyjádření zhruba o 0,3 proc. bodu. Pro konec příštího roku je vliv kvantifikován na cca 0,46 proc. bodu. Modelové předpoklady jsou vysvětleny v kapitole I. 4. (str. 16).

INDIKÁTORY BUDOUCÍ INFLACE										
	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98	9/98	12/98
1.										
meziroční index CPI	13,1	13,4	13,4	13,1	13,0	12,0	10,4	9,4	9,0	8,8
meziroční index čisté inflace	7,5	7,9	7,9	7,6	7,6	6,5	6,1	4,9	4,6	4,5
meziroční index korigované inflace	8,5	8,6	8,4	7,9	7,7	6,9	6,5	5,6	5,3	4,9
2.										
peněžní zásoba (M2) - roční změna v %	7,5	6,0	7,7	6,5	6,2	7,5	6,3	7,3	8,2	6-8
3.										
spread 1R PRIBOR - 1T PRIBOR	1,25	1,31	0,94	0,65	0,55	0,24	-1,50	0,19	x	x
spread bid/offer 1T PRIBOR	0,64	0,44	0,34	0,24	0,83	0,31	0,27	0,46	x	x
spread bid/offer 1R PRIBOR	0,68	0,49	0,35	0,25	0,73	0,34	0,32	0,44	x	x
FRA 3x6	14,14	15,62	15,50	15,35	15,48	14,92	12,96	14,33	x	x
FRA 12x24	14,75	14,75	14,70	14,15	-	13,10	11,25	13,15	x	x
spread 2R IRS - 1R IRS	-0,96	-0,66	-0,68	-0,74	-0,94	-1,08	-0,86	-0,80	x	x
spread 5R IRS - 1R IRS	-2,13	-1,57	-2,16	-2,56	-3,08	-3,01	-2,17	-2,01	x	x
4.										
spotřeba domácností (tempo v s.c.)			-1,6			-7,0			-3,4	-3,7
maloobchodní obrat (tržby v odvětví obchodu a pohostinství)	-3,0	-5,0	-6,8	-6,7	-10,8	-7,7	-5,0	-4,5	-4,5	-4,1
produktivita práce	0,8		0,8			-0,7		1,5	1,1	1,1
míra nezaměstnanosti	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	5,6	6,1	6,4	6,6	7,0
tempo růstu HDP (s.c.)	-0,9		-0,9			-2,4			-0,2	-0,7
tempo růstu průmyslové výroby (s.c.)	5,9	8,7	10,5	3,0	7,5	5,0	6,1	4,0	4,0	3,9
předstih tempa růstu domácí poptávky a HDP v proc.bod.			-3,7			-1,8			-2,3	-1,9
5.										
tempo růstu průměrných mezd - nominální			10,9			7,0			10,0	11,0
tempo růstu příjmů z mezd - reálné			-5,0			-7,9			-2,2	-0,3
předstih tempa růstu produktivity před reálnou mzdou v pr.b.			2,9			4,3			1,1	-0,7
6.										
státní rozpočet (saldo hospodaření v běžném roce)	17,0	4,8	7,6	-0,8	-6,7	1,8	10,9	6,7	4,0	-11,0
místní rozpočet (saldo hospodaření v běžném roce)	1,5	1,9	2,1	2,9	2,0	1,3	4,0	2,0	1,9	-7,0
státní a místní rozpočty (saldo hospodaření v běžném roce)	18,5	6,7	9,7	2,1	-4,7	3,1	14,9	8,7	2,1	-18,0
7.										
index zemědělských výrobců	3,5	4	6,4	10,1	13,2	13,1	7,7	-0,6	6,0	6,0
ceny tržních služeb	14,6	14,2	13,3	15,0	-2,1	2,3	5,6	7,7	8,6	7,7
meziroční index PPI	6,1	6,6	6,5	6,2	6,2	5,6	5,2	4,2	4,2	4,1
index dovozních cen	107,1	106,0	105,0	100,6	100,1	98,9	98,5	97,5	95,0	100,7
8.										
index nominálního kursu CZK/DEM (leden 1993 = 100)	108,9	106,4	104,1	103,9	102,5	103,9	99,3	105,5		x
index reálného kursu CZK/DEM (leden 1993 = 100)	74,5	72,5	70,7	70,6	69,7	70,6	66,4	67,4		x

a) - pro deflací použít CPI; nevázaný čtvrtletní průměr

x) předběžný údaj

slim = produkce

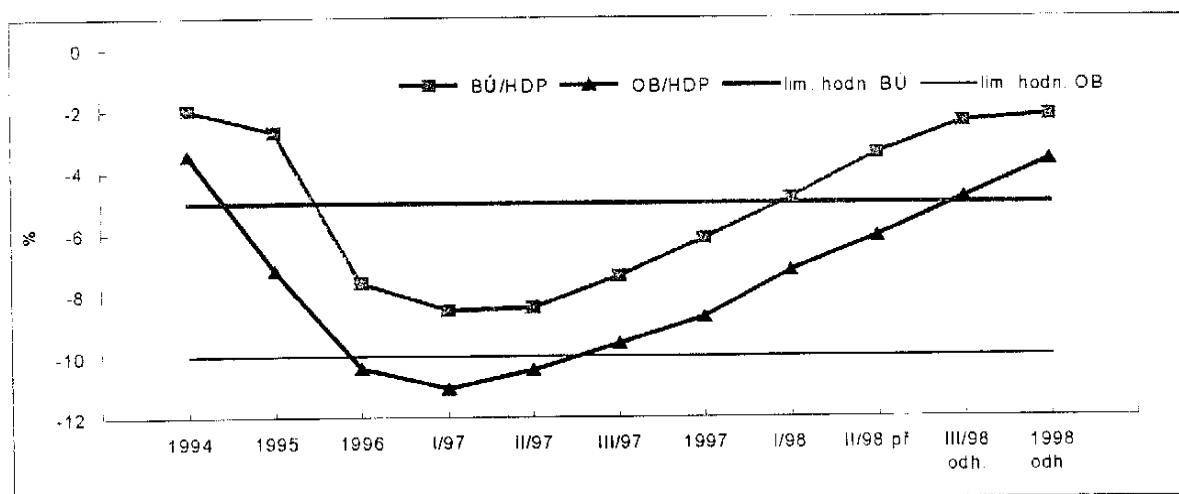
Indikátory vnější nerovnováhy České republiky

A/ Indikátory rozsahu vnější nerovnováhy

1/ podíl běžného účtu a obchodní bilance na vytvořeném HDP

Výsledky platební bilance za II. čtvrtletí (deficit BÚ ve výši pouze 3,3 mld. Kč) potvrzují zachování trendu snižování vnější nerovnováhy v letošním roce. Ve zbývajícím období by se podíl běžného účtu a obchodní bilance na HDP měl stabilizovat v pásmu nad limitními hodnotami. Tento vývoj působí pozitivně na inflační expektace.

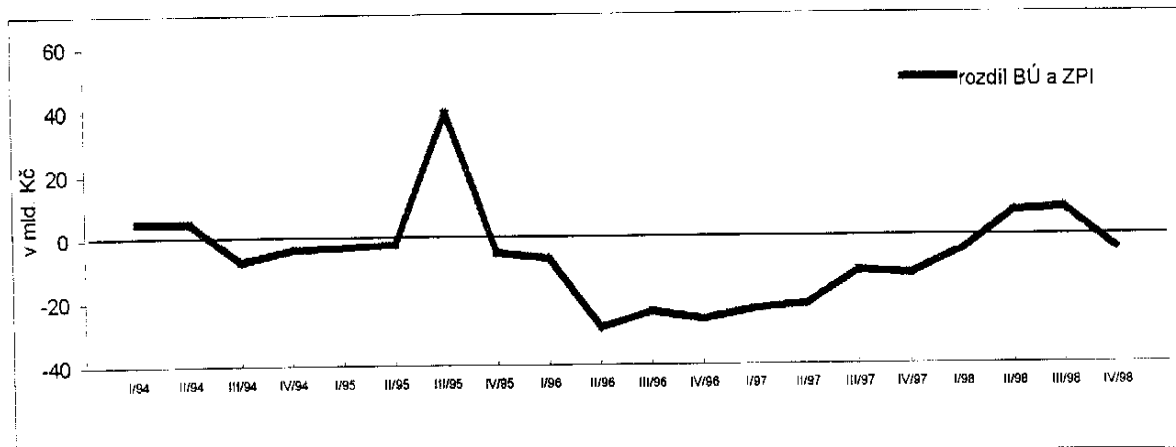
Saldo běžného účtu a obchodní bilance k HDP



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

2/ krytí deficitu běžného účtu přílivem přímých zahraničních investic

Financování salda běžného účtu přílivem zahraničních přímých investic



Pozn.: čtvrtletní údaje

Výsledky II. čtvrtletí vykazují zajištění krytí schodku běžného účtu přílivem dlouhodobých stabilních zdrojů (ve II. čtvrtletí je tato bilance poprvé od roku 1995 opět přebytková). V letošním roce se míra krytí běžného účtu přílivem ZPI oproti předchozím rokům zvyšuje. Tento faktor působí pozitivně na inflační očekávání.

3/ změna náhledu zahraničních investorů na Českou republiku

Expektace zahraničních investorů jsou zcela soustředěny na důsledky možné eskalace finanční krize v Rusku a jejího dopadu na středoevropský region. Jak potvrzuje existující poptávka po údajích charakterizujících angažovanost středoevropských zemí v Rusku (podíl na zahraničním obchodu, angažovanost bank), obecně se přikládá tomuto problému větší význam než jaký vyplývá z dostupných oficiálních statistik. Převládá názor, že relativní stabilita středoevropských zemí je závislá především na míře úspěšného potlačení kritické situace v Rusku a další eskalace by mohla přinést středoevropskému regionu závažné problémy.

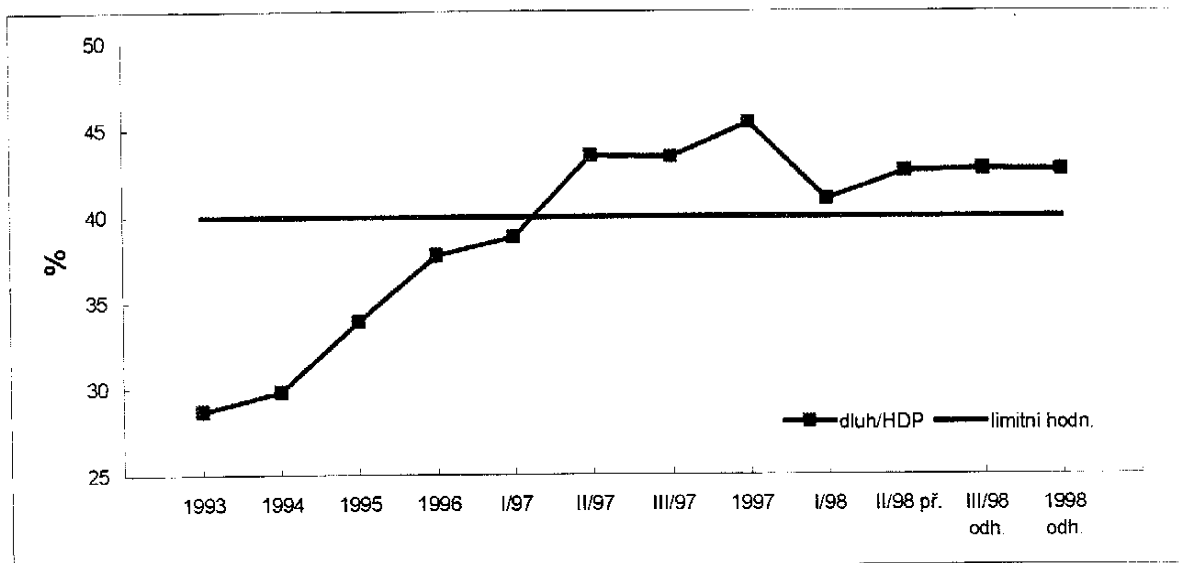
Podle srpnové publikace Goldman-Sachs (Emerging Markets Biweekly z 26.8.) je doporučováno minimalizovat angažovanost v regionu a zejména v České republice, kde zlepšení investičního klimatu je výrazně limitováno (v protikladu s Maďarskem, které vykazuje příznivější vývoj základních makroekonomických veličin). V dalším vývoji koruny bude převažovat pokles poptávky po korunových investicích s následným dopadem na pohyb kurzu.

B/ Indikátory dluhového vývoje

1/ podíl zahraniční zadluženosti na vytvořeném HDP

Podíl zahraničního dluhu na HDP dosahuje podle předběžných výsledků k 30.6. 42,6%, což představuje určitý přechodný nárůst oproti konci I. čtvrtletí (obnovení stavu krátkodobých závazků obchodních bank a pokles HDP ve II.čtvrtletí). Ve zbývající části roku se předpokládá jeho stabilizace na dosažené úrovni (vliv urychlení dynamiky HDP ve II. pololetí). V porovnání s předchozím rokem je patrná tendence ke stabilizaci, což by nemělo působit na nárůst depreciačních tlaků.

Podíl zahraničního dluhu na HDP

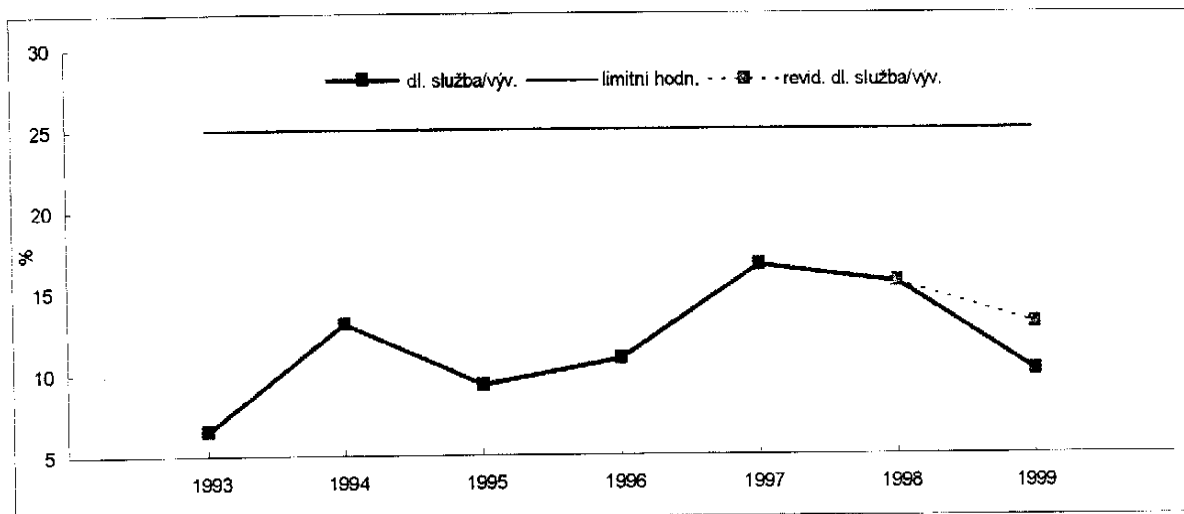


Pozn.: roční údaje, čtvrtletní hodnoty na bázi ročních klouzavých úhrnu

2/ dluhová služba ze střednědobých a dlouhodobých závazků nepřevyší max.25% ročního vývozu a služeb

Podle údajů dluhové služby ČR založené podle stavu závazků k 30.6. dochází v poměru k vývozu zboží a služeb k jejímu poklesu a tento trend je předpokládán i pro rok 1999 (vyšší otevřenost ekonomiky, stabilizace zahraničního dluhu). Tento trend potvrzuje i úroveň revidovaných hodnot dluhové služby (navýšené o odhadovaný náběh splátek závazků, které vzniknou ve zbývajícím období letošního roku). Úroveň dluhové služby k exportu je dostatečně vzdálena od „bezpečnostní“ hranice, což by nemělo přispívat k růstu inflačních očekávání.

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

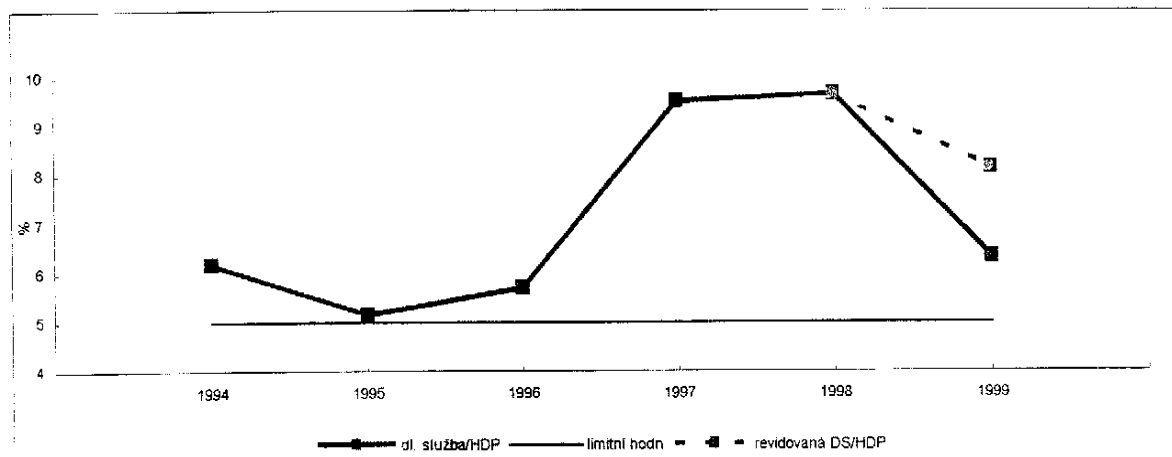


Pozn.: roční údaje

3/ dluhová služba ve vztahu k přírůstku HDP

Na základě zpřesněných údajů dluhové služby podle stavu závazků k 30.6. činí její podíl na HDP téměř 10%. V letošním roce dochází k přelomu v trendu, neboť výše dluhové služby by měla v příštím roce klesat (vliv předpokládaného růstu HDP, nominální pokles dluhové služby). Není předpokládán nežádoucí vliv na inflační expektace.

Podíl dluhové služby k HDP

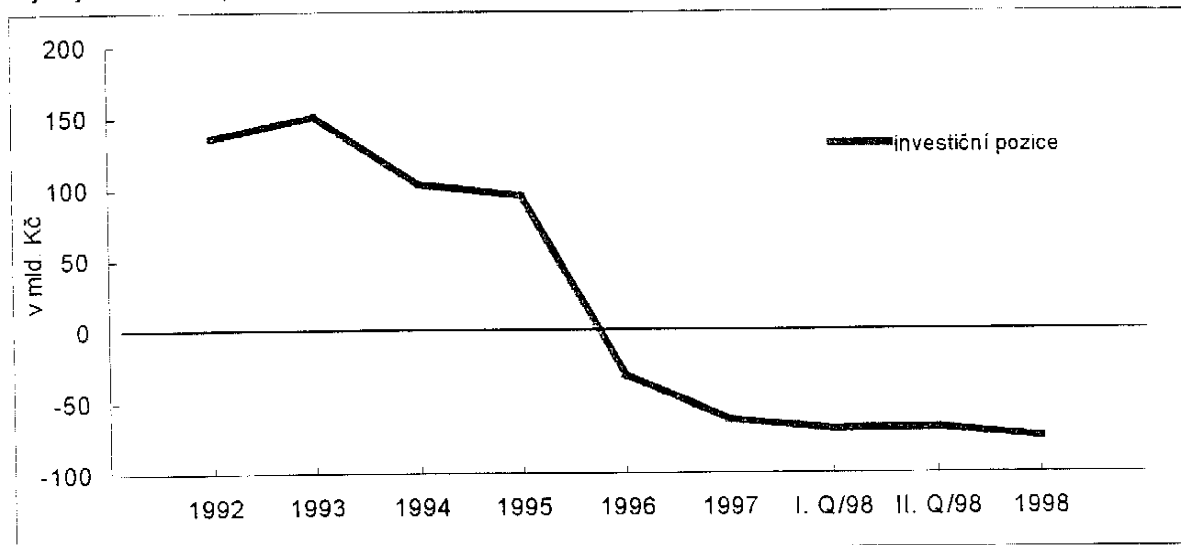


Pozn.: roční údaje

4/ vývoj investiční pozice ČR vůči nerezidentům

K 30.6 bylo vykázáno pasivní saldo investiční pozice 68,2 mld. Kč, což představuje prakticky jeho stagnaci ve II. čtvrtletí (dáno celkovou přebytkovostí platební bilance). V letošním roce není uvažováno se zhoršováním salda v rozsahu, v jakém probíhalo v minulých letech. Nežádoucí tlak na depreciaci kurzu z tohoto titulu není předpokládán.

Vývoj investiční pozice vůči nerezidentům



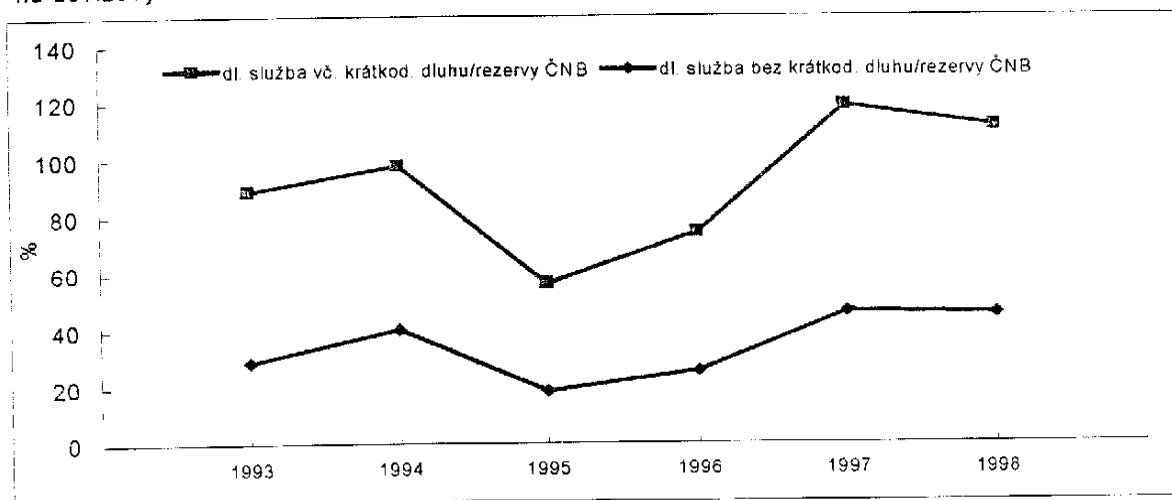
Pozn.: stav k ultimu přísl. roku

C/ Indikátory vývoje likvidity České republiky

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

V letošním roce je předpokládána stabilizace podílu devizových rezerv k více likvidní složce zahraničního dluhu České republiky. Rozsah této složky dluhu vzhledem k možnostem daným objemem devizových rezerv zůstává nadále nepříznivý (absolutně devizové rezervy ČNB převyšuje) a je spolu s vývojem dalších dluhových charakteristik v centru pozornosti zahraničních investorů. Bezprostřední dopad tohoto faktoru na depreciaci Kč není předpokládán.

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

2/ podíl devizových rezerv na peněžní zásobě

Podíl devizových rezerv na peněžní zásobě



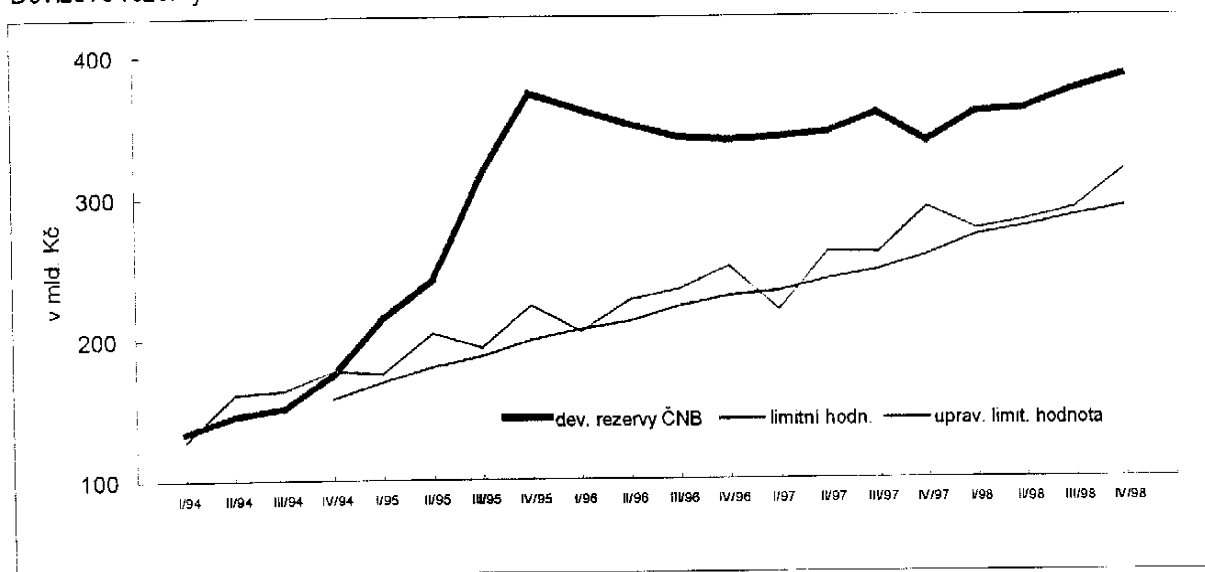
Pozn.: stav k ultimu příslušného čtvrtletí

Prosazuje se mírně klesající míra krytí peněžní zásoby (agregát M2) devizovými rezervami ČNB, která se pohybuje na 30%. Vzhledem k možným konverzím korun do deviz je pokládána tato výše za dostatečnou. Předpokládaný vývoj by neměl působit negativně inflační očekávání.

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

Dosavadní vývoj devizových rezerv ČNB v letošním roce splňuje kritérium minimálního krytí ročního dovozu zboží a služeb. Tento faktor nepůsobí na růst inflačních expektací.

Devizové rezervy ve vztahu k tříměsíčnímu dovozu zboží a služeb

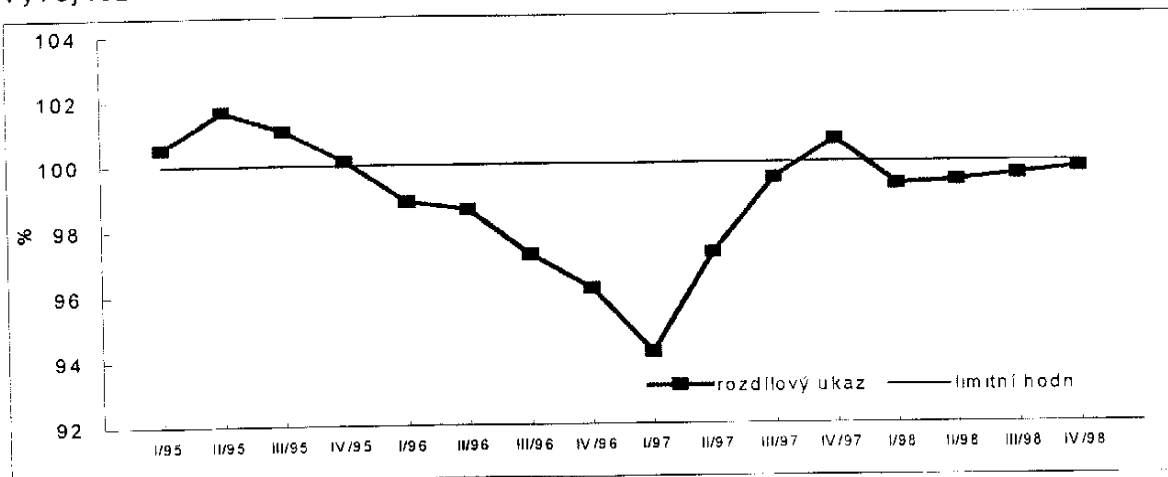


Pozn.: devizové rezervy k ultimu čtvrtletí; čtvrtletní dovoz za příslušné období upravená limitní hodnota - očištěná o sezonní výkyvy

C/ Ostatní indikátory

1/ Rozdílový ukazatel

Vývoj rozdílového ukazatele ve vývozu



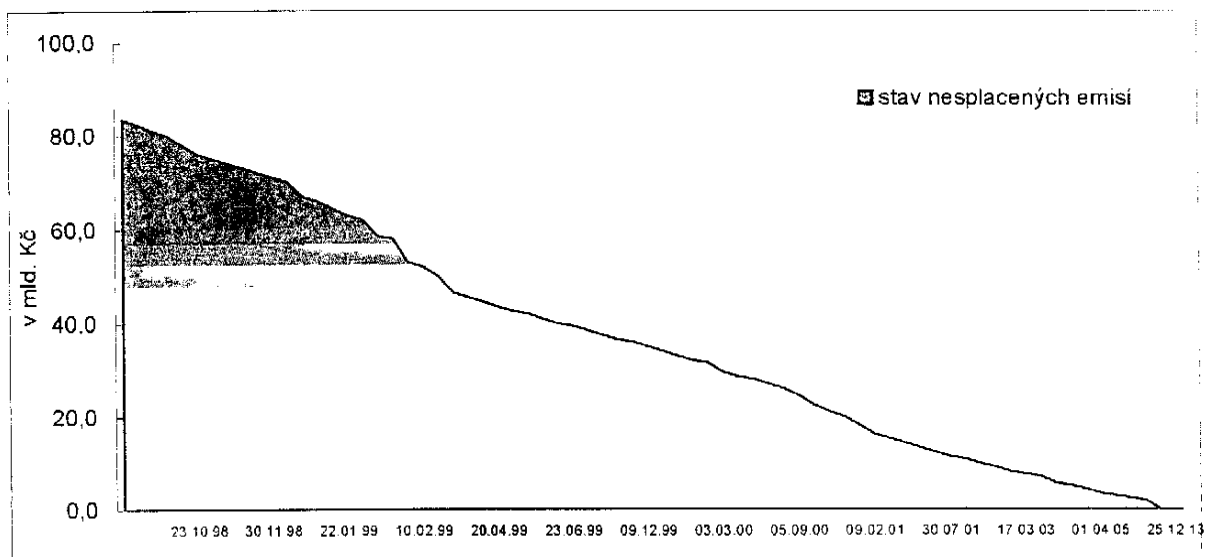
Pozn.: čtvrtletní hodnoty

Výrazná apreciacie kurzu a pokles zahraničních cen surovin a polotovarů v průběhu I. pololetí působila na pokles cen dosahovaných při vývozu a tím i na pokles rozdilového ukazatele. V červenci a srpnu všeobecný pokles cen surovin podle indexu HWWA pokračoval, opačně působí od konce června depreciace kurzu. Inflační stimuly z tohoto titulu nejsou předpokládány.

2/ Vývoj nesplacených emisí korunových euroobligací

V současnosti přestal být zájem zahraničních investorů o nákup eurokorunových obligací (vliv finanční krize v Rusku). Do konce roku zbývá cca 13 mld. Kč splatných emisí. Na pohyb kurzu bude mít tento faktor zřejmě podružný vliv.

Vývoj stavu nesplacených eurokorunových emisí



Závěr:

Oproti hodnocení vývoje indikátorů v minulé situační zprávě dochází ke zhoršení vnějšího prostředí vyvolaném stupňováním finanční krize v Rusku a její přerůstáním v krizi ekonomickou. Nepříznivě může na český export působit potvrzení signálu ohledně stagnace HDP Německa a ostatních zemí EU ve II. čtvrtletí. Tyto faktory se v české ekonomice prozatím projevují pouze v dílčích aspektech (angažovanost některých českých bank v Rusku, zvýšená citlivost kurzu, pokles vývozu v červenci). Reálná ekonomika vzhledem k nižší míře propojenosti s ruskou ekonomikou v porovnání s okolními státy nečelí prozatím zvláštním problémům. Riziko pramení spíše z možnosti kurzového vývoje, vyšších úrokových měr a tím i podvazování tempa ekonomického růstu v příštím období.

Z hlediska vývoje indikátorů pokračuje předpokládaný trend. Za nejvíce senzitivní z pohledu zahraničních investorů je možno považovat vývoj dluhových veličin (výše zahraničního dluhu, úroveň dluhové služby k HDP a k devizovým rezervám), jejichž úroveň zůstává i přes příznivý trend méně akceptovatelná. Ostatní ukazatele nevybočují z

dosavadního trendu daném snižováním rozsahu vnější nerovnováhy. Z hlediska vývoje indikátorů bezprostřední dopady na vývoj kurzu nejsou předpokládány. K modifikaci kurzového vývoje může ale dojít při neočekávaném externím šoku.

Jsou signály o pokračujícím poklesu cen surovin na zahraničních trzích (index HWWA v červenci a srpnu dále poklesl), který může být umocněn snahou ruských exportérů o další navyšování exportu. Tato skutečnost by mohla nadále působit na současný desiinflační vývoj v české ekonomice a do určité míry absorbovat proinflační stimuly pramenící z případné depreciace kurzu.

TABULKOVÉ A GRAFICKÉ PŘÍLOHY

MĚNOVÝ PŘEHLED
 (v mld. Kč)

Sekce měnová (41), Odbor měnových analýz (412)

	12/96	03/97	06/97	09/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98	Předb
AKTIVA														
Císta zahraniční aktiva (celkem)	281,9	283,7	282,9	311,1	338,5	341,2	344,5	349,3	357,5	370,1	382,5	388,0	413,4	
Zahraníční aktiva	538,0	544,9	602,1	607,9	670,7	660,8	647,8	631,0	672,2	695,9	688,8	683,9	766,9	
Zahraníční pasíva	256,1	261,2	309,2	298,8	332,2	319,6	303,3	281,7	314,7	325,8	316,3	315,9	353,5	
Čísta zahraniční aktiva (krátkodobá)	376,8	386,8	416,9	430,4	430,8	437,4	425,3	420,7	430,6	452,1	459,5	436,1	493,1	
Zahraníční aktiva	478,3	483,1	537,1	544,8	599,7	588,3	576,0	559,7	600,3	622,7	622,9	609,1	687,7	
Zahraníční pasíva	101,5	96,3	120,2	114,4	168,9	150,9	150,7	139,0	169,7	170,6	163,4	173,0	194,6	
Čísta zahraniční aktiva (dlouhodobá)	-94,9	-103,1	-124,0	-119,3	-92,3	-96,2	-80,8	-71,4	-73,1	-82,0	-77,0	-68,1	-79,7	
Zahraníční aktiva	59,7	61,8	65,0	63,1	71,0	72,5	71,8	71,3	71,9	73,2	75,9	74,8	79,2	
Zahraníční pasíva	154,6	164,9	189,0	182,4	163,3	168,7	152,6	142,7	145,0	155,2	152,9	142,9	158,9	
Čísta domácí aktiva	838,6	818,1	842,3	842,4	879,1	823,2	815,6	823,0	814,6	826,2	825,3	849,4	830,2	
Domácí úvěry	1029,7	1057,7	1119,7	1107,1	1137,7	1134,4	1131,1	1120,9	1143,0	1166,1	1148,6	1126,9	1144,8	
Čistý úvěr vládnímu sektoru	12,6	21,1	30,8	18,0	24,8	11,1	17,1	10,4	14,4	18,0	7,5	5,1	10,5	
Čistý úvěr vlády	28,5	34,4	47,3	31,2	37,9	25,0	34,4	26,0	30,6	37,1	27,9	17,0	22,4	
Čistý úvěr FNM	-15,9	-13,3	-16,5	-13,2	-13,1	-13,9	-17,3	-15,6	-16,2	-19,1	-20,4	-11,9	-11,9	
Úvěry podnikům a domácími celkem	1017,1	1036,6	1089,9	1089,1	1112,9	1123,3	1114,0	1110,5	1128,6	1148,1	1141,1	1121,8	1134,3	
Úvěry v Kč	888,6	889,3	915,3	908,2	912,6	917,7	916,6	913,3	924,6	940,3	932,4	922,5	918,3	
- podniky	785,1	787,8	815,9	806,5	808,2	812,7	811,6	807,8	818,9	833,9	830,2	820,6	816,3	
- domácnosti	103,5	101,7	99,4	104,4	105,0	105,0	105,0	105,0	105,7	106,4	102,2	101,9	102,0	
Úvěry v cizí měně	128,5	147,3	173,6	182,9	200,3	205,6	197,4	197,2	204,0	207,8	208,7	199,3	216,0	
- podniky		142,8	168,8	177,5	194,3	198,8	192,0	192,1	199,0	202,6	203,9	195,4	212,0	
- domácnosti		4,5	4,8	5,4	6,0	6,8	5,4	5,1	5,0	5,2	4,8	3,9	4,0	
PASIVA														
Peněžní zásoba (M2)	1120,5	1101,8	1135,2	1153,5	1217,6	1164,4	1160,1	1172,3	1172,1	1195,3	1207,8	1217,4	1243,6	
Peníze (M1)	475,3	432,1	397,3	412,1	445,1	392,5	389,4	387,7	396,5	398,3	400,9	392,7	395,3	
Oběživo	116,9	117,4	113,9	117,2	119,3	117,6	116,9	114,7	117,2	118,1	120,1	118,2	118,0	
Neterminované vklady	356,4	314,7	283,4	294,9	325,8	274,9	272,5	273,0	269,3	280,2	280,8	274,5	277,3	
- domácnosti	155,7	163,2	144,9	151,6	153,2	147,2	148,4	145,5	147,0	150,1	149,8	148,5	150,0	
- podniky	195,6	147,1	135,1	140,5	168,2	123,6	120,7	124,0	118,4	125,6	127,1	122,7	124,0	
- pojistovny	5,1	4,4	3,4	2,8	4,4	4,1	3,4	3,5	3,9	4,5	3,9	3,3	3,3	
Korunové vklady celkem	915,9	891,2	889,9	905,1	959,8	909,0	909,4	924,7	922,0	937,6	943,6	946,3	970,1	
Quasi peníze	645,2	669,7	737,9	741,4	772,5	771,9	770,7	784,6	785,6	798,0	806,9	824,7	848,3	
Terminované vklady	559,5	576,5	606,5	610,2	634,0	634,1	636,9	651,7	652,7	657,4	662,8	671,8	692,8	
- domácnosti	366,0	415,3	441,7	444,2	474,4	481,0	488,4	493,9	503,7	507,2	512,6	515,8	520,0	
- podniky	172,7	141,0	137,2	144,3	133,9	135,6	131,2	129,3	134,2	132,6	123,7	136,9	149,8	
- pojistovny	20,8	20,2	27,6	21,7	25,7	17,5	17,3	28,5	14,8	17,6	26,5	19,1	23,0	
Vkladové certif., depozitní sm. a ost. dluhopisy xxx/						3,8	3,3	3,2	3,3	3,5	4,9	9,0	8,3	
Vklady v cizí měně	85,7	93,2	131,4	131,2	138,5	134,0	130,5	129,7	129,6	137,1	139,2	143,9	147,2	
- domácnosti	40,1	42,5	61,4	64,1	68,8	69,3	68,4	68,5	69,8	72,1	71,4	69,9	70,0	
- podniky	45,6	50,7	70,0	67,1	69,7	64,7	62,1	61,2	59,8	65,0	67,8	74,0	77,2	
Ostatní čistě položky	191,1	239,6	277,4	264,7	258,8	311,2	315,5	297,9	328,4	339,9	323,3	277,5	314,6	
z toho:					357,7									
- nezúčtované položky mezi klienty a obch. bankami	23,9	40,5	37,5	36,1	19,0	41,5	39,8	38,0	41,9	38,4	50,6	31,0		
z toho: přijaté úvěry od nebankovních klientů	4,8	0,7	1,2	0,9	2,2	2,2	1,2	1,9	1,8	2,1	1,6	1,1		
- cenné papíry nakoupené od nebankovních subjektů	-84,5	-94,6	-84,8	-106,5	-115,3	-116,4	-98,1	-103,4	-103,2	-103,7	-98,5	-96,4	-91,0	**/
- kapitál a rezervy bank	194,3	205,8	226,4	222,7	219,0	222,8	201,0	207,4	213,4	207,1	222,1	222,5		
- emise obligací a ost. cenných papírů		45,9	35,0	40,0	51,8	58,4	57,3	50,7	61,4	62,1	64,6	63,8	64,0	**/
- oprávků k úvěrům a k cenným papírům celkem	100,6	100,8	105,1	112,4	138,7	140,9	151,6	151,9	155,6	169,2	141,3	140,1		
Celkem	234,3	298,4	319,2	304,7	313,2	347,3	351,6	344,6	369,1	373,1	380,1	361,0		
Upravená M2 x/	1105,8	1088,4	1123,2	1144,5	1217,6	1164,4	1160,1	1172,3	1172,1	1195,3	1207,8	1217,4	1243,6	
Rozšířená peněžní zásoba L xx/	1138,9	1130,2	1152,2	1178,0	1241,8	1209,7	1211,1	1221,4	1237,0	1261,5	1257,4	1276,2	1302,7	
Vklad SPT Telekom	14,7	13,4	12,0	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	48,1	64,9	65,2	49,6	58,8	59,1	
z toho: P ČNB	13,5	18,7	12,7	11,6	1,5	12,3	15,0	14,1	26,8	26,3	12,5	14,7	16,8	
Meziroční změny v %														
M1	4,9	1,6	-10,4	-8,2	-5,4	-10,3	-11,1	-10,3	-11,4	-3,8	0,9	-3,2	-5,5	
M2 (upravená) x/	9,2	7,3	6,8	8,6	10,1	7,5	6,0	7,7	6,5	6,2	7,5	6,3	7,3	
L xx/	11,8	9,3	7,1	9,4	9,0	9,0	6,9	8,1	8,3	9,7	9,1	8,3	9,6	
Kurzové vlivy														
- ČZA	-8,4	-4,0	19,0	22,0	35,9	41,1	28,0	24,6	23,4	26,0	22,1	1,3	26,7	
- úvěry v cizí měně	-3,8	-2,1	11,2	13,0	21,3	25,1	16,5	13,9	13,4	14,6	12,1	0,7	13,9	
- vklady v cizí měně	-2,6	-1,3	8,5	9,3	14,7	16,4	10,9	9,1	8,5	9,6	8,0	0,5	9,5	
Odpisy (realizované)	29,6	30,6	33,3	38,6	43,0	43,1	43,2	47,1	47,5	47,9	56,6	56,6	56,6	

*/ Předběžná data

**/ Odhad

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 konvových vkladů.

Sektor obyvatelstva byl u úvěrů a vkladů nahrazen sektorem domácností (dle SNA - obyvatelstvo + živnostníci).

sektor živnostníků byl vyloučen ze sektoru podniků.

10.9.98

Zdroje růstu (+) a poklesu (-) peněžní zásoby

	Předb.													
(měsíční přírůstky v mld. Kč.)	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98	
I. Čistá zahraniční aktiva	7,1	-24,5	20,0	9,1	-1,7	2,7	3,3	4,8	8,2	12,8	12,4	-14,5	45,4	
II. Čistý úvěr vlády	2,9	0,4	-4,5	-1,9	13,1	-12,9	9,4	-8,4	4,6	6,5	-9,1	-4,8	-0,8	
III. Čistý úvěr FNM	-2,0	1,5	-0,4	-0,8	1,1	-0,8	-3,4	1,7	-0,8	-2,9	-1,3	8,5	0,0	
IV. Úvěry poskytnuté podnikům a dom.	-1,8	0,7	11,2	15,6	-3,0	10,4	-9,3	-3,5	18,1	19,5	-7,0	-19,3	12,5	
V. Cenné papíry nakoupené od nebank	17,1	2,6	1,9	4,6	2,3	1,1	-16,3	5,3	-0,2	0,5	-5,2	-3,0	-4,5	
VI. Ostatní čisté položky	-13,1	7,2	-15,5	-17,8	38,8	-53,7	14,0	12,3	-30,3	-12,0	21,7	42,7	-26,4	
VII. Peněžní agregát M2	12,7	-15,9	9,7	5,8	48,6	-53,2	-4,3	12,2	-0,2	24,2	11,5	9,6	25,2	
z toho:														
M0 (oběhivo)	1,7	1,4	1,7	3,2	-2,8	-1,7	-0,7	-2,2	2,5	0,9	2,0	-1,9	-0,2	
M1	12,4	-6,0	8,5	3,8	20,7	-52,0	-3,1	-1,7	-1,2	11,8	2,6	-8,2	2,6	
M2 (upravené o SPT Telecom)	13,8	-14,8	11,2	13,3										
Peněžní agregát L (M2 - SPT Tel. +SPP+P ČNB+P FNM)	11,1	-11,0	14,2	16,5	33,1	-32,1	1,4	10,3	15,5	24,5	-4,1	18,8	26,5	
P ČNB, SPP a P FNM	-2,5	3,8	3,0	3,2	-15,5	21,1	5,7	-1,9	15,8	0,3	-15,6	9,2	0,3	

Vývoj úvěrové emise

	Předb.													
	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98	
Vývoj neočistěných úvěrů														
z toho:														
Úvěry celkem Kč a CM														
absolutní stavy v mld. Kč	1088,4	1089,1	1100,3	1115,9	1112,9	1123,3	1114,0	1110,5	1128,6	1148,1	1141,1	1121,8	1134,3	
mezoroční změny v %	10,4	9,7	9,9	10,5	9,4	11,2	8,9	7,1	6,3	5,3	4,8	2,9	4,2	
meziměsíční změny v %	-0,2	0,1	1,0	1,4	-0,3	0,9	-0,8	-0,3	1,8	1,7	-0,8	-1,7	1,1	
Úvěry Kč														
absolutní stavy v mld. Kč	905,2	906,2	908,0	914,5	912,6	917,7	916,6	913,3	924,6	940,3	932,4	922,5	918,3	
mezoroční změny v %	3,7	3,2	2,7	3,0	2,7	4,5	3,7	2,7	2,0	2,3	1,9	1,9	1,4	
meziměsíční změny v %	0,0	0,1	0,2	0,7	-0,2	0,8	-0,1	-0,4	1,2	1,7	-0,8	-1,1	-0,5	
Úvěry CM														
absolutní stavy v mld. Kč	183,2	182,9	192,3	201,4	200,3	205,6	197,4	197,2	204,0	207,8	208,7	199,3	216,0	
mezoroční změny v %	82,0	59,3	64,2	65,4	55,9	55,4	41,7	33,9	31,0	21,7	20,2	7,7	17,9	
meziměsíční změny v %	-1,0	-0,2	5,1	4,7	-0,5	2,8	-4,0	-0,1	3,4	1,9	0,4	-4,5	8,4	
Vývoj očištěných úvěrů ^z														
z toho:														
Úvěry celkem Kč a CM														
absolutní stavy v mld. Kč	1077,6	1083,7	1089,7	1099,5	1101,9	1107,1	1106,4	1109,5	1126,5	1144,0	1148,2	1140,4	1139,7	
mezoroční změny v %	10,4	10,3	9,6	9,3	8,8	8,4	7,1	8,4	6,0	5,7	5,1	6,0	5,8	
meziměsíční změny v %	0,1	0,6	0,6	0,9	0,2	0,5	-0,1	0,3	1,5	1,6	0,4	-0,7	-0,1	
Úvěry Kč														
absolutní stavy v mld. Kč	908,8	913,8	915,0	921,1	922,9	928,8	925,6	928,2	935,9	950,8	951,6	941,8	937,8	
mezoroční změny v %	5,9	5,7	4,7	4,8	4,6	5,0	4,1	3,7	2,7	2,7	3,5	3,7	3,2	
meziměsíční změny v %	0,1	0,8	0,1	0,7	0,2	0,4	-0,1	0,1	1,0	1,6	0,1	-1,0	-0,4	
Úvěry CM														
absolutní stavy v mld. Kč	168,8	169,9	174,7	178,4	179,0	180,5	180,9	183,3	190,6	193,2	196,6	198,6	202,1	
mezoroční změny v %	42,9	43,6	45,3	42,0	35,3	30,2	25,9	29,3	25,9	22,8	21,1	18,0	19,7	
meziměsíční změny v %	0,3	0,7	2,8	2,1	0,3	0,8	0,2	1,3	4,0	1,4	1,8	1,0	1,8	

Poznámka:

z/ Úvěrová emise upravená o kurzové vlivy, odpisy, kapitalizaci úroků a banky po odebrání licence.

Členění úvěrů dle času, sektorů a druhů (podíl na celku v %)

	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98
<u>Časová struktura úvěrů</u>												
z toho:												
Krátkodobé	44,2	44,4	44,1	44,2	42,0	41,8	41,4	41,3	41,6	41,8	42,8	41,7
Střednědobé	23,8	24,4	24,6	24,2	24,8	24,1	24,4	24,2	24,1	23,8	22,9	23,5
Dlouhodobé	32,0	31,2	31,3	31,6	33,2	34,1	34,2	34,5	34,3	34,6	34,3	34,8
Celkem korunové a devizové úvěry	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<u>Sektorová struktura úvěrů</u>												
z toho:												
Podniky	90,2	90,4	90,7	90,5	90,0	90,0	90,0	90,1	90,2	90,3	90,4	90,4
Domácnosti	9,6	9,8	9,3	9,5	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,7	9,6	9,6
Ostatní finanční inst.	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Celkem korunové a devizové úvěry	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<u>Druhová struktura úvěrů</u>												
z toho:												
Provozní	53,5	53,5	53,5	53,8	52,9	53,4	52,7	52,7	52,7	52,6	53,8	53,4
Investiční (vč. KBV)	30,3	30,7	31,0	30,8	31,3	31,3	31,9	32,1	31,7	31,7	30,4	30,8
Hypoteční	1,2	1,2	1,4	1,4	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	1,9
Spotřební	0,6	0,7	0,7	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	1,3	1,3
Na privatizaci	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6
Na přechodný nedostatek zdrojů	10,7	10,5	10,2	10,0	10,5	9,2	9,5	9,4	9,6	9,7	9,1	9,2
Na nákup cenných papírů	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,9	2,0	1,8
Celkem korunové a devizové úvěry	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Poznámka:

1/ Do roku 1998 pouze korunové úvěry bez klasifikovaných a od roku 1997 časové úvěry.
(do r. 1998 nejsou k dispozici devizové úvěry v sektorovém členění)

2/ Od 6/98 bez zbytkové části Agrobanky.

Vývoj přírůstků peněžních agregátů M1, M2 a L (v %)

	za poslední				
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
M1					
	květen 98	3,1	2,3	-6,1	-3,8
	červen 98	0,7	3,4	-9,9	0,9
	červenec 98	-2,0	1,6	0,1	-3,2
	srpen 98	0,7	-0,8	1,5	-5,5

	za poslední				
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
M2					
	květen 98	2,1	3,1	2,3	6,2
	červen 98	1,0	3,0	-0,8	7,5
	červenec 98	0,8	3,9	4,6	6,3
	srpen 98	2,2	4,0	7,2	7,3

	za poslední				
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	rok	
L					
	květen 98	2,0	4,2	4,4	8,7
	červen 98	-0,3	2,9	1,3	9,1
	červenec 98	1,5	3,2	5,5	8,3
	srpen 98	2,1	3,3	7,6	9,6

Přírůstky sezónně očištěných a anualizovaných peněžních agregátů M2 a L (v %)

		anualizované za poslední			rok
		1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	
M2					
	květen 98	1,3	13,5	3,5	6,2
	červen 98	2,1	11,3	3,4	7,5
	červenec 98	0,1	14,5	9,1	6,3
	srpen 98	2,4	19,6	16,5	7,3

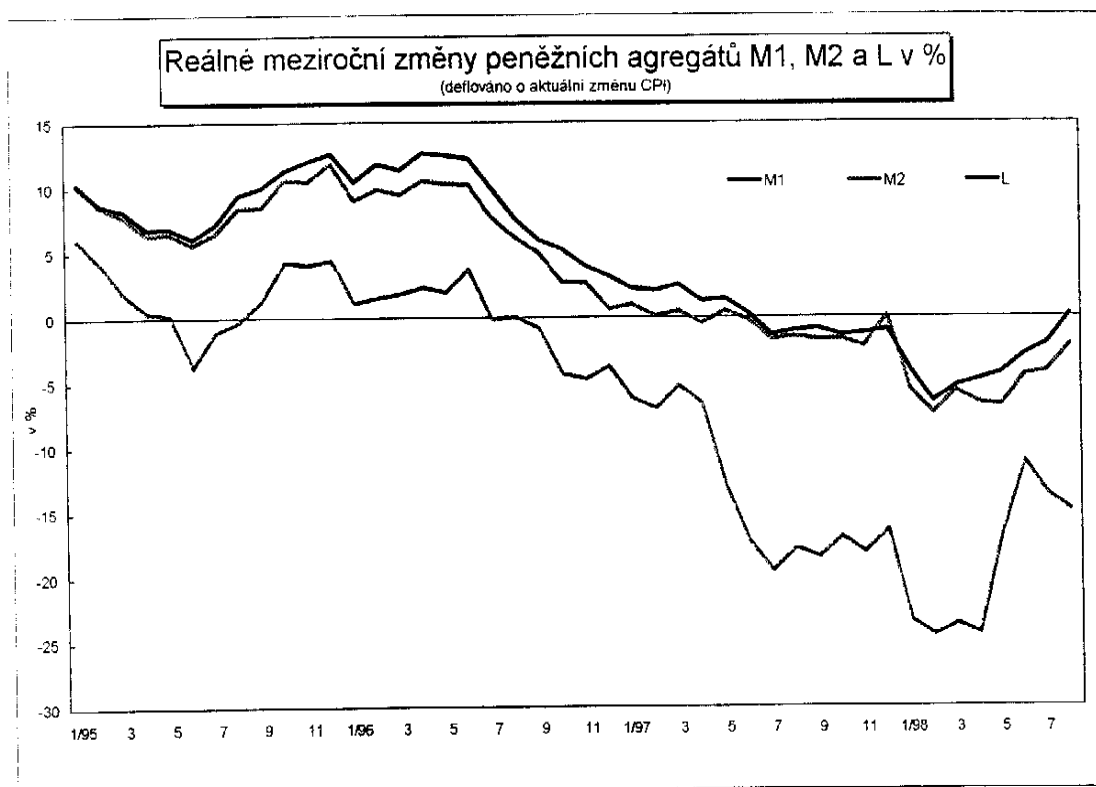
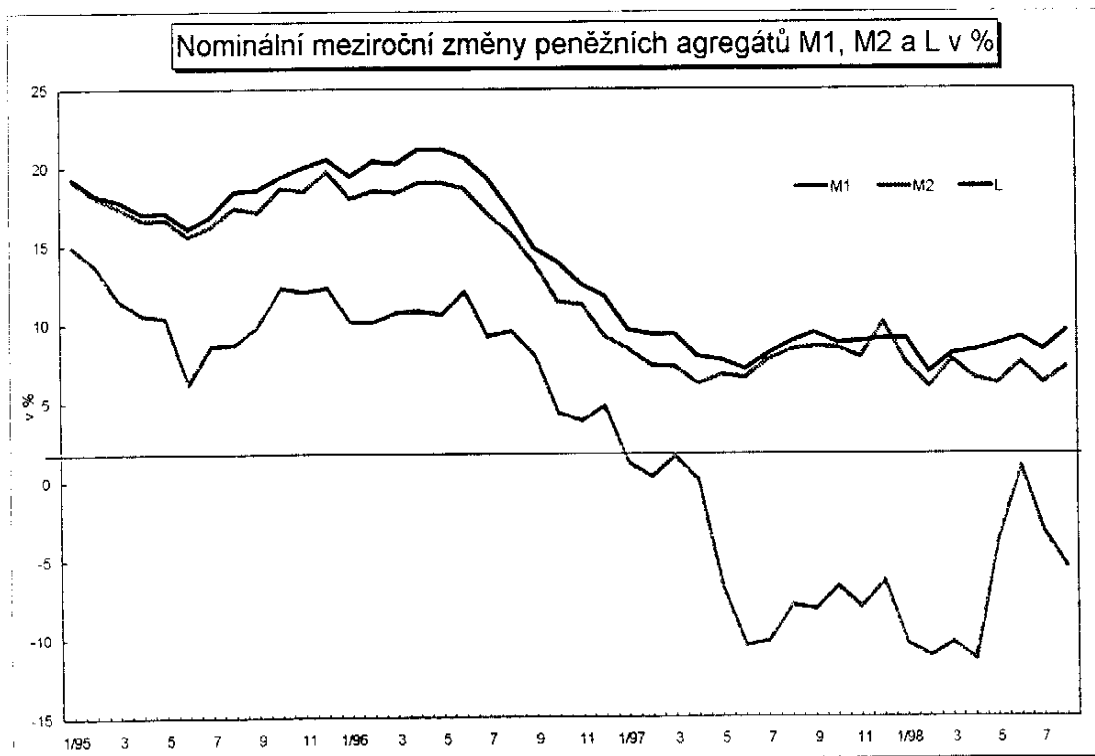
		anualizované za poslední			rok
		1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	
L					
	květen 98	1,5	18,7	7,6	8,7
	červen 98	0,8	12,3	7,5	9,1
	červenec 98	0,7	12,4	10,6	8,3
	srpen 98	2,2	15,5	17,1	9,6

srpen 98	předběžné údaje
----------	-----------------

Poznámka: Peněžní agregát M1 nebyl sezónně očištěn z důvodu malé významnosti sezónních faktorů.

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

(údaje za 8/98 jsou předběžné)



MĚNOVÁ BÁZE ČNB A REZERVY OBCHODNÍCH BANK

Měnová sekce (410)

Odbor měnových analýz (412)

(průměrné stavy v příslušném období v mld. Kč)

	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	5/98	6/98	7/98	8/98
--	-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------

I. ZDROJE MB ČNB a rezervy obchodních bank	256.7	250.4	249.3	251.1	252.5	238.4	232.9	230.6	233.2	236.7	240.9	240.1	250.6	251.3	239.8	237.1	238.2	240.5	242.1	244.2	223.3
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	337.2	344.5	353.3	372.1
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	289.3	286.4	294.9	300.3
1.2. ČISTÁ AKTIVA ČNB vůči NBS (bilance SBČS)	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	26.1	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	-28.4	-28.3	-35.5	-27.4
1.4. ÚVĚRY DO EKONOMIKY	1.8	3.0	4.1	4.1	5.2	7.5	15.8	19.8	22.1	22.6	21.9	21.0	19.4	18.9	18.9	18.9	26.4	28.5	30.1	30.2	30.5
1.5. ČISTÁ OSTĚJNÁ 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	49.7	50.2	56.0	64.5
1.6. POUKÁZKY ČNB NIMO BANKOVNÍ SEKTOR	-5.2	-8.9	-8.8	-13.5	-17.9	-18.9	-11.6	-8.2	-5.4	-8.3	-9.8	-8.9	-7.5	-9.5	-19.8	-22.9	-18.7	-27.7	-19.8	-11.8	-12.8
1.7. POUKÁZKY ČNB V PORTFOLIU MF	-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	-96.7	-102.3	-109.0	-148.7

2. MĚNOVÉ POLITICKÉ FAKTORY	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	12.3	11.8	12.8	15.1
2.1. REFINANČNÍ ÚVĚRY:	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
2.1.1. Aukční rel. 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	12.3	11.8	12.8	15.1
2.1.2. Překlenovací úvěr	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	0.0	0.0	0.0	0.0
2.1.3. Reeskont	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	0.0	0.0	0.0	0.0
2.1.4. Eskont	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	0.1	0.0	0.4	0.1
2.1.5. Lombardní úvěr	-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	-108.9	-114.1	-121.8	-163.8
2.2. DRŽBA CENNÝCH PAPIRŮ:	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	0.1	0.0	0.0	0.0
2.2.1. Držba cenných papírů bez PP ČNB	-84.3	-86.5	-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	-109.0	-114.1	-121.9	-163.9
2.2.2. Emise PP ČNB v portfoliu obchodních bank	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
2.2.3. Doporučení pro ČMÚ																					

II. UŽITÍ MB ČNB	256.7	250.4	249.3	251.1	252.5	238.4	232.9	230.6	233.2	236.7	240.9	240.1	250.6	251.3	239.8	237.1	238.2	240.5	242.1	244.2	223.3
------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

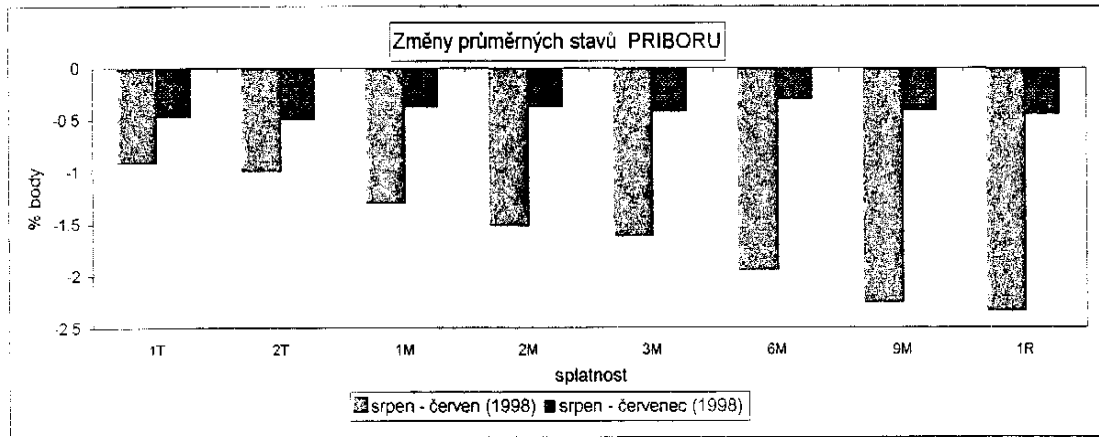
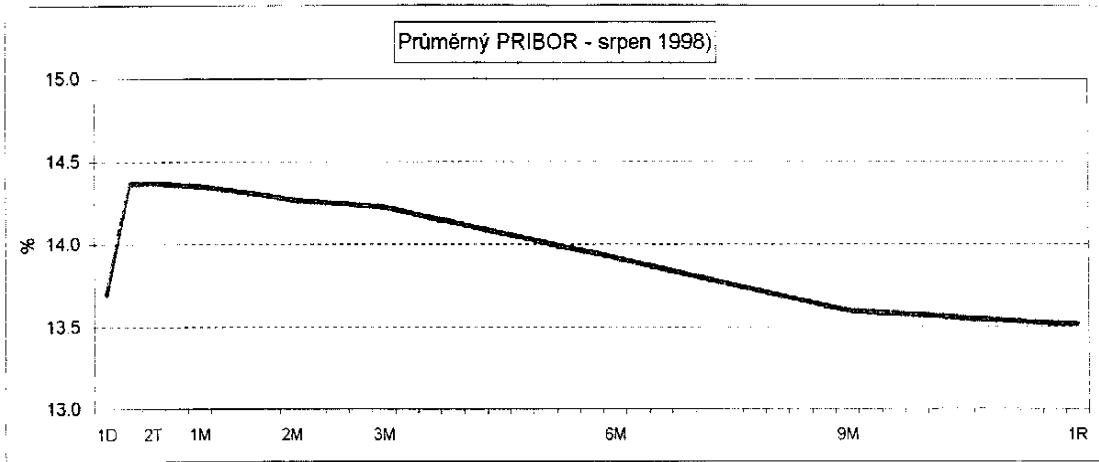
1. OBĚŽIVO	143.1	138.3	135.1	135.7	136.5	138.7	134.2	133.0	134.0	136.0	137.9	139.7	147.0	144.6	136.7	135.5	136.6	138.4	140.3	140.9	139.8
2. REZERVY BANK	113.6	112.1	114.2	115.4	116.1	99.6	98.7	97.6	99.3	100.7	103.0	100.5	103.6	106.7	103.1	101.6	101.6	102.2	101.8	103.4	83.5
2.1. PmR	115.46	114.43	114.43	115.50	115.81	101.20	96.89	98.33	98.75	99.62	100.84	100.13	101.00	105.90	102.65	101.49	101.25	101.00	101.67	102.76	83.31
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	1.18	0.17	0.60	0.23

10-IX-98

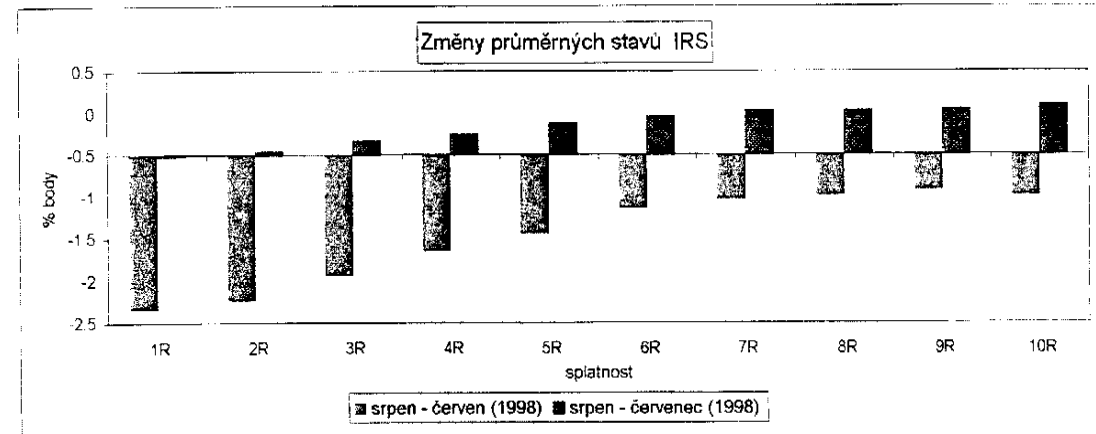
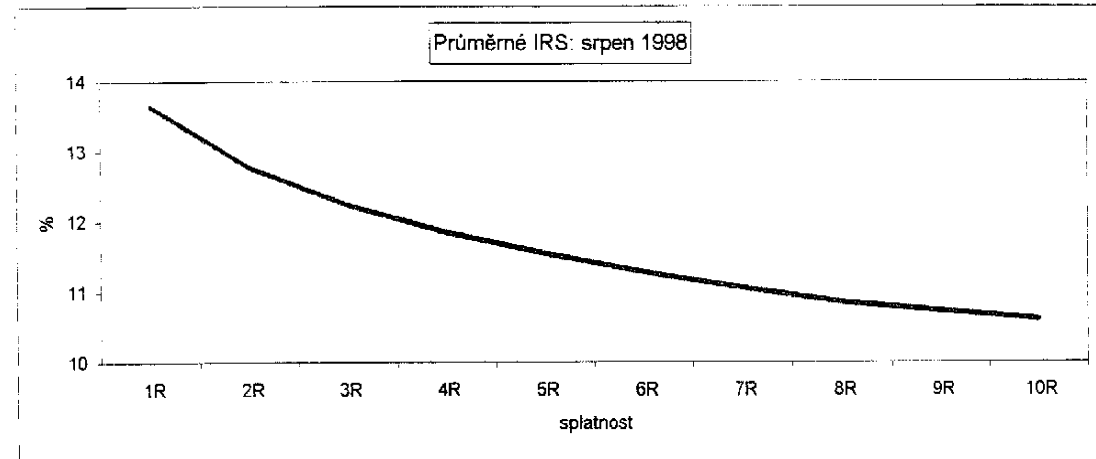
Cenné papíry v portfoliu obchodních bank	47.17	50.48	40.08	47.07	51.88	53.84	60.25	53.65	50.06	49.56	40.34	35.29	41.81	44.14	32.92	35.98	34.10	38.19	44.93	32.80	29.35
SPP	64.35	66.46	71.43	69.64	64.74	70.27	31.90	58.16	91.92	103.25	107.24	105.34	69.71	84.27	91.88	100.79	113.35	109.04	114.08	121.87	163.86
P ČNB	1.43	1.50	3.01	2.95	2.48	2.47	2.63	2.52	1.76	0.67	0.65	0.64	0.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P FNM	112.95	118.44	114.52	119.86	119.09	126.58	94.78	114.33	143.74	153.48	148.23	141.27	111.87	128.41	124.81	136.78	147.45	147.24	159.02	154.67	193.21
Celkem	4.36	4.38	4.44	4.39	4.41	4.78	4.87	6.02	5.01	4.87	4.83	4.87	4.86	4.63	4.84	4.94	4.92	4.97	4.99	4.98	5.57

Přímý multiplikátor (M2 / prům. MB)

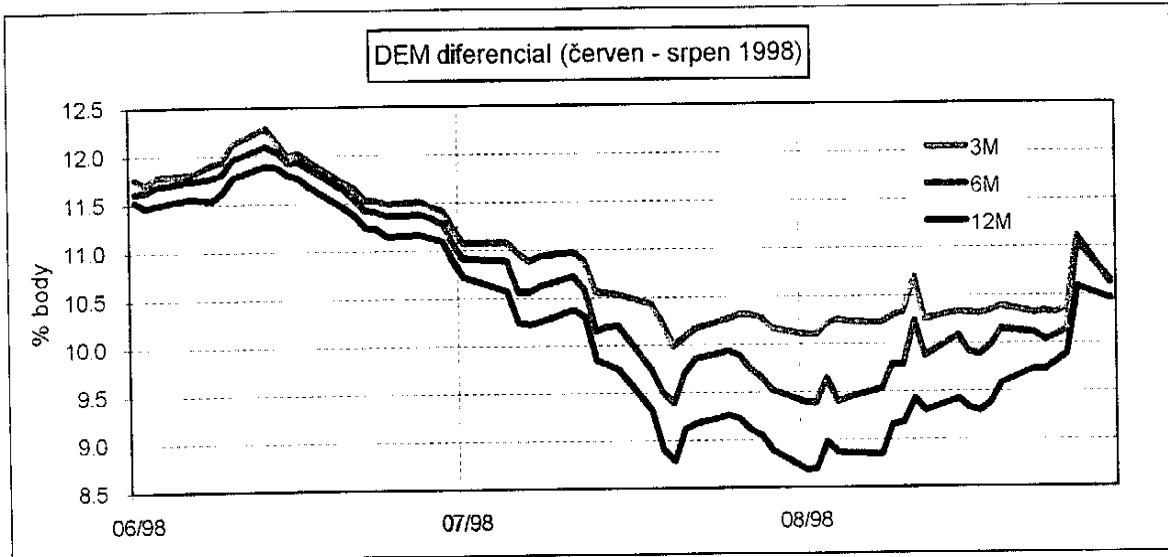
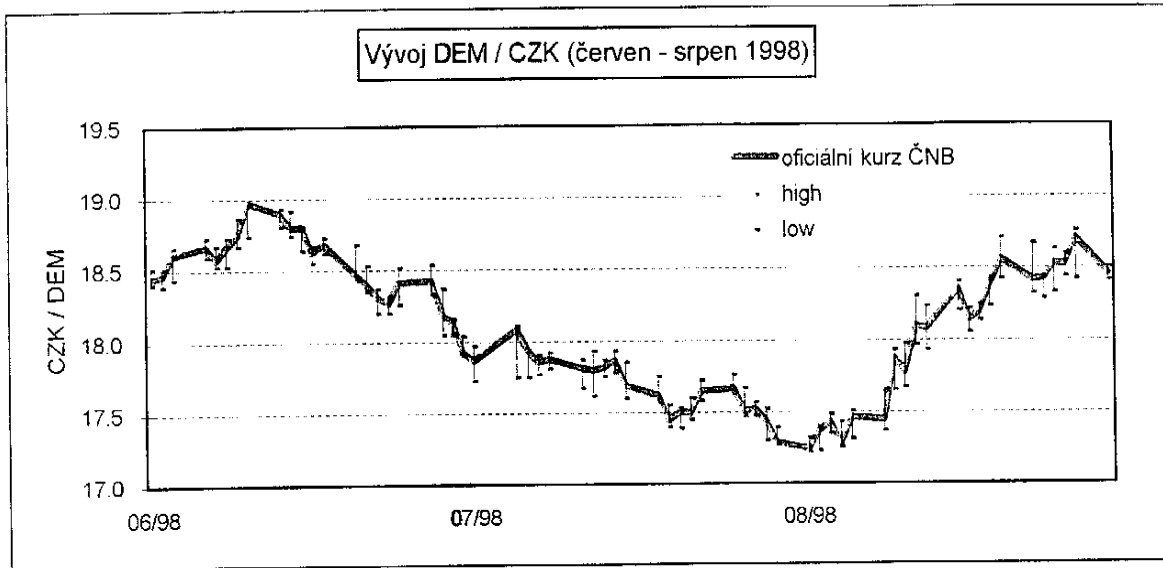
Vývoj sazeb PRIBOR



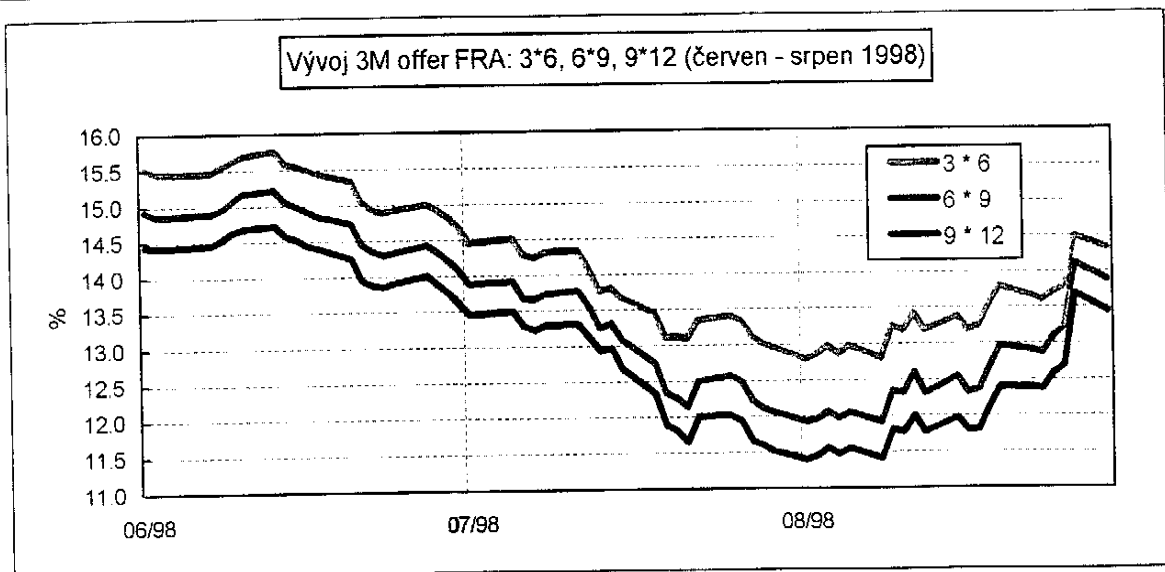
Vývoj úrokových swapů



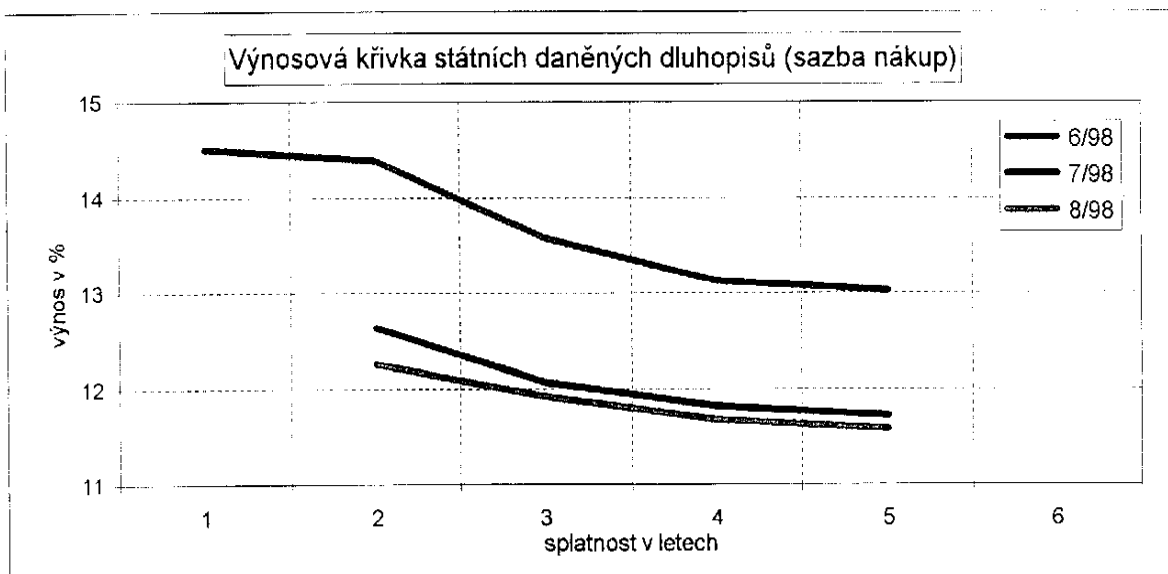
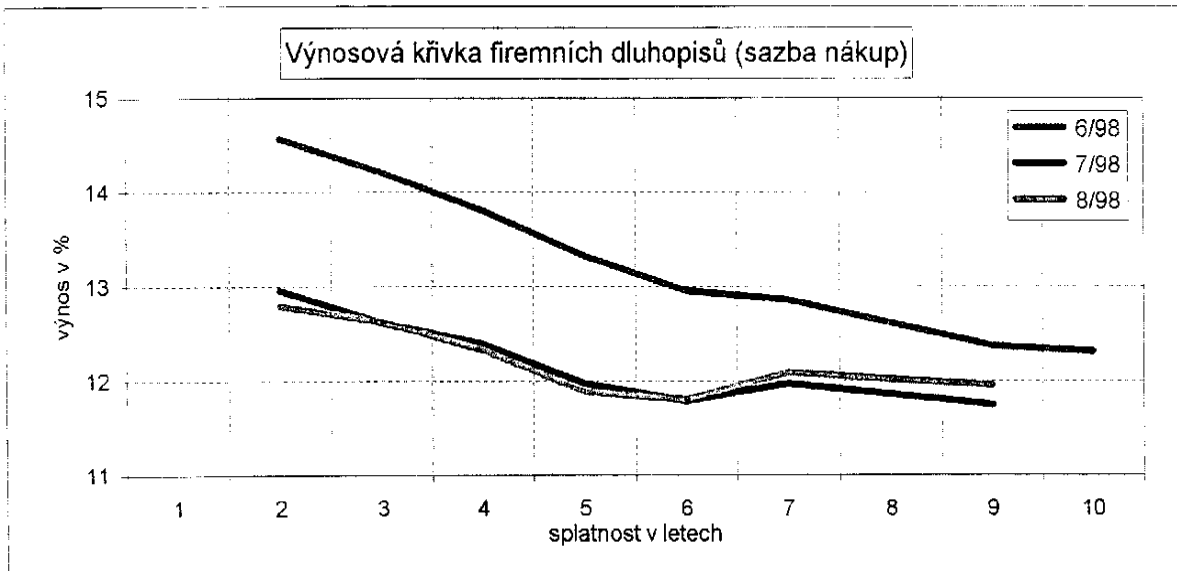
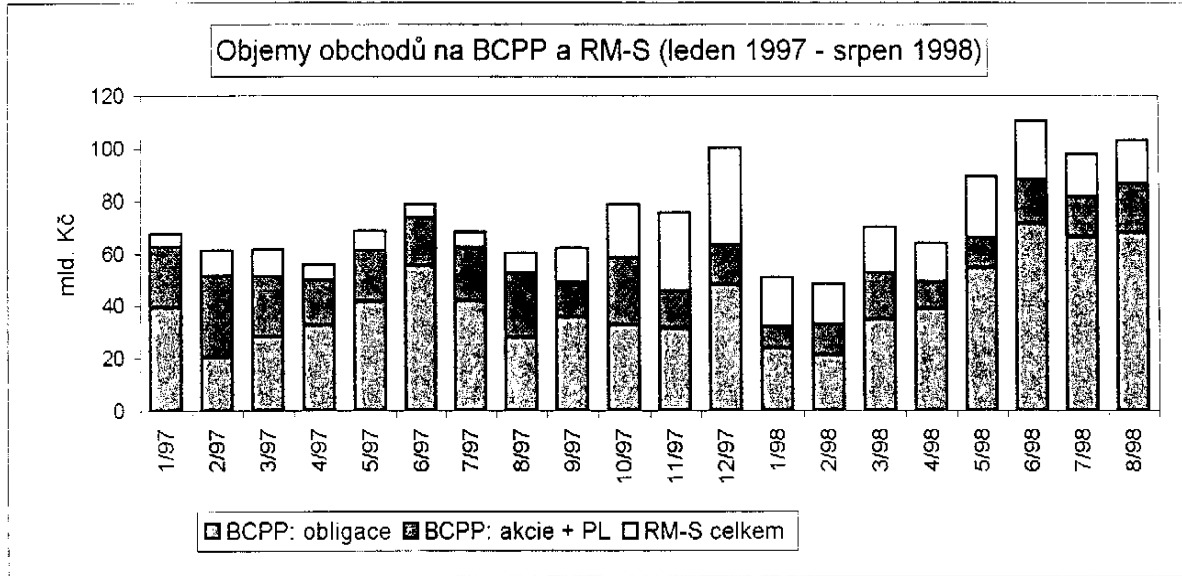
Vývoj devizového kurzu a úrokového diferenciálu



Vývoj sazeb FRA



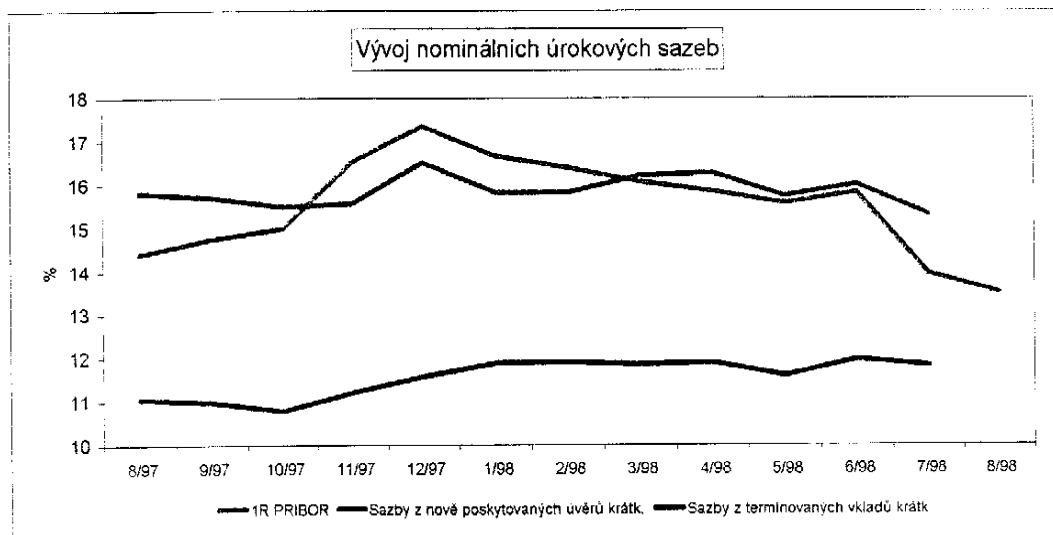
Vývoj na kapitálovém trhu



Vývoj úrokových sazeb

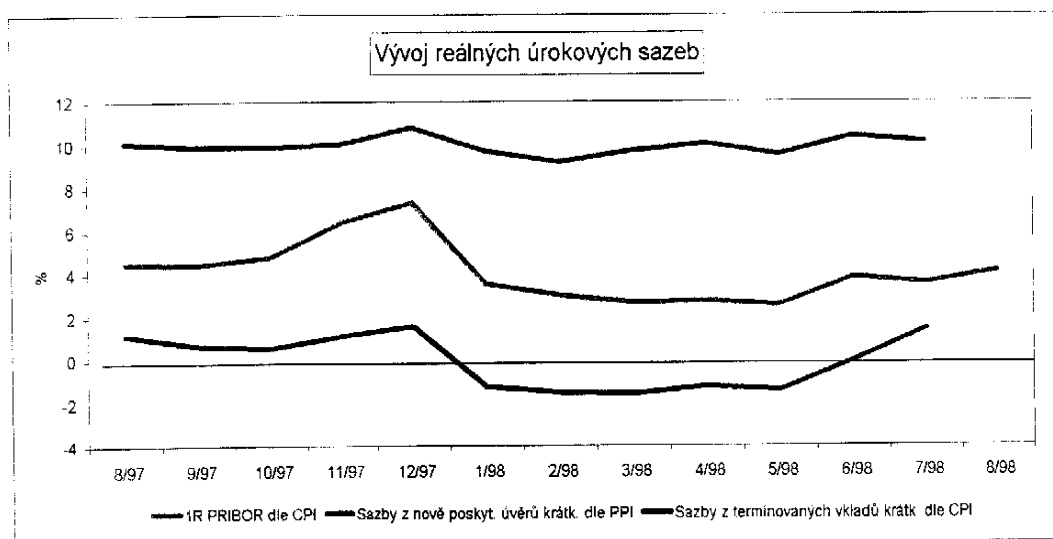
Nominální úrokové sazby

Úroková sazba	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
1R PRIBOR	14.42	14.76	15.01	16.55	17.36	16.68	16.41	16.08	15.86	15.58	15.84	13.96	13.52
Sazby z nově poskytovaných úvěrů krátk.	15.83	15.72	15.51	15.59	16.53	15.84	15.83	16.23	16.28	15.75	16.02	15.33	
Sazby z termínovaných vkladů krátk.	11.06	10.98	10.79	11.22	11.58	11.88	11.91	11.85	11.89	11.60	11.97	11.83	



Reálné úrokové sazby

Úroková sazba	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
1R PRIBOR dle CPI	4.52	4.46	4.81	6.45	7.36	3.58	3.01	2.68	2.76	2.58	3.84	3.56	4.12
1R PRIBOR dle PPI	8.72	8.96	9.41	11.05	11.66	10.58	9.81	9.58	9.66	9.38	10.24	8.76	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle CPI	5.93	5.42	5.31	5.49	6.53	2.74	2.43	2.83	3.18	2.75	4.02	4.93	
Sazby z nově poskyt. úvěrů krátk. dle PPI	10.13	9.92	9.91	10.09	10.83	9.74	9.23	9.73	10.08	9.55	10.42	10.13	
Sazby z termínovaných vkladů krátk. dle CPI	1.16	0.68	0.59	1.12	1.58	-1.22	-1.49	-1.55	-1.21	-1.40	-0.03	1.43	



Pozn.:

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

Měsíční průměry sazeb PRIBOR v %

	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
1D	13.15	13.49	11.55	12.05	12.55	13.48	13.95	13.91	14.76	14.44	13.63	14.99	13.70
1T	14.69	14.59	14.92	15.37	16.64	15.31	14.87	14.95	15.07	15.23	15.26	14.83	14.37
2T	14.70	14.62	15.00	15.61	16.77	15.39	15.03	15.01	15.09	15.27	15.34	14.86	14.37
1M	14.74	14.71	15.14	16.60	17.49	16.22	15.44	15.18	15.19	15.38	15.63	14.72	14.36
2M	14.72	14.74	15.15	16.71	17.54	16.50	15.79	15.36	15.32	15.48	15.77	14.64	14.27
3M	14.70	14.74	15.16	16.72	17.50	16.59	15.92	15.52	15.47	15.55	15.81	14.50	14.23
6M	14.62	14.77	15.09	16.66	17.40	16.64	16.26	15.85	15.71	15.58	15.83	14.21	13.92
9M	14.51	14.76	15.04	16.58	17.39	16.87	16.35	15.98	15.81	15.57	15.84	14.01	13.60
1R	14.42	14.76	15.01	16.55	17.36	16.68	16.41	16.08	15.86	15.58	15.84	13.96	13.52
spread 1R a 1T	-0.27	0.17	0.09	1.18	0.72	1.37	1.53	1.12	0.79	0.35	0.58	-0.86	-0.85
spread offer - bid (1T)	0.49	0.36	0.79	1.18	1.27	0.77	0.57	0.39	0.30	0.36	0.39	0.32	0.31
spread offer - bid (1R)	0.56	0.37	0.58	1.18	1.13	0.79	0.61	0.39	0.31	0.32	0.43	0.36	0.38

Měsíční průměry sazeb FRA v %

	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
3 * 6	14.15	14.53	14.55	15.89	16.70	16.28	16.00	15.62	15.46	15.21	15.38	13.78	13.39
3 * 9	14.06	14.53	14.54	15.84	16.70	16.29	16.10	15.80	15.56	15.22	15.39	13.67	13.20
6 * 9	13.49	14.02	14.00	15.15	16.03	15.63	15.63	15.43	15.07	14.66	14.81	13.08	12.60
6 * 12	13.40	13.97	14.00	15.16	16.01	15.63	15.72	15.52	15.14	14.67	14.82	13.06	12.51
9 * 12	12.91	13.52	13.54	14.63	15.47	15.08	15.17	15.09	14.67	14.18	14.34	12.62	12.07
12 * 24	12.42	13.00	13.21	14.35	15.28	14.74	15.04	14.95	14.56	13.75	13.78	12.13	11.70
spread 9*12 - 3*6	-1.24	-1.01	-1.01	-1.26	-1.23	-1.19	-0.83	-0.53	-0.79	-1.03	-1.04	-1.16	-1.31
spread 6*12 - 3*9	-0.66	-0.55	-0.54	-0.68	-0.69	-0.67	-0.38	-0.28	-0.42	-0.55	-0.56	-0.61	-0.69
spread offer - bid (3*6)	0.19	0.21	0.19	0.21	0.21	0.20	0.18	0.16	0.14	0.11	0.12	0.11	0.15
spread offer - bid (12*24)	0.38	0.35	0.25	0.29	0.30	0.28	0.20	0.19	0.15	0.15	0.12	0.18	0.19

Měsíční průměry sazeb IRS v %

	8/97	9/97	10/97	11/97	12/97	1/98	2/98	3/98	4/98	5/98	6/98	7/98	8/98
1R	14.55	14.92	15.02	16.58	17.54	16.91	16.67	16.32	16.06	15.71	15.97	14.16	13.65
2R	13.54	13.94	14.15	15.55	16.58	15.92	15.93	15.69	15.39	14.83	15.00	13.24	12.77
3R	12.79	13.26	13.64	15.03	15.93	15.37	15.40	15.20	14.83	14.01	14.17	12.58	12.24
4R	12.31	12.84	13.34	14.68	15.54	15.01	15.06	14.78	14.33	13.27	13.49	12.11	11.85
5R	12.07	12.50	13.13	14.47	15.25	14.87	14.81	14.49	13.88	12.75	12.98	11.67	11.55
6R	11.80	12.28	12.88	14.30	15.19	14.81	14.64	14.28	13.55	12.25	12.43	11.32	11.28
7R	11.63	12.09	12.66	14.15	14.88	14.34	14.42	14.11	13.33	11.88	12.08	11.03	11.06
8R	11.58	12.03	12.52	14.08	14.90	14.24	14.27	14.01	13.18	11.69	11.85	10.83	10.85
9R	11.50	11.92	12.37	13.98	14.29	14.14	14.14	13.93	13.05	11.55	11.65	10.68	10.73
10R	11.46	11.81	12.22	13.86	14.24	13.86	14.02	13.83	13.01	11.45	11.60	10.51	10.60
spread 2R - 1R	-1.01	-0.98	-0.87	-1.03	-0.96	-0.99	-0.75	-0.64	-0.67	-0.88	-0.97	-0.92	-0.87
spread 5R - 1R	-2.48	-2.42	-1.90	-2.12	-2.30	-2.24	-1.86	-1.83	-2.18	-2.96	-2.99	-2.49	-2.09
spread 10R - 1R	-3.09	-3.11	-2.80	-2.72	-3.30	-3.05	-2.65	-2.50	-3.04	-4.27	-4.37	-3.64	-3.04
spread offer - bid (1R)	0.16	0.13	0.12	0.19	0.23	0.21	0.14	0.13	0.13	0.12	0.11	0.12	0.14
spread offer - bid (2R)	0.21	0.19	0.18	0.22	0.30	0.22	0.20	0.18	0.17	0.12	0.16	0.16	0.20
spread offer - bid (5R)	0.25	0.24	0.21	0.25	0.37	0.30	0.23	0.17	0.18	0.20	0.19	0.19	0.21
spread offer - bid (10R)	0.35	0.29	0.28	0.37	0.46	0.48	0.37	0.35	0.32	0.25	0.29	0.22	0.28

Česká národní banka
 Sektoreální analýza
 Osnoví měnových analýz 412

ČISTÝ ÚVĚR VLÁDĚ

Table with columns for financial periods (1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004) and sub-periods (Q1, Q2, Q3, Q4, Total). Rows include categories like 'Půjčky úřadů', 'Státní dluh', 'Státní rezervy', and 'ČISTÝ ÚVĚR VLÁDĚ CELKEM'.

ČISTÝ ÚVĚR VLÁDĚ CELKEM 37,9 -25,7 63,6 26,0 -30,7 56,7 27,9 -32,5 60,4 17,0 -27,5 44,5 22,4 -24,8 47,2 27,9 -25,4 53,3 59,9 -25,1 86,0

Zdroj: Česká národní banka, květen 2004, s. 413.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
Sekce měnová/Odbor měnových analýz

Vývoj plnění státního rozpočtu k 31.8.1998

	Roční rozpočet	Upravený rozpočet	Skutečnost k 31.8.1997*)	Podíl na ročním rozp.	Podíl na uprav. rozp.	Roční rozpočet	Skutečnost k 31.8.1998*)	Podíl na rozpočtu	INDEX 1998/1997
Vybrané příjmové položky:									
Daň z přidané hodnoty	127,8	117,2	70,6	55,2	60,2	128,0	72,6	56,7	102,8
Spotřební daň	65,4	64,0	40,3	61,6	63,0	74,0	42,7	57,7	106,0
Pojistné na sociální zabezp.	205,5	196,7	121,1	58,9	61,6	209,5	130,1	62,1	107,4
Daň z příjmů	90,9	75,1	47,7	52,5	63,5	67,9	57,5	84,7	120,5
PŘÍJMY	549,1	510,4	323,6	58,9	63,4	536,6	353,3	65,8	109,2
VÝDAJE	549,1	510,4	334,8	61,0	65,6	536,6	346,6	64,6	103,5
SALDO	0,0	0,0	-11,2			0,0	6,7		

*) údaje ze statistiky ČNB

V Praze dne 7.9.1998

Podíl výsledku hospodaření veřejných rozpočtů na HDP

v mld. Kč, v %

ČESKÁ METODIKA	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1-4/Q 99
						predikce	projekce
státní rozpočet	1,1	10,4	7,2	-1,6	-15,7	-11,0	-15,0
místní rozpočty	0,9	-1,1	-3,2	-9,4	-4,8	-7,0	-5,0
státní finanční aktiva	1,5	1,0	-2,7	-2,3	-2,5	0,0	-0,9
státní fondy	0,1	0,4	0,0	1,1	1,7	0,0	0,0
Pozemkový fond	1,3	1,1	1,2	0,6	-1,6	-0,8	-0,2
Fond národního majetku	13,4	-5,4	4,0	-5,9	-4,5	-8,6	-13,4
zdravotní pojišťovny 1)	5,0	-0,9	-3,6	-4,4	-0,4	0,0	1,1
Veřejné rozpočty (VR) celkem	23,3	5,5	2,9	-21,9	-27,8	-27,4	-33,4
Podíl hospodaření VR na HDP v b.c.	2,3	0,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,5	-1,7

METODIKA GFS IMF 2)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1-4/Q 99
						predikce	projekce
úřední vládní operace 3)	4,7	14,8	-3,4	-7,3	-17,4	-14,2	-15,9
mimorozpočtové účty vlády 4)	14,6	-3,1	15,1	11,3	0,9	-10,2	-13,6
účty místních rozpočtů 5)	2,3	0,1	-2,3	-7,3	-4,8	-7,0	-5,0
sociální fondy 6)	5,0	-2,5	-4,5	-3,0	-1,7	0,0	1,1
Kob a ČS							
Veřejné rozpočty (VR) celkem	26,6	9,3	4,9	-6,3	-23,0	-31,4	-33,4
Podíl hospodaření VR na HDP v b.c.	2,7	0,8	0,4	-0,4	-1,4	-1,7	-1,7

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 4.září 1998

Odbor 413 - reálná ekonomika

Vývoj inflace v roce 1995 až 1998 (předch. měs. = 100)

předch. m. = 100

Ukazatel	Rok 1995												Rok 1996												Rok 1997												Rok 1998																					
	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.	31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.																						
Spotřebitelské ceny cel. Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen) Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách (podíl na růstu sp.cen) Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen) z toho: ceny potravin (podíl na růstu sp.cen) korigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	100,00 22,56 x 77,44 1,00 1,5 0,31 44,73 0,49	0,8 0,3 0,07 1,0 1,2 0,40 0,6 0,37	0,3 0,1 0,03 0,00 0,3 0,0 0,01 0,01 0,24	1,0 1,8 0,41 0,60 0,7 0,4 0,12 0,7 0,43	0,4 0,1 0,03 0,00 0,5 0,2 0,08 0,7 0,31	1,0 1,9 0,43 0,00 0,8 0,62 0,9 0,8 0,33	0,1 2,2 0,51 0,00 -0,5 -2,4 -0,29 0,4 0,33	-0,0 0,1 0,02 0,00 -0,1 -0,4 -0,21 0,7 0,17	0,9 1,0 0,23 0,00 0,9 1,3 0,41 0,6 0,29	0,6 0,2 0,06 0,00 0,7 0,9 0,23 0,7 0,27	0,7 0,2 0,04 0,00 0,8 0,62 1,0 0,4 0,28	0,5 0,1 0,01 0,00 0,2 0,1 0,33 0,4 0,19	31,12. 30,11. 31,10. 30,9. 31,8. 31,7. 30,6. 31,5. 30,4. 31,3. 28,2. 31,1.	100,00 23,40 x 76,60 32,87 43,73	0,5 0,2 0,05 0,00 0,6 0,18 0,25	0,6 0,1 0,03 0,00 0,55 0,35 0,5	0,6 0,8 0,16 0,00 0,6 0,30 0,4	0,5 0,2 0,05 0,00 0,6 0,28 0,5	0,8 0,5 0,12 0,00 0,8 1,1 0,37 0,6 0,26	1,0 3,9 0,81 0,00 0,1 0,07 -1,0 -0,33 0,9 0,40	0,2 2,2 0,52 0,00 -0,4 -1,4 -0,46 0,3 0,12	0,3 0,1 0,02 0,00 0,3 0,2 0,06 0,4 0,19	0,5 0,8 0,18 0,00 0,45 1,0 0,31 0,14	30,11. 31,10. 30,9. 31,8. 31,7. 30,6. 31,5. 30,4. 31,3. 28,2. 31,1.	100,00 20,78 x 79,22 32,44 46,79	0,3 0,3 0,06 0,00 0,3 0,27 0,0 0,91 0,6 0,5 0,26	0,1 0,1 0,02 0,00 0,1 0,09 -0,1 -0,04 0,3 0,13	0,6 1,1 0,23 0,00 0,5 0,38 0,3 0,11 0,6 0,27	0,1 0,3 0,06 0,00 0,1 0,09 -0,2 -0,06 0,3 0,15	1,2 0,2 0,04 0,00 1,4 1,13 2,0 1,1 0,50	3,5 16,0 3,30 0,00 0,2 0,13 -0,9 -0,31 1,0 0,46	0,7 0,2 0,04 0,00 0,8 0,55 0,6 0,19 1,0 0,46	0,6 0,5 0,13 0,00 0,6 0,48 0,7 0,21 0,6 0,23	0,4 0,1 0,02 0,00 0,5 0,44 0,5 0,21 0,5 0,25	30,11. 31,10. 30,9. 31,8. 31,7. 30,6. 31,5. 30,4. 31,3. 28,2. 31,1.	100,00 23,93 x 76,07 30,89 45,38	0,6 0,4 0,03 0,00 0,7 0,54 0,8 0,24 0,7 0,30	0,1 0,2 0,03 0,00 0,1 0,10 0,2 0,08 0,0 0,02	0,3 0,6 0,13 0,00 0,2 0,16 0,3 0,10 0,1 0,06	0,1 0,0 0,01 0,00 0,1 0,07 0,1 0,03 0,1 0,04	0,3 0,1 0,03 0,00 0,4 0,28 0,4 0,12 0,16	1,9 8,4 2,07 0,00 0,4 -0,13 -1,4 -0,42 0,6 0,28	-0,2 0,0 0,01 0,00 -0,3 -0,23 -0,9 -0,26 0,1 0,03	0,3 0,2 0,05 0,00 0,3 0,25 0,4 0,12 0,3 0,13	0,4 0,1 0,05 0,00 0,4 0,30 0,4 0,18 0,15	30,11. 31,10. 30,9. 31,8. 31,7. 30,6. 31,5. 30,4. 31,3. 28,2. 31,1.	100,00 18,32 x 81,68 32,71 48,98	0,0 0,3 0,07 0,00 0,42 0,92	0,0 0,1 0,09 0,00 0,11 0,3	0,3 0,6 0,27 0,00 0,5 0,27	0,1 0,2 0,04 0,00 0,5 0,38 0,3 0,11 0,6 0,13	0,1 0,3 0,06 0,00 0,1 0,09 -0,2 -0,06 0,3 0,15	1,2 0,2 0,04 0,00 1,4 1,13 2,0 1,1 0,50	3,5 16,0 3,30 0,00 0,2 0,13 -0,9 -0,31 1,0 0,46	0,7 0,2 0,04 0,00 0,8 0,55 0,6 0,19 1,0 0,46	0,6 0,5 0,13 0,00 0,6 0,48 0,7 0,21 0,6 0,23	0,4 0,1 0,02 0,00 0,5 0,44 0,5 0,21 0,5 0,25	30,11. 31,10. 30,9. 31,8. 31,7. 30,6. 31,5. 30,4. 31,3. 28,2. 31,1.

*) Změna spotřební daně u cigaret (dopad do celkové inflace 0,38 proc. bodů) a alkoholu (-0,04)

**) Změna DPH z 5 na 22 % u převážné části (dopad do celkové inflace 0,27 proc. bodů), zvýšení spotřební daně u pohonných hmot (0,158), alkoholu a tabákových výrobků (0,286) a zrušení dotace na školní stravování (0,115).

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

Odbor 413 - reálná ekonomika
17. 9. 1998

Vybrané ukazatele vývoje ekonomiky ČR

mzI. změna v %

Ukazatel	Rok										Čtvrtletí 1997				Čtvrtletí 1998			
	1995		1996		1997		1998		1999		I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.
II.2 Poptávka a nabídka																		
Hrubý domácí produkt	6,4	3,9	1,0	-1,0	2,0	1,2	0,5	-0,1	2,2	-0,9	-2,4	-0,2	-0,7	s.c.				
Konečná domácí poptávka	9,8	8,5	-0,4	-3,4	1,7	5,2	0,0	-4,4	-1,2	-4,5	-4,3	-2,5	-2,6	s.c.				
Spotřeba domácností	6,9	7,0	1,6	-4,0	1,6	4,0	5,7	-2,2	-0,3	-1,6	-7,0	-3,4	-3,7	s.c.				
Spotřeba vlády	-1,6	4,3	-1,8	-0,4	0,3	1,1	-3,9	-3,2	-1,1	-2,7	0,6	1,5	-1,0	s.c.				
Hrubá tvorba fixního kapitálu	21,0	8,7	-4,9	-2,6	1,9	-0,6	-8,5	-9,5	-0,9	-2,5	-4,1	-0,4	-3,2	s.c.				
Vývoz zboží a služeb	16,1	5,4	10,2	11,5	4,7	1,3	11,7	11,3	15,5	27,4	12,3	6,9	3,0	b.c.				
Dovoz zboží a služeb	22,0	12,9	6,7	6,5	4,0	7,5	9,4	2,4	7,7	17,3	7,9	2,8	-0,3	b.c.				
Index průmyslové produkce	.	2,0	4,5	5,6	4,5	-2,6	5,5	5,7	9,6	8,4	5,2	5,6	5,2	s.c.				
Stavební výroba	8,5	4,8	-3,9	-6,1	3,0	-5,2	1,2	-6,4	-5,0	4,2	-9,0	-8,4	-4,5	s.c.				
Tržby v maloobchodě a pohost.	4,8	11,4	-0,7	-6,0	0,3	1,0	2,5	-3,9	-1,9	-5,1	-8,4	-5,6	-4,9	s.c.				
II.3 Trh práce																		
Nominální příjmy domácností	18,4	13,3	12,1	8,6	9,2	12,6	13,5	12,4	10,0	9,7	6,6	8,9	9,4					
Reálné příjmy domácností	8,6	4,1	3,3	-2,2	2,1	5,1	6,5	2,3	-0,1	-3,2	-5,4	-0,7	0,4					
Nominální příjmy z mezd	18,1	16,8	8,2	6,8	7,5	11,1	9,4	8,6	4,6	7,7	3,8	7,1	8,6					
Reálné příjmy z mezd	8,2	7,4	-0,3	-3,8	0,4	3,6	2,6	-1,1	-5,0	-5,0	-7,9	-2,2	-0,3					
Průměrná nominální mzda	17,5	18,0	11,9	9,7	10,3	13,7	13,0	12,4	8,4	10,9	7,0	10,0	11,0					
Průměrná reálná mzda	7,7	8,4	3,1	-1,2	3,1	6,1	6,0	2,3	-1,5	-2,1	-5,0	0,4	1,8					
Průměrný počet pracov. v NH	2,6	0,6	-1,0	-1,4	-1,4	-0,2	-0,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5					
II.4 Ostatní indikátory																		
Ceny průmyslových výrobců	7,2	4,4	5,7	5,2	4,4	4,3	4,3	5,5	5,6	6,4	6,0	5,0	4,1					
Ceny zemědělských výrobců	6,1	6,8	2,5	6,7	6,0	4,1	0,1	5,4	1,3	4,6	12,1	5,7	5,7					
Ceny stavebních prací	12,3	11,2	11,9	9,9	9,4	10,7	11,2	11,5	11,7	11,3	10,2	9,6	9,2					
Ceny tržních služeb	.	5,5	11,2	8,7	8,9	3,4	14,5	9,4	9,2	14,0	5,1	8,0	9,3					
Světové ceny surovin	10,2	10,6	-4,7	-18,0	1,0	9,4	-6,9	-8,0	-1,5	-19,5	-17,4	-17,9	-17,3					
Vývozní ceny v Kč	7,3	1,0	5,2	8,3	5,5	-1,2	3,1	8,2	10,9	13,0	7,6	5,8	6,9					
Dovozní ceny v Kč	5,7	1,4	5,1	1,0	3,0	-0,1	3,8	8,4	8,2	6,0	-0,1	-2,0	0,0					

bílé buňky = skutečnost, šlín = predikce

Odbor 413 - reálná ekonomika
17.9.1998

Vybrané ukazatele vývoje ekonomiky ČR

změny v %, proc bod., příp koef

	Rok						Čtvrtletí 1997				Čtvrtletí 1998			
	1995	1996	1997	1998	1999		I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.	I.Q.	II.Q.	III.Q.	IV.Q.
Podílové ukazatele														
Národohosp. produktivita práce - T s.c. 1/	4,5	2,7	1,7	0,7	3,2	1,4	0,8	1,0	3,6	0,8	-0,7	1,5	1,1	
Jednotkové mzdové náklady - T s.c. 2/	11,0	12,4	7,2	6,4	5,3	9,7	8,8	9,7	2,4	8,6	6,4	7,3	9,4	
Jednotkový bto zisk - T s.c. 3/	12,0	7,7	6,3	11,1	7,0	3,5	3,3	5,7	9,6	13,1	14,4	9,6	8,2	
Míra nezaměstnanosti (konec stav) 4/	2,9	3,5	5,2	6,8-7,2	7,7-8,2	3,9	4,0	4,8	5,2	5,5	5,6	6,6	7,0	
Podíl netto vývozu na HDP b.c.	-4,4	-7,0	-5,5	-1,2	-0,8	-11,7	-8,2	-6,6	-8,3	-7,5	-6,2	-4,2	-6,2	
Podíl běžného účtu na HDP b.c.	-2,7	-7,6	-6,1	-2,1	-2,0	-8,6	-6,5	-5,4	-4,4	-3,1	-0,7	-0,9	-3,6	
Podíl změny stavu čís. fin. aktiv na disp. příj. 5/	7,9	8,2	9,2	9,9	8,7	6,7	10,0	6,7	12,9	4,3	13,6	8,1	12,5	
Míra úspor obyvatelstva 6/	14,3	12,7	13,0	.	.	12,6	12,3	13,8	13,1	11,6	15,0	.	.	
Spotřeba dom. na pracovníka - T s.c.	4,4	6,2	1,1	-1,2	3,1	4,2	6,0	-0,8	1,3	-0,4	-5,7	-2,1	-2,2	
Hrubá tvorba kapitálu na pracov. - T s.c.	20,2	12,1	-2,7	-1,5	4,1	9,8	-5,4	-6,5	-0,9	-8,5	-1,7	-1,8	-0,6	
Konečná spotřeba vlády na prac. - T b.c.	8,1	14,2	3,0	7,8	7,9	9,0	3,5	5,6	1,3	5,0	4,0	6,1	7,7	
Podíl domácích úspor na HDP b.c.	29,6	28,5	28,4	30,3	30,6	26,3	26,4	30,2	30,1	27,2	29,7	31,8	31,9	
Míra hrubé tvorby kapitálu (MHTK) b.c. 7/	34,1	35,5	33,9	31,5	31,4	34,5	32,0	34,1	34,9	29,4	29,6	32,1	34,2	
Rozdíl MHTK a podílu dom. úspor na HDP b.c.	4,5	7,0	5,5	1,2	0,8	8,2	5,6	3,9	4,8	2,2	-0,1	0,3	2,3	
Míra tvorby fixního kapitálu b.c. 8/	32,8	33,0	30,7	29,2	29,0	26,5	28,5	29,3	37,1	24,8	26,0	28,6	35,8	
Podíl HDP na domácího poplatce s.c.	94,9	90,9	92,1	94,4	94,7	89,6	92,4	93,8	92,4	93,0	94,2	96,0	94,2	
Podíl netto vývozu na domácího poplatce s.c.	5,1	9,1	7,9	5,6	5,3	10,4	7,6	6,2	7,6	7,0	5,8	4,0	5,8	

bilé buřtky = skutečnost, šlín = předikce

T= tempa v %

- 1) HDP ve s.c. na průměrný počet pracovníků
- 2) Podíl nominálních příjmů z mezd na HDP ve s.c.
- 3) Rozdíl HDP v b.c. a nominálních příjmů z mezd / HDP ve s.c.
- 4) Podíl nezaměstnaných (hrubého hlási se na úřadech práce) ke klouzavému čtvrti: průměru počtu zaměstnaných
- 5) Rozdíl mezi finančními aktivy a pasivy domácností / disponibilní příjmy - propočten ČNB
- 6) Podíl úspor na dispo. důchodu - údaj ČSU
- 7) Podíl hrubé tvorby kapitálu na HDP v b.c.
- 8) Podíl fixního kapitálu na HDP v b.c.

Odbor 413 - reálná ekonomika

Hlavní ukazatele predikce za reálnou ekonomiku (z jednotlivých situačních zpráv) ke konci roku 1998

Ukazatel	mzr. změna v %								
	SZ 1	SZ 2	SZ 3	SZ 4	SZ 5	SZ 6	SZ 7	SZ 8	SZ 9
HDP s.c.	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,0	1,0	1,0	-1,0
Meziroční růst spotřebitelských cen (k 31.12.98)	8,5	9,4	10,0	9,8	10,7	10,5	10,2	9,5	8,8
Čistá inflace (k 31.12.98)	6,0	6,4	6,7	6,5	6,5	6,2	5,8	5,2	4,3
Korigovaná inflace (k 31.12.98)	6,7	7,0	7,1	6,6	6,2	6,0	5,6	5,5	5,0
Míra inflace (roční klouzavý průměr)	9,6	11,3	11,8	11,6	12,0	11,8	11,6	11,3	11,1
Agregační poptávka (dom.popt. + vývoz)	2,3	2,3	2,6	2,2	2,1	3,1	4,4	4,1	2,1
Domácí poptávka (beze změny stavu zásob)	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,9	-2,8
Čistý vývoz zboží a služeb (saldo absol. mid. Kč)	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-77,5	-84,7	-89,0	-82,5	-75,7
Peněžní příjmy domácností - nomin.	8,6	8,6	8,6	9,6	9,4	9,0	9,0	8,6	8,6
- reál.	-0,9	-2,4	-2,9	-1,8	-2,3	-2,5	-2,3	-2,4	-2,2
Průměrná mzda v ČR - nomin.	10,0	10,8	10,2	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	9,7
- reál.	0,4	-0,4	-1,4	-1,4	-1,8	-1,6	-1,2	-1,2	-1,2
Míra nezaměstnanosti (stav v %)	6,0	7,0	7,0	6,5	6,5	6,2	6,2	6,8	6,8-7,2