ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
sekce měnová

V Praze dne 11. března 1999

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

Doplňující analýza a prognóza k 2. SZ

Stručný obsah – důvod předložení
Materiál se předkládá na základě rozhodnutí BR ze dne 25.2.1999

Část I.
Návrh rozhodnutí bankovní rady

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

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,

Část III.
Vlastní materiál včetně shrnutí

Předkládá: Ing. Hrnčíř, DrSc.
Kontroloval: doc. Ing. Čapek, CSc.
Zpracovala: sekce měnová

Část I.

N á v r h

R o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky

Bankovní rada po projednání předloženého materiálu

s c h v a l u j e

a) snížení limitní úrokové sazby pro 2 T repo operace z 8 % na 7,5 %
b) snížení diskontní sazby ze 7,5 % na 6 %
c) snížení lombardní sazby z 12,5 % na 10 %

s platností od 12.3.1999.

Část II.

Předkládací zpráva

Materiál se předkládá podle rozhodnutí bankovní rady ze dne 25. 2.1999.

Obsah

1. Inflace v únoru 1999

2. Předpoklady predikce inflace

3. Spotřebitelské ceny (inflace)

   3.1 Rok 1999
   3.2 Rok 2000
      3.2.1 Regulované ceny a změny nepřímých daní
      3.2.2 Čistá inflace

4. Vývoj peněžní zásoby a úvěrové emise

5. Vývoj na finančních trzích

6. Vývoj veřejných financí

7. Devizový kurz

8. HDP, poptávka

   8.1. Čtvrté čtvrtletí 1998
   8.2. Rok 1999
   87.3. Rok 2000
   8.4. Očekávané chování domácností
   87.5. Situace podnikové sféry

9. Běžný účet

10. Trh práce

11. Ceny výrobců, dovozní ceny

Shrnutí

1. Inflace v únoru 1999

Míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen (CPI) činila v únoru 1999 meziměsíčně 0,0%, v meziročním vyjádření poklesl index spotřebitelských cen o 0,7% na 2,8%. Čistá inflace klesla v únoru oproti lednu o 0,1% a ve srovnání se stejným měsícem minulého roku činila –0,1%. Sezonně upravená mzm. čistá inflace v únoru dosáhla –0,22%, sezonně upravený mzm. CPI v lednu (propočet ČSÚ) 0,35%. Ceny potravin v únoru poklesly o 0,5% meziměsíčně a ve srovnání se stejným obdobím minulého roku vykázaly pokles o 3,1%. Korigovaná inflace v únoru vzrostla meziměsíčně o 0,1% a ve srovnání s únorem 1998 vzrostla o 2,1%. Regulované ceny vzrostly meziměsíčně o 0,2% a meziročně o 12,1%. Ceny obchodovatelných komodit v únoru meziměsíčně poklesly o 0,3% a v meziročním srovnání poklesly o 1,7% (obchodovatelné hodnoty bez potravin činily v únoru mzm. –0,2% a meziročně –0,2%). Ceny neobchodovatelných komodit vzrostly meziměsíčně o 0,4% a meziročně o 9,9%, z toho neobchodovatelné - neregulované vzrostly ve srovnání s předchozímměsícemo0,7% a v meziročním srovnání o 6,5%. Uvedený vývoj potvrzuje dosavadní odhady vývoje inflace v průběhu roku 1999.

2. Předpoklady predikce inflace

- ***úroveň úrokových sazeb (nominální, reálné)***
  Referenční scénář vychází z aktuálně platné úrovně sazeb (1 T repo sazba deflovaná PPI cca 7 % v průběhu prvních tří čtvrtletí roku 1999, v posledním čtvrtletí cca 5,5 %);
- ***vývoj devizového kursu***
  Byl zvolen referenční scénář 38,1 Kč/EUR (19,50 Kč/DEM) pro celý rok 1999.Tento předpoklad postačuje i pro predikci 1. čtvrtletí 2000;
- ***vývoj úrokových sazeb v zahraničí***
  Úroveň sazeb v zahraničí bude i nadále nízká. V SRN 3M mezibankovní sazba kolem 3 % v obou letech, 10tileté bondy kolem 4,1 – 4,3 % v SRN (predikce OECD, prosinec 1998);
- ***vývoj světových cen surovin a potravin:***
  V roce 1999 očekáváme stabilitu, resp. další mírný mzr. pokles světových cen surovin a potravin. Pro rok 2000 jako nejpravděpodobnější variantu lze očekávat stabilitu světových cen, resp. velmi slabý mzr. růst. Aktuální predikce Světové banky očekává stabilitu většiny cen surovin i v roce 2000, nevylučuje však růst cen ropy z aktuálních cca 10 – 11 USD/barel na cca 15 USD/ barel. Naplnění této predikce by se ovšem při váze ropy významně promítlo i do růstu dovozních cen, na 1. čtvrtletí 2000 by však nemělo významnější dopad a odrazilo by se s určitým zpožděním až v dalším průběhu roku 2000. Aktuální predikce OECD očekává nadále stagnaci cen surovin, především ropy na současné úrovni, resp. velmi mírný růst v roce 2000. Nevylučuje však současně obnovení dalšího poklesu v důsledku tzv. „down-side risks"(tj. tzv. klíčových rizik v ekonomice, především finančních turbulencí, vyvolávajících prudký pokles poptávky);
- ***vývoj inflace v zahraničí (spotřebitelské ceny, ceny výrobců)***
  v návaznosti na vývoj ekonomické aktivity a na vývoj světových cen surovin bude úroveň cenové hladiny v zahraničí (speciálně v zemích důležitých pro náš zahraniční obchod) i dále velmi nízká. OECD odhaduje mzr. růst deflátoru spotřeby v eurozemích na 1,4 % v roce 1999, resp. 1,5 % v roce 2000, v SRN 1,2 %, resp. 1,3 %. Morgan Stanley očekává v letošním roce 0,8 % růst spotřebitelských cen pro EMU i pro SRN. Predikce PPI nejsou běžně publikovány, na základě zkušeností s vývojem v m.r. očekáváme jejich růst pod úrovní růstu CPI:
- ***deficit státního (resp. veřejných) rozpočtů***
  snaha o vyrovnanost státního rozpočtu bude torpedována slabým ekonomickým růstem při růstu podílu mandatorních výdajů. V letošním roce očekáváme deficit ve výši cca 31 – 42 mld Kč, nelze však vyloučit i vyšší. Pro rok 2000 lze předpokládat obdobnou situaci;
- ***příliv zahraničního kapitálu (přímé investice)***
  v roce 1999 očekáváme příliv přímých zahraničních investic na úrovni roku 1998;
- ***institucionální předpoklady***
  očekáváme pouze mírné zlepšení, výsledky revitalizačního programu nebudou – na podnikové úrovni – ještě významné. Řada dalších institucionálních (právních apod.) změn v průběhu roku 1999 může ovlivnit vývoj v roce 2000, pokud jde o samotné 1.čtvrtletí neočekáváme však významný dopad;

- ***růst HDP v zemích obchodních partnerů, celková situace v regionu a ve světě***

nejpravděpodobněji se v současné době jeví mírné oživení (např. EU aktuální předpověď pro rok 1999 cca 1,5 %, pro rok 2000 mírné zrychlení růstu na cca 2,7 %). OECD předpokládá pro rok 1999 pro EU 2,2 %, pro rok 2000 2,5 %. Morgan Stanley očekává pro roky 1999 cca 2,1 pro země měnové unie, 1,5 % pro SRN.

3. Spotřebitelské ceny (inflace)

3.1 Rok 1999

Krátké shrnutí roku 1999 (podrobněji v 2. SZ): Mzr. růst spotřebitelských cen v prosinci 1999 očekáváme v rozpětí 4,2 – 6,2 % a míru inflace 3,0 – 4,0 % (při mzr. čisté inflaci v rozmezí 2,7 – 5,4 %).

Při očekávané mzr. stagnaci až mírném mzr. poklesu světových cen surovin a potravin a očekávaném vývoji zahraniční inflace (stabilita až pokles cen průmyslových výrobců) zůstává hlavním **nákladovým faktorem, spojeným s externím prostředím**, vývoj devizového kursu. Nejistota, pokud jde o šíři spektra kursového vývoje v průběhu roku 1999, vede k rozdílným předpokladům o vývoji dovozních cen jako jednoho z podstatných faktorů cenového vývoje (rozpětí mzr. růstu ve 3. čtvrtletí cca od 1,0 do 10,0 %, horní hranice odpovídá oscilaci kursu kolem 38,1 Kč/EUR (19,50 Kč/DEM) v průběhu celého roku).
Nejistý je odhad, jakou intenzitou budou v letošním roce kursově nákladové impulsy přenášeny do domácího cenového vývoje. Promítnutí očekávaného vývoje dovozních cen do domácí cenové hladiny podle průměrné zkušenosti minulých let nevylučuje překročení intervalu inflačního cíle pro konec roku. Nejnovější vývoj však naznačuje (a k tomuto závěru se přiklání i celková predikce), že souhrn poptávkových a domácích nákladových impulzů (podrobněji dále) by měl uvedené kursové impulzy utlumit. Z domácích nákladových faktorů bude pravděpodobně rizika nedodržení intervalu inflačního cíle zvyšovat vývoj **jednotkových mzdových nákladů** ve výši 6,0 – 7,0 % cestou tlaku na růst cen průmyslových výrobců (dosavadní růst kolem 2,0%) jako ukazatele, jehož vývoj silně koreluje s vývojem korigované inflace. Nicméně vliv nákladových mezd je poněkud potlačován nízkým podílem osobních nákladů v celkové struktuře ceny (kolem 13 %). Ostatní **domácí faktory nákladové inflace** pravděpodobně nebudou tlačit na růst cen především v důsledku slabé poptávky. Nezanedbatelným faktorem je i vývoj zásob, kde vývoj tržeb a dovozu pro osobní spotřebu v posledních 2 čtvrtletích signalizuje jejich nárůst.
Určitá rizika pro vývoj cen zůstávají na poptávkové straně. Jádrem těchto obav je změna dynamiky reálných příjmů domácností (od cca 3 % mzr. poklesu v roce 1998 ke 2 – 4 % mzr. růstu v roce 1999). Riziko zrychlení cenového růstu v důsledku vývoje poptávky je snižováno ve třech směrech: v souvislosti s růstem míry nezaměstnanosti a celkovými očekávání ekonomického vývoje předpokládáme zvýšení sklonu k úsporám a odklad nákupů, za druhé očekávaný mzr. růst reálné spotřeby (0,5 – 2,5%) je – zejména ve spodní části intervalu slabým impulsem pro razantnější cenový růst, zejména při očekávaném umírněném růstu nákladových faktorů. Konečně za třetí lze očekávat, že změny v reálných příjmech se promítnou do poptávky s určitým zpožděním (postupná tvorba zdrojů). S přihlédnutím k očekávanému vývoji světových cen a změnám ve struktuře maloobchodního prodeje očekáváme u cen potravin spíše slabý růst (mzr. růst v prosinci 1999 cca 2 – 3 %). Právě v této oblasti je však nejistota odhadu značná a rizika neočekávaných změn cen vysoká (silné výkyvy cen jednotlivých komodit, vliv přírodních faktorů, vývoj světové poptávky, vliv státních zásahů).
Vcelku tedy neměníme predikci z 1. situační zprávy (mimo technické úpravy šíře intervalu), jejíž střed vycházel z oscilace kursu v průběhu roku kolem 18,50 Kč/DEM (kromě dalších předpokladů, jež jsou uvedeny výše a které se proti 1. situační zprávě prozatím výrazněji nemění). Po provedené technické úpravě činí **interval aktuální predikce mzr. čisté inflace v prosinci 1999 2,7% – 5,4 % se středem 3,8 %.** Případné udržení aktuální úrovně kursu posunuje nejpravděpodobnější mzr. inflaci do horní poloviny predikovaného intervalu. Pro udržení koncové hodnoty mzr. čisté inflace v intervalu cílení považujeme za kritickou průměrnou celoroční úroveň kursu kolem 19,50 – 19,75 Kč/DEM a to v závislosti na případných výraznějších odchylkám vývoje některých jiných faktorů proti uvedeným předpokladům.

3.2 Rok 2000

V prvním čtvrtletí 2000 očekáváme ve srovnání s koncem roku 1999 zrychlení meziroční dynamiky růstu cen do rozmezí 6,4 až 8,7 %. V tomto období neočekáváme významnou změnu ve vývoji nákladových a poptávkových faktorů ovlivňujících vývoj inflace, ale vývoj inflace bude výrazně negativně ovlivněn změnami nepřímých daní. Podle předběžných analýz

lze v dalším průběhu roku 2000 očekávat oscilaci mzr. indexu spotřebitelských cen mezi 5,5 – 8,0 %.

3.2.1 Regulované ceny a změny nepřímých daní

a/ Regulované ceny. Ministerstvo financí ČR prozatím neuveřejnilo ani rámcovou představu o vývoji regulovaných cen v roce 2000. Všechny následující odhady jsou interní. V 1. čtvrtletí 2000 by mzr. růst regulovaných cen měl dosáhnout cca 9,6 %.
Z centrálně regulovaných cen v 1. čtvrtletí 2000 očekáváme pouze zvýšení zákonného pojištění motorových vozidel (dojde pravděpodobně ke zrušení monopolu České pojišťovny). Z ostatních regulovaných cen tradičně v 1. čtvrtletí vzrostou ceny městské hromadné dopravy, autobusová doprava, vodné a stočné, odvoz odpadu a tepelná energie.

b/ Změny nepřímých daní. Vláda ČR již schválila zvýšení spotřebních daní u alkoholu, benzínu, maziv a topného oleje a změny (vcelku zvýšení) sazeb DPH od 1.1.2000- změny se dotknou především služeb, kde dojde ke zvýšení DPH z 5 % na 22 %, navíc bude zvýšen okruh plátců DPH (bude stanoven nižší obrat firmy znamenající povinnost být plátcem DPH). Tyto změny ještě neschválil Parlament, avšak lze s velkou pravděpodobností očekávat, že nějaké zvýšení spotřebních daní bude schváleno. Podle MF budou přímé dopady těchto změn do inflace celkem cca 1,1 procentního bodu a nepřímé (náš odhad) cca 0,4 procentního bodu, což představuje nepřímý dopad do čisté inflace v 1. čtvrtletí 2000 cca 0,6 procentního bodu (0,4 v lednu, 0,2 v únoru).

3.2.2 Čistá inflace

Pro 1. čtvrtletí 2000 nepředpokládáme významnější změny ve vývoji faktorů ovlivňujících vývoj čisté inflace ve srovnání se závěrem roku 1999. Základní predikce pro 1. čtvrtletí vychází z předpokladu zachování trendové složky ze závěru roku 1999 a zahrnutí sezónních výkyvů jak u cen potravin, tak u korigované inflace. Takto získané údaje jsou upraveny o odhad nepřímých dopadů změn nepřímých daní, tento dopad v souběhu s vlivem oživující poptávky v průběhu 1. čtvrtletí v porovnáním s předchozím rokem vyšší mzm. růsty cen a tedy i ke zrychlení meziroční dynamiky. Ke konci 1. čtvrtletí predikujeme meziroční čistou inflaci v rozmezí 3,8 až 6,8 %. Velmi předběžný odhad pro konec roku 2000 činí 3 – 6 %.

4. Vývoj peněžní zásoby a úvěrové emise

Meziroční přírůstek peněžní zásoby (M2) dosáhl ke konci roku 1998 5,2 %. Z tohoto pohledu se do vývoje množství peněz v minulém roce postupné snižování úrokových sazeb zatím nepromítlo. Úvěrová emise v prosinci výrazně poklesla (o 23 mld. Kč), tento pokles však byl spojen s restrukturalizací úvěrového portfolia u IPB, KB a ČS a neměl vliv na množství peněz v ekonomice.

V lednu byl zaznamenán výrazný nárůst meziročního přírůstku M2 na 8,8 %. Tento vývoj však rovněž zatím neodráží postupné uvolňování měnové politiky. Byl zaznamenán výraznější přírůstek u cizoměnových úvěrů (+ 8 mld. Kč, v únoru však ve stejné výši již poklesly, jednalo se pravděpodobně o velmi krátkodobé úvěry). Korunová úvěrová emise zůstává i nadále na nižší úrovni (přírůstek v lednu 1,3 mld. Kč, v únoru 0,7 mld. Kč, ovlivněno rovněž sezónností). Na zvýšení přírůstku M2 se tak podílely především faktory technického rázu, tj. přesun peněz mezi agregáty M2 a L a pokles objemu peněz dočasně zadržených v závěru roku 1998 na účtech platebního styku u bank (tzv. float).

Vývoj struktury peněžní zásoby v prosinci 1998 a lednu t. r. rovněž naznačil výraznější přírůstky oběživa v rukou podniků a obyvatelstva. Tento vývoj, který zatím nepředstavuje dlouhodobý trend, interpretujeme jako návrat poptávky po oběživu na původní optimální výši po jejím potlačení v roce 1997 (v tomto roce nebyly např. vyplaceny mimořádné platy ve veřejném sektoru v řádu několika miliard, což mohlo vést k nižší - než závěrem roku obvyklé – držbě oběživa). Současně se však může jednat vzhledem k pokračujícímu růstu nezaměstnanosti a celkové ekonomické nejistotě sektoru domácností o zvyšování objemu úspor v této velmi likvidní formě, která se však zatím neodráží do maloobchodního obratu. Pro potvrzení této hypotézy je však období od prosince 1998 velmi krátké.

Vývoj úvěrové emise a množství peněz v ekonomice v závěru minulého roku a počátkem roku 1999 tak stále nenaznačuje výraznější vliv postupného snižování úrokových sazeb. I nadále ke konci t.r. očekáváme přírůstek peněžní zásoby ve výši 6 – 7 %, bez výraznějšího oživení úvěrové emise bank.

5. Vývoj na finančních trzích

Po posledním snížení repo-sazby (28.1.) se úrokové sazby PRIBOR stabilizovaly těsně nad 8 %. Výnosová křivka PRIBOR dosáhla velmi mírně pozitivního tvaru, spread 1R – 1T činí 0,1 procentního bodu. Trh v současné době pravděpodobně neočekává žádnou změnu krátkodobých úrokových sazeb, případně jen minimální, což potvrzuje i úroveň sazeb FRA. Úrokový diferenciál PRIBID/CZK – LIBOR/EUR zůstává také stabilní na úrovni 4,7 – 4,9 procentního bodu podle jednotlivých splatností. Hodnoty úrokového diferenciálu PRIBID/CZK – LIBOR/USD se pohybují v rozmezí 2,6 - 2,9 procentního bodu.

Dlouhodobé sazby IRS se přechodně mírně zvýšily v polovině února (o 0,3 procentního bodu), v období nejslabšího kurzu Kč. V současné době se sazby pohybují na úrovni 8,3 – 8,6 %. Tvar výnosové křivky IRS zůstává mírně pozitivní, spread 5R – 1R dosahuje 0,2 procentního bodu, spread 10R – 1R 0,3 procentního bodu. Výnosy na trhu státních dluhopisů se také přechodně zvýšily, následný pokles na současnou hladinu (8,1 – 8,6 %) lze vysvětlit korekcí, příp. očekávaným snížením sazeb, které však není jednoznačné.

Akciový trh od konce ledna převážně klesá, index PX 50 během února ztratil 13,5 %. Ostatní nově se rozvíjející trhy i některé vyspělé trhy rovněž spíše oslabovaly, ne však v takovém rozsahu. Uvedený vývoj je reakcí na zveřejňované nepříliš dobré hospodářské výsledky podniků, kromě toho působí i dlouhodobé faktory (stav kapitálového trhu, celková ekonomická situace).

6. Vývoj veřejných financí

Podle předběžných výsledků skončilo hospodaření státního rozpočtu ke konci února 1999 přebytkem ve výši 7,3 mld. Kč (loni přebytek 4,8 mld.Kč). Jde především o důsledek rozpočtových opatření přijatých vládou v souvislosti s krátkodobým rozpočtovým provizóriem trvajícím do poloviny ledna t.r., na základě kterých bylo omezeno čerpání běžných výdajů kapitol v 1.čtvrtletí 1999 (mimo výdajů mandatorních). Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku činí nominální propad čerpání výdajů cca 1,5 mld. Kč. Tento poměrně příznivý výsledek nelze v žádném případě přeceňovat, neboť nízké čerpání výdajů je doprovázeno i relativně nízkým plněním rozpočtových příjmů, jejichž únorová proporce

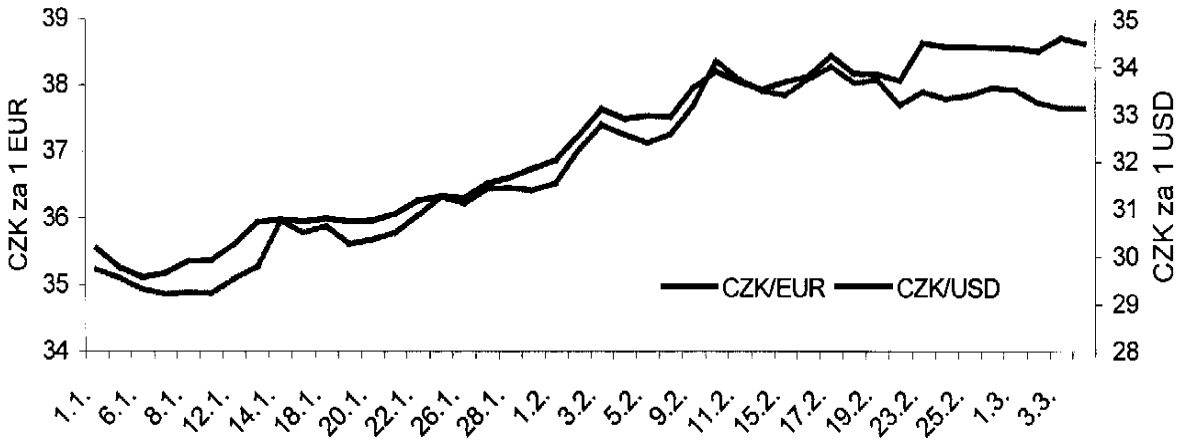
z celoročního rozpisu zaostává o procentní bod za plněním v loňském roce. Při zhruba stejné sezónní úrovni inkasa DPH, daní z příjmů právnických a fyzických osob a pojistného na sociální zabezpečení se propad koncentruje u spotřebních daní, kde lze předpokládat vliv poklesu poptávky (nízký maloobchodní obrat v prosinci). Ke konci března t. r. očekáváme již mírný schodek, jehož výše bude záviset na výsledku zúčtování přímých daní za uplynulý rok.

I přes rizika uvedená ve 2. situační zprávě zatím stále neměníme predikci deficitu státního rozpočtu ke konci t. r. ve výši 31 mld. Kč, tj. celá soustava veřejných rozpočtů by měla dosáhnout deficitu ve výši 2,2 % na HDP.

7. Devizový kurz

Vývoj nominálního kurzu koruny vůči euru a americkému dolaru lze od počátku roku 1999 rozdělit na dvě období. Pro první období (do konce první dekády února kurz koruny neustále (kontinuálně) oslaboval. Mezi rozhodující faktory lze zařadit jak vlivy vnější (napětí na finančních trzích v důsledku brazilské krize), tak vlivy vnitřní (i) snižování klíčových úrokových sazeb ČNB, (ii) zveřejnění nepříznivého vývoje makroekonomických ukazatelů české ekonomiky: obchodní bilance, HDP, nezaměstnanost atd. Druhé, stabilizační období nastává od počátku druhé únorové dekády do současnosti, kdy kurz koruny osciluje kolem průměrné hodnoty 37,90 CZK/EUR a 34,10 CZK/USD. Důvodem stabilizace kurzu je vstřebání efektu plynoucího ze snížení klíčových úrokových sazeb ČNB. Na konci sledovaného období pozorujeme oslabení koruny vůči dolaru, které odráží posilování dolaru vůči euru na světových finančních trzích.

Graf 1: Denní průběh nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD

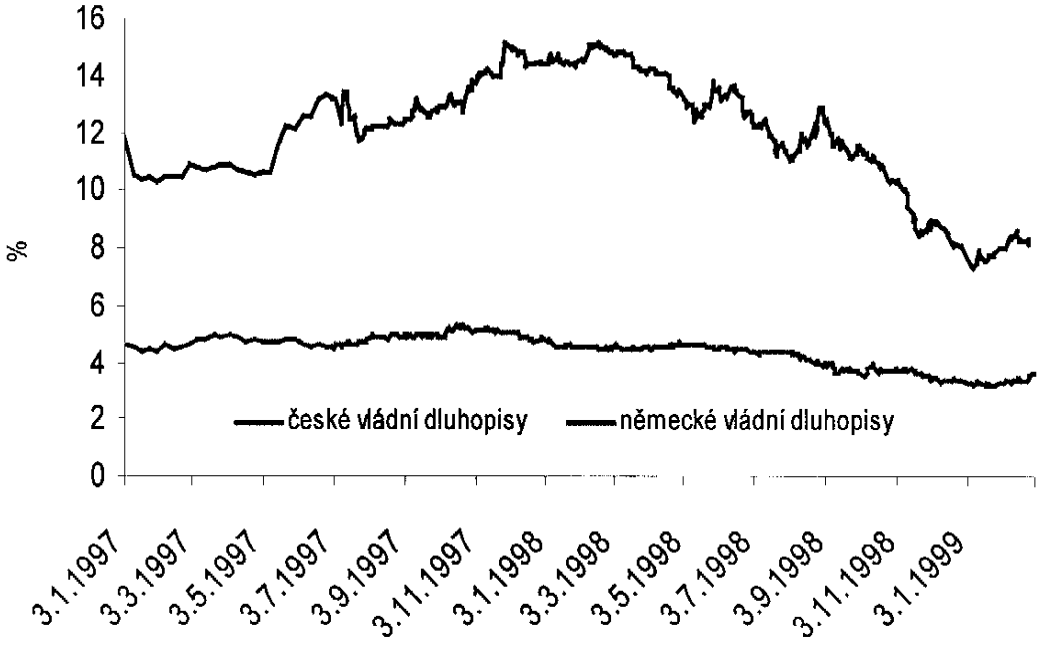


Pro odhad vývoje nominálního kurzu koruny vůči euru se lze opřít o výnosové rozpětí mezi českými a německými dlouhodobými vládními obligacemi. Poněvadž toto rozpětí mírně roste počínaje první lednovou dekádou, lze z toho usuzovat na mírnou tendenci k průměrnému dlouhodobému oslabování. Tento trend odráží názory investorů očištěné od krátkodobých spekulativních výkyvů (viz Graf 2).

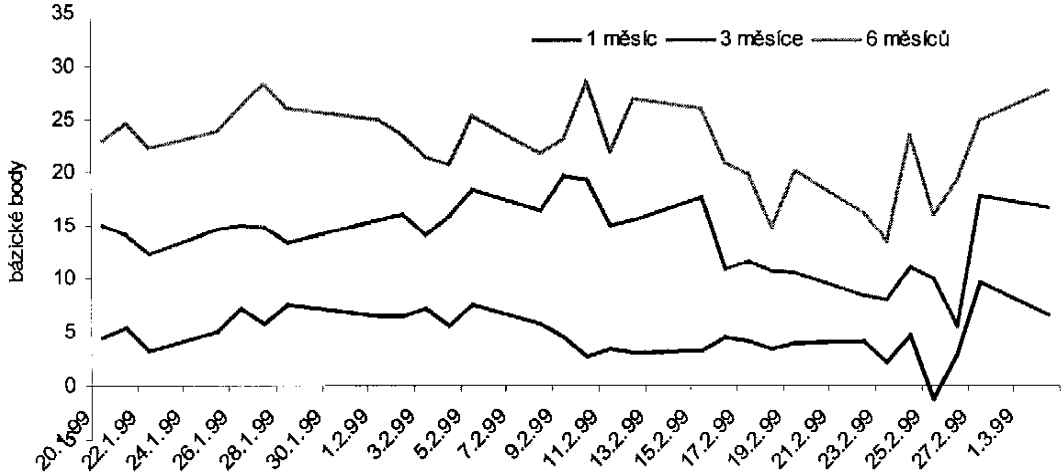
Pokud jde o budoucí vývoj kurzu CZK/USD, lze názory investorů odvodit z chování swapového rozpětí pro tyto dvě měny (viz Graf 3). Dostupná data (od 20. 1. 1999) svědčí o stabilní průměrné vyhlídce pro krátké doby splatnosti (1 měsíc a 3 měsíce). Toto odpovídá stabilizaci kurzu zmíněné výše v komentáři ke grafu 1. Pouze u splatnosti 6 měsíců pozorujeme mírný nárůst rozpětí počínaje koncem února, což koresponduje s očekávanou průměrnou depreciací koruny.

Z pohledu pohybu krátkodobého spekulativního kapitálu měsíc únor znamenal uklidnění napětí a zmírnění výkyvů, o čemž napovídá konvergence a pokles rozpětí v tržních krátkodobých sazbách na korunová depozita (obr. 4).

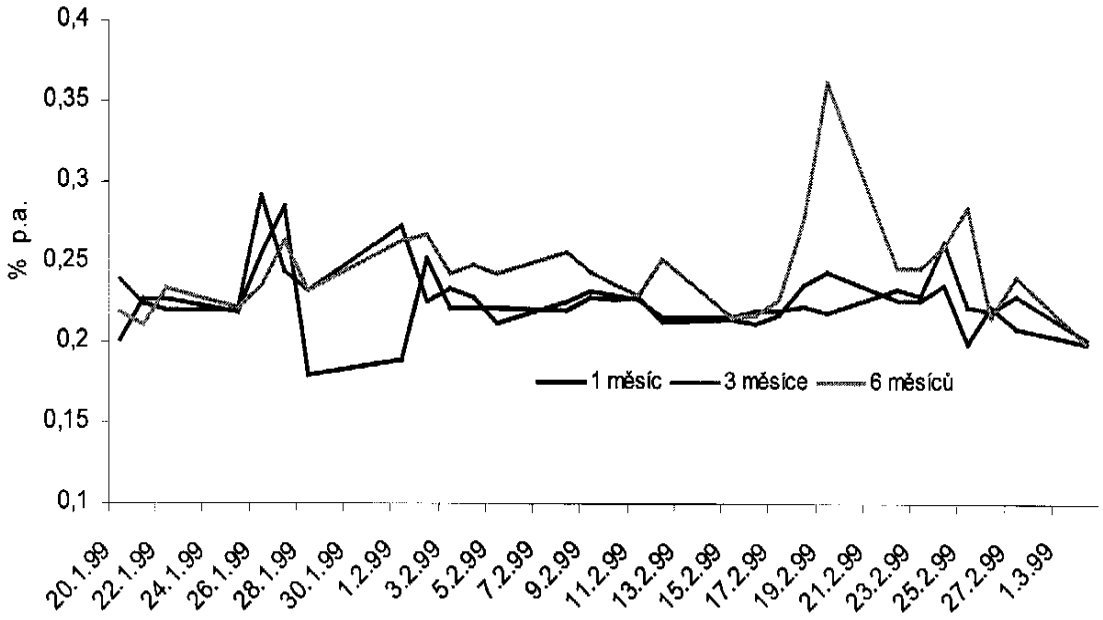
Graf 2: Výnosy českých a německých pětiletých vládních obligací



Graf 3: Rozpětí poptávky a nabídky ve swapech CZK/USD



Graf 4: Rozpětí mezi poptávkou a nabídkou v tržních úrokových sazbách krátkodobých korunových depozit



8. HDP, poptávka

8.1 Čtvrté čtvrtletí 1998

Za první tři čtvrtletí 1998 dosáhl meziroční pokles HDP % především v důsledku mzr. poklesu domácí poptávky –2,1%. Ve čtvrtém čtvrtletí očekáváme zesílení intenzity mzr. poklesu HDP až na 3,5 – 5,0 % při určitém zpomalení poklesu domácí poptávky a naopak zesílení vnější nerovnováhy. Mzr. pokles HDP ve 4. čtvrtletí odhadujeme v důsledku :

- mzr. poklesu průmyslové produkce o 7,6 %, mzr. poklesu stavební produkce o 9,7 %
- mzr. poklesu tržeb v maloobchodě o 8,4 %
- snížení mzr. růstu peněžní zásoby (v prosinci 1997 cca 10%, v prosinci 1998 cca 5,0 %, podle vývoje M2 vychází odhad mzr. poklesu HDP o 5 – 6%)
- mzr. poklesu spotřeby el. energie

8.2 Rok 1999

Pro rok 1999 odhadujeme pokračování ekonomického poklesu. Dosavadní analýzy, potvrzující poměrně silný vztah mezi peněžní zásobou (M2) a HDP se zpožděním do 6- 9 měsíců, signalizují pro tento rok – při očekávaném mzr. růstu peněžní zásoby o cca 6 – 7 % mzr. pokles HDP o cca 2 - 3%. Současně lze očekávat jisté oživení domácí poptávky (zejména změna v dynamice reálných příjmů domácností). Nejisté je, do jaké míry při útlumu ekonomické aktivity v obchodně významných zemích podpoří kursová depreciace (předpoklad udržení kursu na cca 38 Kč/EUR) výrazněji vývoz. Do určité míry by domácí poptávku měla podpořit i úroveň sazeb. Vcelku domácí poptávka by měla být stabilizována na výjimečně slabé úrovni předchozího roku, resp. velmi slabě vzrůst (především v důsledku růstu reálných příjmů). Netto vývoz by měl být zhruba stabilizován na úrovni předchozího roku, resp. se slabě zhoršit. Z uvedených předpokladů vychází odhad mzr. změny HDP v rozsahu od –2,0% do +1,0%.

8.3 Rok 2000

Predikce růstu HDP pro rok 2000 vychází z očekávání
- kursové stability na úrovni cca 38,1 Kč/EUR (střed relevantního intervalu v rozmezí cca 37, - 39,0 Kč/EUR)
- očekávané zrychlení růstu v Evropě podpoří vývoz
- určité efekty restrukturalizace a revitalizačního programu
- po předchozích dvou letech poklesu vyčištění zásob a mírné oživení
- mírné zrychlení přílivu zahraničních investic již počínaje rokem 1999.

Mzr. změnu HDP v roce 2000 očekáváme v rozmezí od –0,5 % do 2,5 %, v 1. čtvrtletí obdobně.

8.4 Očekávané chování domácností

Dosavadní vývoj chování domácností (do 3. čtvrtletí 1998) potvrdil relativně stabilní vztah mezi úrovní reálných příjmů a úrovní reálné spotřeby, a tedy i poměrně stabilní sklon k úsporám (s pravidelnými sezónními výkyvy). Tato zkušenost nicméně doposud plně nezahrnuje reakci domácností na silný vzestup míry nezaměstnanosti (který lze datovat cca od 3. čtvrtletí 1998). Věrohodnou reakcí se zdá být růst sklonu k úsporám domácností, bezprostřední obrat spotřebitelské poptávky směrem k růstu poptávky by tedy mohl být ještě nižší než současný odhad ČNB, který s řadou výhrad počítá s určitou stabilitou sklonu k úsporám, resp. s jeho velmi slabým růstem. V souhrnu lze předpokládat, že změna mzr. dynamiky reálných příjmů v roce 1999 (ve srovnání s rokem 1998) o cca 6 procentních bodů se v rozhodující míře promítne i do oživení poptávky domácností, zřejmě však s určitým zpožděním. Očekávaný zhruba 1 – 2 % růst reálné spotřeby je však dle našeho názoru pro výraznější tlak na ceny málo významný.

8.5 Situace podnikové sféry

Sazby zůstávají pro podnikovou sféru vysoké (pro podniky je relevantní úroveň sazeb ze všech poskytnutých úvěrů, nikoli aktuální sazby). Z pohledu bank (kritérium rozsahu úvěrů) je většina podniků přeúvěrovaná, tato skutečnost představuje jeden z hlavních důvodů neochoty bank půjčovat. Aktuálně podnikům snížení sazeb pomáhá málo, neboť banky ponechávají velikost marže (zejména v důsledku špatných bilancí bank) a část efektu ze snížení nákladových úroků je eliminována poklesem výnosových úroků (část dále zdaněním). Schopnost podniků dosahovat provozní zisk se v roce 1998 proti předchozímu roku mírně zlepšila, většina zisku je však pohlcována splátkami úvěrů. Vzrůstající selekce mezi podniky – dobré podniky, privatizované většinou zahraničním firmám, se úvěrují v zahraničí při nižších sazbách – zhoršuje situaci velkých tuzemských bank. Většině problémových podniků chybí rovněž rozvojové programy a odbyt, projevuje se absence kdysi rušeného podnikového výzkumu a vývoje. Roste počet podniků, pracujících ve mzdě. Na schopnosti podniků pořizovat nové technologie se negativně podepisuje kromě vysoké úvěrové zatíženosti a chybách managementu (mnohdy cílených) rovněž absence valorizace odpisů (fakticky přerozdělení výnosů podniků ve prospěch příjmů fiskálu). Z dostupných informací lze usuzovat na vysokou frekvenci neetických jevů v podnikání, což zpětně podlamuje výkonnost ekonomiky.

9. Běžný účet

Podíl běžného účtu na HDP by měl v roce 1999 dosáhnout cca -0,5 až -1,5 %, obdobně v roce 2000. V roce 1999 při poměrně slabé domácí poptávce by se měl projevit příznivý vliv depreciace na vývoz a tím i na mezeru mezi vývozem a dovozem. V roce 2000 při určitém oživení ekonomiky předpokládáme určité zlepšení relace mezi vývozem a dovozem v důsledku určitého zlepšení konkurenceschopnosti tuzemských podniků.

10. Trh práce

Základní údaje o mzdovém vývoji — mzr. změna v %

UKAZATEL		Skutečnost			Odhad	Predikce	
		1995	1996	1997	1998	1999	2000
PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR	(nominální)	17,5	18,0	11,9	9,0	9,4	6,7
	(reálná)	7,7	8,4	3,1	-1,5	5,8	1,6
v tom:							
Nepodnikatelská sféra	(nominální)	17,3	20,6	5,8	1,9	12,9	8,0
	(reálná)	7,5	10,8	-2,5	-7,9	9,3	2,8
Podnikatelská sféra	(nominální)	17,7	17,1	13,6	11,3	8,5	6,5
	(reálná)	7,9	7,6	4,7	0,6	4,9	1,4

V roce 1999 očekáváme mzr. růst průměrné nominální mzdy cca 8,5 – 10,5 %, v roce 2000 očekáváme mzr. **růst průměrné nominální mzdy** v NH v intervalu 6 – 7 %, čemuž odpovídá mzr. růst reálné mzdy v hodnotě 1-2 % (při přepočtu předpokládáme CPI cca 5 %).

Výrazné zpomalení mzr. dynamiky růstu proti letošnímu roku bude způsobeno především:

- nižší kompenzací vlivu restriktivních opatření v rozpočtových a příspěvkových organizacích z předchozího období (růst mzdových tarifů předpokládáme do cca 10 % proti 17 % v roce 1999),
- stále výraznějším prosazováním aspektu předstihu tempa růstu produktivity práce před růstem tzv. reálné produkční mzdy v podnikatelské sféře.

Dostupné informace potvrzují dosavadní odhady ČNB, pokud se týká mzr. růstu průměrné mzdy v podnikatelském sektoru (7,5 – 9,5 %). Nevážený průměr z 12 velkých podniků (ČD, Česká pošta, SD Chomutov, Sokol. Uhelná, Barum, TŽ, Škoda Auto, Biocel Paskov, Slezan Frýdek, ČEZ,SPT Telecom, OKD) činí8,8%.

Základní údaje o vývoji příjmů domácností — mzr. změna v %

UKAZATEL		Skutečnost			Odhad	Predikce	
		1995	1996	1997	1998	1999	2000
PENĚŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTÍ	(nominální)	18,4	13,3	12,1	7,2	6,8	6,5
	(reálné)	8,6	4,1	3,3	-3,1	3,4	1,4
v tom:							
Příjmy z mezd	(nominální)	18,1	16,8	8,2	5,6	6,0	5,5
	(reálné)	8,2	7,4	-0,3	-4,5	2,5	0,5
Sociální příjmy	(nominální)	14,7	16,2	13,2	10,6	8,7	7,2
Ostatní příjmy	(nominální)	20,6	5,5	18,7	7,8	7,2	7,5

Tempo růstu **peněžních příjmů domácností** v roce 2000 ve srovnání se stejným obdobím roku 1999 nadále poklesne především z důvodu nižší dynamiky růstu příjmů z mezd a sociálních příjmů. Dynamika růstu příjmů z mezd se vzhledem k zastavení mzr. poklesu agregátní zaměstnanosti (rok 1999 –1,5 %, rok 2000 –1,2 %) podstatně přiblíží k mzr. růstu průměrné nominální mzdy. Nižší dynamika růstu sociálních příjmů bude způsobena nižšími příjmy z dávek v nezaměstnanosti a z dávek sociální podpory (příspěvek na teplo, nájem v souvislosti s nižší úrovní deregulace). Nejistota je vysoká u predikce tzv. ostatních příjmů.

Ve vývoji **zaměstnanosti** i nezaměstnanosti v roce 1999 očekávat mzr. pokles o 1,5 % a v roce 2000 pokles o 1,2 %. (Předpoklad vychází z demografického vývoje v obou letech, z předpokladu vývoje HDP při mírném růstu produktivity v důsledku postupující podnikové restrukturalizace stejným tempem jako dosud,s přihlédnutím na některá krátkodobá opatření v rozpočtových organizacích (posílení novými zaměstnanci na úřadech práce). Průměrná **míra nezaměstnanosti** se bude pohybovat v roce 2000 na úrovni roku 1999, tj. na úrovni

10 %. Dojde k vyššímu sociálnímu ohrožení – strukturálním změnám nezaměstnanosti, z trhu práce budou postupně vytlačováni absolventi škol, mladiství, osoby se změněnou pracovní schopností, cizinci a ženy, především s malými dětmi.

Při stagnaci, event. mírném uvažovaném růstu HDP v roce 2000 (+1,0 %) nelze očekávat zásadnější zvrat současného trendu na trhu práce. Tento problém lze ztlumit opatřeními na podporu investic, které by mohly zvýšit jejich příliv ze zahraničí, podporu rekvalifikace, přísnějšími opatřeními pro zaměstnávání cizinců a vytvářením podmínek pro zvýšení mobility pracovní síly.Při predikci na rok 2000 je nutno vzít v úvahu i opatření připravované vládou a MPSV pro rok 1999. V současné době se připravují programy revitalizace, MPSV zpracovává materiál s návrhem opatření ke ztlumení negativních tendencí ve vývoji na trhu práce. MPSV uvažuje pro rok 1999 vyčlenit půl miliardy Kč (navíc k 1 mld. Kč na aktivní politiku nezaměstnanosti) mezi navrhované kroky patří např. :

- posílení úřadů práce novými zaměstnanci v oblastech s vysokou nezaměstnaností,
- razantnější kontroly nelegálního zaměstnávání cizinců,
- zvažuje se vízová povinnost pro některé východní země, např. Ukrajinu,
- založení dalších průmyslových zón pro zahraniční investory.

Podle MPSV lze navrhovanými opatřeními snížit nezaměstnanost přibližně o cca 1 % tj. což představuje 50 tis. osob.

11. Ceny výrobců, dovozní ceny

Meziroční růst cen průmyslových výrobců v roce 1999 se bude pohybovat v prvních třech čtvrtletích kolem 0 - 2 % , ve 4. čtvrtletí by měl zrychlit na cca 2 – 4 %. Meziroční růst cen průmyslových výrobců ke konci 1. čtvrtletí 2000 odhadujeme na 4,0 až 6,0 %, ke konci roku 2000 v intervalu 3,9-6,5%. (střed 5,2%). Dovozní ceny budou – při očekávané stagnaci světových cen a velmi slabé inflaci v zemích obchodních partnerů závislé především na vývoji kursu – při udržení referenčního scénáře by mzr. růst dovozních cen v roce 2000 byl velmi slabý a působil by příznivě na vývoj cen průmyslových výrobců.

Ceny výrobců budou v roce 2000 ovlivněny následujícími faktory:

- úroveň poptávky v roce 1999 zůstane velmi slabá, v první polovině roku 2000 dojde jen k velmi mírnému oživení její dynamiky
- bude se snižovat nákladový tlak ostatních faktorů, především mzdových
- vliv růstu meziročních dovozních cen v druhé polovině roku 1999 se projeví v roce 1999 z důvodu chabé poptávky pouze mírně, hlavní dopad do PPI lze očekávat v roce 2000 v souvislosti s předpokládaným slabým oživením poptávky
- predikce PPI a jeho komponent pro rok 2000 vychází z kursu 37,2-38,7 Kč/EUR (střed 38,1 Kč/EUR) a ze splnění predikce v intervalu na rok 1999, přičemž pokud se bude pohybovat PPI v letošním roce spíše v dolní části predikce, lze očekávat v roce 2000 spíše příklon k horní hranici intervalu predikce vlivem prodloužení zpoždění vlivu růstu dovozních cen způsobené nižší poptávkou a přesunutí tohoto vlivu do roku 2000, jednak též z důvodu nižší srovnávací základny roku 1999.

Ceny zemědělských výrobců v roce 2000 budou ovlivněny zejména:

- nižší srovnávací základnou minimálně počátku roku 1999, pravděpodobně i částečně nižší celoroční základnou
- alespoň částečným uplatněním opatření (zvýšení cel na některé komodity) proti subvencovaným dovozům z EU a tím vytvořením tlaku na růst cen
- silným tlakem zemědělských prvovýrobců na růst CZV z nákladových důvodů
- proti růstu cen bude nadále působit vliv koncentrace v maloobchodu a v potravinářském průmyslu
- cenová úroveň výrobků rostlinné výroby byla v posledních 2 letech na nízké úrovni, je pravděpodobný alespoň mírný nárůst
- všechny tyto předpoklady platí za předpokladu, že CZV se budou pohybovat v roce 1999 v pásmu námi predikovaného intervalu, jako značně rizikový faktor predikce působí především vliv náhlého přílivu subvencovaných produktů, který nelze dopředu odhadnout a dále vliv přírodních faktorů (na rostlinnou produkci)

Shrnutí aktuálního ekonomického a měnového vývoje

1. Shrnutí trendů

(jen nové informace od poslední situační zprávy)

V únoru pokračoval dosavadní příznivý vývoj spotřebitelských cen. *Čistá inflace* poklesla v únoru meziměsíčně o 0,1 % a meziročně dosáhla hodnoty –0,1 %. Index spotřebitelských cen (CPI) v únoru meziměsíčně stagnoval a meziročně dosáhl 2,8 %. Míra inflace činila v únoru 8,9 %.

Podle definitivních údajů dosáhl přírůstek *peněžní zásoby* ke konci roku 1998 5,2 %. V prosinci 1998 došlo k výraznému poklesu úvěrové emise o 23 mld. korun. Tento však byl spojen s restrukturalizací úvěrového portfolia velkých bank (IPB,KB,ČS) a neměl vliv na množství peněz v ekonomice. V lednu byl zaznamenán výrazný nárůst meziročního přírůstku M2 na 8,8 % (v únoru podle velmi předběžných údajů z denního hlášení 9,3 %). Tento vývoj však není odrazem uvolňování měnové politiky. Na zvýšení přírůstku se podílely především technické faktory tj. přesuny peněz mezi agregáty M2 a L a návrat peněz, dočasně zadržených před koncem roku 1998 na účtech platebního styku, mezi vklady. Úvěrová emise zůstává stále velmi nízká. Výraznější přírůstek volnoměnových úvěrů v lednu ve výši 8 mld. korun, byl v únoru kompenzován poklesem prakticky ve stejném rozsahu. Korunová úvěrová emise od počátku roku do konce února představuje podle předběžných údajů pouze cca 2 mld. korun. Předpověď růstu peněžní zásoby 6 – 7 % pro rok 1999 neměníme.

Na peněžním trhu se po posledním snížení úrokových sazeb centrální bankou úrokové sazby stabilizovaly těsně nad hodnotou 8 %. Výnosová křivka má velmi mírně pozitivní tvar (spread 1T – 1 R činí 0,1 procentní bod. Úrokový diferenciál mezi korunou a eurem i USD zůstává stabilní, pohybuje se podle délky splatnosti od 2,6 do 2,9 procentního bodu vůči dolaru a 4,7 až 4,9 procentního bodu vůči euru.

Klientské sazby z bankovních úvěrů se postupně přibližují výnosové hladině *úrokových sazeb* PRIBOR. Např. KB od 5.března dále snížila tzv. referenční sazbu na 9,8 %, tj. její vzdálenost od sazby 1 T PRIBOR se přibližuje standardní výši cca 1,5 procentního bodu. Předpokládáme, že úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů se budou stabilizovat na úrovni 9 až 10 %. Úměrně tomu postupně klesají sazby z vkladů, které však vzhledem k nízké aktuální i očekávané míře inflace ke konci t.r. dosahují v reálném vyjádření stále pozitivních hodnot (rovněž však dochází k poklesu).

Reálné *úrokové sazby* (1 T PRIBOR, vzhledem k absenci informace o aktuálním vývoji deflátoru HDP byl použit CPI) dosahují v současnosti cca 5 %. Při použití přístupu ex ante, tj. očekávaného vývoje CPI ke konci t.r. a pro únor 2000, by měla reálná úroková sazba 1 T PRIBOR dosáhnout cca 3 %, resp. 0,5 %. Reálná úroková sazba pro sektor průmyslu (na základě PPI) pak dosahuje při stejném přístupu 8 %, 4,5 % a cca 3 %. Vzhledem k očekávanému vývoji cenové hladiny tak lze očekávat při stabilitě nominálních úrokových sazeb jejich postupný pokles v reálném vyjádření.

Státní rozpočet vykázal ke konci února přebytek 7,3 mld. korun. Ve srovnání se stejným obdobím roku 1998 je tento přebytek vyšší o 2,5 mld. korun. Příčinou většího přebytku je pokračující restrikce na výdajové straně podpořená regulačním omezením v oblasti běžných výdajů v 1.čtvrtletí (možno čerpat pouze 22,5 % rozpočtovaných výdajů, omezení neplatí pro mandatorní výdaje). Výdaje zůstávají nominálně pod skutečností minulého roku. Na straně

příjmů je patrný pokračující výpadek ve srovnání s alikvótou (14 mld. korun), ale i s hodnotami dosaženými ve stejném období roku 1998 (pokles o 1 procentní bod). Výpadek je koncentrován především do výpadku spotřebních daní.

Míra *nezaměstnanosti* ke konci února 1999 vzrostla na 8,3 % (ke konci ledna 8,1 %).

2. Vliv vnějšího prostředí

Ceny surovin a potravin na světovém trhu v únoru zhruba stagnovaly. Tento vývoj byl patrný u většiny položek včetně váhově nejdůležitějších energetických surovin. K významnějšímu poklesu cen dochází jen u obilnin, kakaa a některých kovů. Vzestup cen je patrný u bavlny a zinku. V prvním březnovém týdnu se zvýšily ceny ropy světových trzích zhruba o 1 dolar za barel tj. cca o 10 %. To vzhledem k její velké váze znamená, že na počátku března dochází k mírnému růstu cen surovin na světových trzích proti předcházejícímu měsíci. K mírnému růstu cen surovin a potravin na světových trzích však došlo i v březnu a dubnu loňského roku. Na evropském trhu se v současnosti opět koncentrují značné zemědělské přebytky (hovězí maso, vepřové maso, obilniny, cukr, mléko). Nedostatečně rozvinutý systém ochrany zemědělského trhu v ČR může způsobit nárůst dovozů těchto potravin do ČR. Díky značným subvencím se mohou pohybovat dovozní ceny hluboko pod úrovní tuzemských. Vzhledem k velké váze uvedených potravin v cenovém indexu by zvýšený dovoz mohl výrazně ovlivnit cenový vývoj v nejbližším období.

Signály o zpomalování hospodářského růstu ve světě lze na základě nových informací dokumentovat následujícími novými údaji o vývoji u našich významnějších partnerů ve střední Evropě:

- výrazné zvyšování deficitu běžného účtu platební bilance v Polsku na očekávaných 5 až 6 % HDP v letošním roce a zpomalení růstu hrubého domácího produktu z hodnot kolem 5 % na 2 až 4 % v letošním roce (rozdíly v predikci různých institucí), doprovázeného mírným poklesem průmyslové výroby a růstem nezaměstnanosti.

- na Slovensku došlo v prosinci 1998 poprvé k poklesu průmyslové výroby o 1,7 % , přičemž průměrný růst v roce 1998 dosáhl 5,6 %. Predikce hospodářského růstu se pohybují od 0 do 2%.

- podle definitivních údajů poklesl HDP Německa ve 4.čtvrtletí 1998 o 0,4 %, hospodářský růstu za rok 1998 dosáhl 2,5 %.

Trend postupného snižování úrokových sazeb v Evropě pokračoval i na počátku března, dne 3. března norská centrální banka snížila svou základní sazbu ze 7,5 % na 7,0 %, den předtím dánská centrální banka snížila svou základní sazbu z 3,5 % na 3,4 %.

3. Prognózy ČNB a její změny od minulé situační zprávy

V návaznosti na depreciaci koruny vůči VSM oproti počátku roku o cca 7 % měníme predikci běžného účtu platební bilance b.c. na rok 1999 z očekávaného deficitu ve výši 1 až 2 % HDP na 0,0 až 1,0 %.

	Aktuální predikce
Čistá inflace (12/99)	2,7- 5,4 %
CPI (12/99)	4,2 – 6,2 %
Míra inflace (12/99)	3,6 %
HDP (1999)	- 2,0 až + 1 %
Nezaměstnanost (12/99)	10 %
Průměrná mzda nominální (1999)	9,4 %
Peněžní příjmy domácností (1999) (nominální)	6,8 %
M2	6,0 – 7,0 %
Běžný účet (1999)	-14 mld.korun (předcházející predikce -31 mld.korun)

4. Měnově politická úvaha

Tendence prohlubování poklesu hospodářské aktivity pokračovala podle dílčích údajů i ve 4.čtvrtletí 1998, a i pro 1.čtvrtletí 1999 je očekáván hospodářský pokles. Tendence růstu nezaměstnanosti se v posledním období spíše zvyšuje. Naproti tomu vývoj inflace zůstává i nadále velmi příznivý. Oslabení koruny na počátku roku se zatím v cenovém vývoji výrazněji neprojevuje. Proti promítnutí oslabení kurzu koruny do inflace působí zejména slabá domácí poptávka, silný konkurenční boj mezinárodních obchodních řetězců na českém trhu a značné potravinářské přebytky na domácím i světovém trhu. Korunová úvěrová emise zůstává i nadále velmi slabá a ve střednědobém horizontu (1 rok) není předpoklad jejího výraznějšího oživení. Případné snížení úrokových sazeb, které navrhujeme, s vysokou pravděpodobností výrazněji neovlivní vývoj úvěrové emise. Mělo by však, při předpokládaném promítnutí do klientských sazeb, vést k mírnému snížení úrokového zatížení firem a možná i částečně, pravděpodobně ne příliš významně, omezit sklon obyvatelstva k tvorbě úspor a stimulovat růst spotřeby.

Sílící riziko uvolnění fiskální politiky vnímáme v současnosti v širším kontextu. Z vývoje prvních dvou měsíců letošního roku je patrné, že vláda se snaží o přiměřenou restrikci výdajů. Problém fiskální nerovnováhy je do značné míry ovlivněn cyklickým poklesem příjmů a náklady spojenými s restrukturalizací ekonomiky (např. úhrada ztráty Konsolidační banky, realizace státních garancí), které nepovedou k růstu domácí poptávky. Navíc fiskální expanze bude do značné míry kompenzovat „zamrzlý" úvěrový kanál.

Relativně vysoký růst průměrné mzdy v letošním roce bude částečně eliminován poklesem zaměstnanosti a vývojem ostatních příjmů. Z hlediska poptávkových tlaků je relevantní vývoj reálných příjmů. Ten bude výrazně nižší než růst průměrné mzdy. Nepředpokládáme, že by v podmínkách poměrně rychlého růstu nezaměstnanosti a růstu sociálních nejistot došlo k výraznějšímu růstu spotřeby domácností.

Stabilita případně další pokles světových cen surovin a potravin, značné přebytky potravin a vysoká konkurence na trhu budou tlumit nákladové inflační tlaky pramenící s vývoje kurzu a růstu mezd v letošním roce. Také dosavadní vývoj inflace, který podle našich zkušeností významně ovlivňuje inflační očekávání, by mohl budoucí vývoj inflace pozitivně ovlivnit.

Ve srovnání se situací před 14 dny je výrazně odlišná situace na devizovém trhu. Pravděpodobně hlavní důvod neakceptace návrhu na snížení sazeb byl tehdejší vývoj kurzu koruny, který se pohyboval nad 38 Kč/euro s poměrně značnými výkyvy, odrážejícími nejistotu trhu. Snížení sazeb v této době mohlo vést k nadměrnému krátkodobému oslabení koruny a promítnout se do růstu cen dováženého zboží protože obchodníci by již nebyli schopni tlumit dopady kurzového vývoje v rámci svých marží (viz např. prohlášení majitelů cestovních kanceláří, že nebudou měnit ceny zájezdů pokud nepoklesne koruna pod 20 Kč/DEM). V současné době je devizový trh stabilní s tendencí k mírné apreciaci koruny. To se odrazilo v jejím posílení až na hodnotu 37,50 Kč/euro. V případě že by nedošlo k úrokové korekci, není vyloučené, že by došlo k dalšímu posilování koruny a atakování hranice 37 Kč/euro. Posilování koruny za tuto hranici již považujeme za nežádoucí, neboť by, podobně jako tomu bylo v minulém roce, mohlo ohrozit konkurenceschopnost českých exportérů, kteří jsou navíc ve srovnání s rokem 1998 v podstatně složitější situaci z hlediska zahraniční poptávky. Posilování kurzu by mohlo bránit vývozu méně sofistikovaných výrobků s nižší přidanou hodnotou, které však zpravidla výrazně ovlivňují saldo obchodní bilance (nízká dovozní náročnost). Je třeba vzít v úvahu, že očekávaná přibližná rovnováha běžného účtu platební bilance je dosahována v období silného poklesu domácí poptávky, kdy by defacto mělo docházet k přebytkům. Apreciace kurzu by v delším časovém horizontu mohla vést opět k prohlubování vnější nerovnováhy a někdy v budoucnu vyvolat potřebu skokového přizpůsobení kurzu koruny vývoji základních makroekonomických veličin, s jednorázovým dopadem do inflace vedoucím k ohrožení splnění inflačního cíle v příslušném roce.

5. Návrh opatření

Na základě vyhodnocení hospodářského a měnového vývoje a prognózy faktorů inflace na rok 1999 doporučuje měnová sekce Bankovní radě ČNB provést následující změny nastavení úrokových sazeb :

a) snížení limitní úrokové sazby pro 2 T repo operace z 8 % na 7,5 %
b) snížení diskontní sazby ze 7,5 % na 6 %
c) snížení lombardní sazby z 12,5 % na 10 %