



ZPRÁVA O INFLACI

ŘÍJEN 1998

OBSAH:

I. SHRNU TÍ	1
II. VÝVOJ INFLACE	3
III. ZÁKLADNÍ INFLAČNÍ FAKTORY	7
III.1 Měnový vývoj	7
III.1.1 Peněžní agregáty	7
III.1.2 Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem	9
III.1.3 Úrokové sazby	10
III.1.3.1 Krátkodobé úrokové sazby	11
III.1.3.2 Dlouhodobé úrokové sazby	14
III.1.3.3 Klientské úrokové sazby	15
III.1.4 Devizový kurz	15
III.1.5 Kapitálové toky	17
III.2 Poptávka a nabídka	18
III.2.1 Vztah poptávky a nabídky	18
III.2.2 Domácí poptávka	19
III.2.2.1 Spotřeba domácností	20
III.2.2.2 Investice	21
III.2.2.3 Spotřeba vlády	23
III.2.3 Čistá zahraniční poptávka	23
III.2.4 Výstup	25
III.3 Trh práce, příjmy domácností	27
III.3.1 Vývoj mezd a příjmů	27
III.3.2 Zaměstnanost a nezaměstnanost	31
III.4. Ostatní nákladové indikátory	32
III.4.1 Ceny výrobců	32
III.4.2 Světové ceny surovin, dovozní ceny	33
IV. OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY A INFLAČNÍ VÝHLED	35
IV.1 Vývoj inflace a její determinanty - shrnutí hlavních tendencí	35
IV.2 Reakce měnové politiky	36
IV.3 Faktory budoucí inflace	38
IV.4 Prognóza inflace	39
ZÁZNAMY Z JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY ČNB	40
Záznam z jednání Bankovní rady dne 30. července 1998	40
Záznam z jednání Bankovní rady dne 13. srpna 1998	41
Záznam z jednání Bankovní rady dne 27. srpna 1998	43
Záznam z jednání Bankovní rady dne 24. září 1998	44

TABULKOVÁ PŘÍLOHA

Tab. č. 1a	Vývoj inflace	45
Tab. č. 1b	Vývoj inflace	46
Tab. č. 2	Spotřebitelské ceny	47
Tab. č. 3a	Čistá inflace	48
Tab. č. 3b	Položky vylučované z CPI pro výpočet „čisté inflace“	49
Tab. č. 4	Spotřebitelské ceny v členění na obchodovatelné a neobchodovatelné	50
Tab. č. 5	Mezinárodní přehled - spotřebitelské ceny	51
Tab. č. 6	Měnový přehled	52
Tab. č. 7	Vývoj úvěrové emise	53
	Členění úvěrů dle času, sektorů a druhů	53
Tab. č. 8	Úrokové sazby z mezibankovních vkladů	54
Tab. č. 9	Úrokové sazby FRA	55
	Úrokové sazby IRS	55
Tab. č. 10	Reálné úrokové sazby	56
Tab. č. 11	Úrokové sazby obchodních bank	57
Tab. č. 12	Platební bilance	58
Tab. č. 13	Investiční pozice vůči zahraničí	59
Tab. č. 14	Zahraniční zadluženost	60
Tab. č. 15	Devizový kurz	61
Tab. č. 16	Státní rozpočet	62
Tab. č. 17	Kapitálový trh	63
Tab. č. 18	Měnově politické nástroje ČNB	64
Tab. č. 19	Makroekonomické agregáty	65
Tab. č. 20	Běžné příjmy a výdaje domácností	66
Tab. č. 21	Produkce	66
Tab. č. 22	Ceny výrobců	67

vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
NA PŘÍKOPĚ 28
115 03 PRAHA 1
ČESKÁ REPUBLIKA

kontakt:
ODBOR VEŘEJNÝCH INFORMACÍ
tel.: 02/2441 3585
fax: 02/2441 3070
<http://www.cnb.cz>

sazba a tisk: PRATR Trutnov

I. SHRnutí

Během třetího čtvrtletí 1998 akceleroval proces desinflace. Došlo k tomu v důsledku pokračujícího oslabování inflačních tlaků jak na straně poptávky, tak na straně nabídky. Zářijové hodnoty cenových indexů dosáhly nejnižších hodnot od počátku roku. Meziroční index čisté inflace poklesl z 6,5 % v červnu na 4,3 % v září. K poklesu tempa růstu čisté inflace významně přispěl sezónně podmíněný vývoj na trhu potravin, který byl mnohem příznivější než v roce 1997. Nižší čistá inflace a menší rozsah červencového zvýšení regulovaných cen (ve srovnání s červencem 1997) byly hlavními příčinami zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen. Tempo růstu meziročního indexu spotřebitelských cen pokleslo z 12 % v červnu na 8,8 % v září.

Podmíněné prognózy cenového vývoje ČNB ukazují, že čistá inflace koncem roku 1998 bude podstatně nižší, než dolní hranice inflačního cíle. Desinflace v průběhu třetího čtvrtletí 1998 byla strmější, než jak naznačovala prognóza ČNB v červencové Zprávě o inflaci. Příčinou tohoto vývoje byl jednak mimořádně příznivý vývoj externích faktorů působících v souhrnu intenzivně protiinflačně, jednak silný tlak restriktivní fiskální a měnové politiky. K nejdůležitějším externím faktorům patřil vývoj cen na světových trzích, který spolu s apreciací kurzu koruny ve třetím čtvrtletí vedl k poklesu dovozních cen. Při absenci tohoto nepředvídaného vlivu by se výsledná míra čisté inflace pohybovala na dolní mezi stanoveného cílového intervalu nebo mírně pod ní. Výrazný pokles domácí poptávky významně omezil prostor pro prosazování nákladových tlaků. Ve směru poklesu inflace působilo rovněž formování inflačních očekávání, měnový vývoj, růst nezaměstnanosti a vývoj většiny nákladových faktorů.

Pokles domácí poptávky byl nejsilnějším protiinflačním faktorem endogenního charakteru. Započal ve třetím čtvrtletí 1997, pokračoval i ve druhém čtvrtletí 1998 a byl výsledkem restriktivních politik zaměřených na obnovu vnější rovnováhy, na nastolení udržitelných makroekonomických proporcí a také na dosažení desinflačních záměrů ČNB. Pokles konečné domácí poptávky (bez vlivu zásob) akceleroval z - 2,1 % v prvním čtvrtletí na - 4,6 % ve čtvrtletí druhém a jeho nejvýznamnější příčinou byl pokles spotřeby domácností o 7 %. I když byl tento pokles ovlivněn vysokou srovnávací základnou stejného období roku 1997, velký význam mělo pokračující snižování disponibilních příjmů domácností a měnící se chování spotřebitelů v posledních čtvrtletích. To se také projevilo v růstu míry úspor. Protože pokles hrubé tvorby fixního kapitálu rovněž akceleroval (z - 2,5 % v prvním čtvrtletí na - 4,1 % ve druhém čtvrtletí 1998), mírný vzestup výdajů státu (o 0,6 %) a poměrně příznivý vývoj čistého exportu pouze částečně eliminovaly celkový pokles hospodářské aktivity. V důsledku tohoto vývoje hrubý domácí produkt poklesl ve druhém čtvrtletí, podle odhadu ČSÚ, o 2,4 %.

Také měnový vývoj ve třetím čtvrtletí 1998 byl odrazem restriktivních makroekonomických politik. Vývoj peněžních agregátů se v červenci a v srpnu, podobně jako v předcházejících měsících, vyznačoval nízkým růstem, a to jak v nominálním, tak v reálném vyjádření. Průměrný nominální růst agregátu L se pohyboval přibližně na úrovni růstu nominálního HDP a agregát M2 rostl pomaleji. Výrazný pokles nominálních úrokových sazeb, probíhající po celý rok 1998, nevedl k výraznějšímu oživení úvěrové emise, čemuž bránil velmi obezřetný přístup bank k poskytování nových úvěrů. Protože ve třetím čtvrtletí došlo k rychlejšímu poklesu inflace než nominálních úrokových sazeb, reálné úrokové sazby vesměs rostly.

Zrychlující se pokles tempa růstu spotřebitelských cen i čisté inflace vytvářel v průběhu třetího čtvrtletí 1998 příznivé podmínky pro zlepšování inflačních očekávání. O pokračujícím oslabování inflačních očekávání svědčil vývoj sklonu výnosových křivek, který během roku 1998 přešel od pozitivního k negativnímu tvaru s tendencí ke zrychlování poklesu na delším konci v posledních měsících.

K výrazným změnám dochází na trhu práce. Akcelerující růst nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 1998 svědčí o zrychlující se restrukturalizaci, což, spolu s cyklickým poklesem, vede k narůstání převisu poptávky po práci nad její nabídkou, ke zhoršování pozice uchazečů o práci při mzdovém vyjednávání a ke slábnutí nákladových tlaků ze strany mezd.

K urychlení desinflačního procesu ve třetím čtvrtletí přispíval mimořádně příznivý vývoj většiny nákladových inflačních faktorů. Již zmíněná apreciacie nominálního kurzu koruny ve třetím čtvrtletí a přetrvávající pozitivní inflační diferenciál se odrazily v posilování reálného kurzu koruny a ve zlevňování dovozů. Přesto, že došlo v posledním období ke snížení předstihu tempa růstu deflátoru HDP před růstem jednotkových mzdových nákladů, ČNB se nedomnívá, že dojde k výraznému zesílení mzdové inflačních tlaků. Celkově se vývoj ve výrobní sféře odrazil v dalším zpomalení růstu cen výrobců, které jsou souhrnným indikátorem nákladových tlaků. Meziroční tempo růstu indexu cen výrobců pokleslo z 5,6 % v červnu na 3,7 % v září. Dlouhodobější trend poklesu inflace se projevuje také u cen stavebních prací a cen zemědělských výrobců.

Rozhodovací horizont ČNB ohledně nastavení měnové politiky v průběhu třetího čtvrtletí opustil krátkodobý cíl stanovený na konec roku 1998 a zaměřil se na vývoj inflace v roce 1999. Příznivý vývoj faktorů čisté inflace ve druhém a třetím čtvrtletí a především podmíněné prognózy inflace na druhou polovinu roku 1998 a na rok 1999 naznačovaly existenci určitého prostoru pro snižování úrokových sazeb. Jak již bylo zmíněno v červencové Zprávě o inflaci, ČNB ke snižování sazeb přistoupila až počínaje červencem. Došlo k tomu ve třech krocích v červenci, v srpnu a v září, pokaždé o 0,5 procentního bodu, takže celkové snížení činilo 1,5 p.b. z 15 % v červenci na 13,5 % v září. Kromě těchto změn ČNB snížila s platností od 14. srpna diskontní sazbu z 13 % na 11,5 % a lombardní sazbu z 19 % na 16 %. S účinností od 30. července ČNB rovněž snížila sazbu povinných minimálních rezerv z primárních vkladů z 9,5 % na 7,5 %.

Podmíněná prognóza inflace na konec roku 1998 vychází z předpokladu přetrvávání dosavadního příznivého vývoje většiny nákladových a poptávkových faktorů. Na základě vyhodnocení těchto vlivů a relevantních zpoždění vlivu jednotlivých ekonomických veličin na cenový vývoj, ČNB očekává, že se čistá inflace ke konci roku 1998 bude pohybovat pod úrovní 4 %. K poklesu čisté inflace pod cílový interval dojde především v důsledku nečekaně silného působení exogenních faktorů a také útlumu domácí poptávky. S ohledem na váhu exogenních faktorů, ČNB nepovažuje nižší než cílovou inflaci na konci roku 1998 za výraznější odchylku od střednědobé trajektorie desinflačního procesu. Utlumení růstu čisté inflace se promítá i do růstu indexu spotřebitelských cen, který by se měl ke konci roku 1998 pohybovat mírně nad úrovní 8 %. Průměrná roční míra inflace bude nižší než 11 %.

Na základě podmíněné prognózy inflace pro konec roku 1999 ČNB očekává stabilizaci, popřípadě jen velmi mírné oživení růstu čisté inflace, což odpovídá předpokládanému mírnému posílení nákladových tlaků a stagnaci poptávky. Očekávaný vývoj čisté inflace v roce 1999 svědčí o reálnosti splnění střednědobého inflačního cíle stanoveného pro konec roku 2000, kterým je interval 3,5 až 5,5 %. V důsledku vládou plánovaného zvolnění tempa zvyšování regulovaných cen v roce 1999 ČNB očekává pokles tempa růstu spotřebitelských cen. Meziroční růst indexu spotřebitelských cen by měl v roce 1999 činit přibližně 6,5 %. V průběhu roku 1999 by mělo proto dojít ke sblížení tempa růstu indexu spotřebitelských cen a čisté inflace.

II. VÝVOJ INFLACE

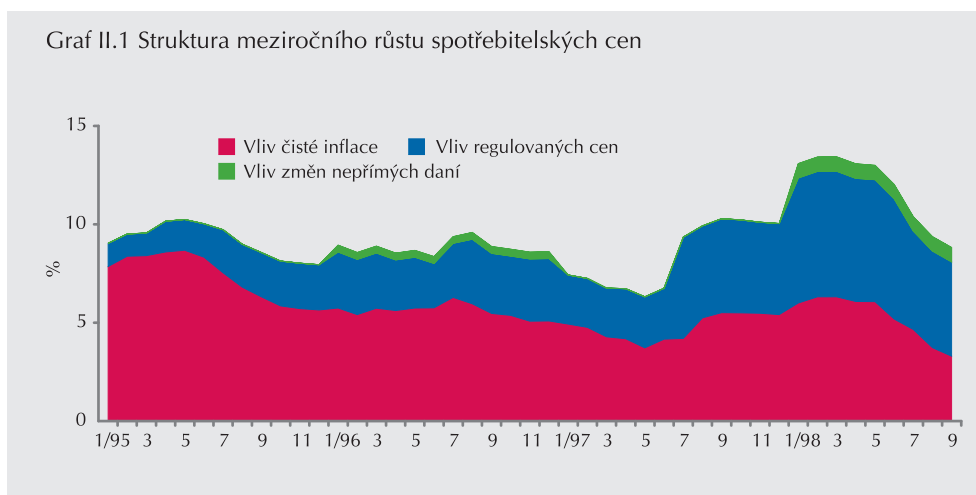
Ve třetím čtvrtletí 1998 pokračoval desinflační vývoj započatý ve čtvrtletí druhém. K tomuto vývoji dochází po předchozím dočasném zrychlení cenového růstu na počátku roku 1998. Hodnota meziročního růstu spotřebitelských cen (CPI) kulminovala v březnu (13,4 %). Počínajíc dubnem se snižovala, v červnu dosáhla 12 %. V průběhu třetího čtvrtletí dále klesala a v září činila 8,8 %. Tento příznivý vývoj spotřebitelských cen byl výsledkem jak výrazného snížení meziročního růstu čisté inflace, tak i nižšího meziročního růstu regulovaných cen (Tab. II.1).

Výraznější zrychlení růstu spotřebitelských cen na počátku roku 1998 (v únoru a březnu až o 3,4 procentního bodu proti konci roku 1997) bylo především důsledkem růstu regulovaných cen a sazeb nepřímých daní v lednu a částečně také vývoje čisté inflace. Zvýšení meziroční čisté inflace v lednu a únoru bylo ovlivněno dozníváním účinku depreciační kurzu koruny z konce roku 1997, pravděpodobně promítnutím vyšších nákladů vyvolaných úpravami regulovaných cen a především spotřebních daní k 1.1.1998 a dále i nepříznivým očekáváním dalšího cenového vývoje. Zastavení cenového růstu v březnu a postupný pokles od dubna již signalizoval zklidnění cenového vývoje, což také potvrdil (s výjimkou července) následující postupný pokles meziměsíčních přírůstků cen a meziročních hodnot růstu CPI. Červencová úprava regulovaných cen nedosáhla úrovně úprav těchto cen v roce 1997, takže její realizace nenarušila postupně se prosazující pokles tempa růstu spotřebitelských cen.

Tab. II.1 Základní údaje o spotřebitelských cenách

UKAZATEL	SKUTEČNOST																	
	1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98		7/98		8/98		9/98	
MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	13,1		13,4		13,4		13,1		13,0		12,0		10,4		9,4		8,8	
v tom:	podíl		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	4,91	20,4	4,78
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách		0,73		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	3,73	4,3	3,31
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	1,21	3,1	1,01
- 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	2,53	5,1	2,29
MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	8,9		9,5		10,0		10,5		11,1		11,5		11,6		11,5		11,4	

Graf II.1 Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen



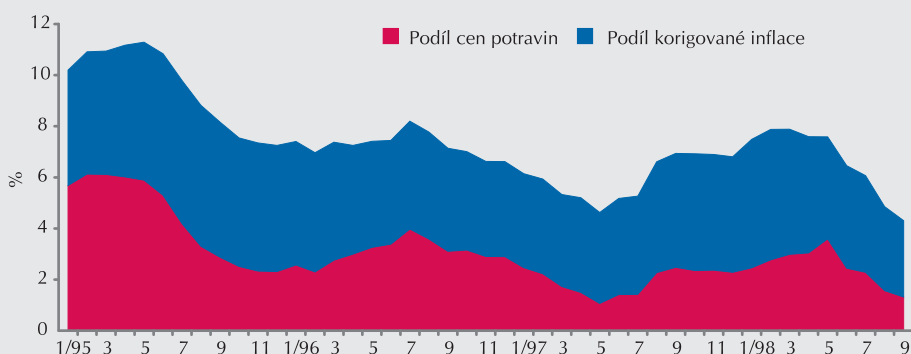
Příznivý vývoj spotřebitelských cen, zejména pozitivní vliv čisté inflace, v průběhu třetího čtvrtletí 1998 dokumentují meziměsíční přírůstky CPI v jednotlivých měsících: vyšší meziměsíční přírůstek CPI v červenci (o 1,9 %) byl pouze důsledkem růstu regulovaných cen, změna čisté inflace se v tomto měsíci již dostala do záporných hodnot. V srpnu spotřebitelské ceny meziměsíčně poklesly o 0,2 %. K tomuto poklesu přispěla záporná čistá inflace při stagnaci regulovaných cen. V září spotřebitelské ceny vzrostly o 0,1 %.

Čistá inflace^{1/}

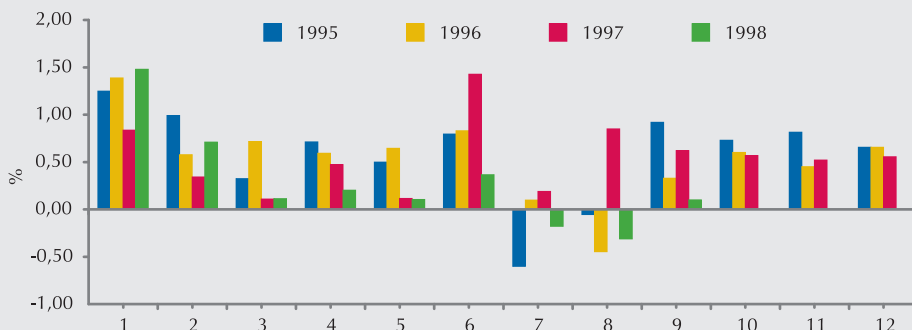
Pokles hodnot meziroční čisté inflace byl ve třetím čtvrtletí 1998 ještě výraznější než ve čtvrtletí předchozím: meziroční čistá inflace se snížila z červnových 6,5 % na 4,3 % v září. Na tomto vývoji se podílel příznivý vývoj cen potravin i nepotravinářského zboží (tj. korigované inflace). Meziroční růst cen potravin^{2/} se snížil z 5,8 % v březnu na 3,1 % v září a u korigované inflace^{2/} došlo ve stejném období k poklesu z 6,9 % na 5,1 %.

Výraznější meziroční pokles čisté inflace ve třetím čtvrtletí 1998 byl výsledkem záporné meziměsíční čisté inflace v prvních dvou měsících čtvrtletí: v červenci meziměsíční čistá inflace dosáhla - 0,2 %, v srpnu - 0,3 %, zatímco v září nepatrně vzrostla o 0,1 %. Tento vývoj byl významně ovlivněn i sezónními vlivy. Sezónně očištěná meziměsíční červencová hodnota čisté inflace dosáhla 0,23 % a srpnová 0,24 %; v září působila sezónnost opačným směrem a sezónně očištěná hodnota dosáhla 0,09 % (propočet ČNB).

Graf II.2 Struktura meziroční čisté inflace



Graf II.3 Meziměsíční čistá inflace v letech 1995 až 1998



1/ Čistá inflace představuje pohyb neregulovaných cen, tj. CPI po vyloučení položek regulovaných cen očištěný dále o vliv nepřímých daní, případně rušení dotací. V rámci čisté inflace se samostatně sleduje a analyzuje vývoj dvou relativně samostatných segmentů, a to cen potravin a korigované inflace (tj. čisté inflace po vyloučení cen potravin)

2/ Po očištění o administrativní vlivy

Pokračující pokles meziroční čisté inflace ve třetím čtvrtletí 1998 byl výsledkem působení trvalého souběhu několika faktorů, a to jak poptávkového, tak nákladového charakteru. Vedle klesající domácí poptávky byl zřejmý zejména vliv exogenních faktorů (zejména poklesu světových cen surovin) a pro vývoj inflace příznivého kurzu koruny.

K nejsilnějším endogenním faktorům patřil pokles všech složek domácí poptávky, k němuž došlo v důsledku restriktivní měnové, fiskální a důchodové politiky a dalších vlivů, plynoucích ze změny chování podniků, domácností i bank. Významný byl především pokračující pokles spotřeby domácností, zesílený zejména ve druhém čtvrtletí 1998, v důsledku klesajících reálných příjmů a rostoucího sklonu k úsporám. K utlumení domácí poptávky přispěl i vývoj spotřeby vlády (zahrnující i mzdovou restrikci ve veřejném sektoru) a celkově omezující fiskální politika směřující k mírnému přebytku státního rozpočtu. Poptávka po investicích rovněž dále klesala, zejména v důsledku jejich nedostatečného finančního krytí z podnikových, úvěrových i veřejných zdrojů. Vývoj domácí poptávky byl v souladu s vývojem peněžní zásoby.

Ke zpomalení meziroční čisté inflace v posledních měsících přispěly i nákladové faktory. Zde dominovaly exogenní faktory, působící nezávisle na opatřeních centrální banky. Především zde šlo o příznivý vývoj cen surovin a potravin na světových trzích, zejména cen ropy. Nárazný pokles cen pohonných hmot přispěl přímo ke snížení meziroční čisté inflace o cca 0,5 procentního bodu. Lze předpokládat i jeho zprostředkovaný vliv na vývoj inflace prostřednictvím cen dopravy a nižších nákladů na pohonné hmoty v podnicích. Světové ceny potravin se v některých případech dostaly pod úroveň cen v ČR, což našim výrobcům a prodejcům potravin znemožnilo zvyšování cen (zejména u obilí).

K tlumení inflačních nákladových faktorů přispíval i nominální devizový kurz, který v prvním čtvrtletí 1998 postupně aprecioval a v dalších měsících vykazoval víceméně stabilní vývoj. Také vývoj mezd v uplynulých měsících ovlivňoval nákladovou inflaci příznivým způsobem. Na rozdíl od předchozích let nominální jednotkové mzdové náklady rostly v prvním pololetí 1998 pomaleji než deflátor HDP, což snižovalo mzdové tlaky na růst cen.

Výše uvedené poptávkové i nákladové vlivy přispěly i k příznivému vývoji cen průmyslových výrobců, návazně ovlivňujících vývoj spotřebitelských cen. Vliv těchto faktorů byl částečně oslabován trvalým vyšším růstem cen neobchodovatelných neregulovaných komodit, především služeb.

Regulované ceny a administrativní úpravy cen

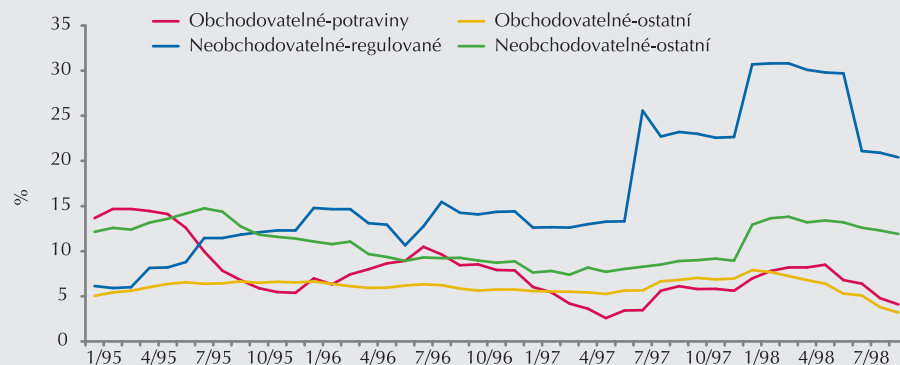
Meziroční růst regulovaných cen poklesl během třetího čtvrtletí 1998 z červnových 29,7 % na 20,4 % v září. Ke zpomalení meziročního růstu došlo, přestože byly s platností od 1. července 1998 provedeny další úpravy cen některých významných položek (elektřina 24,1 %, plyn 22,7 %, nájemné v nájemních bytech 24,5 %). Důvodem byla vyšší dynamika růstu regulovaných cen v červenci předchozího roku. Zatímco v červenci 1997 regulované ceny vzrostly meziměsíčně o 16 %, v červenci roku 1998 zaznamenaly regulované ceny meziměsíční růst pouze o 8,4 %.

Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných komodit^{3/}

V průběhu třetího čtvrtletí 1998 se zpomaloval růst cen jak neobchodovatelných, tak obchodovatelných komodit. K podstatnému sblížení dynamiky jejich růstu však nedošlo. Míra růstu cen neobchodovatelných komodit nadále podstatně převyšovala růst cen obchodovatelných komodit.

3/ CPI = ceny potravin + ceny ostatních obchodovatelných komodit + ceny neobchodovatelných regulovaných komodit + ceny neobchodovatelných ostatních komodit

Graf II.4 Vývoj cen obchodovatelných a neobchodovatelných komodit
(meziroční změny)



Tempo růstu cen obchodovatelných komodit se ve třetím čtvrtletí 1998 ve srovnání s předchozím čtvrtletím meziročně zpomalilo o 2,4 procentního bodu (červenec meziročně 5,7 %, srpen 4,3 %, září 3,7 %). Meziměsíční přírůstky ve všech měsících třetího čtvrtletí 1998 vykazovaly záporné hodnoty (červenec - 0,5 %, srpen - 0,4 %, září - 0,2 %). Podíl obchodovatelných komodit na celkovém meziročním růstu CPI se mezi červnem 1998 a září 1998 snížil o 1,6 bodu na 2,3 procentního bodu koncem září.

Vývoj těchto cen byl ovlivňován mezinárodní konkurencí, k příznivému vývoji přispěla i apreciacie kurzu koruny oproti roku 1997 a pokles domácí poptávky. Tempo růstu cen potravin se ve třetím čtvrtletí 1998 ve srovnání s druhým čtvrtletím 1998 snížilo o 2,7 procentního bodu na 4,1 %. Jejich pokles při stagnaci nákupů potravin v maloobchodě naznačuje i možný vliv nižších cen u rozšiřujícího se počtu obchodů, patřících do velkých obchodních řetězců. Růst cen ostatních obchodovatelných komodit poklesl ve třetím čtvrtletí 1998 oproti předchozímu čtvrtletí o 2,1 procentního bodu na 3,2 %.

Snížení meziročního tempa růstu cen neobchodovatelných komodit bylo ve srovnání s cenami obchodovatelných komodit silnější (ve třetím čtvrtletí 1998 proti druhému čtvrtletí 1998 o 5,5 procentního bodu), nadále byl ale růst cen relativně vysoký (meziročně v červenci 18 %, v srpnu 17,7 %, v září 17,2 %). Z tohoto důvodu byl jejich podíl na celkové inflaci relativně vysoký (6,5 procentního bodu ke konci září). Pokles tempa růstu cen neobchodovatelných komodit byl především důsledkem již zmíněného nižšího rozsahu úprav regulovaných cen v roce 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Pomalejší meziroční pokles tempa růstu cen neobchodovatelných ostatních komodit byl především důsledkem nárůstu cen některých komodit zahrnovaných do této skupiny (kulturní služby, sportovní aktivity) při stagnaci či poklesu cen ostatních komodit.

Tab. II.2 Vývoj cen obchodovatelných a neobchodovatelných komodit

UKAZATEL	SKUTEČNOST																			
	12/97		1/98		2/98		3/98		4/98		5/98		6/98		7/98		8/98		9/98	
MEZIMĚSÍČNÍ RŮST	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Ceny obchodovatelných komodit	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	-0,26	-0,2	-0,09
Ceny neobchodovatelných komodit	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	0,4	0,18
MEZIROČNÍ RŮST	podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl		podíl	
Ceny obchodovatelných komodit	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	3,7	2,30
Ceny neobchodovatelných komodit	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	17,2	6,50

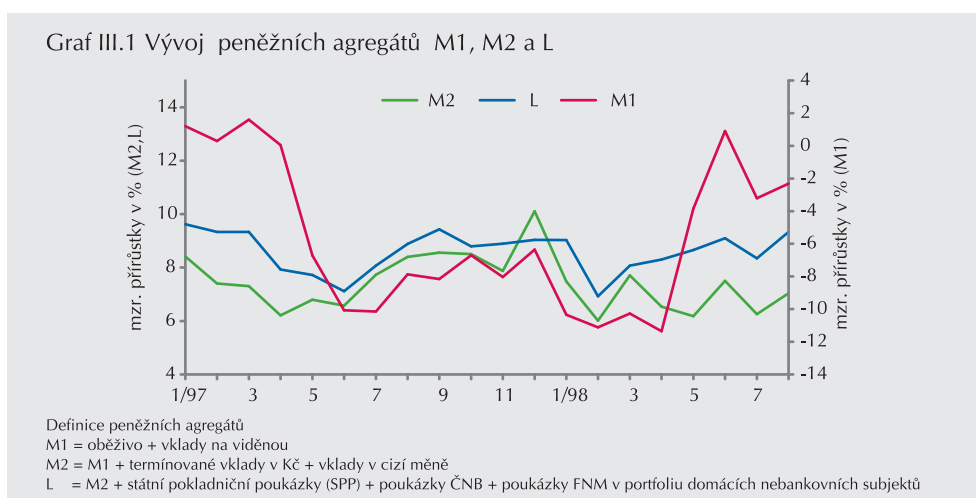
III. ZÁKLADNÍ INFLAČNÍ FAKTORY

III.1 Měnový vývoj

III.1.1 Peněžní agregáty

Vývoj peněžních agregátů se v červenci a srpnu 1998 (i přes mírné urychlení růstu v srpnu) nadále vyznačoval nízkým růstem, a to jak v nominálním, tak i v reálném vyjádření. Průměrné nominální meziroční přírůstky peněžního agregátu M2 se pohybovaly pod úrovní nominálního HDP a peněžního agregátu L zhruba na úrovni růstu nominálního HDP. Vývoj peněžního agregátu M2, který je více spojen s agregátními výdaji v ekonomice, lze hodnotit jako restriktivní, směřující k zajištění procesu desinflace.

Vliv restriktivní měnové politiky byl podpořen fiskální restrikcí, projevující se v přebytkovém hospodaření státního rozpočtu jako důsledek zejména redukce rozpočtových výdajů. Na měnový a ekonomický vývoj působila i mzdová zdrženlivost. Rovněž stagnace úvěrové emise působila na celkově nízký růst množství peněz. Pokles nominálních úrokových sazeb se s ohledem na zvýšenou obezřetnost bank do úvěrové emise nepromítl.



Peněžní agregát M2

V červenci a srpnu 1998 došlo k mírnému zvýšení přírůstků peněžního agregátu M2. Ke zvýšenému růstu došlo především u sezónně očištěného a anualizovaného peněžního agregátu za poslední tři a šest měsíců (Tab. III.1). Růst M2 je však ve vztahu k tvorbě nominálního HDP nadále nízký. Dokládá to i vývoj meziročních přírůstků, u kterých došlo ve srovnání s koncem druhého čtvrtletí 1998 k poklesu o 0,5 procentních bodů.

Tab. III.1 Přírůstky sezónně očištěného peněžního agregátu M2 (%)

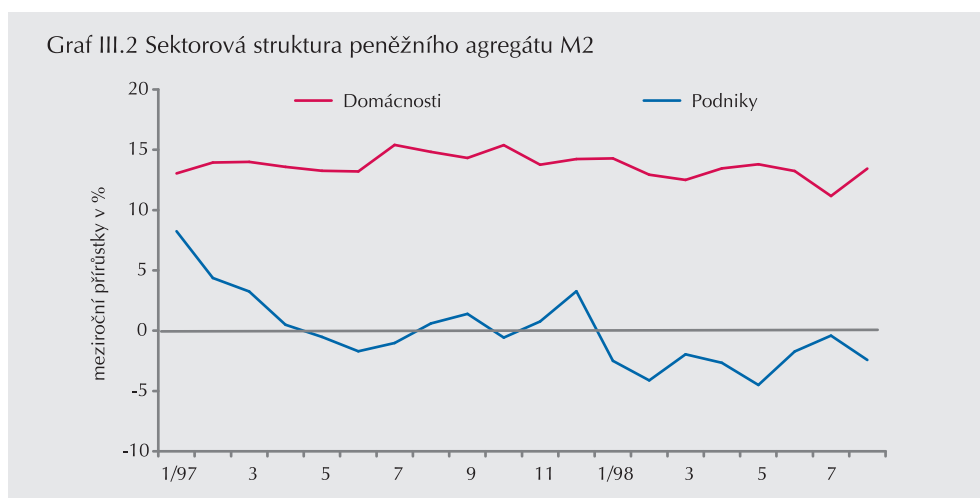
	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
květen 98	1,3	13,5	3,5	6,2
červen 98	2,1	11,3	3,4	7,5
červenec 98	0,1	14,5	9,1	6,3
srpen 98	2,1	18,6	16,0	7,0

Poznámka: Sezónně očištěno dle odchylek od řady vyhlazené metodou centrování klouzavého průměru délky 13.

Sektorová struktura peněžního agregátu M2

Z hlediska sektorové struktury peněžní zásoby i nadále pokračoval pokles meziroční dynamiky vkladů u podnikového sektoru při pokračujícím růstu vkladů v sektoru domácností. Přírůstky peněžní zásoby tak v rozhodující míře byly zaznamenány u sektoru domácností. Nízké přírůstky vkladů u podniků odráží především stagnující úvěrovou emisi bank. Meziroční pokles vkladů a oběživa podnikového sektoru (finanční aktiva) dosáhl koncem srpna 2,4 % ve srovnání s 1,7 % v červnu t. r.

U sektoru domácností došlo v červenci a srpnu 1998 ke zvýšení meziročního přírůstku vkladů a oběživa (finančních aktiv) o 0,2 procentního bodu, tj. na úroveň 13,4 % ke konci srpna. Domácnosti i nadále upřednostňují tvorbu úspor před spotřebou, přičemž tento vývoj přetrvává z prvního a druhého čtvrtletí t. r. Podle posledních známých údajů dosáhla míra úspor domácností^{4/} ve druhém čtvrtletí 1998 15 % a oproti prvnímu čtvrtletí se zvýšila o 3,4 procentních bodů a oproti celoročnímu 1997 o 2 procentní body. V podmínkách snižování reálných příjmů domácností se tak projevuje silnější sklon k preferenci úspor před spotřebou. Přírůstek vkladů domácností se koncentruje především do jednoměsíčních a tříměsíčních vkladů a do stavebního spoření.



Peněžní agregát L

Meziroční přírůstek peněžního agregátu L zůstal ke konci srpna 1998 zhruba na úrovni konce druhého čtvrtletí. K urychlení růstu došlo především na bázi posledního měsíce, tří měsíců a šesti měsíců. Vývoj peněžního agregátu L souvisí s preferencí krátkodobých finančních investic za účelem vyšších výnosů a je z cca 80 % ovlivňován finančními nebankovními institucemi.

Tab. III.2 Přírůstky sezónně očištěného peněžního agregátu L (%)

	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
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	2,0	14,6	16,6	9,3

Poznámka: Sezónně očištěno dle odchylek od řady vyhlazené metodou centrovaného klouzavého průměru délky 13.

4/ Míra úspor dle údajů ČSÚ.

Peněžní agregát M1

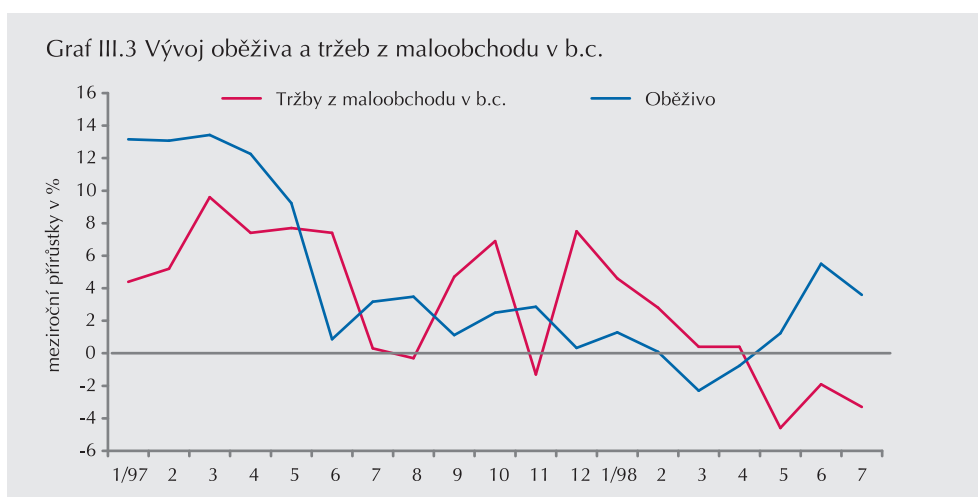
U peněžního agregátu M1 došlo v průběhu července a srpna 1998 k poklesu meziročních přírůstků (-3,2 % resp. -2,3 %). Vývoj nejlikvidnějšího peněžního agregátu odpovídá vývoji investiční poptávky podniků. V samotném měsíci srpnu došlo k urychlení měsíčního přírůstku peněžního agregátu M1, a to jak u podniků, tak i u domácností. U podniků se vysoce transakční peníze zvýšily z titulu vratek daně z příjmu ze státního rozpočtu. U domácností vývoj souvisel se zvýšenou tvorbou úspor, která se odrazila v celkovém poklesu tržeb v maloobchodě.

Tab. III.3 Přírůstky peněžního agregátu M1 (%)

	anualizované za poslední			
	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok
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	4,0	2,5	4,9	-2,3

Poznámka: Sezónně neočištěno z důvodu malé významnosti sezónních faktorů

Poklesu meziročního přírůstku tržeb v maloobchodě vyjádřeného v běžných cenách odpovídal i vývoj hotovostních peněz, které jsou součástí peněžního agregátu M1. Meziroční přírůstek oběživa se za červenec a srpen snížil o cca 2 procentní body.



III.1.2 Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem

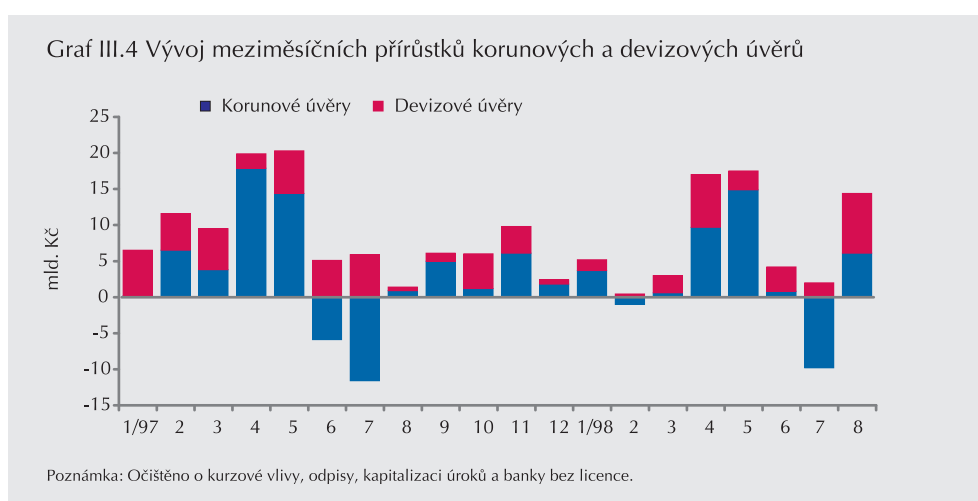
Vývoj úvěrů poskytnutých podnikům a domácnostem byl v červenci a srpnu 1998 charakterizován celkovou stagnací. Nárůst úvěrů uvedený v červencové inflační zprávě byl pouze dočasný. Meziroční přírůstek úvěrů očištěných o odpisy, kapitalizaci úroků, kurzové vlivy a úvěry bank po odebrání licence se za červenec a srpen zvýšil o cca 1 procentní bod a dosáhl 7,2 %. Toto zvýšení se projevilo především v srpnu vlivem technicko-účetní operace ve výši 10,9 mld. Kč (převod peněžních prostředků z cenných papírů do úvěrů). Po zohlednění tohoto vlivu by meziroční přírůstek zůstal na úrovni konce druhého čtvrtletí 1998.

Tab. III.4 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	1,5	1,6	4,0	7,2

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

Z hlediska měnové struktury úvěrů se v červenci a srpnu zvýšily především devizové úvěry, které v absolutním vyjádření vzrostly po očištění o kurzové vlivy o 10,3 mld. Kč. Korunové úvěry očištěné o odpisy, kapitalizaci úroků a úvěry bank po odebrání licence poklesly o 3,8 mld. Kč.



Ve vývoji úvěrové emise v červenci a srpnu 1998 se výrazněji neprojevil pokles nominálních úrokových sazeb v návaznosti na pokles úrokových sazeb ČNB. Zatímco transmisní mechanismus od repo-sazby ČNB k referenčním a následně klientským sazbám bank probíhá v zásadě dle obecně uznávaného schématu, vztah mezi vývojem klientských úrokových sazeb a objemem úvěrů se jeví jako komplikovanější. Nízká citlivost objemu úvěrů a klientských úrokových sazeb je výrazně ovlivněna neúrokovými faktory, mezi kterými působí především obezřetnost bank a s tím spojené podmínky jištění úvěrů, bonita klienta apod. Malá citlivost objemu úvěrů na klientské úrokové sazby je rovněž ovlivněna nízkou rentabilitou značné části podniků.

III.1.3 Úrokové sazby

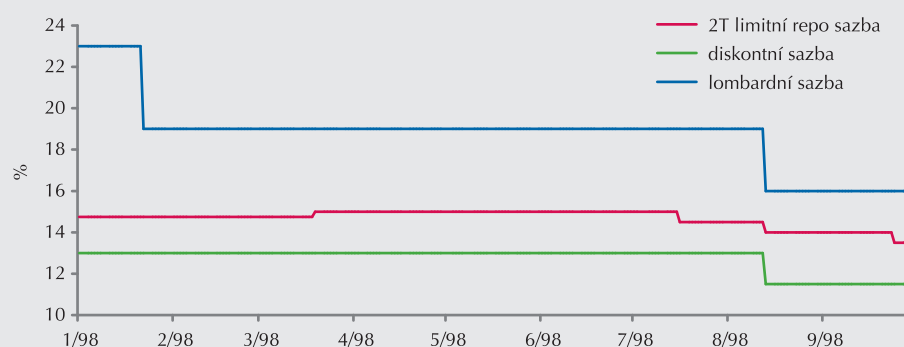
Vývoj úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí probíhal pod vlivem několika faktorů. Přibližně v polovině června odezněl vliv krize na ruském finančním trhu a nejistota spojená s předčasnými volbami v ČR. K tomu se přidaly i další faktory, které přispěly ke zklidnění situace na trhu a poměrně razantnímu poklesu sazeb prakticky ve všech splatnostech. Jednalo se o příznivé údaje o vývoji spotřebitelských cen a obchodní bilance, zvýšení ratingu státních dluhopisů, snížení sazby povinných minimálních rezerv. Pokles sazeb trval až do počátku srpna, kdy další krize v Rusku zasáhla finanční trhy na celém světě. Vliv ruských událostí byl natolik silný, že přehlušil vliv jiných faktorů působících směrem k poklesu sazeb. Zahraniční investoři odcházeli z rozvíjejících se trhů jako celku, nastal výprodej střednědobých a dlouhodobých aktiv, což v ČR postihlo především akciový trh a trh dluhopisů. Peněžní trh tolik zasažen nebyl, i když krátkodobě došlo k nárůstu sazeb. Celkově se však hladina sazeb v porovnání s prvním pololetím snížila na všech segmentech finančního trhu. Výnosová křivka

na peněžním trhu po delší době opět získala negativní sklon (naposledy v srpnu 1997), což dokládá pozitivní desinflační očekávání subjektů trhu. Tento vývoj se promítl do úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů, které mírně poklesly.

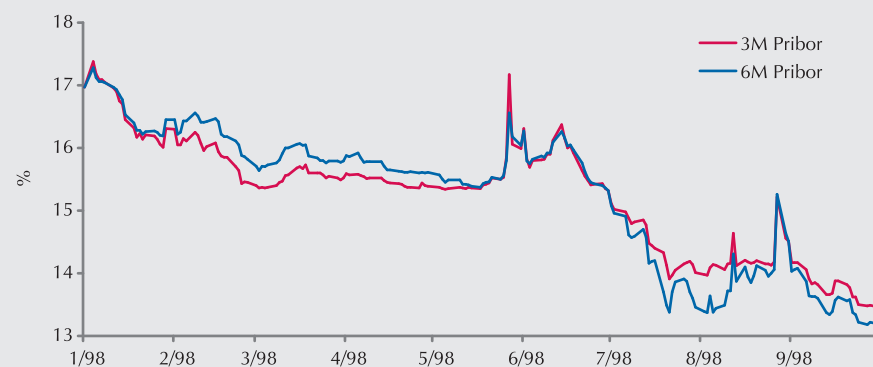
III.1.3.1 Krátkodobé úrokové sazby

Vývoj krátkodobých sazeb Pribor prošel několika etapami. Od poloviny června nastala fáze poměrně dynamického poklesu sazeb, především s delší splatností. Hlavním podnětem pro tento vývoj byl příliv zahraničního kapitálu způsobený přesunem části investic z Ruska na jiné trhy, včetně ČR, zlepšený náhled na rozvíjející se trhy v souvislosti s příslibem MMF pomoci Rusku. Doprovodnými faktory se staly stabilizovaná povolební situace v ČR, zveřejněné příznivé údaje týkající se inflace a obchodní bilance a oznámení o snížení sazby PMR o 2 body na 7,5 % (s účinností od 30. 7.), které znamenalo příliv další volné likvidity na trh. To vše spolu s výrazným posílením kurzu přispělo k tomu, že investoři očekávali snížení sazeb ze strany ČNB. Největší pohyb sazeb zaznamenal delší konec výnosové křivky, čímž se její tvar stal výrazně inverzní. Krátkodobé sazby poklesly až v polovině července, kdy ČNB snížila o 0,5 procentního bodu vyhlášenou limitní sazbu pro dvoutýdenní repo-operace. Tento fakt potvrzuje skutečnost, že pro krátký konec křivky má limitní dvoutýdenní repo-sazba rozhodující význam.

Graf III.5 Vývoj klíčových sazeb

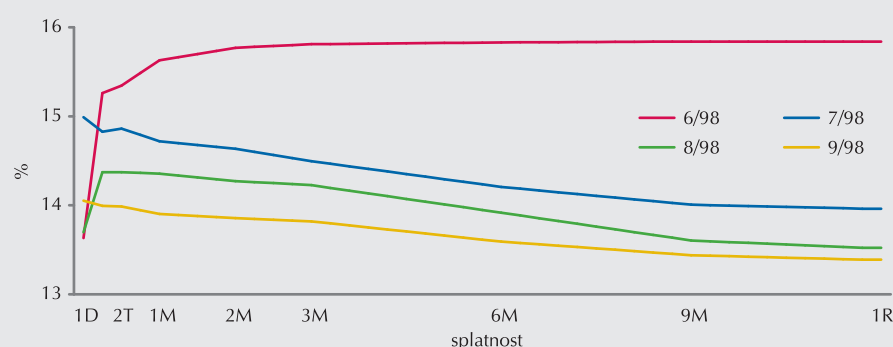


Graf III.6 Vývoj sazeb 3M a 6M Pribor

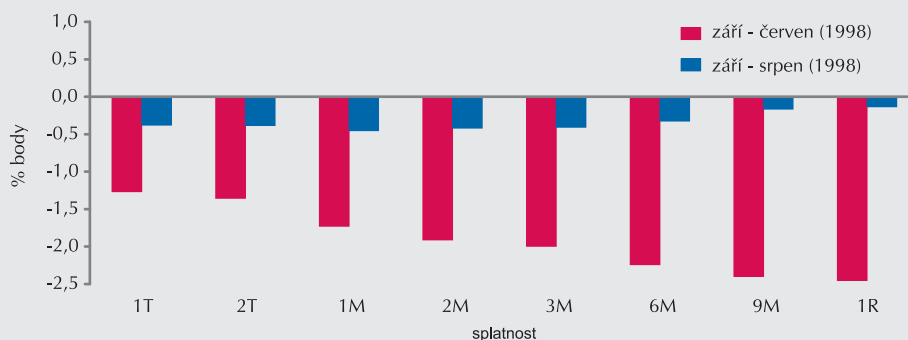


Na počátku srpna ještě dozníval příznivý vývoj, poté však vlivem krize v Rusku došlo k zastavení poklesu a následnému růstu úrokových sazeb, nejdříve pouze na delším konci výnosové křivky, na konci srpna částečně i na krátkém konci. I přes probíhající likvidní krizi na ruském finančním trhu ČNB snížila základní sazby s účinností od 14. 8. Diskontní sazba byla snížena o 1,5 procentních bodů na 11,5 %, lombardní sazba o 3 procentní body na 16 % a dvoutýdenní repo-sazba o 0,5 procentního bodu na 14 %. Na český trh to mělo pozitivní zklidňující účinek. Především krátkodobé sazby zareagovaly poklesem. Výnosová křivka získala přechodně pozitivní sklon, zároveň se mírně rozšířila rozpětí mezi sazbami pro prodej a nákup jako výraz dočasné nestability na peněžním trhu. Od počátku září se situace uklidňovala s tím, jak odezníval dopad ruské finanční krize. Na krátkém konci výnosové křivky se sazby Pribor se splatností 1T a 2T opět těsněji přiblížily vyhlášené repo-sazbě. V delších splatnostech došlo k poklesu sazeb až na nejnižší úroveň od počátku roku. Negativní sklon výnosové křivky se stále prohluboval. Rozpětí mezi sazbami prodej/nákup se vrátila ke svým obvyklým hodnotám 0,2 - 0,3 procentního bodu. Na konci září ČNB dále snížila vyhlášenou dvoutýdenní repo-sazbu o 0,5 procentního bodu na 13,5 %.

Graf III.7 Výnosová křivka sazeb Pribor

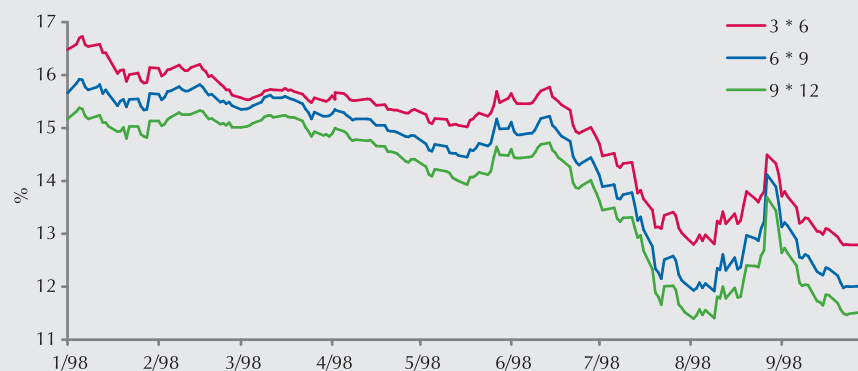


Graf III.8 Změny průměrných stavů sazeb Pribor



Do vývoje sazeb FRA se promítal pohyb sazeb Pribor. Sestupný trend, který začal také v polovině června, trval s výjimkou několika korekcí až do počátku srpna. Derivátové sazby jsou však citlivější na podněty, a proto také vykazují větší volatilitu, což se projevilo i v období dopadu ruské finanční krize. Po jejím odeznění také sazby FRA poklesly na hladinu z období před krizí. Jejich úroveň z konce září potvrzuje desinflační očekávání subjektů finančního trhu. Podle kótací FRA se očekává pokles sazby 3M Pribor o 0,7 procentního bodu v horizontu tří měsíců, sazby 12M Pribor o 2 procentní body v horizontu jednoho roku.

Graf III.9 Vývoj 3M FRA offer

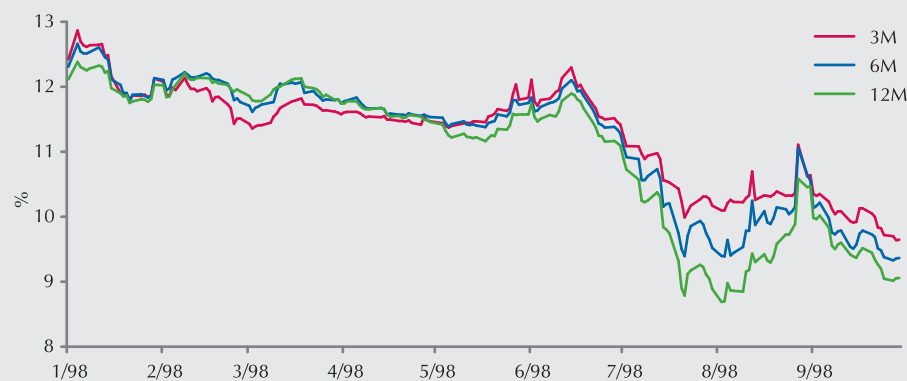


Trh krátkodobých dluhopisů je relativně méně rozvinutým segmentem peněžního trhu. Příčinou je nižší počet titulů, nižší likvidita a daňová netransparentnost. Proto i vypovídací schopnost výnosové křivky je omezena. Přesto lze říci, že výnosy SPP se pohybovaly v souladu s ostatními sazbami na peněžním trhu. Obraty na trhu krátkodobých dluhopisů se pohybovaly kolem 400 mld. Kč měsíčně, z toho většinou představovaly přímé obchody. Podíl repo-obchodů činil asi 5 %.

V průběhu třetího čtvrtletí se na primárním trhu uskutečnilo 9 aukcí SPP se splatností 3T - 12M. U všech aukcí vzhledem k atraktivitě těchto instrumentů došlo k převisům poptávky, výsledné hrubé výnosy se proto pohybovaly pod vyhlášenými limitními výnosy (12,85 - 14,80 % v závislosti na době splatnosti a aktuální situaci na trhu).

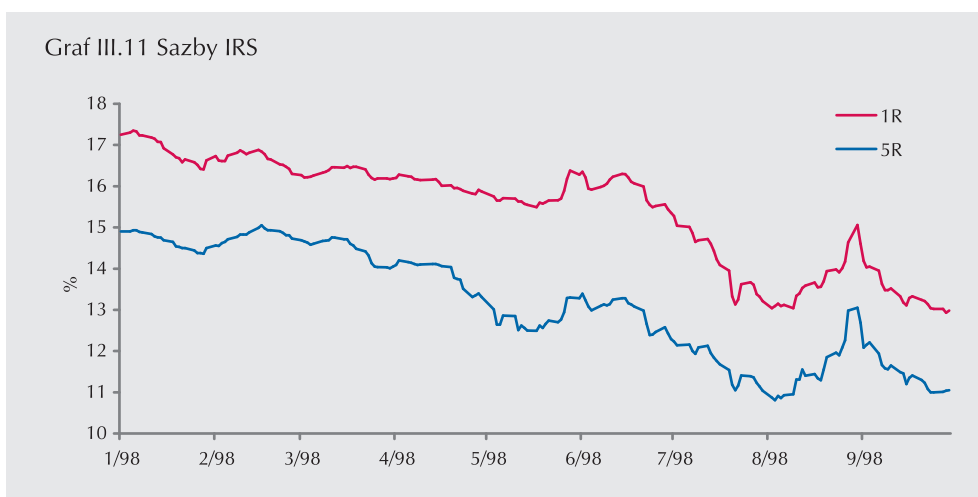
Úrokový diferenciál (Pribid CZK/Libor DEM) odrážel především pohyb sazeb na tuzemském mezibankovním trhu depozit. Zahraniční úrokové sazby totiž ukazují dlouhodobě stabilní vývoj. Na konci září sice Federální rezervní systém snížil o 0,25 procentního bodu téměř po třech letech klíčovou overnight sazbu, výraznější dopad na úrokový diferenciál to však nemělo. Pozvolný trend poklesu úrokového diferenciálu od počátku roku byl přerušen vývojem na ruském finančním trhu na přelomu května a června. Poté nastal prudký pokles během několika týdnů (o 2 - 3 % podle jednotlivých splatností). Přesto však trval zájem zahraničních subjektů o investice do korunových aktiv. Po dalším přechodném zvýšení úrokového diferenciálu během srpnových událostí v Rusku se opět projevuje sestupná tendence. Na konci září klesly hodnoty u některých splatností úrokového diferenciálu až na nejnižší úroveň v roce 1998, u splatnosti 3M to bylo 9,7 %, u splatnosti 6M 9,4 % a u splatnosti 12M 9,1 %.

Graf III.10 Úrokový diferenciál mezi sazbami v Kč a DEM

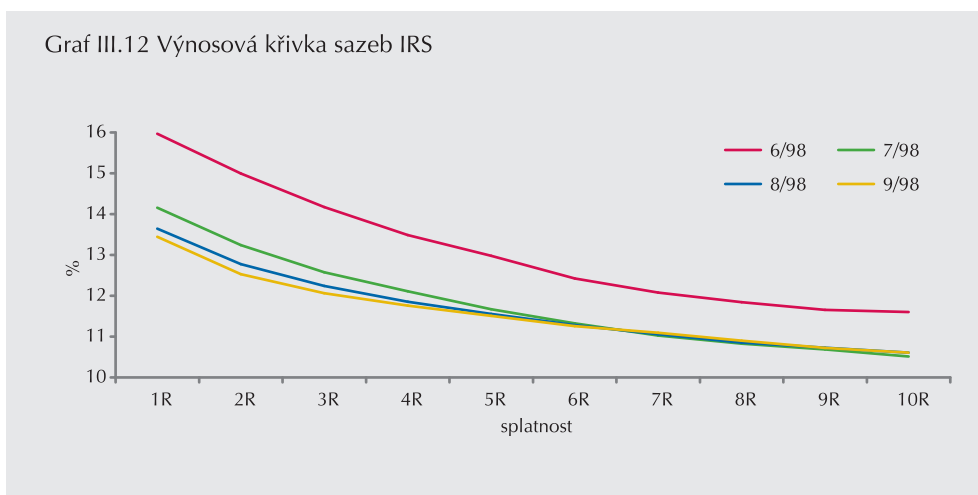


III.1.3.2 Dlouhodobé úrokové sazby

Vývoj dlouhodobých sazeb se velmi podobal vývoji krátkodobých sazeb s tím rozdílem, že se u nich projevila větší volatilita. Sestupný trend sazeb IRS trvající od poloviny června (v jednotlivých splatnostech o 1,9 - 3,3 procentních bodů) byl přerušen na počátku srpna. V tomto období byl trh naladěný poměrně optimisticky pod vlivem příznivých zpráv o inflaci i dalších ekonomických ukazatelů. Snížení repo-sazby o 0,5 procentního bodu dále posílilo optimismus trhu a podpořilo další pokles výnosů všech produktů. Další, tentokrát mnohem hlubší krize finančního systému v Rusku, zasáhla nejen finanční trhy ostatních rozvíjejících se trhů, nýbrž trhy na celém světě. V podmínkách ČR se projevila nárůstem sazeb IRS cca o 2 procentní body během měsíce srpna, u výnosů státních daněných dluhopisů růst činil 1,5 - 1,9 procentních bodů. Pokles cen dluhopisů byl nejdříve vyvolán odchodem zahraničních investorů ze všech rozvíjejících se trhů. Později byl podpořen i nedůvěrou tuzemských investorů a výprodejem jejich portfolií. Výrazně se tak zvýšily objemy obchodů. Následný pokles sazeb v září potvrdil postupné odpoutávání českého finančního trhu i okolních trhů od dění v Rusku. Na konci září se sazby pohybovaly na nejnižších úrovních od počátku roku. I přes krátkodobé výkyvy způsobené vnějšími vlivy byla patrná tendence k poklesu dlouhodobých sazeb, což dokládá pokračující desinflační tendence, především od poloviny roku 1998.



Hladina měsíčních výnosových křivek IRS ve třetím čtvrtletí dokládá pokles těchto sazeb v porovnání s červnem, a to i přes výkyvy způsobené vnějšími faktory. U splatnosti 1R tento pokles činil 2,5 procentních bodů, u splatnosti 5 let 1,5 procentních bodů a u splatnosti 10R 1 procentní bod. Přestože výnosové křivky mají velmi podobný tvar, vývoj sazeb v jednotlivých měsících byl odlišný, jak již bylo zmíněno.



Graf III.13 Změny průměrných stavů sazeb IRS



Poloha a sklon výnosových křivek státních a firemních dluhopisů v jednotlivých měsících byla obdobná jako v případě křivek IRS. Na primárním trhu státních dluhopisů byla emitována jedna emise v objemu 5 mld. Kč se splatností 5 let. Hrubý výnos dosáhl 10,9 %, což bylo podstatně méně než v případě dvou emisí v prvním pololetí (14,8 %). Bylo to způsobeno větším zájmem investorů, zvláště poté, kdy ratingové agentury Moody's a Standard & Poor's udělily příznivý rating českým státním dluhopisům. Na trhu firemních dluhopisů byly emitovány 2 emise v objemu 2,7 mld. Kč.

III.1.3.3 Klientské úrokové sazby

Ve vývoji klientských úrokových sazeb převládal ve třetím čtvrtletí 1998 sestupný trend, který odpovídal tendencím, převažujícím na trhu mezibankovních depozit. Referenční úrokové sazby většiny významných obchodních bank se na konci třetího čtvrtletí pohybovaly na hladině o 1,5 - 2 procentní body nižší než ke konci druhého čtvrtletí.

Průměrné nominální úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry se od června 1998 do srpna 1998 snížily o 0,8 procentního bodu na 15,1 % a dosáhly tak nejnižší úrovně od dubna 1997 (13,4 %). U průměrných nominálních úrokových sazeb na krátkodobé termínované vklady byl pokles pozvolnější. Z 12,0 % v červnu 1998 poklesly tyto sazby postupně do srpna na 11,6 %, což je nejnižší úroveň v r. 1998.

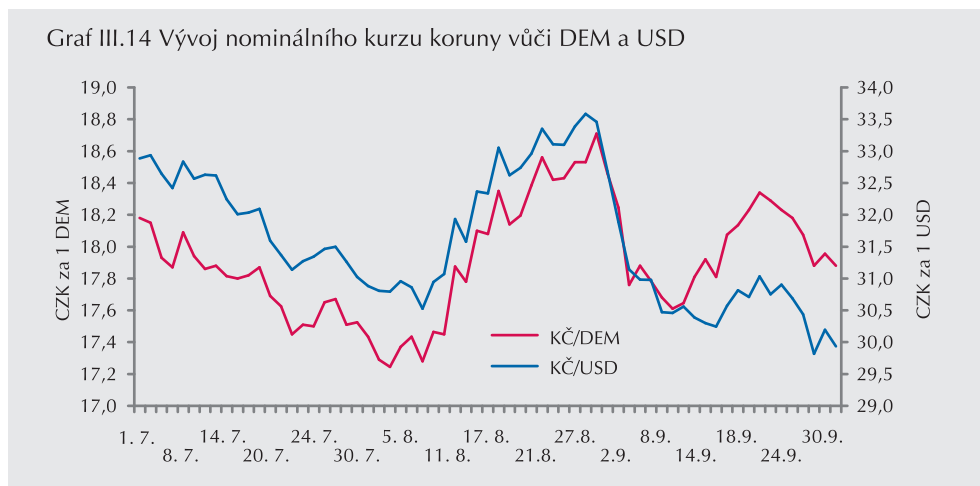
Do výše reálných úrokových sazeb^{5/} se ve třetím čtvrtletí 1998 promítala významně především desinflace. Přes pokles nominálních úrokových sazeb se průměrné reálné úrokové sazby na nově poskytované krátkodobé úvěry postupně zvýšily ze 4,0 % v červnu 1998 na 5,7 % v srpnu ve vyjádření CPI a z 10,4 % na 10,9 % ve vyjádření PPI. Desinflační proces se výrazně promítl i do výše reálných úrokových sazeb na krátkodobé vklady, která ve třetím čtvrtletí 1998 dosáhla poprvé od počátku r. 1998 pozitivních hodnot. Zatímco ještě v červnu 1998 činila výše reálných úrokových sazeb na krátkodobé vklady 0,0 %, v srpnu již dosáhla 2,2 % (ve vyjádření CPI).

III.1.4 Devizový kurz

Průměrné měsíční hodnoty nominálního kurzu koruny vůči německé marce dokládají, že po značném zpevnění kurzu v červenci (z 18,59 v červnu na 17,76 CZK/DEM) došlo v dalších měsících třetího čtvrtletí ke stabilizaci na úrovni přibližně 18 korun za marku. Za touto zdánlivou stabilizací se však skrývá několik výrazných pohybů. Následující graf ukazuje, že zhodnocení kurzu v červenci bylo vystřídáno jeho značným znehodnocením v srpnu. Klíčovou roli sehrála krize finančních trhů v Rusku. Po odeznění prvních reakcí světových trhů na uvolnění kurzu rublu došlo v první polovině září k opětovnému posílení kurzu

5/ Reálné úrokové sazby jsou propočteny na základě deflování nominálních úrokových sazeb aktuálním vývojem CPI a PPI.

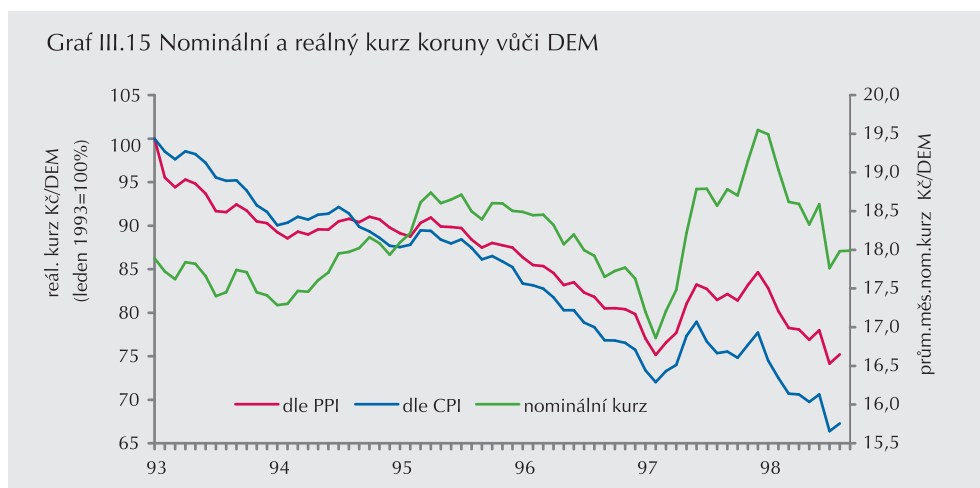
koruny. Další oslabení o cca 4 % nastalo v druhé dekádě září, kdy se nervozita mezinárodních investorů vyvolaná poznáním, že ruský vývoj je projevem trvalejších potíží světového finančního systému, přenesla na trhy středoevropských zemí včetně ČR. Depreciační pohyby kurzu svědčí o jeho citlivosti na vývoj vnějšího prostředí. Rychlé odeznění těchto výkyvů naznačuje určitý posun v přístupu zahraničních investorů k českým finančním trhům a jejich oceňování jako relativně stabilnějších.



Ve vývoji kurzu koruny vůči americkému dolaru během sledovaného období lze pozorovat dva momenty. V prvních dvou měsících třetího čtvrtletí se kurz vůči dolaru pohyboval velmi podobně jako kurz vůči marce. V září však docházelo k jeho posilování. Mezi nejvýznamnější faktory tohoto vývoje lze zařadit očekávání snižování úrokových sazeb Federálním rezervním systémem a obavy z vývoje americké ekonomiky po otřesech kapitálových trhů (výrazný pokles hodnot akcií na americkém kapitálovém trhu).

Bez ohledu na krátkodobé výkyvy ve vývoji kurzu lze od počátku t. r. pozorovat výraznou tendenci průměrného nominálního kurzu ke zhodnocování. Tento vývoj lze zařadit mezi základní faktory působící na probíhající desinflační proces v ČR.

Vývoj reálného kurzu koruny vůči německé marce byl v červenci ovlivněn jak nominálním zhodnocením tak také vyšší domácí inflací. Stagnace reálného kurzu v srpnu a září byla způsobena stabilizací průměrných hodnot nominálního kurzu a skoro nulovými hodnotami tuzemské meziměsíční inflace. Ve vývoji reálného kurzu od počátku letošního roku je jasně čitelný trend k jeho posilování. Tento vývoj znamená zhoršování cenové konkurenceschopnosti domácích výrobců, důsledkem čehož dochází ke stagnaci vývozu. Na druhé straně dochází i ke zpomalení dovozů, kde důsledky kurzového zvýhodnění omezuje stagnující domácí poptávka a hospodářský pokles.



III.1.5 Kapitálové toky

Finanční účet platební bilance za první pololetí 1998 skončil aktivem ve výši 38,3 mld. korun (1,13 mld. USD). Ve srovnání se stejným obdobím předcházejícího roku to představuje více než dvojnásobný nárůst. Ve druhém čtvrtletí se však příliv kapitálu proti prvnímu čtvrtletí zpomalil. Poměrně výrazně se mění struktura přílivu. Výrazně se zvýšil objem zahraničních přímých investic. Ty se v letech 1993 až 1997 v prvním pololetí pohybovaly mezi 9 až 14 mld. korun. V prvním pololetí letošního roku však dosáhly 20 mld. korun (z toho kapitálové vstupy do bankovního sektoru činily 53,4 %). České přímé investice v zahraničí byly i nadále v prvním pololetí letošního roku málo významné (1,1 mld. korun).

Také vývoj zahraničních portfoliových investic potvrzuje, že po poklesu zájmu v roce 1996 a odlivu v loňském prvním pololetí se zájem zahraničních investorů o portfoliové investice v ČR plně obnovil (19,6 mld. korun). Naproti tomu zájem domácích investorů o portfoliové investice v zahraničí již několik let postupně klesá. V prvním pololetí 1995 představoval odliv kapitálu formou nákupu zahraničních akcií a obligací rezidenty více než 7 mld. korun, ve stejném období roku 1996 byla bilance v této položce vyrovnaná, v loňském prvním pololetí již byla vykázána repatriace kapitálu přesahující 3 mld. korun a v letošním prvním pololetí již dosáhla hodnoty 7,6 mld. korun.

Čerpání dlouhodobých úvěrů bylo v prvním pololetí letošního roku značně menší než v minulých letech. Splátky dokonce převýšily nově čerpané úvěry. Také poskytnuté úvěry vykazují proti loňskému prvnímu pololetí značný pokles a návrat k hodnotám vykázaným v roce 1996.

Odliv krátkodobého kapitálu se dále zmírnil, což do jisté míry odráží zvyšující se důvěru zahraničních krátkodobých investorů v ČR, přestože v rozvíjejících se zemích je v současnosti tendence spíše opačná. Vypovědácí schopnost tohoto ukazatele je ovšem vzhledem k rozšířenosti finančních derivátů v ČR omezená.

Tab. III.5 Pohyb salda finančního účtu a změny devizových rezerv (v mld. Kč)

	1. pololetí					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Finační účet	59,1	36,5	78,0	24,3	16,8	38,3
Přímé investice	11,0	6,1	10,3	11,9	13,3	18,9
- České v zahraničí	-0,9	-2,9	-0,5	-0,6	-0,7	-1,1
- Zahraniční v ČR	11,9	9,0	10,8	12,5	14,0	20,0
Portfoliové investice	27,1	16,9	9,8	7,5	-4,3	27,2
- České v zahraničí	-6,0	-0,3	-7,4	0,0	3,5	7,6
- Zahraniční v ČR	33,1	17,2	17,2	7,5	-7,8	19,6
Ostatní investice	21,0	13,5	57,9	4,9	7,8	-7,8
1. Dlouhodobé investice	8,9	8,4	28,0	43,5	26,0	-2,8
- Úvěry poskytnuté do zahraničí	3,7	5,7	1,8	-2,2	-5,4	-2,3
- Úvěry přijaté ze zahraničí	5,2	2,7	26,2	45,7	31,4	-0,5
2. Krátkodobé investice	12,1	5,1	29,9	-38,6	-18,2	-5,0

Devizové rezervy vzrostly za první pololetí letošního roku o 41,4 mld. korun (1,22 mld. USD) a dosáhly 361,4 mld. korun tj. 10,8 mld. USD. Tato hodnota v podstatě odpovídá rozsahu přílivu nedluhového kapitálu (zahraniční přímé investice v ČR 20,0 mld. korun a nákup tuzemských akcií a ostatních majetkových cenných papírů 21,7 mld.).

Pozn. Podle předběžných údajů rostly devizové rezervy i ve třetím čtvrtletí o dalších 8,4 mld. Kč a dosáhly k 30.9.1998 hodnoty 369,8 mld. korun (12,4 mld. USD - výrazně ovlivněno oslabením dolaru).

Zahraniční hrubá zadluženost se od konce roku 1996 zvyšuje jen nepatrně. K 30.6.1998 dosáhla hodnoty 21,9 mld. USD (zvýšení proti konci roku 1997 o 0,3 mld. USD). Přibližně 1/3 představují krátkodobé závazky a 2/3 dlouhodobé. Rozhodující část zadluženosti je soustředěna v obchodních bankách

a podnicích (100 % krátkodobé a 88 % dlouhodobé). Zadluženost vlády a ČNB je velmi nízká jen 1,8 mld. USD. Podíl zahraniční zadluženosti k hrubému domácímu produktu se pohybuje mezi 42 až 43 %, což je mírně nad hranicí 40 %, která je obecně považována za citlivou.

Graf III.16 Vývoj stavu devizových rezerv ČNB



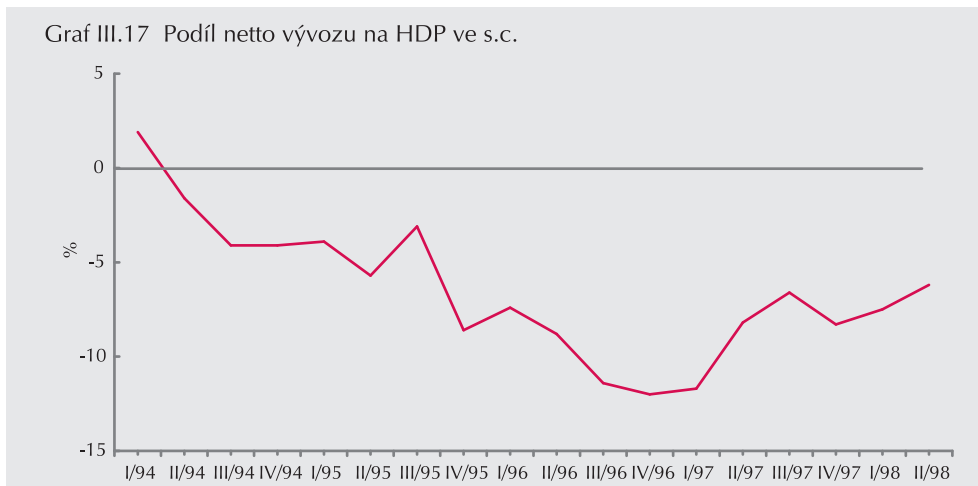
III. 2 Poptávka a nabídka

III.2.1 Vztah poptávky a nabídky

Postupné snižování nerovnováhy mezi domácí poptávkou a nabídkou, prosazující se od poloviny roku 1997, pokračovalo i ve druhém čtvrtletí 1998. Rozsah vnější nerovnováhy, měřený v absolutních hodnotách záporným saldem vývozu a dovozu zboží a služeb (tzv. netto vývozem), se ve druhém čtvrtletí 1998 dále snížil (proti druhému čtvrtletí 1997 o 7 mld. Kč, ve srovnání s prvním čtvrtletím 1998 o 2,2 mld. Kč). Pokračující absolutní pokles záporného salda netto vývozu znamenal další snížení jeho podílu na hrubém domácí produktu (oproti stejnému období minulého roku ve druhém čtvrtletí 1998 o 2 procentní body na 6,2 %).

K postupnému snižování rozsahu vnější nerovnováhy přispěl především již pět čtvrtletí trvajícím meziročním pokles celkové domácí poptávky, který zejména souvisel s uplatňovanou měnovou a fiskální restrikcí. Pokles domácí poptávky vedl ke zpomalení růstu dovozů a současně přispěl ke zvýšení vývozu. Růst vývozu však plně nevyrovnal vliv poklesu domácí poptávky na domácí nabídku, což vedlo k poklesu tvorby hrubého domácího produktu.

Graf III.17 Podíl netto vývozu na HDP ve s.c.



Tab. III.6 Meziroční míra růstu reálné nabídky a poptávky

	SKUTEČNOST								
	1995	1996	1997	I/1997	II/1997	III/1997	IV/1997	I/1998	II/1998
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	6,4	3,9	1,0	1,2	0,5	-0,1	2,2	-0,9	-2,4
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (domácí poptávka a vývoz)	11,9	7,4	3,3	3,8	4,1	0,9	4,4	6,8	2,0
DOMÁCÍ POPTÁVKA (včetně změny stavu zásob)	9,8	8,5	-0,4	5,2	0,0	-4,4	-1,2	-4,5	-4,3
<i>v tom:</i>									
Spotřeba domácností	6,9	7,0	1,6	4,0	5,7	-2,2	-0,3	-1,6	-7,0
Spotřeba vlády	-1,2	4,3	-1,8	1,1	-3,9	-3,2	-1,1	-2,7	0,6
Tvorba fixního kapitálu	21,0	8,7	-4,9	-0,6	-8,5	-9,5	-0,9	-2,5	-4,1
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	16,1	5,4	10,2	1,3	11,7	11,3	15,5	27,4	12,3
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	22,0	12,9	6,7	7,5	9,4	2,4	7,7	17,3	7,9

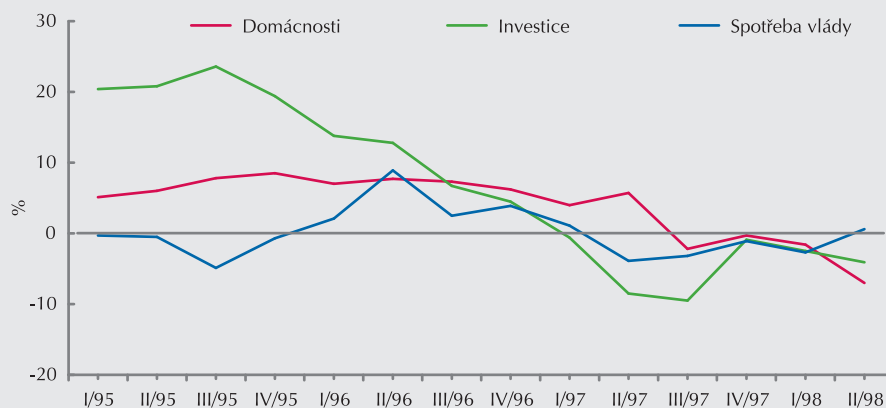
Poznámka: Údaje jsou uvedeny ve stálých cenách roku 1994

III.2.2 Domácí poptávka

V průběhu druhého čtvrtletí 1998 pokračovala tendence k poklesu domácí poptávky. Její pokles (po vyloučení změny stavu zásob) se ve druhém čtvrtletí 1998 oproti prvnímu čtvrtletí 1998 prohloubil (meziročně z - 2,1 % na - 4,6 %); za celé první pololetí 1998 se domácí poptávka snížila o 3,5 %. Po zahrnutí změny stavu zásob se pokles domácí poptávky pohyboval zhruba na stejné úrovni v prvním i druhém čtvrtletí 1998 (meziročně - 4,5 %, resp. - 4,3 %).

Nejvýrazněji ve druhém čtvrtletí 1998 klesala spotřeba domácností. Její sestupný trend byl ze všech komponent domácí poptávky nejstrmější a vliv na celkový pokles HDP nejvýraznější. Na celkovém meziročním poklesu domácí poptávky ve druhém čtvrtletí 1998 o 14,7 mld. Kč se spotřeba domácností podílela téměř 80 %. K zesílení poklesu domácí poptávky ve druhém čtvrtletí přispěl i vývoj investiční poptávky. Zatímco v prvním čtvrtletí byl zaznamenán meziroční pokles o 2,5 %, ve druhém čtvrtletí to již bylo - 4,1 %. Pouze poptávka vlády se po poklesu v prvním čtvrtletí o 2,7 % ve druhém čtvrtletí vlivem mimořádných výdajů mírně zvýšila (meziročně o 0,6 %), takže celkový pokles za celé první pololetí 1998 činil - 1 %.

Graf III.18 Meziroční míra růstu komponent domácí poptávky (v % ze s.c. 1994)



Pokračující pokles domácí poptávky byl především ovlivněn hospodářskými politikami, a to:

- restriktivní měnovou politikou, která zejména prostřednictvím stávající úrovně úrokových sazeb ovlivňovala rozsah nově poskytovaných úvěrů obchodními bankami,
- fiskální restrikcí, která vedla ke snížení poptávky vlády a investic,
- omezením růstu mezd v institucích řízených vládou.

Vliv těchto opatření, sledujících postupné snižování vnější nerovnováhy, byl navíc posilován:

- zvyšující se obezřetnost obchodních bank při poskytování nových úvěrů (zejména podnikovému sektoru) s ohledem na dosaženou úroveň rizikových úvěrů,
- zvýšeným zájmem o investice do státních cenných papírů, zajišťujících vyšší výnosy a nižší riziko než investice do podnikového sektoru (úvěry, nákupy akcií),
- zvýšeným sklonem obyvatelstva k úsporám, projevujícím se v průběhu druhého čtvrtletí 1998 zejména v návaznosti na rostoucí míru nezaměstnanosti,
- zpomalením růstu mezd v podnikatelské sféře pod vlivem stávající finanční situace podnikové sféry, probíhající restrukturalizace podniků a zvyšující se konkurence,
- očekáváním nízkého budoucího ekonomického růstu.

III.2.2.1 Spotřeba domácností

Ve druhém čtvrtletí 1998 výrazně zesílil trend k poklesu reálné spotřeby domácností, projevující se od třetího čtvrtletí předchozího roku. Zatímco v prvním čtvrtletí 1998 meziroční absolutní pokles dosáhl 2,4 mld. Kč (1,6 %), ve druhém čtvrtletí 1998 se zvýšil na 11,8 mld. Kč (tj. 7 %). Výraznější pokles spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí 1998 oproti předchozímu čtvrtletí byl především důsledkem:

- hlubšího poklesu reálných příjmů domácností ve všech jejich základních složkách, který ve druhém čtvrtletí 1998 dosáhl v meziročním vyjádření hodnoty 5,9 % (v prvním čtvrtletí 1998 - 1,9 %). Nejvýrazněji přitom poklesly reálné příjmy z mezd (o 8,2 %), které představují téměř 65 % celkových příjmů domácností; sociální příjmy reálně poklesly o 4 % a ostatní příjmy o 2,8 %;
- zvýšeného sklonu domácností k úsporám. Obnovený trend k růstu míry úspor^{6/} ve druhém čtvrtletí 1998 (na 11,8 %) byl zřejmě motivován především zvyšující se nejistotou při rostoucí míře nezaměstnanosti (tvorba peněžních rezerv), nelze však vyloučit i vliv faktorů jiných (dosažení nasycenosti spotřebitelské poptávky v některých komoditách aj.).

Tab. III.7 Základní údaje o vývoji reálných disponibilních příjmů, spotřeby, tržeb a úspor domácností

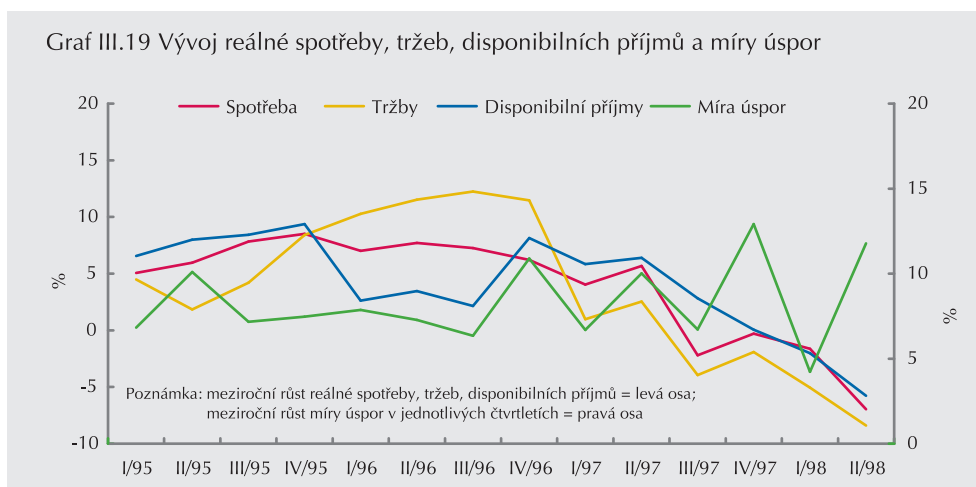
meziroční změna %

UKAZATEL	SKUTEČNOST											
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98
Celkové příjmy domácností	2,3	3,9	2,5	7,4	4,1	5,1	6,5	2,3	-0,1	3,3	-1,9	-5,9
Disponibilní příjmy domácností	2,6	3,5	2,2	8,1	4,2	5,8	6,4	2,8	0,1	3,6	-2,0	-5,8
Spotřeba domácností	7,0	7,7	7,3	6,2	7,0	4,0	5,7	-2,2	-0,3	1,6	-1,6	-7,0
Tržby v odvětví obchodu a pohostinství	10,3	11,5	12,2	11,5	11,4	1,0	2,5	-3,9	-1,9	-0,7	-5,1	-8,4
Míra úspor (dle metodiky ČNB, viz pozn. č. 6)	7,9	7,3	6,3	10,9	8,2	6,7	10,0	6,7	12,9	9,2	4,2	11,8

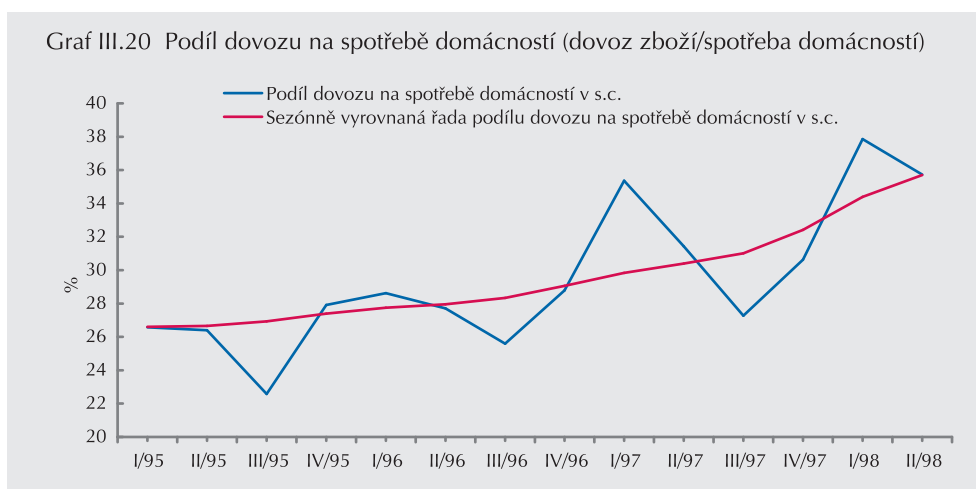
Pramen: Statistika ČNB a ČSÚ.

6/ Míra úspor = změna stavu čistých finančních aktiv : disponibilní důchod; Finanční aktiva = vklady v Kč a zahraniční měně + hotovost + cenné papíry + změna stavu pojistných technických rezerv životního pojištění a důchodového připojištění; Finanční pasíva = korunové a devizové půjčky

Pokles koupěschopné poptávky domácností doprovázený vyšším sklonem k úsporám se nejvýrazněji projevil v poklesu reálných tržeb maloobchodu a změně struktury spotřebitelské poptávky (především v dalším omezení nákupů předmětů dlouhodobé spotřeby /automobily aj./). Snižující se nákupní možnosti domácností se odrazily i v pokračujícím poklesu tržeb služeb poskytovaných domácnostem.



Výraznější pokles spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí 1998 přispěl nejen k poklesu čisté inflace, ale i dalšímu oslabení spotřebních dovozů a návazně i snížení záporného salda vývozu a dovozu zboží a služeb. Vliv poklesu spotřebních dovozů na snížení mezery mezi domácí nabídkou a poptávkou byl částečně oslabován rostoucí dovozní náročností spotřeby domácností.



III.2.2.2 Investice

Meziroční pokles hrubé tvorby fixního kapitálu ve druhém čtvrtletí 1998 pokračoval (- 4,1 %). Ve srovnání s prvním čtvrtletím 1998 se mírně prohloubil zejména vlivem dalšího poklesu investic vládního sektoru a nefinančních podniků v důsledku přetrvávajících vlivů limitujících poptávku po investicích (zejména nedostatku vlastních i úvěrových zdrojů v podnikovém sektoru a pokračující fiskální restrikce). Míra investic však zůstala i nadále velmi vysoká (30,4 %). Přestože se poptávka po investicích snížila, vývoj jejich věcné a odvětvové struktury signalizuje některé pozitivní tendence. Vývoj investiční poptávky v jednotlivých sektorech byl následující:

- Nejvyšší podíl si na celkových hmotných investicích udržoval sektor nefinančních podniků (67,9 % v běžných cenách). Ve srovnání s prvním čtvrtletím 1998 investice nefinančních podniků

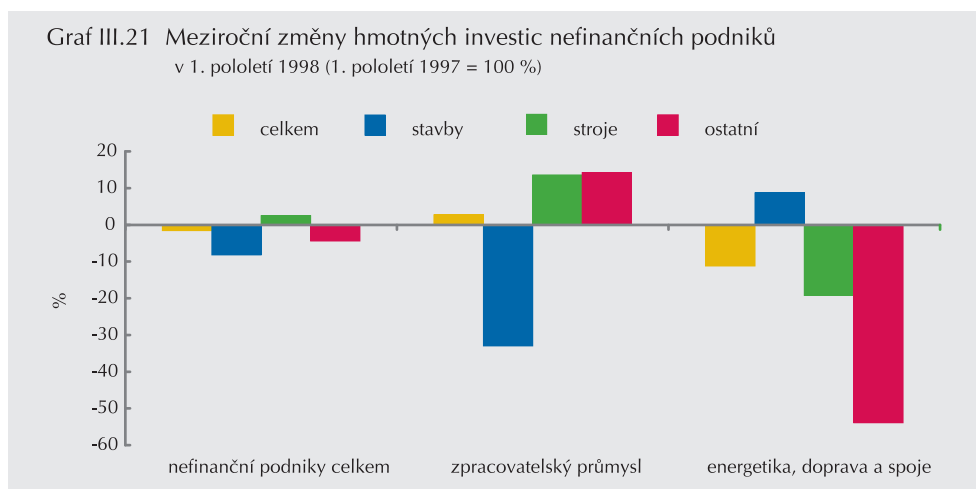
ve druhém čtvrtletí 1998 meziročně sice mírně poklesly (o 3,1 %), tento pokles byl však především důsledkem hlubšího poklesu investic do staveb (o 8,2 %); aktivní složka investic - stroje a zařízení – naopak meziročně vzrostla (o 2,5 %).

Patrné byly i probíhající změny ve vývoji investičních aktivit jednotlivých typů firem. V průběhu prvního pololetí 1998 výrazně rostla zejména investiční aktivita velkých firem pod zahraniční kontrolou, jejichž meziroční tempa růstu investic se ve druhém čtvrtletí 1998 oproti prvnímu čtvrtletí 1998 více jak zdvojnásobila. V případě velkých veřejných podniků a velkých soukromých podniků probíhala tendence opačná: u veřejných podniků se ve druhém čtvrtletí 1998 jednalo ještě o stagnaci, u soukromých podniků o výrazné meziroční prohloubení poklesu. Absolutní pokles investiční aktivity však probíhal i v případě středních soukromých firem. Uvedená skutečnost odrážela v porovnání se zahraničními firmami celkově nižší efektivnost soukromých tuzemských podniků a nižší zajištěnost finančního krytí jejich investičních projektů.

Z odvětvového pohledu vykázaly mírný růst investice do zpracovatelského průmyslu, i když se prozatím podílejí na celkových investicích pouze 21,5 %. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku investice do tohoto odvětví vzrostly o 2,7 %, a to v důsledku růstu strojních investic (o téměř 14 %) při poklesu stavebních investic o 33 %. Na rozdíl od zpracovatelského průmyslu investice do infrastruktury (energetika, doprava a spoje) meziročně poklesly o 11,2 %.

Na investicích zpracovatelského průmyslu se téměř z poloviny (48,3 %) podílely následující čtyři obory: výroba potravin a nápojů, motorových vozidel, chemických výrobků a nekovových minerálních výrobků. Mimořádně vysoké meziroční přírůstky investování byly zaznamenány u zpracování druhotných surovin, výroby radiotechnických výrobků a výroby kancelářských strojů. Jejich podíl na investicích zpracovatelského průmyslu byl však velmi nízký.

- K meziročnímu poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu ve druhém čtvrtletí 1998 oproti předchozímu čtvrtletí přispěl především pokles poptávky po investicích vládního sektoru (o více než 12 %) a pokračující razantní pokles investic finančních institucí (o více než třetinu).
- Investice sektoru domácností vykazovaly ve druhém čtvrtletí 1998 relativně vysokou dynamiku růstu (meziročně o 12,5 %). Zhruba ze 2/3 byly tyto investice tvořeny investicemi fyzických osob – podnikatelů nezapsaných v obchodním rejstříku a z 1/3 se na nich podílela individuální bytová výstavba. Zatímco se meziroční růst individuální bytové výstavby ve druhém čtvrtletí 1998 zpomalil, investice fyzických osob v důsledku velmi vysokých strojních investic významně vzrostly.



III.2.2.3 Spotřeba vlády

Postupný pokles spotřeby vlády ve stálých cenách, projevující se od druhého čtvrtletí roku 1997, se ve druhém čtvrtletí 1998 zastavil. Stagnace, resp. mírný nárůst v tomto období (o 0,6 %) však nebyl signálem změny trendu, ale především důsledkem mimořádných výdajů státního rozpočtu na volby a výdajů mimo veřejné rozpočty v užším pojetí (tj. především zdravotních pojišťoven v souvislosti s jejich rostoucími náklady na zdravotní péči). Celkově poklesla spotřeba vlády v prvním pololetí 1998 meziročně o 1 % a její podíl na hrubém domácím produktu se ve druhém čtvrtletí snížil na 20,8 %.

Vývoj spotřeby vlády za první pololetí 1998 byl konzistentní s celkovým vývojem výdajů veřejných rozpočtů v užším pojetí (státní rozpočet a místní rozpočty), které ve srovnání se stejným obdobím roku 1997 rovněž stagnovaly (meziročně nominálně + 1,1 mld. Kč). Čerpání rozpočtových výdajů v loňském prvním pololetí bylo poznamenáno nástupem „balíčkových“ opatření vlády, které se promítá do tempa růstu dosahovaného v letošním roce, a to především u státního rozpočtu. Zatímco jeho běžné výdaje odpovídají ke konci června zhruba sezónnímu rytmu čerpání, kapitálové výdaje jsou hluboko pod loňskou úroveň (o cca 6 mld. Kč). Zejména došlo k výraznému poklesu příspěvků příspěvkovým organizacím, dotací podnikatelským subjektům, dotací občanským sdružením apod. Tyto skutečnosti vedly ve svém souhrnu k dosažení přebytku veřejných rozpočtů, v užším pojetí ve výši 4,9 mld. Kč.

Tab. III.8 Vývoj příjmů, výdajů a salda veřejných rozpočtů

	1995	1996	1997	1. pololetí 1997	1. pololetí 1998
Státní rozpočet (mld. Kč)					
Příjmy	439,0	482,9	508,9	241,5	258,6
Výdaje	431,8	484,5	524,6	256,3	256,8
Saldo	7,2	-1,6	-15,7	-14,8	1,8
Místní rozpočty (mld. Kč)					
Příjmy	129,1	161,7	149,8	63,0	72,2
Výdaje	132,3	171,1	154,6	66,1	69,1
Saldo	-3,2	-9,4	-4,8	-3,1	3,1
Saldo veřejných rozpočtů celkem	4,0	-11,0	-20,5	-17,9	4,9
Podíl salda veřejných rozpočtů na HDP (%)	0,3	-0,7	-1,2	-2,4	0,6

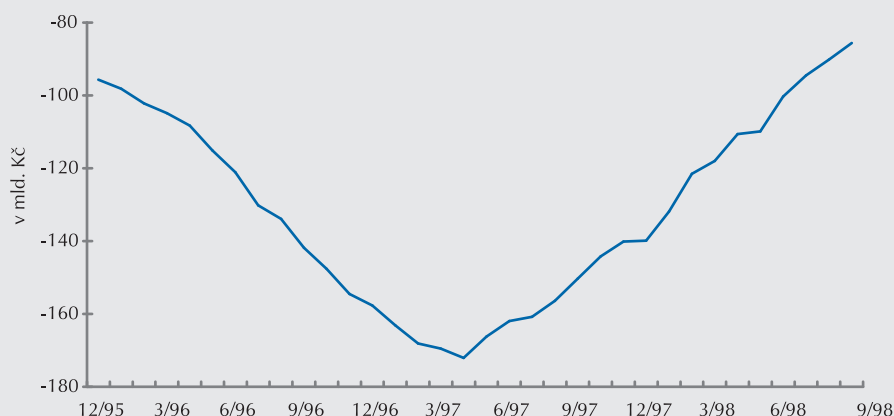
Poznámka: Jedná se o veřejné rozpočty v tzv. užším pojetí tj. státní rozpočet a místní rozpočty

III.2.3 Čistá zahraniční poptávka

Příznivý vývoj bilance zboží a služeb pokračoval i ve druhém čtvrtletí 1998. V porovnání s prvním čtvrtletím 1998 se meziroční tempa růstu vývozu a dovozu zboží a služeb zpomalila (vývoz 12,3 %, dovoz 7,9 %). Předstih růstu vývozu před dovozem však pokračoval, i když nebyl tak výrazný jako v prvním čtvrtletí 1998. Uvedenou skutečnost ovlivnila vyšší srovnávací základna předchozího roku, zejména u vývozu. Pokračování příznivého trendu potvrzoval ve třetím čtvrtletí 1998 vývoj obchodní bilance (v běžných cenách).

Záporné saldo (netto vývoz zboží a služeb) se meziročně dále snížilo (o téměř 27 %); jeho podíl na hrubém domácím produktu poklesl o 2 procentní body na 6,2 %. Dovošní náročnost tvorby hrubého domácího produktu však přetrvávala na vysoké úrovni (82 %), pravděpodobně vlivem rostoucích výrobních kooperačních vazeb vyvolávajících zvýšené nároky na dovozy materiálů a komponentů ze zahraničí.

Graf III.22 Obchodní bilance (klouzavý úhrn salda za 12 měsíců)



Na meziroční zlepšení salda bilance zboží a služeb působilo oživení ekonomického růstu v zemích západní Evropy (zejména u hlavního obchodního partnera SRN s 38 % podílem na celkovém vývozu). Vliv mělo rovněž prohloubení poklesu spotřeby domácností ve druhém čtvrtletí 1998, které vedlo k přesunu části tuzemské produkce na zahraniční trhy a současně k oslabení poptávky po spotřebních předmětech z dovozu. K růstu vývozu produkce s vyšší přidanou hodnotou (strojírenské, elektrotechnické komodity) přispíval i náběh kapacit realizovaných v podnicích se zahraniční majetkovou účastí.

Ve vývoji obchodní bilance^{7/} pokračoval ve třetím čtvrtletí 1998 příznivý trend z první poloviny roku. Stále silněji byl přitom ovlivňován pozitivním vývojem směnných relací^{8/}.

Zatímco v prvním čtvrtletí 1998 se zlepšení směnných relací podílelo na meziročním snížení salda obchodní bilance ze 42 %, ve druhém čtvrtletí 1998 se promítlo do poklesu salda již ze 100 %. Samotný vývoj fyzického objemu vývozu a dovozu by vedl ve druhém čtvrtletí ke stejnému schodku obchodní bilance jako ve čtvrtletí prvním. Ve druhém čtvrtletí 1998 při celkové stagnaci dovozních cen vývozní ceny meziročně vzrostly o 7,6 %.

Vývoj struktury dovozů i vývozu signalizoval některé pozitivní tendence. Ve struktuře dovozů^{9/} podle směrů užití ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku pokračoval útlum dovozů pro osobní spotřebu, zejména v úzké návaznosti na pokles spotřebitelské poptávky a dále pravděpodobně i v důsledku nasycení poptávky v některých dovozních komoditách. Na druhé straně pokračoval výrazný růst dovozů pro mezispotřebu. Rychle se zvyšovaly i dovozy investic. Přitom se celkově výrazněji snižovaly dovozy o nižším stupni zpracování než v případě komodit o vyšším stupni zpracování. U vývozu představovalo pozitivní tendenci meziroční zvyšování vývozu produkce s vyšší přidanou hodnotou.

Pokles podílu dovozů potravin, surovin a polotovarů byl v prvním pololetí 1998 hlubší (- 1,5 procentního bodu) než v případě dovozu strojírenských a elektrotechnických komodit (- 0,9 procentního bodu). Tento vývoj byl zejména důsledkem nízkých světových cen surovin, například dovoz ropy zaznamenal ve fyzickém vyjádření za první pololetí 1998 meziročně růst o 5,8 %, zatímco hodnotově pokles o 11 %. Na druhé straně meziroční zvýšení podílu komodit o vysokém stupni zpracování představovalo v prvním pololetí 1998 na celkových vývozech zvýšení o 3,4 procentního bodu na 47,6 %. Podíl vývozu komodit o nízkém stupni zpracování se v prvním pololetí 1998 meziročně snížil o 1,8 procentního bodu (na 17,9 %).

7/ Poslední aktuální údaje o vývoji v této oblasti v metodice HDP (ve s.c.) jsou za druhé čtvrtletí 1998, proto je vývoj ve třetím čtvrtletí 1998 hodnocen na základě údajů platební bilance, sestavované v běžných cenách v metodice MMF

8/ Rozumí se předstih dynamiky růstu vývozních cen před dynamikou růstu cen dovozních v metodice ČSÚ

9/ Podle údajů za období leden–srpen 1998

III.2.4 Výstup

Ve druhém čtvrtletí 1998 se pokles tvorby hrubého domácího produktu dále prohloubil. Po meziročním poklesu v prvním čtvrtletí 1998 o 0,9 % se tvorba HDP ve druhém čtvrtletí dále snížila o 2,4 %. Na jeho poklesu se podílel pokračující pokles tvorby přidané hodnoty zejména ve službách (včetně maloobchodu) a stavebnictví při ztrátě dosavadní dynamiky růstu přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu. Tento vývoj byl především důsledkem klesající domácí poptávky (zejména spotřebitelské), jejíž dopad na domácí výrobu nebyl plně kompenzován růstem vývozu.

Zesílený útlum domácí poptávky vedl k dalšímu absolutnímu poklesu služeb v základních segmentech tohoto sektoru, jehož podíl na tvorbě hrubého domácího produktu se pohybuje zhruba na úrovni 50 %^{10/}. Ve srovnání s prvním čtvrtletím 1998 se ve druhém čtvrtletí 1998 dále absolutně snížily tržby v maloobchodu, zejména z prodeje nepotravinářského zboží a prodeje a oprav motorových vozidel a prodeje pohonných hmot. Pokles pokračoval i ve službách v oblasti zpracování dat a souvisejících činnostech, služeb pro podniky a ostatních služeb převážně osobního charakteru.

Celkově za období leden – červenec 1998 se ve srovnání se stejným obdobím minulého roku snížily reálné tržby v maloobchodu o 7 %. Nejvyšší pokles zaznamenaly tržby z prodeje a oprav motorových vozidel včetně prodejů pohonných hmot (- 9,3 %), tržby z prodeje nepotravinářského zboží (- 7,5 %) a tržby v pohostinství a ubytování (- 9 %). Meziroční reálný pokles služeb v oblasti zpracování dat a souvisejících činnostech v období leden – červenec 1998 dosáhl 8,3 %, ve službách převážně pro podniky 2,8 % a v ostatních službách (převážně osobního charakteru) 11,1 %.

Pokles stavební výroby^{11/} se ve druhém čtvrtletí 1998 rovněž prohloubil (meziročně pokles o 9 % ve druhém čtvrtletí 1998 oproti - 4,6 % v prvním čtvrtletí 1998) a pokračoval i v následujících měsících třetího čtvrtletí. Po červencovém propadu o 15,3 % se v srpnu meziroční pokles stavební výroby zpomalil na - 5,2 %. Hlavní příčinou příznivějšího vývoje v srpnu však byla nižší srovnávací základna za srpen 1997. Celkový reálný pokles stavební výroby dosáhl v období prvních osmi měsíců roku 1998 - 5,9 %. Výrazněji přitom klesal objem nové výstavby, rekonstrukcí a modernizací, které se podílejí na celkové stavební výrobě cca 85 %, a činností v zahraničí při současném růstu podílu prací na opravách a údržbě (meziročně o 5,1 %). Nepříznivý byl i vývoj ve struktuře stavebních prací podle OKEČ^{12/}, kde do konce července 1998 pokles objemu přípravných prací pro stavby dosáhl 11,8 % (u ostatních kategorií pokles dosahoval maximálně 7,5 %). Pokles stavebních prací souvisí především se současnou fází ekonomického vývoje a slabým očekáváním budoucího ekonomického růstu.

Růst průmyslové výroby (cca 37 % podíl na tvorbě HDP)^{13/} se postupně zpomaloval. Z relativně vysokých hodnot dosažených na počátku roku (v prvním čtvrtletí 1998 meziročně o 8,4 %) se její růst ve druhém čtvrtletí 1998 zpomalil na 5,2 % a tento sestupný trend pokračoval i v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí 1998 (na 3,6 %). Celkový nárůst průmyslové výroby dosáhl v období leden - srpen 1998 6 %. Pokles dynamiky růstu byl současně doprovázen některými pozitivními změnami, zejména:

- zvyšováním podílu sofistikovaných výrob na celkových výsledcích průmyslové výroby,
- dlouhodobějším růstovým trendem v některých odvětvích,
- mírným meziročním zlepšením efektivnosti výroby,
- růstem podílu vývozu na tržbách průmyslu.

Nejvýrazněji se na růstu podílela odvětví výroby elektrických a optických přístrojů, ve kterých se již třetím rokem zrychluje dynamika růstu výroby (druhé čtvrtletí 1998 56,4 %). Obdobný dlouhodobější růstový trend se prosazoval i v dalších odvětvích: v odvětví výroby dopravních prostředků (ve druhém čtvrtletí 1998 11,3 %), odvětví výroby strojů a zařízení pro další výrobu (ve druhém čtvrtletí 1998 9,4 %), papírenském a polygrafickém průmyslu (ve druhém čtvrtletí 1998 15,3 %), průmyslu plasti-

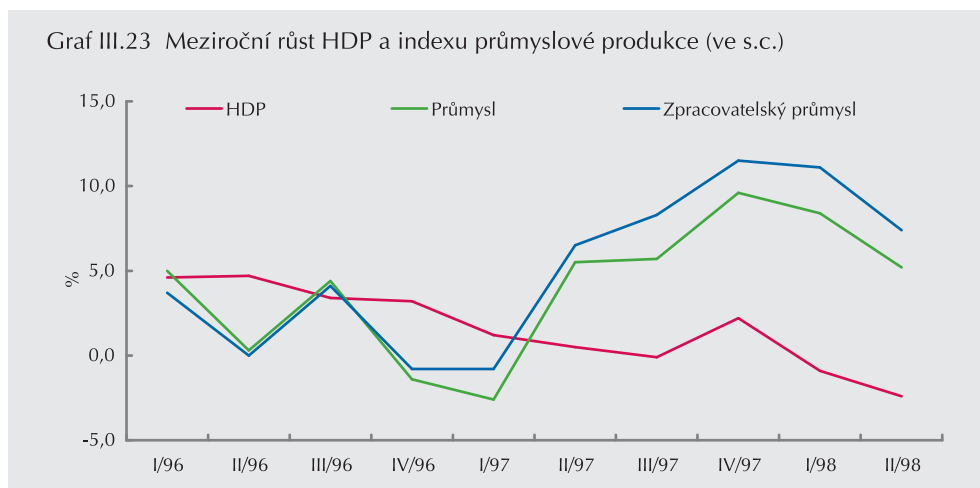
10/ Odhad s využitím údajů národních účtů z roku 1994

11/ Podle odhadu na základě údajů národních účtů z roku 1994 se stavebnictví podílí na tvorbě HDP 8 %

12/ OKEČ = odvětvová klasifikace ekonomických činností

13/ Odhad s využitím údajů národních účtů z roku 1994

kářském, chemickém a farmaceutickém. Odvětví surovinových a energetických zdrojů naopak dlouhodobě ve vývoji stagnují, případně vykazují pokles, obdobně textilní a kožedělný průmysl (dobývání nerostných surovin ve druhém čtvrtletí 1998 - 5,3 %, průmysl potravin a pochutin 0,6 %, koksárenství a rafinérské zpracování ropy - 7,6 %, výroba a rozvod elektřiny a plynu - 4,2 %).



V odvětví zemědělství dosavadní vývoj indikátorů o tržbách z rostlinné a živočišné produkce ve skupině tzv. velkých podniků (představujících necelou polovinu odvětví) signalizoval, že by v letošním roce mohlo dojít k částečné kompenzaci loňského poklesu – tj. mírnému meziročnímu růstu. Podle údajů za období leden – červenec 1998 tržby v uvedené skupině podniků ve stálých cenách meziročně vzrostly o 3,2 %.

Vývoj finančního hospodaření nefinančních organizací a korporací^{14/} naznačoval ve druhém čtvrtletí 1998 mírné zlepšení efektivnosti výkonu jejich činností při porovnání se stejným obdobím minulého roku (viz Tab. III.9) a pokles počtu ztrátových podniků cca o 1/4. Proti prvnímu čtvrtletí 1998 se však meziroční dynamika pozitivních změn kvalitativních ukazatelů (rentability, materiálové a mzdové náročnosti) mírně zhoršila. Hlavní příčinu této skutečnosti lze vidět především v prohloubení ekonomického poklesu.

Tab. III.9 Vybrané finanční ukazatele v roce 1998 (běžné ceny)
(za nefinanční organizace a korporace všech odvětví nad 100 pracovníků)

Meziroční růst v %	Rok 1998			1. čtvrtletí		2. čtvrtletí		Změna v proc. bodech	
	I.Q.	II.Q.		1997	1998	1997	1998	I.Q.	II.Q.
Výnosy celkem	17,3	9,2	Rentabilita nákladů (zisk/náklady)	3,82	5,49	3,03	3,23	1,67	0,20
Výkony celkem	16,7	11,2	Rentab. vlast. jmění (zisk/vl. jmění)	1,50	2,51	1,38	1,62	1,01	0,25
Náklady celkem	15,4	9,0	Rentabilita výkonů (zisk/výkony)	4,99	7,09	4,13	4,31	2,10	0,18
z toho: výkonová spotřeba	15,4	11,8	Materiál. nároč. (výk. spotř./výkony)	67,06	66,35	68,30	68,67	-0,71	0,37
osobní náklady ^{1/}	8,4	5,7	Mzdová nároč. (osob. nákl./výkony)	17,43	16,20	17,60	16,72	-1,23	-0,88
Zisk před zdaněním	65,9	16,1							

1/ Zahrnuje mzdové a ostatní osobní náklady, odměny členům společnosti a družstva, náklady na sociální zabezpečení a soc. náklady

14/ Rozumí se nefinančních organizací a korporací všech odvětví s více než 100 pracovníky.

Meziroční růst hrubého zisku o 16,1 % ve druhém čtvrtletí 1998 znamenal absolutní zvýšení jeho tvorby proti srovnatelnému období předchozího roku o 3,2 mld. Kč (za celé první pololetí 1998 o 17,5 mld. Kč). Na jeho tvorbě se v rozhodující míře podílelo odvětví průmyslu (67 %). Ztráta byla vykázána v důsledku poklesu tržeb v obchodě, pohostinství a ubytování. Z více než poloviny byl hrubý zisk vytvořen v soukromých organizacích.

I přes určité zlepšení efektivnosti výkonu činností se nepříznivý trend platební neschopnosti a tedy i celkové finanční situace podnikového sektoru nezměnil. Projevem tohoto jevu byla rostoucí mezi-podniková zadluženost při snížené dostupnosti ostatních cizích zdrojů a poklesu tvorby HDP.

Závazky po lhůtě splatnosti se ke konci druhého čtvrtletí 1998 zvýšily proti stejnému období minulého roku o 3,2 mld. Kč, oproti prvnímu čtvrtletí 1998 o 0,5 mld. Kč. Přírůstek byl zaznamenán především v odvětvích vykazujících ztrátu v hospodaření (obchod, pohostinství, ubytování), k výraznému poklesu došlo naopak ve zpracovatelském průmyslu. Pokračoval trend ke zhoršování celkové finanční situace podniků; podíl vlastních zdrojů (vlastních pasív) na celkových aktivech se dále snížil a dosahoval již kolem 50 %, v řadě odvětví (obchod, stavebnictví) dokonce pouze kolem 30 %.

III.3 Trh práce, příjmy domácností

III.3.1 Vývoj mezd a příjmů

Tab. III.10 Základní údaje o mzdovém vývoji

meziroční změna v %

UKAZATEL		SKUTEČNOST													
		1995	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	
PRŮMĚRNÁ MZDA V ČR	(nominální)	17,5	17,4	21,0	16,5	17,1	18,0	13,7	13,0	12,4	8,4	11,9	10,9	7,0	
	(reálná)	7,7	7,9	11,6	6,6	7,8	8,4	6,1	6,0	2,3	-1,5	3,1	-2,1	-5,0	
v tom:															
Nepodnikatelská sféra	(nominální)	17,3	15,0	33,0	15,3	18,5	20,6	12,2	11,1	10,2	-6,6	5,8	5,0	-6,2	
	(reálná)	7,5	5,7	22,6	5,5	9,1	10,8	4,6	4,2	0,3	-15,2	-2,5	-7,4	-16,7	
Podnikatelská sféra	(nominální)	17,7	18,2	17,1	17,0	16,6	17,1	14,1	13,6	13,0	13,0	13,6	12,6	11,1	
	(reálná)	7,9	8,7	7,9	7,0	7,3	7,6	6,4	6,6	2,8	2,6	4,7	-0,6	-1,4	
v tom:															
soukromé organizace	(nominální) ^{1/}	16,5	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)	6,8	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) ^{2/}	18,2	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)	8,3	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) ^{3/}	17,7	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)	7,9	9,7	8,4	7,7	11,1	9,2	5,6	8,5	4,3	3,1	3,9	1,3	4,1	

1/ Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby bez státní účasti

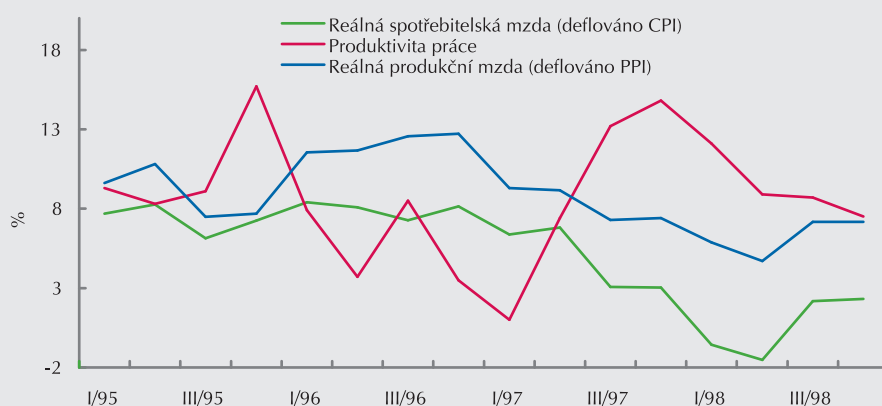
2/ Zahrnují tuzemské (fyzické a právnické) osoby se státní účasti

3/ Zahrnují subjekty s tuzemským a zahraničním kapitálem

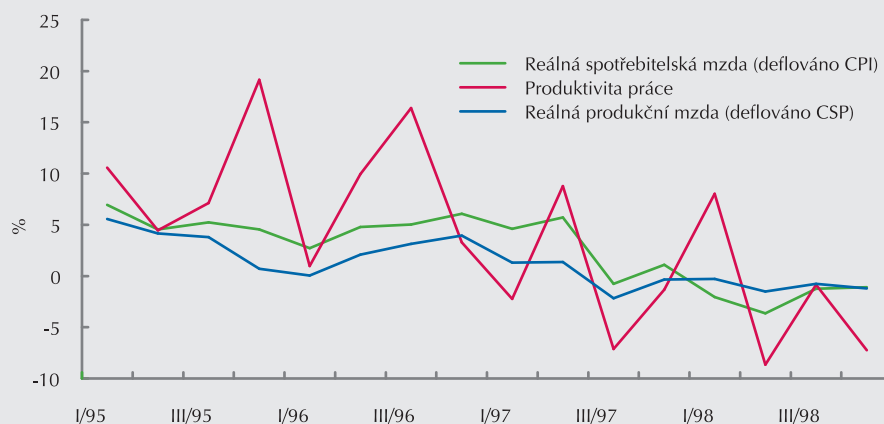
Pramen: ČSÚ.

Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře během prvních dvou čtvrtletí roku 1998 stále výrazněji zaostávala za růstem CPI. Výsledkem byl prohlubující se absolutní pokles reálné mzdy v podnikatelské sféře. V tomto smyslu přispěl pokles kupní síly zaměstnanců podnikatelské sféry k utlumování poptávkově-inflačních tlaků v ekonomice. V průmyslu jako klíčové složce podnikatelské sféry se zároveň prosazuje předstih tempa růstu produktivity práce před růstem tzv. reálné produkční mzdy. Z toho vyplývá meziroční absolutní pokles reálných jednotkových mzdových nákladů (RJMN) v průmyslu za první čtvrtletí 1998 o 5,5 % a následně ve druhém čtvrtletí o 3,9 %. Tendence k absolutním poklesům RJMN se v průmyslu soustavně prosazuje již od třetího čtvrtletí 1997. Lze ji interpretovat jako úspěšné úsilí průmyslových výrobců nepřipustit růst mzdové náročnosti na jednotku produktu.

Graf III.24 Meziroční růst reálné mzdy a produktivity práce v průmyslu



Graf III.25 Meziroční růst reálné mzdy a produktivity práce ve stavebnictví



Ve stavebnictví ovšem došlo k poklesu RJMN pouze v prvním čtvrtletí roku 1998, zatímco ve druhém čtvrtletí byl zaznamenán meziroční růst tohoto ukazatele o 7,8 %. Důvodem je předstih tempa růstu reálné produkční mzdy před růstem produktivity práce. V takové situaci se - za jinak stejných okolností - snižují reálné ziskové marže. To může vést buď ke mzdově-nákladovým tlakům na ceny, nebo k rozsáhlejšímu poklesu zaměstnanosti v tomto odvětví.

Na vývoji průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře se za první pololetí 1998 projevuje pokračující vliv restriktivních opatření v rozpočtových a příspěvkových organizacích, zavedených již v průběhu minulého roku. Výrazem této restrikce za druhé čtvrtletí 1998 je na úrovni nepodnikatelské sféry meziroční pokles průměrné reálné mzdy o 16,7 %. Jedná se již o třetí reálný čtvrtletní pokles v řadě. Jako výsledek vývoje v obou sférách, průměrná nominální mzda na úrovni celé ekonomiky vzrostla ve druhém čtvrtletí 1998 meziročně o 7 %; reálná mzda poklesla o 5 %. Vzhledem k poklesu agregátní zaměstnanosti je tempo růstu nominálních příjmů z mezd ve druhém čtvrtletí 1998 podstatně nižší než v případě průměrné nominální mzdy. Ze stejného důvodu je pokles reálných příjmů z mezd daleko výraznější než u průměrné reálné mzdy.

Tab. III.11 Mzdové, cenové a produktivní indikátory

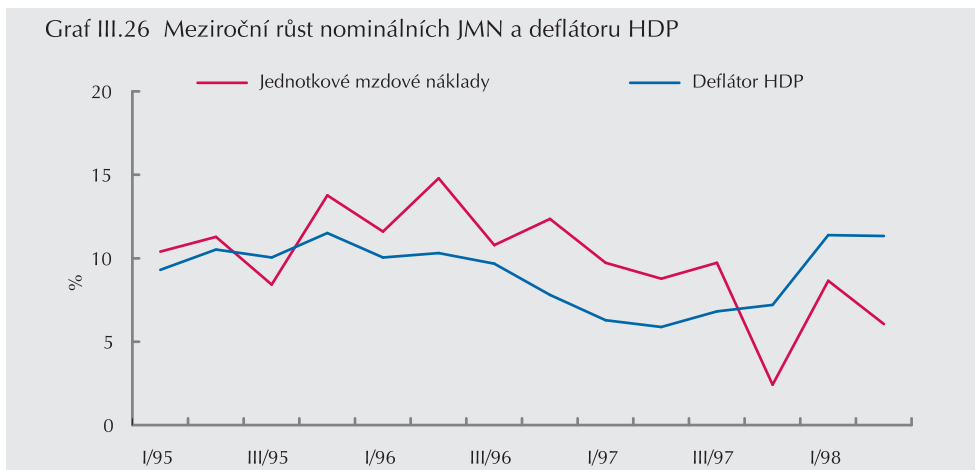
meziroční změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST											
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98
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	6,1
Deflátor HDP	10,0	10,3	9,7	7,8	9,4	6,3	5,9	6,8	7,2	6,6	11,4	11,3
RJMN (JMN/ HDP deflátor)	1,4	4,1	1,0	4,2	2,8	3,2	2,7	2,7	-4,5	0,5	-2,5	-4,7
NH PP	2,6	3,6	1,6	3,1	2,7	1,4	0,8	1,0	3,6	1,7	0,8	-0,7

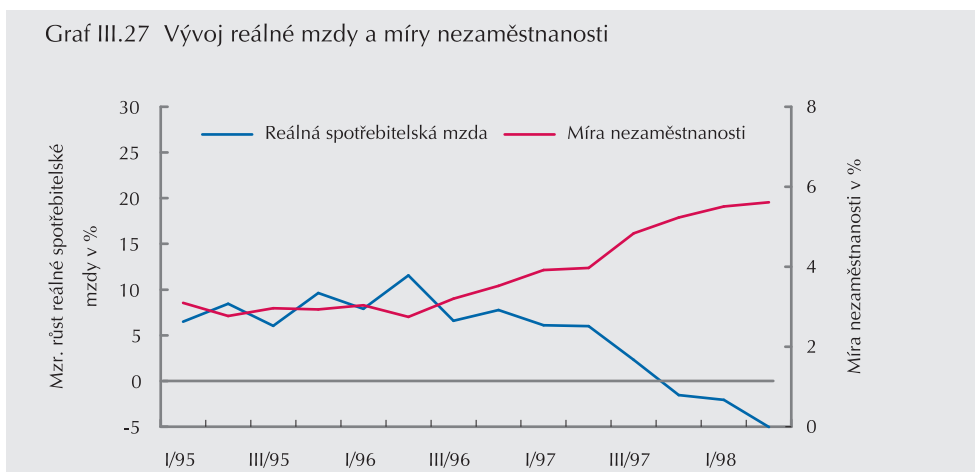
Pramen: ČSÚ, propočet ČNB.

Tendence k meziročnímu zpomalování tempa růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů (JMN) se v ekonomice prosazuje již od prvního čtvrtletí 1997. Hodnota meziročního růstu JMN pro druhé čtvrtletí 1998 činí 6,1 %, což znovu znamená meziroční pokles růstové dynamiky tohoto ukazatele. Vzhledem k tomu, že HDP deflátor vzrostl za stejné období o 11,3 %, došlo zároveň k absolutnímu poklesu RJMN o 4,7 %. Tento vývoj svědčí o udržení mzdově-nákladových inflačních tlaků na makroúrovni v přijatelných mezích, resp. o žádoucím předstihu dynamiky produktivních ukazatelů před mzdovými.

Graf III.26 Meziroční růst nominálních JMN a deflátoru HDP



Graf III.27 Vývoj reálné mzdy a míry nezaměstnanosti



Skutečnost, že nominální jednotkové mzdové náklady rostou pomaleji než HDP deflátor, vede k absolutnímu poklesu reálných jednotkových mzdových nákladů. Výsledný reálný pokles ceny práce na jednotku HDP je konzistentní s růstem nezaměstnanosti a větší nabídkou volné pracovní síly. Při přebytku nabídky práce totiž příjemci mezd ztrácejí schopnost udržet si svůj relativní podíl v distribuci důchodu, což se projevuje právě v poklesu RJMN. Tvzení o nepřímé úměře mezi nezaměstnaností a cenou práce lze alternativně ilustrovat i vztahem mezi kupní silou zaměstnanců a mírou nezaměstnanosti. Jakmile totiž míra nezaměstnanosti dosáhla určité kritické hranice (3,2 % ve třetím čtvrtletí 1996), čtvrtletní tempo růstu reálné mzdy začalo meziročně ochabovat. S dalším růstem míry nezaměstnanosti (na 5,2 % ve čtvrtém čtvrtletí 1997) začalo docházet k tomu, že reálná mzda absolutně klesala. Růst nezaměstnanosti byl v tomto smyslu nutnou podmínkou k tomu, aby se vývoj mezd vrátil do ekonomicky racionálních mezí, které byly v období 1995 až 1997 vesměs překračovány.

Tab. III.12 Základní údaje o vývoji příjmů domácností

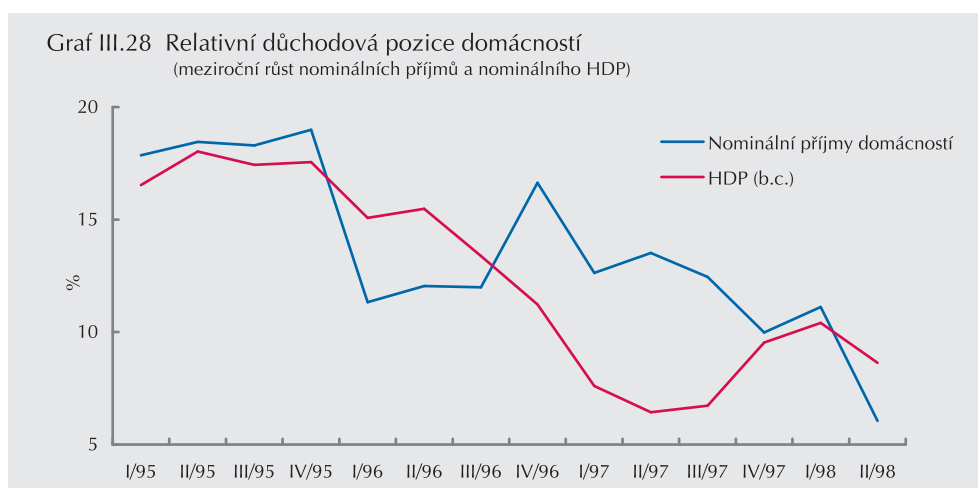
meziroční změna v %

UKAZATEL	SKUTEČNOST											
	I/96	II/96	III/96	IV/96	1996	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98
PENĚŽNÍ PŘÍJMY DOMÁCNOSTÍ (nominální)	11,3	12,0	12,0	16,6	13,3	12,6	13,5	12,4	10,0	12,1	11,1	6,1
(reálné)	2,3	3,9	2,5	7,4	4,1	5,1	6,5	2,3	-0,1	3,3	-1,9	-5,9
v tom:												
Příjmy z mezd (nominální)	16,7	18,6	14,5	15,9	16,8	11,1	9,4	8,6	4,6	8,2	7,7	3,5
(reálné)	7,3	10,8	4,8	6,7	7,4	3,6	2,6	-1,1	-5,0	-0,3	-5,0	-8,2
Sociální příjmy (nominální)	13,3	17,3	12,0	18,4	16,2	13,8	10,1	14,2	14,7	13,2	11,2	8,2
Ostatní příjmy (nominální)	1,0	-1,9	8,0	17,0	5,5	14,8	24,6	17,9	17,6	18,7	17,6	9,5

Pramen: Statistika ČNB.

Tempo růstu peněžních příjmů domácností se od čtvrtého 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. Vedle výše popsaného vývoje nominálních příjmů z mezd zde působí především výrazný pokles růstové dynamiky ostatních příjmů - v nominálním vyjádření meziročně o 15,1 procentního bodu. Oslabení růstové dynamiky nominálních sociálních příjmů je podstatně nižší. Reálné příjmy domácností v důsledku uvedených vlivů celkově poklesly o 5,9 %.

Za poklesem reálných příjmů domácností stojí celá řada vzájemně provázaných faktorů: trh práce zaznamenává rostoucí převis nabídky, což se projevuje v poklesu reálných mezd. Pokles kupní síly příjemců mezd se odráží v oslabení spotřebitelské poptávky, která zprostředkovaně snižuje růstovou dynamiku i v položce ostatních příjmů domácností (mj. u tržeb pramenících z podnikatelské činnosti obyvatelstva). Dále platí, že rostoucí počet příjemců mezd přechází na podporu v nezaměstnanosti, což opět snižuje jak dynamiku příjmů z mezd, tak spotřebitelskou poptávku i ostatní příjmy domácností, s výše popsány provázanými efekty.



Z hlediska poptávkově inflačních tlaků je podstatné, že peněžní příjmy domácností rostly ve druhém čtvrtletí 1998 o 2,5 procentního bodu pomaleji než nominální HDP. Ve srovnání se stejným obdobím loňského roku tedy nedošlo k žádnému přerozdělení celkového důchodu ve prospěch domácností, které by disproporcionálně zvyšovalo masu peněžních prostředků v držení domácností. Došlo naopak ke zhoršení relativní důchodové pozice domácností, a poptávkově-inflační tlaky vycházející ze sektoru domácností proto lze označit za zanedbatelné.

III.3.2 Zaměstnanost a nezaměstnanost

Na trhu práce se zvyšuje nesoulad mezi nabídkou a poptávkou po pracovní síle. Tento nesoulad se projevuje kvantitativně, tj. v podobě úhrnné převahy nabídky práce, ale také strukturálně: poptávka se mívá s nabídkou zejména v kvalifikační, regionální a odvětvové dimenzi. Výsledkem těchto procesů je jak růst míry nezaměstnanosti, tak pokles agregátní zaměstnanosti. Celková zaměstnanost v národním hospodářství klesá již od roku 1997. Ve druhém čtvrtletí 1998 poklesla meziročně o 1,4 %, za první pololetí o 1,2 %.

V primární sféře poklesl počet zaměstnanců proti prvnímu pololetí loňského roku o 4,7 %. Tato dlouhodobá tendence se projevila ve všech odvětvích primární sféry. V sekundární sféře došlo k meziročnímu snížení počtu zaměstnanců k 30. 6. 1998 o 2,9 %. Úbytek počtu zaměstnanců zaznamenala všechna odvětví sekundární sféry, nejvíce stavebnictví (8 %). Zde je patrná souvislost s poklesem ekonomické dynamiky tohoto odvětví (za první pololetí poklesla stavební výroba ve stálých cenách o 7,2 %). Počet zaměstnanců terciární sféry se oproti stejnému období loňského roku snížil o 0,5 %. Pokles zaměstnanosti v této sféře byl ovšem diferencovaný: pokles zaznamenalo peněžnictví a pojišťovnictví, pohostinství a ubytování, doprava, skladování, pošty a telekomunikace, školství a zdravotnictví, zvýšení naopak obchod, opravy motorových vozidel, služby převážně pro podniky a veřejná správa.

Za rozhodující faktory poklesu zaměstnanosti je třeba považovat mj. celkový útlum ekonomických aktivit, a oproti minulosti i nižší absorpční schopnost terciární sféry. Ve většině služeb lze dokonce v návaznosti na dosahovanou úroveň produktivity práce a při omezených odbytových možnostech konstatovat projevy přezaměstnanosti. Z těchto důvodů se daří přijímat především pracovníky nízkopříjmových profesí.

Tab. III.13 Základní údaje o vývoji zaměstnanosti a nezaměstnanosti

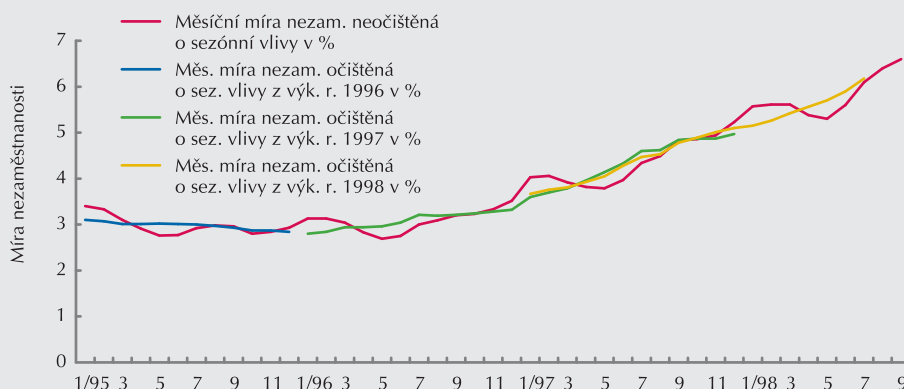
UKAZATEL				ČTVRTLETÍ 1997				MĚSÍCE 1998				
	1995	1996	1997	I/97	II/97	III/97	IV/97	3/98	6/98	7/98	8/98	9/98
Počet zaměstnaných v NH celkem (prům. počty)												
Meziroční změna v %	2,6	0,6	-1,0	-0,2	-0,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,4	.	.	.
Fyzické osoby - počet (v tis.)	5011,6	5044	4922	4959,3	4967	4913	4908	4897	4899	.	.	.
Počet nezaměstnaných ^{1/}												
Fyzické osoby - počet (v tis.)	153,0	186,3	268,9	199,6	202,6	247,6	268,9	284,1	289,5	313,8	330,0	350,7
Míra nezaměstnanosti	2,9	3,5	5,2	3,9	4,0	4,8	5,2	5,5	5,6	6,1	6,4	6,8
Počet uchazečů na 1 volné pracovní místo ^{1/}	1,7	2,2	4,3	2,3	2,5	3,4	4,3	4,4	5,0	5,5	6,0	6,8

1/ stav ke konci období

Trend růstu nezaměstnanosti, který se projevuje od počátku roku 1998, se od druhého pololetí ještě zvýšil. Od června do září zaznamenala míra nezaměstnanosti nárůst o 1,2 procentního bodu (na 6,8 %) a počet nezaměstnaných se meziročně zvýšil o více než 100 tisíc. Postupně se zvyšuje přírůstek nezaměstnaných mladých lidí a osob se změněnou pracovní schopností. Ke konci září představoval podíl osob do 25 let více než 25 % celkového počtu nezaměstnaných. Ke změně dochází i na straně poptávky, kdy klesá počet volných pracovních míst. Růst počtu nezaměstnaných a pokles volných pracovních míst vedou ke zhoršení podílu nezaměstnaných připadajících na 1 volné pracovní místo: zatímco v červnu připadalo na jedno volné místo 5 žadatelů o práci, ke konci září to bylo již 6,8 osob. Vedle poklesu tvorby hrubého domácího produktu se v růstu nezaměstnanosti projevuje i sezónní pokles pracovních míst ve stavebnictví, zemědělství a v cestovním ruchu, nárůst absolventů ze škol a učilišť.

Nejvyšší mírou nezaměstnanosti jsou postiženy okresy, kde dochází k významným poklesům zaměstnanosti (zejména v odvětvích dobývání nerostných surovin) a okresy s převahou venkovského osídlení (pokles zaměstnanosti v zemědělství).

Graf III.29 Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti



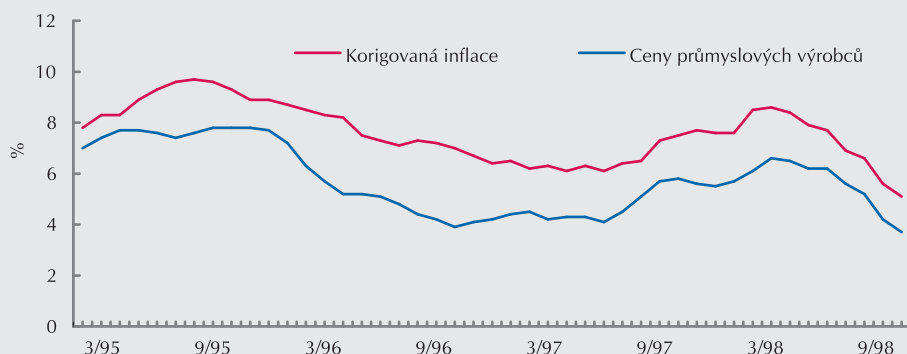
III.4 Ostatní nákladové indikátory

III.4.1 Ceny výrobců

Ve třetím čtvrtletí se růst cen průmyslových výrobců zastavil. Při meziměsíčním přírůstku v červenci o 0,3 % a poklesu v srpnu o 0,2 % meziroční index cen průmyslových výrobců poklesl v červenci oproti předchozímu měsíci o 0,4 procentního bodu (na 5,6 %) a v srpnu až na 4,2 %. V září při stagnaci meziměsíčního růstu došlo k dalšímu meziročnímu poklesu tempa růstu cen průmyslových výrobců na 3,7 %. Hlavní příčinou tohoto vývoje byl pokračující příznivý vývoj cen na světových trzích (viz část III.4.2), zejména energetických surovin. Nízké ceny ropy nejvíce ovlivnily vývoj cen zpracovatelského průmyslu (meziročně v srpnu 3,7 %), zejména koksárenského a rafinářského (meziročně v srpnu pokles o 21,6 %).

Na příznivý vývoj cen průmyslových výrobců měly vliv i faktory na straně poptávky (pokračující pokles domácí poptávky), trend k poklesu mzdových nákladů v průmyslových podnicích a apreciacie kurzu koruny.

Graf III.30 Meziroční růst cen průmyslových výrobců a korigované inflace

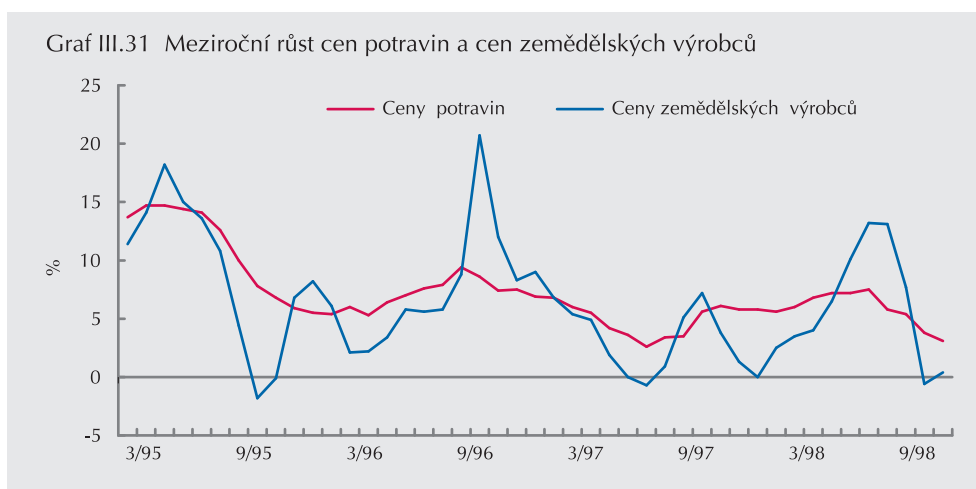


U cen stavebních prací pokračoval ve třetím čtvrtletí 1998 dlouhodobější trend k mírnému poklesu. Při meziměsíčním cenovém nárůstu v červenci 1998 o 0,5 % a v srpnu o 0,7 % se meziroční růst zpomalil z červnových 10 % na 9,1 % v červenci a v srpnu dále na 8,8 %. V září následoval další pokles (meziročně na 8,5 %) při meziměsíčním nárůstu o 0,4 %. Přesto je ale cenový růst v této oblasti relativně

vysoký. Za hlavní faktor trvající relativně vysoké dynamiky růstu cen stavebních prací lze považovat především stabilní růst cen stavebních materiálů. Současně nelze vyloučit i vliv setrvalé poptávky „šedé“ ekonomiky. Celkově klesající domácí poptávka však vliv těchto faktorů postupně oslabuje.

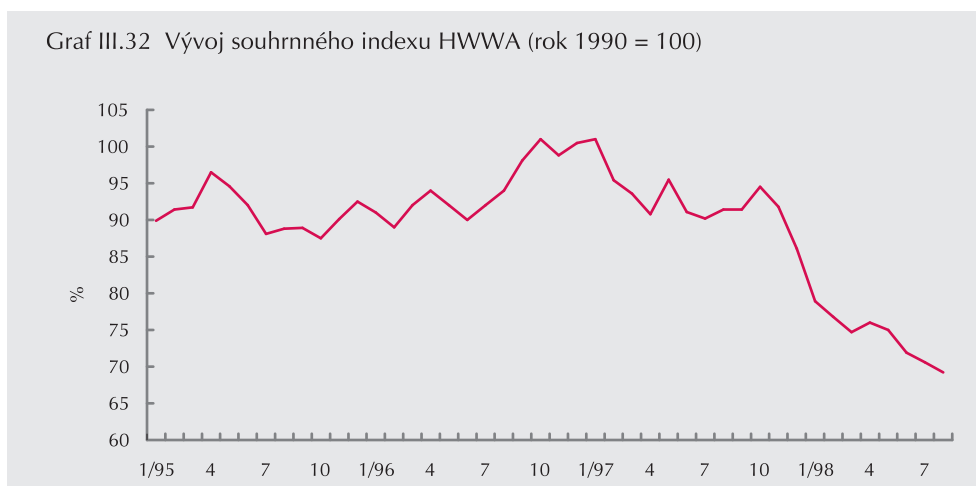
Ceny zemědělských výrobců se v prvním čtvrtletí 1998 vyvíjely relativně příznivě. Ve druhém čtvrtletí sice dochází k urychlení tempa jejich růstu, ale ve třetím čtvrtletí se jejich růst opět zpomalil (červenec 7,7 %, srpen - 0,6 %, září 0,4 %). Snížení tempa jejich růstu bylo způsobeno především poklesem cen rostlinných výrobků, které v září zaznamenaly meziroční pokles o 6,3 %.

Důvodem tohoto poklesu byly výrazně nižší ceny obilovin (zejména potravinářské pšenice dovážené z Maďarska). Ceny obilovin se však v celkovém růstu cen zemědělských výrobců projeví multiplikačně. Vliv podílu rostlinných výrobků ve struktuře indexu cen zemědělských výrobců má totiž ve druhém pololetí podstatně větší váhu než v prvním pololetí. Ceny živočišných výrobků si udržely ve třetím čtvrtletí 1998 zhruba 10 % meziroční růst.



III. 4. 2 Světové ceny surovin, dovozní ceny

Vývoj cen základních surovin, které jsou ve významnějším rozsahu dováženy do ČR, byl ve třetím čtvrtletí 1998 z hlediska dopadu do vnitřní cenové hladiny stále velmi příznivý. Souhrnný cenový index surovin a potravin HWWA se za červenec až srpen 1998 meziročně snížil o 23 %. Nejhlubší pokles byl patrný u cen energetických surovin (o 28,7 %). Cena uralské ropy sledovala v průběhu července průměrnou cenu 11,15 USD za barel a byla oproti průměru roku 1997 o téměř 40 % nižší. Ve třetím čtvrtletí 1998 výrazně poklesly i ceny průmyslových surovin a potravinářských komodit.



Dovozní ceny, sledované na základě výběrového indexu ČSÚ, se začaly po květnové stagnaci počínaje červnem 1998 snižovat (v srpnu jejich meziroční pokles činil již 6,2 %). Tento mimořádně příznivý vývoj byl jak důsledkem poklesu cen surovin na světových trzích, tak důsledkem apreciacie kurzu koruny.

IV. OPATŘENÍ MĚNOVÉ POLITIKY A INFLAČNÍ VÝHLED

IV.1 Vývoj inflace a její determinanty – shrnutí hlavních tendencí

V průběhu třetího čtvrtletí 1998 pokračovalo oslabování inflačních tlaků, které započalo ve čtvrtletí druhém. V důsledku toho došlo k urychlení procesu desinflace. V září se hodnoty všech ukazatelů inflace dostaly na nejnižší úroveň od počátku roku. Meziroční index čisté inflace poklesl z 6,5 % v červnu na 4,3 % v září a oproti nejvyšší letošní hodnotě zaznamenané v únoru a v březnu (7,9 %) byl nižší o 3,6 procentního bodu. Na poklesu tempa růstu čisté inflace se významnou měrou podílel vývoj na trhu potravin, který byl ve srovnání se stejným obdobím minulého roku příznivější. Ceny potravin klesly meziměsíčně o 1,4 % v červenci a o 0,9 % v srpnu, oproti poklesu o 0,9 % v červenci a růstu o 0,6 % v srpnu roku 1997. Příznivý vývoj čisté inflace a nižší červencové zvýšení regulovaných cen (ve srovnání s červencem 1997) byly hlavními faktory, které vedly ke zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen. Meziroční index spotřebitelských cen poklesl z 12 % v červnu na 8,8 % v září a oproti nejvyšší hodnotě dosažené rovněž v únoru a v březnu (13,4 %) byl nižší o 4,6 procentního bodu.

Zatímco tempo růstu čisté inflace se v prvních pěti měsících roku 1998 pohybovalo nad horní hranici cílového intervalu stanoveného pro konec roku, v červnu dosáhlo této úrovně, v červenci se přiblížilo středu intervalu a od srpna se pohybovalo pod dolní hranici tohoto intervalu. Dosavadní vývoj faktorů inflace a především krátkodobá prognóza inflace naznačují, že čistá inflace na konci roku 1998 bude podstatně nižší, než dolní hranice krátkodobého cíle. Proces desinflace v průběhu třetího čtvrtletí 1998, byl tedy strmější, než jak naznačovaly prognózy inflace obsažené v červencové Zprávě o inflaci. Příčinou tohoto vývoje je mimořádně příznivý souběh okolností působících ve směru poklesu inflačních tlaků. Nejdůležitějšími faktory byl prudký pokles dovozních cen a výrazné snížení domácí poptávky. Protiinflačně působil i měnový vývoj, měnící se situace na trhu práce, vývoj většiny nákladových faktorů a zlepšující se inflační očekávání.

Neobyčejně příznivý vývoj dovozních cen byl zapříčiněn poklesem cen surovin na světových trzích a meziroční apreciací koruny ve třetím čtvrtletí. Pokles dovozních cen započal v červnu a pokračoval v červenci (meziročně o 6,1 %) a v srpnu (6,2 %). Série finančních krizí, následné zpomalování hospodářského růstu ve většině východoasijských ekonomik včetně Japonska a vleklé strukturální problémy mnoha rozvíjejících se trhů udržovaly ceny komodit na světových trzích na velmi nízké úrovni. Převaha nabídky nad poptávkou přetrvávala jak u energetických surovin, tak u průmyslových surovin a potravinářských komodit po celý dosavadní průběh roku 1998. Z hlediska dosahu nástrojů měnové politiky je tento vývoj exogenní a ČNB vychází z předpokladu, že ve střednědobém horizontu jeho příznivý dopad na inflaci odezní.

Výrazné utlumení domácí poptávky, ke kterému dochází od druhého čtvrtletí roku 1997, pokračovalo i ve druhém čtvrtletí 1998. Vyloučíme-li změnu stavu zásob, meziroční tempo růstu konečné domácí poptávky pokleslo z - 2,1 % v prvním čtvrtletí na - 4,6 % ve čtvrtletí druhém. Charakteristickým rysem měnícího se chování spotřebitelů v soudobé fázi hospodářského vývoje byl pokles spotřeby domácností o 7 %. Tento pokles byl způsoben nejen vysokou srovnávací základnou stejného období minulého roku (ovlivněnou rozsáhlými nákupy spotřebního zboží v souvislosti s tehdejšími kursovým vývojem), ale především pokračujícím snižováním disponibilních příjmů domácností a růstem míry úspor obyvatelstva. Pokles hrubé tvorby fixního kapitálu rovněž akceleroval, a to z - 2,5 % v prvním čtvrtletí na - 4,1 % ve druhém čtvrtletí 1998. Mírný vzestup výdajů státu (o 0,6 %) a poměrně příznivý vývoj čistého exportu jen částečně eliminovaly celkový pokles hospodářské aktivity. V důsledku tohoto vývoje hrubý domácí produkt poklesl ve druhém čtvrtletí, podle odhadů ČSÚ, o 2,4 %. Na utlumení domácí poptávky se podílela jak měnová politika, tak fiskální restriktce, zahájená realizací stabilizačních opatření vlády z jara 1997. Přispělo k němu jak výrazné zbrzdění do té doby dlouhodobě neudržitelného růstu mezd, tak prostřednictvím důchodového efektu i růst některých regulovaných cen. Oslabování inflačních tlaků z poptávkové strany je očekávanou reakcí ekonomiky na restriktivní politiku a je nezbytným předpokladem obnovení udržitelných makroekonomických proporcí.

Rovněž měnový vývoj ve třetím čtvrtletí 1998 byl odrazem měnové, fiskální a mzdové restriktce, přičemž byl konzistentní s pokračováním procesu desinflace. Vývoj peněžních agregátů se v červenci a v srpnu nadále vyznačoval nízkým růstem, a to jak v nominálním, tak v reálném vyjádření. Průměrný nominální růst agregátu L se pohyboval přibližně na úrovni růstu nominálního HDP a růst agregátu M2 pod ní. Pokles nominálních úrokových sazeb, který probíhá po celý rok 1998, se zatím nepromítl do výraznějšího oživení úvěrové emise. Vysoký podíl rizikových úvěrů a rostoucí požadavky na tvorbu rezerv ze strany ČNB zvyšují tlak na efektivní hospodaření bank. To je vede k větší obezřetnosti při poskytování úvěrů a k růstu jejich zájmu o bonitní aktiva, jako jsou např. investice do poukázek ČNB. Díky rychlému poklesu inflace ve třetím čtvrtletí, jehož tempu neodpovídá pokles nominálních úrokových sazeb, dochází k růstu reálných úrokových sazeb.

Po několika letech zachovávání relativně stabilní míry nezaměstnanosti se poměry na trhu práce od druhé poloviny roku 1997 významně mění. Počet nezaměstnaných v průběhu roku 1998 stabilně rostl a růst míry nezaměstnanosti se zvláště ve třetím čtvrtletí urychlil. Tento vývoj je odrazem nejen prohlubujících se hospodářských obtíží, ale i pokračující mikroekonomické restrukturalizace podnikové sféry. Rostoucí konkurence na trhu práce a nízká poptávka po pracovních silách výrazně mění postavení uchazečů o práci a zhoršuje jejich pozici při jednání o mzdách. To vedlo k dočasnému utlumení mzdových nároků a ke stagnaci, případně poklesu reálných mezd.

Akcelerující pokles tempa růstu spotřebitelských cen i čisté inflace vytvářel v průběhu třetího čtvrtletí 1998 příznivé podmínky pro zlepšování inflačních očekávání. Svědčí o tom vývoj sklonu výnosových křivek během celého roku 1998. Zatímco v první polovině roku měla výnosová křivka rostoucí sklon, v polovině roku dochází k obratu a sklon křivky začíná být inverzní. Ve třetím čtvrtletí docházelo k prohlubování klesajícího sklonu výnosové křivky, které bylo pouze krátkodobě narušeno dopady finanční krize v Rusku.

Nominální kurs v prvním a ve druhém čtvrtletí meziročně deprecioval, avšak ve třetím čtvrtletí poměrně výrazně aprecioval. Koruna vůči německé marce i přes krátkodobé výkyvy ve třetím čtvrtletí zhodnotila oproti druhému čtvrtletí o cca 0,60 Kč a oproti lednu o cca 2,60 Kč. V důsledku výrazného poklesu kurzu dolaru vůči německé marce zpevnil kurz koruny k dolaru nad úroveň před měnovými turbulencemi v květnu 1997. Apreciace nominálního kurzu koruny společně s přetrvávajícím pozitivním inflačním diferencialem se promítly do posilování reálného kurzu koruny a již zmíněného zlevňování dovozů.

Příznivý vývoj nákladových faktorů a postupné zlepšování inflačních očekávání v souvislosti s aktuálně klesající inflací se odrazily v dalším zpomalení růstu cen výrobců, které jsou souhrnným indikátorem nákladových tlaků. Postupné snižování tempa růstu cen průmyslových výrobců v průběhu roku 1998 ve třetím čtvrtletí akcelerovalo. Meziroční tempo růstu indexu cen výrobců pokleslo z 5,6 % v červnu na 3,7 % v září. Dlouhodobější trend poklesu se projevuje také u cen stavebních prací a cen zemědělských výrobců. Nákladově příznivý dopad má již po několika čtvrtletí relace mezi růstem reálných mezd a produktivitou práce. Obdobný význam má srovnání temp růstu jednotkových mzdových nákladů (JMN) a deflátoru HDP. I když se v posledním období poněkud snížil předstih temp růstu deflátoru před JMN, existující relace prozatím neindikuje vznik výrazných mzdově-inflačních tlaků.

Zpřísnění hospodářských politik se promítlo nejen do poklesu tempa růstu cen, ale i do zásadního snížení vnější nerovnováhy. Poté, co roční klouzavý úhrn deficitu běžného účtu v poměru k HDP kulminoval v prvním čtvrtletí 1997 na hodnotě 8,5 %, došlo ke konci prvního pololetí 1998 k jeho snížení na 1,9 %. K obnovování vnější rovnováhy docházelo i přes pozvolné zhodnocování kursu koruny a zhoršování exportních podmínek v souvislosti s finanční krizí v Asii a v Rusku.

IV.2 Reakce měnové politiky

Úroková politika ČNB se odvíjí od podmíněné prognózy inflace, která signalizuje, jaké jsou očekávané dopady inflačních faktorů a zda bude příslušný stanovený inflační cíl splněn. Vývoj meziměsíční čisté inflace ve druhém čtvrtletí sice naznačil začátek procesu desinflace, ale meziroční inflace klesala až do

června pouze pozvolna. Predikce čisté inflace ke konci roku zůstávala v horní polovině cíleného intervalu a navíc existovala krátkodobější rizika cenového vývoje v oblasti devizového kurzu i dlouhodobější nejistoty ohledně nákladových inflačních tlaků, vývoje veřejných rozpočtů a udržitelnosti nízké úrovně světových cen komodit. ČNB v tomto období udržovala nominální úrokové sazby na neměnné výši.

Vývoj inflace ve třetím čtvrtletí potvrdil trend jejího poklesu zahájeného v červnu. Prognózy nejdůležitějších faktorů inflace začaly naznačovat otevírání prostoru pro postupné snižování klíčových úrokových sazeb. Koncem druhého a začátkem třetího čtvrtletí se začala pozornost ČNB při koncipování měnové politiky přesouvat od krátkodobého cíle v roce 1998 k předpokládanému vývoji inflace v roce 1999.

Koncem června ČNB dospěla k názoru, že vzhledem k očekávanému vývoji většiny faktorů inflace je pravděpodobnost splnění krátkodobého inflačního cíle ke konci roku 1998 vysoká. Protože krátkodobá rizika potenciálně ohrožující splnění tohoto cíle byla označena za málo významná, bankovní rada se rozhodla, s platností od 17. července 1998, snížit nejdůležitější sazbu – sazbu pro 2T repo operace – z 15 % na 14,5 %, tj. o 0,5 procentního bodu. Kromě toho bankovní rada s účinností od 30. července snížila sazbu povinných minimálních rezerv z primárních vkladů z 9,5 % na 7,5 %.

Po vyhodnocení červencového vývoje došla bankovní rada v polovině srpna k závěru, že existuje prostor pro další snížení úrokových sazeb. Akcelerující trend poklesu inflace ukončil etapu dynamizace inflačních očekávání, kdy hlavním úkolem měnové politiky bylo poskytnout ekonomice nominální kotvu a zabránit eskalaci inflace. Poklesem inflace v červnu a v červenci byl předznamenán přechod do další etapy inflačního vývoje, která se vyznačuje zlepšováním inflačních očekávání, pokračujícím příznivým vlivem utlumené domácí poptávky a příznivým vývojem většiny nabídkových faktorů. Po posouzení reálných rizik možného vývoje inflace se bankovní rada rozhodla, s platností od 14. srpna, snížit sazbu pro 2T repo operace ze 14,5 % na 14 %, tj. o 0,5 procentního bodu. Zároveň rozhodla s platností od téhož data o snížení dalších úrokových sazeb – diskontní sazby z 13 % na 11,5 % a lombardní sazby z 19 % na 16%.

Při rozhodování o měnové politice koncem srpna, bankovní rada posoudila krátkodobá a střednědobá rizika související s možnými dopady ruské finanční krize. Dospěla k závěru, že nepříznivý vliv nestability v Rusku na českou ekonomiku je poměrně malý a v čase pozvolna slábnoucí. Za hlavní zdroj nejistoty však byl označen stále neujasněný rámec hospodaření veřejných rozpočtů a rizika mzdového růstu. Díky těmto faktorům a díky tomu, že ke snížení sazeb došlo poměrně nedávno, bylo přijato rozhodnutí neměnit nastavení měnové politiky.

Bankovní rada na svém zářijovém zasedání došla k závěru, že výhled desinflace je v krátkodobém horizontu příznivý a že se tím vytváří prostor pro další snížení úrokových sazeb. Bylo vysloveno očekávání ohledně pokračování poklesu tempa růstu spotřebitelských cen a čisté inflace i v dalším období, pokud nedojde v nejbližších měsících k výraznějším změnám ve vývoji exogenních faktorů. Klesající inflace by tak měla nadále působit ve směru zlepšování inflačních očekávání. Vývoj inflace v dalším období bude příznivě ovlivňovat rovněž útlum domácí poptávky, projevující se především poklesem spotřeby domácností, v důsledku poklesu jejich disponibilních příjmů a růstu sklonu k úsporám. I přes přetrvávající nejistotu ohledně rozpočtového hospodaření na rok 1999 se bankovní rada rozhodla dále snížit sazbu pro 2T repo operace ze 14 % na 13,5 %, tj. opět o 0,5 procentního bodu.

I přes výrazný pokles spotřebitelských cen i čisté inflace, která v současnosti míří hluboko pod dolní hranici krátkodobého stanoveného cíle pro konec roku 1998, ČNB volila cestu pozvolného snižování úrokových sazeb. Ke zpomalení cenového růstu významnou měrou přispěly nákladové faktory, z nichž některé jsou do značné míry mimo dosah měnové politiky. Přestože kvantifikace vlivu exogenních nákladových faktorů na cenový vývoj je velmi obtížná, ČNB odhaduje, že příspěvek „pozitivního nákladového šoku“ činí 1 až 2 procentní body. To znamená, že po vyloučení vlivu exogenních nákladových faktorů by byl krátkodobý inflační cíl stanovený pro konec roku 1998 splněn přibližně na dolní hranici intervalu nebo mírně pod ní. Důvodem pozvolného snižování hladiny nominálních úrokových sazeb bylo přetrvávání rizikových faktorů ve vnějším prostředí s možným dopadem na kurz, nebezpečí obnovení nákladových mzdových tlaků s dopadem do inflace v roce 1999, signály o možném deficitním hospodaření veřejných rozpočtů ke konci roku 1998 a pravděpodobné zeslabení příznivého vývoje světových cen komodit.

IV.3 Faktory budoucí inflace

Výrazné utlumení růstu všech cenových indexů v průběhu třetího čtvrtletí podstatným způsobem zvýšilo pravděpodobnost, že čistá inflace se ke konci roku 1998 bude pohybovat hluboko pod dolní hranicí stanoveného krátkodobého cíle. Vzhledem ke značnému zpoždění vlivu poptávky na inflaci by mohl být tento očekávaný vývoj výrazněji ovlivněn pouze nenadálým masivním růstem světových cen surovin či značným oslabením kursu koruny. Zpoždění vlivu těchto faktorů na cenový růst je totiž oproti vlivu poptávky výrazně kratší. Pravděpodobnost, že by k takovému vývoji mohlo v nejbližší době dojít, je však malá.

ČNB vychází z předpokladu, že působení exogenních faktorů bude přetrvávat a že trend poklesu tempa růstu cen bude pokračovat ve zbývajících měsících roku 1998 i začátkem roku 1999. Ve druhé polovině roku 1999 ČNB očekává spíše stabilizaci cenového růstu nebo jeho mírné zvýšení. Je nepravděpodobné, že by se opakoval příznivý vývoj exogenních faktorů inflace. Lze předpokládat rovněž mírný nárůst reálných mezd a působit bude i očekávaný sklon veřejných financí ke zvyšování deficitnosti. Tento vývoj by však neměl vést k výraznější dynamizaci inflace. Desinflační proces druhé poloviny roku 1998 pozitivně ovlivňuje inflační očekávání. Pokud ekonomické subjekty odvozují svá inflační očekávání převážně od minulého vývoje inflace, lze usuzovat, že se tento příznivý vývoj promítne do uzavírání cenových a mzdových kontraktů počátkem roku 1999.

Dosavadní a očekávaný měnový vývoj nenaznačuje, že by v dalším období mělo docházet k dynamizaci cenového růstu. Započatý proces postupného snižování úrokových sazeb neznamená, z důvodu již zmíněné omezitelnosti bank při poskytování úvěrů, vážnější nebezpečí nadměrné úvěrové emise. Růst peněžní zásoby zřejmě nebude v dalším období nadměrně urychlován ani vývojem čistého úvěru vládě ani vývojem čistých zahraničních aktiv. Tyto oblasti však do budoucna představují určité riziko dynamizace peněžních agregátů.

Trend absolutního poklesu domácí poptávky započatý ve třetím čtvrtletí 1997 s velkou pravděpodobností pokračoval i ve třetím čtvrtletí roku 1998. Tento vývoj s ohledem na předpokládanou délku zpoždění vlivu poptávky na inflaci do značné míry snižuje riziko oživení poptávkových inflačních tlaků v první polovině roku 1999. V dalším období očekáváme stagnaci, popř. pouze mírné oživení dynamiky poptávky, ačkoli nelze zcela vyloučit rizika plynoucí z případného nadměrného uvolnění fiskální politiky či z možných mzdových tlaků iniciovaných zvýšením mzdových tarifů v rozpočtové sféře. Proti poptávkou tážené inflaci bude působit rychlý růst nezaměstnanosti, vyvolaný poklesem hospodářského růstu a silícími tlaky na restrukturalizaci a na zvyšování konkurenceschopnosti v podnikové sféře.

Utlumená domácí poptávka bude v dalším období omezovat prostor pro prosazování nákladové inflace. Na základě dosavadního vývoje ČNB pracuje s předpokladem, že v horizontu jednoho roku nedojde k výraznějšímu zhoršení vývoje většiny nákladových faktorů. Ceny komodit na světových trzích v nejbližších letech s velkou pravděpodobností výrazněji neporostou vzhledem k sérii finančních krizí, hospodářské stagnaci většiny východoasijských ekonomik včetně Japonska a vleklým strukturálním problémům mnoha rozvíjejících se trhů. Růst produktivity v sektoru obchodovatelných statků, výrazné snižování inflačního diferenciálu a poměrně rychlé obnovování vnější rovnováhy zatím nezavdávají důvod k výraznějšímu oslabení kurzu ani ve střednědobém horizontu, i když mírné oslabení kurzu v krátkodobém horizontu nelze vyloučit. Ani vývoj v podnikové sféře nesvědčí o obratu stávajících trendů, které jsou pro vývoj inflace příznivé. I když se předstih růstu produktivity před růstem mezd v poslední době poněkud snížil, nadále existuje, což bude, za jinak stejných okolností, bránit vzniku inflačních tlaků. Očekávaný relativně příznivý vývoj nákladových faktorů, společně s postupným zlepšováním inflačních očekávání, bude nadále příznivě působit na vývoj cen výrobců, který představuje souhrnný indikátor nákladové inflace.

IV.4. Prognóza inflace

Podmíněná prognóza inflace vychází z předpokladu přetrvávání dosavadního příznivého vývoje většiny nákladových a poptávkových faktorů inflace a z postupného zlepšování inflačních očekávání. Na základě vyhodnocení těchto vlivů, jež bere v úvahu zpoždění vlivu jednotlivých skupin faktorů inflace na cenový vývoj, ČNB očekává, že se čistá inflace ke konci roku 1998 bude pohybovat pod úrovní 4 %. Jak již bylo zmíněno výše, k poklesu čisté inflace pod cílový interval dojde především v důsledku nečekaně silného působení exogenních faktorů, byť pokles domácí poptávky hraje také důležitou roli. Díky významnému dopadu exogenních faktorů na vývoj čisté inflace, ČNB nepovažuje nižší než cílovanou inflaci na konci roku 1998 za výraznější odchylku od střednědobé trajektorie desinflačního procesu. Utlumení růstu čisté inflace se promítá i do růstu indexu spotřebitelských cen, který by se měl ke konci roku 1998 pohybovat mírně nad úrovní 8 %. Průměrná roční míra inflace bude nižší než 11 %.

Podmíněná prognóza inflace pro konec roku 1999 ČNB očekává stabilizaci, popřípadě jen velmi mírné oživení růstu čisté inflace, což odpovídá předpokládanému mírnému posílení nákladových tlaků a stagnaci poptávky. Očekávaný vývoj čisté inflace v roce 1999 svědčí o reálnosti splnění střednědobého inflačního cíle stanoveného pro konec roku 2000, kterým je interval 3,5 až 5,5 %. V důsledku vládou plánovaného zvolnění tempa zvyšování regulovaných cen v roce 1999 ČNB očekává znatelný pokles tempa růstu spotřebitelských cen. Pokud nedojde k výraznějšímu nárůstu inflačních tlaků v důsledku mzdového vývoje a vývoje veřejných financí jakož i v důsledku nepříznivého vývoje světových cen surovin a devizového kurzu, měl by meziroční růst indexu spotřebitelských cen v roce 1999 činit přibližně 6,5 %. V průběhu roku 1999 by tak mělo dojít ke sblížení tempa růstu indexu spotřebitelských cen a čisté inflace.

Záznam z jednání bankovní rady dne 30. července 1998

Přítomni:

Ing. P. Kysilka, CSc., viceguvernér, Ing. M. Hrnčíř, DrSc., vrchní ředitel, Ing. J. Pospíšil, CSc., vrchní ředitel, RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel, Mgr. Ivo Svoboda, ministr financí České republiky.

Bankovní rada na svém zasedání 30. 7. 1998 konstatovala, že ve vývoji inflace dochází k postupnému prohlubování pozitivních tendencí a meziroční čistá inflace se v červnu dostala na horní hranici cílového koridoru pro rok 1998. Ke konci roku se její hodnota očekává na jeho dolní hranici. Po akceleraci inflace v druhé polovině minulého roku se podařilo odvrátit rostoucí trend a jsou vytvořeny předpoklady pro udržitelný desinflační proces. Tento pozitivní výsledek je dán mimo jiné i příznivým vývojem exogenních faktorů, jako jsou např. ceny komodit na světových trzích. Trvání protiinflačního působení těchto faktorů může mít ovšem přechodný charakter.

Bankovní rada se shodla na tom, že pravděpodobnost splnění inflačního cíle pro rok 1998 je vysoká. Nákladové a poptávkové faktory se vyvíjejí pozitivně. Krátkodobá rizika potenciálně ohrožující inflační cíl ke konci roku 1998 byla označena za málo významná. Prohlubující se inverzní charakter výnosové křivky naznačuje postupné snižování inflačních očekávání. Finanční trhy navíc ukazují, že desinflační strategie centrální banky i v krátkodobém horizontu může mít pozitivní přínos pro podnikovou sféru. Skutečnost, že dlouhodobé úrokové sazby postupně klesají znamená snižování nákladů dlouhodobých investic. Bylo poznamenáno, že standardní reakce české ekonomiky na fiskální a měnové stimuly dokazují dobrou kontrolovatelnost inflačního procesu.

Jedno z hlavních střednědobých inflačních rizik vidí bankovní rada ČNB v rigiditě růstu nominálních mezd při snižující se inflaci a potenciální mzdové vztlínání vyplývající z rozdílné dynamiky mezd mezi soukromým a veřejným sektorem. Zdůrazňuje, že respektování desinflačního trendu při mzdovém vyjednávání je důležitým předpokladem neohrožení dalšího desinflačního procesu. Dalším střednědobým rizikovým faktorem je rostoucí dovozní náročnost poptávky, která při zvýšení poptávkových tlaků může vést k obnovení vnější nerovnováhy.

V diskusi týkající se optimální reakce měnové politiky na krátkodobé exogenní faktory ovlivňující inflační vývoj zazněl názor, že namísto aktivní eliminace takového exogenního vlivu je žádoucí se soustředit na stabilizaci dosaženého efektu.

Závěrem se bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla neměnit nastavení měnově-politických nástrojů.

Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 13. srpna 1998

Přítomni:

Ing. P. Kysilka, CSc., viceguvernér, Ing. J. Vít, viceguvernér, Ing. M. Hrnčíř, DrSc., vrchní ředitel, Ing. O. Kaftan, vrchní ředitel, RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel, Ing. J. Pospíšil, CSc., vrchní ředitel.

Na svém jednání bankovní rada ČNB vyhodnotila nově dostupné ekonomické informace a charakterizovala výchozí situaci pro měnovou politiku v následujícím období. Poslední informace o vývoji v oblasti reálné ekonomiky, především údaj o nezaměstnanosti potvrdily trend utlumené domácí poptávky, který vytvořil prostor pro snížení sazeb. Také vývoj regulovaných cen a čisté inflace v červenci dal příznivý signál. Změna sazeb spolu se sníženými inflačními očekáváními by se měla promítnout především do investičních rozhodnutí. Nastartovaný příznivý vývoj na mikroekonomické úrovni může být zpomalen signalizovaným změkčením rozpočtového omezení veřejného sektoru a jeho následky například v podobě obnovení divergence růstu mezd a produktivity práce.

Bankovní rada dospěla k závěru, že české finanční trhy mohou být v následujícím období ovlivňovány silnými kapitálovými toky v obou směrech. V případě úspěšné stabilizace regionu, je možné očekávat poměrně silný příliv kapitálu různých splatností s rozsahem obdobným roku 1995. Dopady ruské krize naznačily, že je také nutno počítat s krátkodobými kapitálovými odlivy. Tato charakteristika naznačuje, že nejistota ekonomických rozhodnutí spojená s pravděpodobným kurzovým rozpětím vzrostla a bude významnou rolí finančních trhů napomoci domácí ekonomice se nové situaci přizpůsobit.

Současný příliv kapitálu a interakce kapitálových toků s kurzem jsou determinovány domácími i externími faktory. Úspěšné nastartování desinflačního procesu snížilo inflační očekávání a rizikovou prémii. Riziková premie byla relativně snížena i následkem externích faktorů, neboť relativní vyspělost českých finančních trhů dovoluje investorům v případě zhoršení situace v ostatních zemích regionu rychlou přeorientaci na korunu.

Bankovní rada charakterizovala dva transmisní kanály fiskální politiky. Prvním kanálem je vliv deficitu/přebytku veřejných rozpočtů na vývoj ekonomiky. Pokud hospodaření veřejného sektoru včetně mimorozpočtových fondů bude vysílat inflační impulsy, bude ve střednědobém horizontu nutné změnit parametry nastavení měnové politiky. Druhým kanálem je formování očekávání. Změna vládní strategie při uplatňování rozpočtového omezení může přes tento kanál ovlivnit výši rizikové premie.

Bankovní rada dále definovala tři etapy inflačního vývoje. Česká ekonomika vstoupila na konci roku 1997 do etapy dynamizace inflačních očekávání. V této etapě bylo hlavním úkolem měnové politiky poskytnout ekonomice nominální kotvu a zabránit eskalaci inflace. Konec prvního pololetí roku 1998 přinesl přechod do druhé etapy. Inflace se dostala k hodnotám, které historicky odpovídaly hodnotám před měnovými turbulencemi. Měnová politika se soustředila na proces desinflace, který by postupně přinesl inflaci nižší než předchozí etapa. Tato etapa je charakterizovaná poklesem inflačních očekávání s následnou reakcí finančních trhů a přináší s sebou nové typy problémů pro kalibraci měnové politiky. Důležitým faktorem se stává možnost volatility vývoje inflačních indikátorů. Problémem je včasná reakce ekonomických aktérů na přechod do druhé etapy, opožděná reakce by mohla přinést obnovení nerovnovážného vývoje reálných mezd. Výhledově je možno očekávat přechod do třetí etapy velmi pomalé desinflace, která bude svými charakteristikami odpovídat standardní strategii cílování inflace pomocí horizontálního pásma.

Bankovní rada ČNB zvážila návrh rozhodnutí na snížení základních sazeb a dvoutýdenní sazby pro repooperace ČNB. Konstatovala, že jde o závažné měnově-politické rozhodnutí, které mění parametry nastavení měnové politiky tak, aby odpovídaly přechodu do druhé etapy. Při snížení sazeb je inflační výhled odvozený od důležitých ekonomických indikátorů v souladu s cílenou desinflační střednědobou trajektorií. Kalibrace změny parametrů měnové politiky odpovídá i určité nejistotě, která vzniká při tvorbě inflačního výhledu zahrnutím očekávaných hodnot rizikových faktorů bez extrémních výkyvů. Bylo zmíněno, že v případě extrémních výkyvů těchto faktorů, které nelze vyloučit, jejichž pravděpo-

dobnost je ale poměrně nízká, by bylo nutné zvážit korekci přijatého opatření. Bylo zdůrazněno, že kalibrace opatření dle inflačního střednědobého výhledu s možností korekce v případě obtížně predikovatelného šoku je standardním postupem měnové politiky. Na závěr jednání bankovní rada ČNB rozhodla jednomyslně snížit úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repooperace ČNB ze 14,5 % na 14,0 % a snížit základní sazby - diskontní z 13 na 11,5 % a lombardní z 19 na 16 % s platností od 14. 8. 1998.

Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 27. srpna 1998

Přítomni:

Ing. J. Tošovský, guvernér, Ing. P. Kysilka, CSc., viceguvernér, Ing. J. Vít, viceguvernér,
Ing. M. Hrnčíř, DrSc., vrchní ředitel, Ing. O. Kaftan, vrchní ředitel, Ing. J. Pospíšil, CSc., vrchní ředitel.

Na svém jednání bankovní rada ČNB hodnotila měnovou situaci po nedávném snížení klíčových úrokových sazeb centrální banky dne 13. srpna 1998.

Bankovní rada posoudila krátko- a střednědobá rizika spojená s akcelerací ruské krize. Bylo konstatováno, že pravděpodobnost přímého nepříznivého vlivu ruské ekonomické nestability na Českou republiku je relativně nízká s ohledem na její malou obchodní a finanční provázanost s ruským trhem. Zprostředkovaný dopad této krize byl za předpokladu jejího rozšíření na středoevropský region považován za vážnější potenciální nebezpečí vzhledem k důležitosti tohoto regionu pro český vývoz.

Ohledně očekávaného vývoje cen světových komodit zaznely názory, že po jejich trvalejším poklesu je reálné očekávat korekci v opačném směru. Oproti tomu byla vyslovena hypotéza, že vliv ruské a asijské krize na celosvětový trh komodit zabráni takové korekci. Vliv tohoto exogenního faktoru byl označen za významný při hodnocení současného inflačního vývoje.

Neupřesněné záměry v oblasti hospodaření veřejných rozpočtů byly považovány za významný zdroj nejistoty. Bylo zdůrazněno, že na závislosti od ekonomického cyklu nebo vývoje kapitálových toků tentýž, relativně příznivý výsledek salda hospodaření veřejného sektoru, může mít pozitivní či negativní makroekonomické následky. Malý pokrok v racionalizaci fungování státní správy a z toho vyplývající napětí v mzdové oblasti ve veřejném sektoru byl označen za významný rizikový faktor potenciálně ovlivňující střednědobý desinflační proces. V této souvislosti byl vysloven názor, že klesající inflace v tomto roce s ohledem na dopředu hledící charakter měnové politiky nebude důvodem pro kontinuální snížení úrokových sazeb v případě nebezpečného vývoje fiskální nebo mzdové politiky.

V diskusi týkající se působení úrokových sazeb na objem poskytnutých úvěrů bylo zdůrazněno, že je žádoucí co nejrychlejší vypracování a přijetí takového legislativně-institucionálního rámce, který by napomohl vylepšit pozici věřitelů. Změny v této oblasti by mohly vést ke zjemnění úrokové politiky bank vůči podnikové sféře a k následnému posílení vlivu úrokových sazeb v transmisním mechanismu.

Závěrem bankovní rada ČNB konstatovala, že vzhledem ke krátkému časovému odstupu od poslední změny měnově-politických nástrojů nejsou k dispozici takové nové ekonomické informace, které by mohly závažně ovlivnit střednědobý inflační výhled. Rozhodla jednomyslně neměnit nastavení měnově-politických nástrojů.

Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 24. září 1998

Přítomni:

Ing. J. Tošovský, guvernér, vrchní ředitel, Ing. O. Kaftan, vrchní ředitel, RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel, Ing. J. Pospíšil, CSc., vrchní ředitel.

Bankovní rada ČNB konstatovala, že výhled desinflace je v krátkodobém horizontu pozitivní a vytváří prostor pro určité další uvolnění politiky. Pokud nedojde v následujících měsících k významnějším změnám ve vývoji vnějších exogenních faktorů měl by pokračovat další pokles čisté a celkové inflace. Bylo konstatováno, že odvození správné reakce měnové politiky na očekávaný pokles inflace do značné míry závisí na kvantifikaci vlivu směnného kurzu a pohybu zahraničních cen na cenovou hladinu a na odhadu působení budoucích poptávkových vlivů v delším časovém horizontu.

V diskusi o vývoji budoucí poptávky byl kladen důraz na analýzu determinant spotřeby domácností. Byl vysloven názor, že s ohledem na očekávaný růst nezaměstnanosti a celkové přehodnocení budoucích příjmů v souvislosti s ekonomickým vývojem, domácnosti zvyšují svůj sklon k úsporám. Udržitelnost trvalejšího působení tohoto faktoru byla zpochybněna s ohledem na možný vliv očekávaného zpomalení nápravy cen v oblasti energie a nájmů na tvorbu úspor.

V souvislosti s budoucím vývojem spotřeby domácností byl také diskutován očekávaný mzdový vývoj. Existující setrvačnost růstu nominálních mezd (rigidita vůči zpomalení jejich dynamiky), potenciální negativní vliv předpokládaného růstu mezd v rozpočtové sféře na mzdové vyjednávání v soukromém sektoru a předpokládaný pokles inflace v příštím roce naznačují riziko nadměrného růstu reálných mezd při očekávané ekonomické aktivitě v příštím roce. Rostoucí míra nezaměstnanosti, která zhoršuje mzdově-vyjednávací pozici zaměstnanců a očekávané zvýšení úspor domácností byly naopak označeny za faktory, které by mohly tlumit vznik poptávkově inflačních tlaků, plynoucích z případného nepříznivého mzdového vývoje.

Bankovní rada konstatovala existenci trvalé nejistoty ohledně definitivní podoby státního rozpočtu. Při posuzování poptávkových vlivů bylo hospodaření veřejných financí nadále označeno za jeden z hlavních zdrojů nejistoty. Kromě možného poptávkového vlivu vyplývajícího ze strukturální části očekávaného deficitu veřejných financí, byla za potenciální ohrožení budoucího cenového vývoje označena rizika, vyplývající z odhadu ekonomického růstu v příštím roce a také z odhadu cenové elasticity poptávky po komoditách, na něž se má podle záměrů vlády vztahovat zvýšení spotřební daně.

Příčiny poklesu dynamiky ekonomického růstu byly posuzovány z cyklického a strukturálního hlediska. Rozdílnost názorů během diskuse se projevila ve vnímání intenzity restriktivního působení makroekonomických nástrojů a působení dlouhodobějších strukturálních problémů mikroekonomického charakteru.

Vývoji obchodní bilance, robustnosti zlepšení jejího salda po eliminaci cenových vlivů a riziku obnovení vnější nerovnováhy v případě posílení domácí poptávky byla věnována další část diskuse. Bylo zdůrazněno, že z hlediska vnější rovnováhy postupné snižování deficitu běžného účtu je klíčové s ohledem na jeho obtížnější financování v současných vnějších podmínkách.

Bankovní rada ČNB po analýze vlivu budoucích poptávkových a nákladových faktorů na vývoj čisté inflace většinou hlasů rozhodla o snížení dvoutýdenní repo sazby ze 14 % na 13,5 %.

vydává:
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
NA PŘÍKOPĚ 28
115 03 PRAHA 1
ČESKÁ REPUBLIKA

kontakt:
ODBOR VEŘEJNÝCH INFORMACÍ
tel.: 02/2441 3585
fax: 02/2441 3070
<http://www.cnb.cz>

sazba a tisk: PRATR Trutnov