

Vydává **Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze** ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

Šéfredaktor: **Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.**

Výkonná redaktorka: **Mgr. Renata Nováková**

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economia, Prague

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: **Zdeněk Tůma**

OBSAH

Zpráva o inflaci – Inflační vývoj ve 2. čtvrtletí 1998 pohledem ČNB 669

Jan FRAIT – Luboš KOMÁREK – Lumír KULHÁNEK: Analýza dynamiky inflace v ČR pomocí P^* -modelu 685

Přehledy

Marek KAPIČKA: Privatizace a neúplné kontrakty (1. část) 698

Informace

Zdeněk TŮMA: Euro na plné obrátky (Konference o důsledcích zavedení jednotné měny) 711

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 17–18/98 715

Informace pro čtenáře 720

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 16

CONTENTS

Inflation Report of the CNB (Second Quarter 1998) 669

Jan FRAIT – Luboš KOMÁREK – Lumír KULHÁNEK: P-Star-Model-Based Analyses of Inflation Dynamics in the CR 685

Surveys

Marek KAPIČKA: Privatization and Incomplete Contracts (1st Part) 698

Information

Zdeněk TŮMA: The Euro Speeds Up (A Conference on the Effects of the Single Currency) 711

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 17,18/98 715

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 16

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů – rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, MPhil. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Milošch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Zpráva o inflaci

Inflační vývoj ve 2. čtvrtletí 1998 pohledem ČNB*

I. Úvod

V souladu se změnou strategie měnové politiky a s přechodem na cílování inflace počátkem tohoto roku začala Česká národní banka čtvrtletně publikovat Zprávy o inflaci, poskytující široké veřejnosti analýzu cenového vývoje v širším národohospodářském kontextu a vysvětlující konkrétní kroky a opatření centrální banky při sledování vytčených inflačních cílů. Následující příspěvek je stručným výtahem z červencové Zprávy o inflaci, jež se zabývá hodnocením vývoje ve druhém čtvrtletí roku 1998.

II. Vývoj inflace

Pro 2. čtvrtletí 1998 byl charakteristický zřetelný dezinflační vývoj. Meziroční růst spotřebitelských cen, který ke konci března dosáhl 13,4 %, se v průběhu 2. čtvrtletí snižoval a ke konci června činil 12 %. Tento vývoj byl ovlivněn především postupně se snižující meziroční čistou inflací. Současně došlo k mírnému snížení meziroční míry růstu regulovaných cen – viz *graf 1*.

Na rozdíl od nepříznivého vývoje v počátku roku byl počínaje březnem v dalších měsících meziměsíční cenový růst velmi nízký, což se promítlo do opětovného snížení hodnot meziročního růstu spotřebitelských cen v průběhu 2. čtvrtletí roku i meziroční čisté inflace, která poklesla v červnu pod úroveň konce roku 1997.

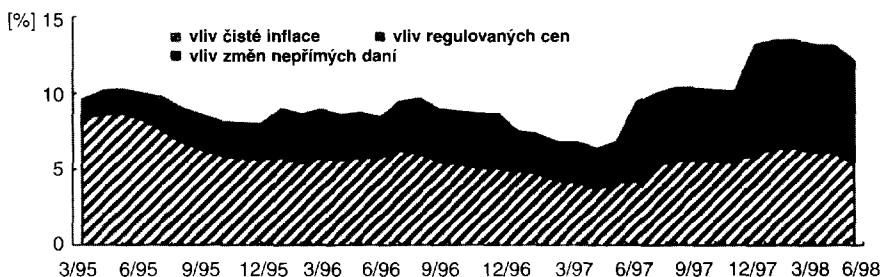
Meziroční *čistá inflace* se v průběhu 2. čtvrtletí 1998 snížila ze 7,9 % ke konci března na 6,5 % ke konci června. Na tomto vývoji se podílel příznivě jak vývoj cen potravin, tak vývoj cen nepotravinářského zboží (tzv. korigované inflace). Meziroční růst cen potravin poklesl ze 7,2 % ke konci března na 5,8 % ke konci června a korigovaná inflace se ve stejném období snížila z 8,4 % na 6,9 %.

Snížení meziroční čisté inflace je výsledkem souběhu příznivého vývoje jak poptávkových, tak nákladových faktorů, jimiž jsou:

- podstatný pokles soukromé spotřeby domácností způsobený poklesem jejich reálných příjmů v průběhu uplynulých 12 měsíců,
- útlum investiční činnosti v důsledku zhoršující se finanční situace pod-

* Pro potřeby publikace v časopisu Finance a úvěr upravil materiál ČNB ing. Vít Bárta, CSc., ředitel odboru měnové politiky.

GRAF 1 Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen



- nikového i veřejného sektoru, v důsledku úrovně úrokových sazeb a situace na kapitálovém trhu,
- pokles spotřeby vlády,
 - apreciacie měnového kurzu,
 - příznivý vývoj cen surovin a potravin na světových trzích,
 - pomalejší růst jednotkových mzdových nákladů než deflátoru HDP,
 - příznivý vývoj cen průmyslových výrobců.

Výraznějšímu poklesu meziroční čisté inflace na druhé straně bránil setrvalý růst cen neobchodovatelných neregulovaných komodit (kolem 13 %), především služeb. Jejich vývoj byl ovlivňován zejména vysokým podílem mezd v nákladech a jejich dalším růstem.

Meziroční růst regulovaných cen poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 31 % ke konci března na 29,9 % ke konci června.

Meziroční růst cen neobchodovatelných komodit poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 23,6 % ke konci března na 22,7 % ke konci června 1998. Meziroční růst neregulovaných neobchodovatelných komodit, jejichž podíl na čisté inflaci představuje cca 17,5 %, se během 2. čtvrtletí zmírnil z 13,8 % ke konci března na 13,2 % ke konci června. Z této skupiny vzrostly během 2. čtvrtletí nejvíce ceny oprav, kulturních služeb a rekreací.

Meziroční růst cen obchodovatelných komodit poklesl během 2. čtvrtletí 1998 z 7,7 % ke konci března na 6,1 % ke konci června 1998. Podíl těchto komodit na čisté inflaci představuje cca 82,5 %. V rámci skupiny cen obchodovatelných komodit poklesla během 2. čtvrtletí výrazně meziroční míra růstu cen potravin (z 8,2 % ke konci března na 6,8 % ke konci června) i ostatních obchodovatelných komodit (ze 7,2 % na 5,3 %).

III. Základní inflační faktory

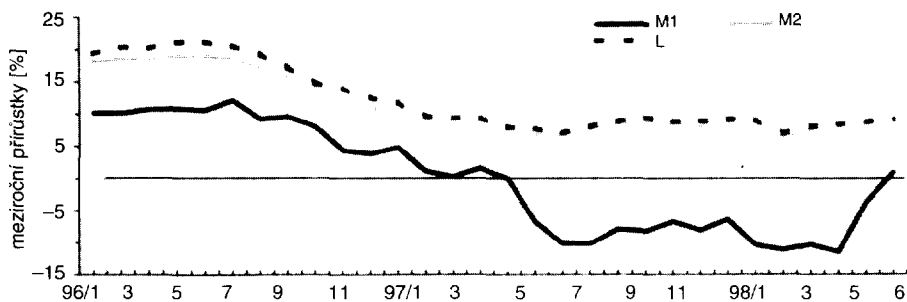
III.1. Měnový vývoj

Peněžní agregáty¹

V průběhu 2. čtvrtletí došlo k urychlení přírůstků peněžní zásoby vyjádřené agregátem M2. Meziročně se však přírůstek peněžního agregátu

¹ Údaje o peněžních agregátech za červen 1998 jsou předběžné.

GRAF 2 Vývoj peněžních agregátů M1, M2 a L



definice peněžních agregátů: M1 = oběživo + vklady na viděnou
M2 = M1 + termínované vklady v Kč + vklady v cizí měně
L = M2 + státní pokladniční poukázky (SPP) + poukázky ČNB + poukázky FNM v portfoliu domácích nebankovních subjektů

v červnu (7,5 %) ve srovnání s březnem (7,7 %) výrazně nezměnil. Vývoj sektorové struktury peněžního agregátu M2² ve 2. čtvrtletí 1998 je charakterizován i nadále nízkým přírůstkem finančních aktiv u sektoru podniků (měřeno objemem vkladů a oběživa). Meziroční změna finančních aktiv podniků se v červnu v porovnání s březnem téměř nezměnila (-2 % v březnu, -1,7 % v červnu). Obdobný vývoj dokládá i čistá finanční pozice podniků (tj. hotovost a vklady snížené o přijaté úvěry a emitované cenné papíry), u níž došlo k dalšímu zhoršení (z -715 mld. Kč v březnu na -733 mld. Kč koncem června).

Množství peněz v sektoru domácností ve srovnání s podnikovou sférou roste vyšším tempem a jeho přírůstky jsou stabilnější. V samotném průběhu 2. čtvrtletí 1998 došlo k růstu finančních aktiv domácností z 12,5 % v březnu na 13,2 % v červnu. Tento vývoj odráží preferenci tvorby úspor před spotřebou, i když na mírně nižší úrovni než v minulosti. Podle posledních údajů dosáhla míra úspor domácností v 1. čtvrtletí 1998 hodnoty 10,5 % ve srovnání se 12,6 % ve stejném období minulého roku.

Meziroční dynamika peněžního agregátu L se zvyšovala v průběhu celého 2. čtvrtletí 1998 (duben 8,3 %, květen 8,7 % a červen 9,1 %). Na peněžní agregát L působily stejné faktory jako na peněžní agregát M2, tj. především zvýšení úvěrové emise v dubnu a květnu. Růst peněžního agregátu L odráží preferenci krátkodobých finančních investic podniků před nefinančními.

U peněžního agregátu M1 došlo v průběhu 2. čtvrtletí 1998 k zastavení meziročního poklesu. Tento vývoj byl ovlivněn jak nízkou základnou v loňském roce, tak urychlením přírůstku tohoto agregátu v květnu, kdy šlo o odraz úvěrové emise bank. Přesto však přírůstky peněžního agregátu M1 zůstávají i nadále nízké a jsou v souladu s vývojem investiční poptávky podniků.

Úvěry poskytnuté podnikům a obyvatelstvu

Oproti vývoji popsanému v minulé zprávě o inflaci dochází ve 2. čtvrtletí 1998 ke zvýšení úvěrové emise. V tomto čtvrtletí vzrostl celkový objem po-

² V souladu s metodikou Systému národních účtů (SNA) byla sektorová struktura peněz upravena na podniky a domácnosti (v dubnové zprávě o inflaci bylo použito rozdělení na podniky a obyvatelstvo).

skytnutých úvěrů o 37 mld. Kč. Jednalo se především o nově poskytnuté krátkodobé a střednědobé úvěry. Na přírůstku úvěrů se podílely především korunové úvěry (cca 65 %). Zvýšení úvěrové emise odráží dočasně zvýšenou potřebu finančních zdrojů u podnikového sektoru, související s financováním vybraných provozních potřeb.

Z hlediska sektorové struktury směřovaly bankovní úvěry nadále především do podnikatelského sektoru, jehož podíl činil cca 90 %. Rovněž podíl domácností se významněji nezměnil (9,6 %). Z hlediska časové struktury nově poskytnutých úvěrů rozhodující část (83 %) byla tvořena krátkodobými úvěry.

Podíl provozních úvěrů na celkových úvěrech se ve 2. čtvrtletí zvýšil o cca 1 procentní bod (z 52,7 % v březnu na 53,8 % v červnu). Podíl investičních úvěrů na celkových úvěrech však poklesl z 32,1 na 30,4 %.

Úrokové sazby

Pro vývoj úrokových sazeb ve 2. čtvrtletí 1998 je charakteristické dočasné přerušení trendu pozvolného poklesu krátkodobých úrokových sazeb v 1. čtvrtletí. Průměrná hladina krátkodobých úrokových sazeb v červnu se ve srovnání s březnem mírně zvýšila (3M PRIBOR a kratší), u dlouhodobých sazeb dále mírně poklesla. Uvedený vývoj se promítl rovněž do primárních klientských sazeb z nově poskytovaných úvěrů, které v červnu ve srovnání s březnem mírně poklesly.

Krátkodobé úrokové sazby

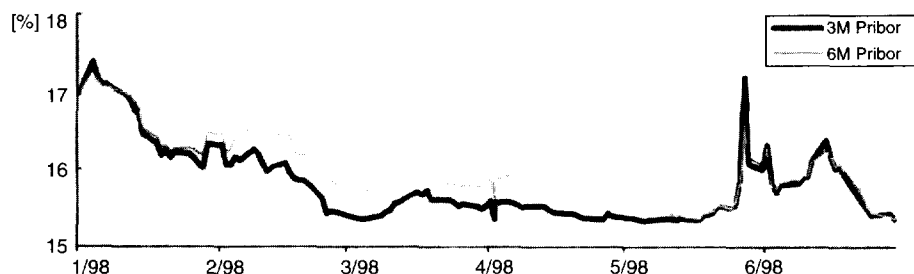
Vývoj krátkodobých úrokových sazeb ve 2. čtvrtletí byl až do 18. května charakterizován pozvolným poklesem navazujícím na pokles v 1. čtvrtletí. Plynulý pokles krátkodobých úrokových sazeb byl od poslední dekády května vystřídán výraznou volatilitou spojenou s přechodným vzestupem celkové hladiny krátkodobých úrokových sazeb. V závěru 2. čtvrtletí 1998 krátkodobé úrokové sazby prudce klesly a vrátily se na úroveň před květnovým vzestupem. Tento vývoj probíhal při nezměněné úrovni základních úrokových sazeb ČNB.

Úrokový diferenciál (PRIBID CZK - LIBOR DEM) ve 2. čtvrtletí 1998 při stabilitě zahraničních úrokových sazeb odrážel vývoj úrokových sazeb na tuzemském trhu mezibankovních depozit. V souladu s vývojem těchto úrokových sazeb přetrvávala u úrokového diferenciálu až do poloviny května mírná, ale stabilní tendence k poklesu. Pod vlivem fluktuací na tuzemském trhu byl tento pokles přechodně vystřídán prudkým kolísavým vzestupem, během něhož úrokový diferenciál dosáhl 15. 6. 1998 svého čtvrtletního maxima (3M 12,3 %, 1R 11,9 %). S uklidněním situace došlo na konci června k poklesu úrokového diferenciálu, u sazby 3M až na 11,5 %, u úrokových sazeb na depozita s delší dobou splatnosti na nejnižší úroveň v tomto čtvrtletí (1R 11,1 %) – viz graf 3.

Dlouhodobé úrokové sazby

Pro vývoj dlouhodobých sazeb ve 2. čtvrtletí 1998 vyjádřených kótacemi na IRS³ byl charakteristický jejich pokles. Ten se dále prohloubil v dubnu a počátkem května. V tomto období byla politická situace relativně stabili-

GRAF 3 Vývoj sazeb 3M a 6M Pribor (2. 1. 1998 – 30. 6. 1998)



zovaná a zveřejňované ekonomické ukazatele poměrně příznivé. Tyto dva faktory jsou rozhodující pro očekávání investorů, a tím i pro vývoj sazeb. Tendence k dalšímu snižování sazeb byla dočasně narušena na přelomu května a června, kdy se – podobně jako v případě krátkodobých sazeb – projevil vliv finanční krize v Rusku. Přesto si dlouhodobé úrokové sazby na rozdíl od krátkodobých sazeb zachovaly zřetelný trend k poklesu, který dokládá pokračující stabilizaci a dezinflační očekávání subjektů na finančním trhu.

Výnosová křivka sazeb IRS se postupně posunovala na nižší výnosovou hladinu a zároveň se zásluhou rychlejšího poklesu sazeb s delší splatností zvýraznil její inverzní sklon. Projevila se tak ve větší míře dlouhodobější dezinflační očekávání. V průběhu 2. čtvrtletí 1998 sazby IRS se splatností 1R klesly o 0,4 procentního bodu, se splatností 5R o 1,5 procentního bodu, se splatností 10R o 2,2 procentního bodu.

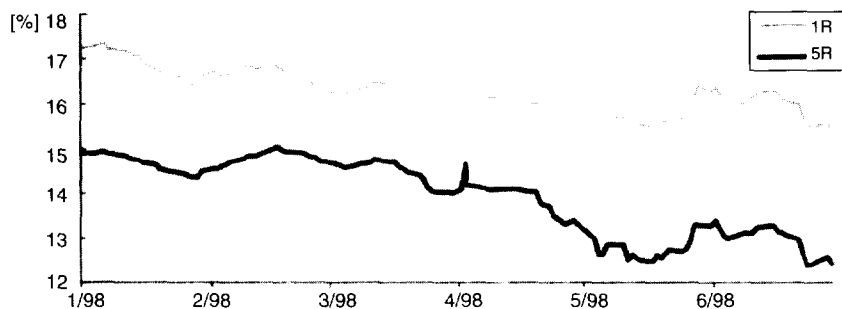
Podobný vývoj byl zaznamenán také v případě polohy a sklonu výnosových křivek státních a firemních dluhopisů. Na primárním trhu státních dluhopisů byla podle emisního kalendáře ve 2. čtvrtletí 1998 emitována 1 emise (objem 5 mld. Kč, splatnost 2R, hrubý výnos 14,75 %). V případě firemních dluhopisů se také jednalo o 1 emisi v objemu 6 mld. Kč, navíc byly vydány tři emise hypotečních zástavních listů v objemu 1,7 mld. Kč. Malá četnost nových emisí dokládá nižší relevanci tohoto segmentu kapitálového trhu.

Klientské úrokové sazby

Do vývoje klientských úrokových sazeb na nově poskytované úvěry se ve 2. čtvrtletí 1998 promítal vývoj úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit. Tendence k poklesu byla sice ke konci května a v první polovině června přerušena, avšak již v poslední dekádě června začaly banky své referenční sazby v souladu s dezinflačními očekáváními snižovat. Úrokové sazby na nově poskytované úvěry tak v červnu ve srovnání s březnem mírně poklesly (16,1 % v březnu, 16,0 % v červnu) – viz graf 4.

³ Sazby IRS = sazby na interest rate swaps = sazby na úrokový derivát založený na výměně pevné úrokové sazby za pohyblivou.

GRAF 4 Sazby IRS (offer, 2. 1. 1998 – 30. 6. 1998)



Průměrné čtvrtletní reálné úrokové sazby⁴ se však ve 2. čtvrtletí (v souvislosti s poklesem meziroční inflace) dostaly nad úroveň 1. čtvrtletí. Ve vyjádření CPI vzrostly z 2,6 % na 3,3 %, ve vyjádření PPI pak z 9,5 % na 10,0 %.

Průměrné nominální úrokové sazby na krátkodobé termínované vklady se ve srovnání s březnem zvýšily pouze nepatrně (11,9 % v březnu, 12,0 % v červnu). Reálné úrokové sazby na vklady se však v důsledku poklesu meziroční inflace zvýšily (- 1,5 % v březnu, 0 % v červnu).

Měnový kurz

Vývoj nominálního kurzu ve 2. čtvrtletí 1998 působí na vývoj inflace v ČR stabilizačně. Potvrzení příznivého trendu u základních makroekonomických veličin (vývoj inflace, měnových agregátů, obchodní bilance, domácí poptávky) je faktorem, který ovlivnil stabilizaci průměrného měsíčního nominálního kurzu na hladině 18,50 CZK za DEM ve sledovaném období. Na straně druhé přitažlivost úrokového diferenciálu pro zahraniční kapitál byla občas narušena nejistotou ve vývoji na zahraničních finančních trzích, především v důsledku vývoje v Rusku.

Zhodnocování průměrného měsíčního nominálního kurzu koruny vůči německé marce, které bylo charakteristické pro první tři měsíce tohoto roku, se ve druhém čtvrtletí zastavilo. Po stagnaci nominálního kurzu v dubnu (v průměru na úrovni 18,60 CZK za DEM) následovalo jeho zhodnocení v květnu (na průměrnou úroveň 18,30 CZK za DEM), které bylo vystřídáno znehodnocením v červnu (opět na průměrných 18,60 CZK za DEM). Popsaný vývoj se liší od vývoje v prvním čtvrtletí tohoto roku, v jehož průběhu došlo průběžně k posílení o téměř 1 korunu za DEM. Toto posílení bylo vyvoláno odezněním příčin, které způsobily znehodnocení kurzu v posledních měsících r. 1997. Rozhodující příčinou oslabení kurzu koncem minulého roku byla kombinace vládní krize v ČR a zvýšení nejistoty na zahraničních finančních trzích v důsledku vývoje v regionu jihovýchodní Asie a Ruska.

⁴ Reálná úroková sazba = nominální sazba - skutečný index CPI a PPI v příslušném měsíci.

Vývoj reálného kurzu koruny vůči německé marce ve sledovaném období kopíroval vývoj nominálního kurzu. Zatímco 1. čtvrtletí se vyznačovalo zhodnocováním reálného kurzu, ve 2. čtvrtletí se zhodnocování výrazně zpomalilo. Průměrná úroveň reálného kurzu ve 2. čtvrtletí se přiblížila hladině z počátku minulého roku.

Kapitálové toky

V době zpracování Zprávy o inflaci nebyly kompletní údaje o platební bilanci za 2. čtvrtletí k dispozici; proto se vychází z údajů za 1. čtvrtletí 1998. Finanční účet platební bilance skončil za 1. čtvrtletí 1998 aktivem ve výši 24,1 mld. Kč (0,7 mld. USD). Čistý příliv kapitálu v rámci zahraničních přímých investic dosáhl v 1. čtvrtletí 7,8 mld. Kč (0,2 mld. USD), což je srovnatelné se stejným obdobím minulého roku. Těto výše bylo ovšem dosaženo díky prodeji státního podílu v Investiční a poštovní bance, jehož hodnota představovala téměř 75 % celkového přílivu.

Portfoliové investice vykázaly velmi mírný odliv zdrojů do zahraničí, a to ve výši 0,5 mld. Kč (14 mil. USD). Zahraniční investice do tuzemských cenných papírů dosáhly 3,4 mld. Kč. Investice rezidentů do zahraničních cenných papírů však byly vyšší a činily 3,9 mld. Kč.

K 31. 3. t. r. byl vykázán zahraniční dluh ve výši 690,6 mld. Kč, tj. 20,5 mld. USD, což představuje pokles o 58,2 mld. Kč proti konci roku 1997. Poměr zahraničního dluhu k ročnímu HDP činil 40,9 %.

Ve 2. čtvrtletí vzrostly devizové rezervy ČNB o cca 12 mld. Kč (po vyloučení kurzových pohybů), především operacemi na mezibankovním devizovém trhu. Devizové rezervy ČNB k 30. 6. 1998 činily v ekvivalentu USD cca 10,8 mld.

II.2. Poptávka a nabídka

Vztah poptávky a nabídky

V průběhu 1. čtvrtletí 1998⁵ pokračovalo snižování nerovnováhy mezi domácí poptávkou a nabídkou, které se ve vývoji ekonomiky projevovalo již v průběhu roku 1997. Absolutní snížení rozsahu vnější nerovnováhy měřené zápornou hodnotou tzv. netto vývozu (tj. salda vývozu a dovozu zboží a služeb) dosáhlo 11,9 mld. Kč. Podíl tohoto salda na hrubém domácím produktu se snížil o 4,1 procentního bodu na 7,5 % ve srovnání s 1. čtvrtletím předchozího roku.

K poklesu vnější nerovnováhy přispěly především vlivy na straně domácí poptávky, zejména měnová a fiskální restrikce, která se odrazila ve vývoji všech základních složek domácí poptávky a návazně i ve vývoji dovozů (především spotřebních). Pokles celkové i konečné domácí poptávky nebyl vyrovnán odpovídajícím růstem vnější poptávky, což vedlo k poklesu tvorby hrubého domácího produktu. Meziroční růst agregátní poptávky dosáhl 6,8 %.

⁵ Poslední známá data statistiky HDP a poptávky byla k 31. 7. 1998 za 1. čtvrtletí 1998.

Domácí poptávka

Pro 1. čtvrtletí byl charakteristický pokračující pokles všech složek celkové domácí poptávky (včetně zásob) meziročně o 4,5 %. Meziroční pokles konečné domácí poptávky (po vyloučení vlivu změn zásob) byl mírnější a dosáhl hodnoty - 2,1 %.

Pokles domácí poptávky byl výslednicí řady faktorů. Za nejvýznamnější lze považovat:

- restriktivní měnovou politiku;
- fiskální restrikcí (projevila se v omezení vládní poptávky a investic);
- pokračující obezřetnější přístup obchodních bank k úvěrování podnikového sektoru;
- omezení růstu mezd v institucích řízených vládou, zpomalení růstu mezd v podnikatelské sféře (zhoršující se finanční výsledky, restrukturalizace);
- celkový pokles spotřeby vlády;
- slabé expektace budoucího ekonomického růstu.

Spotřeba domácností

V prvním čtvrtletí 1998 meziroční pokles spotřeby domácností pokračoval a dosáhl 1,6 %. Pokles spotřeby domácností byl důsledkem meziročního poklesu reálných disponibilních příjmů domácností i mírně rostoucí míry úspor v roce 1997.

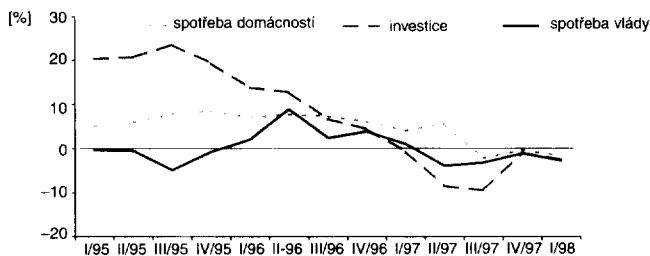
Analýzy spotřebního chování domácností ukazují, že souvislost mezi vývojem disponibilních příjmů domácností a spotřebou je v české ekonomice poměrně velmi těsná. Pokles koupěschopné poptávky domácností naznačují i změny ve struktuře prodeje v maloobchodní síti projevující se poklesem prodeje automobilů a předmětů dlouhodobé spotřeby. Rovněž výraznější pokles tržeb téměř všech druhů služeb poskytovaných domácnostem (zejména tzv. služeb osobní povahy) svědčí o snižujících se nákupních možnostech domácností.

Investice

Meziroční pokles hrubé tvorby fixního kapitálu v 1. čtvrtletí 1998 dosáhl 2,5 %. Míra investic přesto zůstala vysoko nad úrovní průmyslově vyspělých zemí OECD (28,6 % ve stálých cenách).

Hlubšímu poklesu investiční poptávky v 1. čtvrtletí 1998 zabránil především sektor vlády (meziroční nárůst o 4,4 %), který se v tomto období stal nejrychleji rostoucím segmentem celkové poptávky po investicích. Sektor nefinančních podniků přispěl v 1. čtvrtletí 1998 ke zmírnění poklesu poptávky po investicích meziročním růstem o 1,7 %. Při úrokových sazbách z investičních úvěrů na úrovni cca 16 % a relativně nízké rentabilitě podniků, zvýšené obezřetnosti obchodních bank a malé ochotě poskytovat dlouhodobé investiční úvěry a při vyšší výnosnosti finančního než reálného investování byly možnosti financování investic prostřednictvím tuzemského finančního trhu omezené. Na druhé straně došlo ale k růstu čerpání podnikových úvěrů ze zahraničí. Kurzový vývoj rovněž zlepšil podmínky pro dovozy investičních komodit, což potvrzuje skutečný vývoj investičních dovozů za prvních pět měsíců roku 1998.

GRAF 5 Meziroční míra růstu komponent domácí poptávky (v % ze stálých cen 1994)



Ve směru poklesu v 1. čtvrtletí 1998 razantně působila poptávka po investicích finančních institucí, která se meziročně snížila o třetinu (-34,3 %); tento pokles byl důsledkem určité nasycenosti poptávky po investicích a zhoršení finanční situace tohoto sektoru.

Spotřeba vlády

Spotřeba vlády v průběhu 1. čtvrtletí 1998 meziročně poklesla. Meziroční pokles o 2,7 % byl především důsledkem trvající restriktce v oblasti neinvestičních výdajů jak na úrovni centrální vlády, tak u místních orgánů.

Celkové výdaje veřejných rozpočtů v 1. pololetí 1998 při meziročním nominálním růstu o 0,8 % reálně výrazně poklesly. V jejich rámci kapitálové výdaje nominálně stagnovaly, nejvýraznější nominální růst zaznamenaly výdaje na veřejnou spotřebu (o 3,4 %). Při vyšším růstu rozpočtových příjmů o 9,0 % vykazovalo hospodaření veřejných rozpočtů ke konci 1. pololetí 1998 mírný přebytek 3,2 mld. Kč – viz graf 5.

Čistá zahraniční poptávka

Bilance zboží a služeb vykázala v 1. čtvrtletí 1998 ve s.c. oproti stejnému období předchozího roku podstatně příznivější výsledky v důsledku rychlejšího růstu vývozu (o 27,4 %) než dovozu (o 17,3 %). Záporné saldo (netto vývoz zboží a služeb) meziročně pokleslo. Jeho podíl na hrubém domácím produktu se meziročně snížil o 4,1 procentního bodu, tj. na 7,5 %.

Vývoj obchodní bilance⁶ ve 2. čtvrtletí 1998 znamená pokračování příznivé tendence předchozího čtvrtletí. Saldo obchodní bilance se v souhrnu za celé 1. pololetí ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku snížilo o 53 %; v samotném červnu byla obchodní bilance téměř vyrovnaná.

Po zmírnění tempa růstu dovozů v roce 1997 dochází v roce 1998 ke zrychlení jejich dynamiky. Příčinu tohoto vývoje lze vidět v doposud rostoucích dovozech pro výrobní spotřebu v návaznosti na prohlubující se kooperační vazby některých podniků (zejména se zahraniční majetkovou účastí) a dále i v obnovené dynamice růstu investičních dovozů při příznivějších kurzových a cenových podmínkách. Tyto dvě dovozní skupiny se podílely podle údajů za prvních pět měsíců roku 1998 na celkových dovozech 85,8 %.

⁶ Rozumí se v běžných cenách v metodice MMF pro sestavení platební bilance; ostatní zde uváděné údaje jsou zpracovány v metodice HDP.

Výstup

V 1. čtvrtletí došlo k poklesu tvorby hrubého domácího produktu (meziročně - 0,9 %). Na tomto poklesu se podílel v rozhodující míře sektor služeb, růst přidané hodnoty byl zaznamenán pouze v průmyslu. Výsledek prvního čtvrtletí byl pokračováním dlouhodobější tendence postupného oslabování snižování míry růstu hrubého domácího produktu, které začalo v druhé polovině roku 1996.

Utlumení domácí poptávky vedlo v 1. čtvrtletí k poklesu téměř všech druhů služeb (s výjimkou spojů), které se celkově podílejí zhruba 50 % na tvorbě HDP. K poklesu výkonu došlo rovněž v odvětví stavebnictví (cca 6% podíl na tvorbě HDP). V prvních pěti měsících stavební výroba meziročně poklesla o 3,1 %; příčinou tohoto vývoje byla snížená poptávka po stavebních pracích, vyplývající z nedostatku finančních prostředků podnikového i veřejného sektoru a změn ve struktuře investic.

Relativně rychle však rostla průmyslová výroba; její meziroční růst o 8,4 % v 1. čtvrtletí 1998 byl dosažen při mírném poklesu počtu pracovníků (o 3,9 %). Při poklesu domácí poptávky a rostoucí dovozní náročnosti spotřebitelské poptávky byl růst průmyslové výroby pozitivně stimulován především meziročním růstem vnější poptávky. I přes mírné zpomalení růstu ve 2. čtvrtletí 1998 zůstala dynamika růstu průmyslové výroby poměrně vysoká (meziročně za prvních pět měsíců 1998 7,1 %).

III.3. Trh práce, příjmy domácností

Vývoj příjmů domácností

Trend ke snižování meziročního růstu celkových příjmů domácností, postupně se prosazující od roku 1994, pokračoval i v 1. čtvrtletí 1998. Proti konci roku 1997 se tento růst zpomalil o 2,4 procentního bodu na 9,7 %; při tomto nominálním růstu příjmy domácností meziročně reálně poklesly o 3,2 %. K poklesu příjmů došlo ve všech jejich hlavních složkách – v příjmech z mezd, sociálních příjmech a i ostatních příjmech. Růst mezd, jako rozhodující složky příjmů domácností, se proti konci roku 1997 meziročně snížil o 0,5 procentního bodu na 7,7 %.

Ke zpomalení růstu nominálního objemu mezd a jeho reálnému poklesu došlo v podnikatelské i v rozpočtové sféře. Zpomalení růstu mezd v nepodnikatelské sféře bylo především důsledkem uplatňovaných restriktivních mzdových opatření v institucích řízených vládou. Pomalejší růst mzdových příjmů ve sféře podnikatelské byl důsledkem postupující restrukturalizace, rostoucí konkurence a zhoršující se finanční situace podniků.

Ke snížení míry růstu došlo v 1. čtvrtletí i u příjmů poskytovaných ve formě sociálních dávek (proti konci roku 1997 pokles o 2 body na 11,2 %), které představují zhruba 16 % běžných příjmů domácností. Jejich snížení bylo ovlivněno především výraznějším poklesem nemocenských a ostatních dávek. Nejvýrazněji poklesla dynamika růstu ostatních příjmů (o 6,1 procentního bodu proti konci roku 1997 na 12,6 %), přesto si však nadále udržely nejvyšší tempo růstu.

Vývoj národohospodářské produktivity práce a průměrné reálné mzdy v 1. čtvrtletí 1998 potvrdil udržení předstihu meziročního tempa růstu pro-

duktivity práce před meziročním růstem průměrné reálné mzdy, prosazujícího se od 3. čtvrtletí 1997. Bylo však důsledkem snížení tempa růstu produktivity práce při reálném poklesu průměrných mezd proti konci roku 1997.

Vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů (JMN), jako významný nákladový inflační indikátor a návazně i indikátor vývoje konkurenceschopnosti tuzemské produkce, v 1. čtvrtletí 1998 rovněž naznačoval pokračování příznivých tendencí z roku 1997. Rychlejší růst jednotkových mzdových nákladů oproti deflátoru HDP od 1. čtvrtletí 1996 do 3. čtvrtletí 1997 naznačuje, že skutečné mzdové nákladové inflační tlaky se promítaly do cenového růstu jen částečně a až vývoj ve 4. čtvrtletí 1997 a v 1. čtvrtletí 1998 signalizuje postupné vyrovnávání mezery mezi JMN a deflátorem.

Zaměstnanost a nezaměstnanost

Pro vývoj na trhu práce v průběhu 1. čtvrtletí 1998 bylo charakteristické pokračování změn, které byly výrazněji nastartovány v předchozím roce. V roce 1997 byl zaznamenán absolutní pokles zaměstnanosti a došlo k růstu nezaměstnanosti. Celková zaměstnanost v národním hospodářství poklesla v 1. čtvrtletí 1998 o 1,3 % proti stejnému období předchozího roku. Trend růstu míry nezaměstnanosti, který zesílil v roce 1997, pokračoval i v 1. a 2. čtvrtletí 1998. Přes dílčí obvyklé sezonní kolísání (leden - květen) vzrostla míra nezaměstnanosti ke konci 2. čtvrtletí 1998 proti konci roku 1997 o dalších 0,4 %. Její růst byl vedle již zmíněných faktorů (pokles hospodářského růstu, restrukturalizace) ovlivňován také nadále nízkou mobilitou pracovních sil; tento faktor přispíval k rostoucí regionální diferenciaci míry nezaměstnanosti, prohlubování regionálního kvalifikačního nesouladu mezi nabídkou a poptávkou na trhu práce (strukturální nezaměstnanosti).

III.4. Ostatní nákladové indikátory

Ceny výrobců

Oproti 1. čtvrtletí, kdy byl růst cen průmyslových výrobců poměrně vysoký v důsledku deprecie na konci předchozího roku a negativních inflačních expektací, se růst těchto cen v průběhu 2. čtvrtletí téměř zastavil (v dubnu a květnu dosáhl meziměsíční cenový růst 0,1 % a v červnu ceny poklesly o 0,1 %). Důsledkem uvedeného cenového pohybu bylo snížení meziročního růstu cen výrobců z 6,5 % v březnu na 5,6 % v červnu.

Ceny stavebních prací zaznamenaly ve 2. čtvrtletí 1998 ve srovnání s vývojem v 1. čtvrtletí 1998 mírné snížení míry růstu. Zatímco v prvním čtvrtletí se jejich meziroční dynamika růstu pohybovala v rozmezí 10,7 - 11,7 %, v dubnu a květnu poklesla na hodnoty mírně nad 10 % a v červnu dosáhla rovných 10 %.

Zatímco v 1. čtvrtletí 1998 vzrostly ceny zemědělských výrobců meziročně v průměru o 4,5 %, ve 2. čtvrtletí 1998 se růst zvýšil nad úroveň 10 % (duben 10,1 %, květen 13,2 %, červen 13,1%). Po postupném poklesu meziroční dynamiky růstu v letech 1994 - 1997 (1994 10,1 %, 1995 6,1 %, 1996 6,8 %, 1997 2,5 %) tedy vývoj cen zemědělských výrobců v 1. pololetí 1998 opět signalizoval tendenci k růstu, především v důsledku dlouhodobější nižší míry růstu těchto cen ve srovnání s růstem cen potravin.

Dovozní ceny

Ve 2. čtvrtletí 1998 se meziroční růst dovozních cen ve srovnání s 1. čtvrtletím zpomalil; jejich růst za leden – květen dosáhl 3,7 %. Tento relativně příznivý vývoj byl především důsledkem apreciacie nominálního kurzu koruny a dále rovněž poklesu cen surovin na světových trzích, který byl patrný již v roce 1997, ale výraznější v první polovině roku 1998.

Cenový index surovin a potravin se ve 2. čtvrtletí 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku snížil o 19,7 %; nejhlubší pokles přitom zaznamenaly ceny energetických surovin (o 24,4 %). Významně poklesly i ceny potravin a průmyslových surovin. Pozitivní efekt poklesu světových cen surovin byl ve 2. čtvrtletí 1998 do určité míry kompenzován kurzovým vývojem. Za 2. čtvrtletí 1998, ve srovnání se stejným obdobím 1997, kurz koruny vůči německé marce oslabil o 1,9 %.

IV. Opatření měnové politiky a inflační výhled

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

V průběhu 2. čtvrtletí 1998 došlo k oslabení inflačních tlaků. Meziměsíční přírůstky spotřebitelských cen i čisté inflace v tomto období potvrdily, že příznivý vývoj v březnu nebyl výjimečný. Meziroční čistá inflace poklesla ze 7,9 % v březnu na 6,5 % v červnu a meziroční růst indexu spotřebitelských cen se snížil z 13,4 % na 12 %. Tímto vývojem se potvrzuje střednědobý deflacioní trend směřující ke splnění krátkodobého cíle v čisté inflaci koncem roku 1998 a vytvářející dobré předpoklady pro dosažení střednědobého cíle v roce 2000.

Snížování inflace je výsledkem obnovování žádoucích makroekonomických proporcí pod vlivem stabilizačních hospodářských politik a projevem vývoje nákladových faktorů. Restriktivní měnová politika, podpořená po realizaci druhého vládního balíčku z poloviny roku 1997 i fiskální politikou, a výrazné zbrzdění dlouhodobě neudržitelného růstu mezd působily na utlumení domácí poptávky. Ta vykazuje od 2. čtvrtletí 1997 do současné doby pokles všech svých složek. Rostla-li domácí poptávka v 1. čtvrtletí 1997 meziročně tempem 5,2 %, pak v 1. čtvrtletí roku 1998 klesla o 2,1 % (beze změny stavu zásob). Nejvýznamnější složka domácí poptávky – soukromá spotřeba domácností – klesla o 1,6 %, a to především v důsledku poklesu reálných příjmů z mezd (zvláště v souvislosti s regulací mezd ve veřejném sektoru) a také v důsledku důchodového efektu růstu některých regulovaných cen z počátku roku. Reálný pokles zaznamenaly vládní výdaje i výdaje na investice v důsledku výdajových škrťů a obezřetného chování komerčních bank při poskytování úvěrů podnikové sféře. Zpřísnění hospodářských politik přispělo ke zpomalení hospodářského růstu. V 1. čtvrtletí 1998 došlo, podle odhadu ČSÚ, k poklesu HDP o 0,9 %. Posouzení hloubky hospodářské stagnace však bude možné teprve na základě definitivních údajů. Vývoj HDP je důsledkem nezbytné korekce minulého neudržitelného vývoje.

Pod vlivem restrikce domácí poptávky pokračovalo obnovování vnější rovnováhy, které se projevilo v dalším poklesu poměru deficitu běžného účtu k HDP. Přispěl k tomu zejména vývoj obchodní bilance, jejíž deficit v 1. pololetí 1998 poklesl zhruba na polovinu ve srovnání se stejným obdobím roku

1997. K příznivému vývoji obchodní bilance docházelo i přesto, že zpevňující měnový kurz postupně zlevňoval dovozy.

Pokračující proces dezinflace ve 2. čtvrtletí byl podpořen mimořádně příznivým vývojem většiny nákladových faktorů. Pozvolné posilování nominálního kurzu koruny vůči německé marce bylo i přes dílčí krátkodobé fluktuace charakteristické pro celé první pololetí 1998. Také reálný měnový kurz ve sledovaném období poměrně rychle aprecioval. Ceny komodit na zahraničních trzích měřené cenovým indexem HWWA poklesly v 1. pololetí 1998 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku o 20,1 %. Růst nákladové inflace byl příznivě ovlivněn rovněž vývojem mezd. Příznivý vývoj všech uvedených faktorů se odrazil ve zpomalení meziměsíčních přírůstků cen výrobců, které jsou jedním z nákladových faktorů indexu spotřebitelských cen. Zatímco index cen průmyslových výrobců rostl v dubnu a v květnu tempem 0,1 %, v červnu o 0,1 % poklesl. Meziroční růst indexu cen průmyslových výrobců poklesl z 6,6 % v únoru na 5,6 % v červnu.

IV.2. Reakce měnové politiky⁷

Úroková politika ČNB vycházela z podmíněné prognózy inflace, jejíž časový horizont se postupně posouval za konec roku 1998. ČNB během 2. čtvrtletí neměnila nastavení svých základních úrokových sazeb. Nejdůležitější 2T sazba pro repo operace byla udržována na úrovni 15 % a od této sazby se odvíjely i ostatní sazby peněžního trhu. Zatímco v 1. čtvrtletí byly meziroční hodnoty cenových indexů vysoké, v prvních dvou měsících 2. čtvrtletí sice meziroční inflace nijak výrazně neklesala, ale prognózy ČNB stále přesvědčivěji naznačovaly nástup trendu jejího výrazného snižování počínaje červnem. Nízké meziměsíční přírůstky čisté i celkové inflace ve 2. čtvrtletí v kontextu uplatněné měnové politiky postupně zvyšovaly její kredibilitu i pravděpodobnost splnění inflačního cíle v roce 1998.

Tento vývoj se odrazil v inflačních očekáváních, čemuž nasvědčovala i situace na peněžním trhu. Vývoj střednědobých a dlouhodobých úrokových sazeb peněžního trhu byl ve 2. čtvrtletí charakterizován pozvolným poklesem. Tento trend byl přerušen krátkodobým vzestupem sazeb ve druhé polovině května a začátkem června v souvislosti s vývojem na ruském finančním trhu. K opětovnému poklesu sazeb ve druhé polovině června došlo především na dlouhém konci výnosové křivky, což naznačovalo stabilizaci situace na peněžním trhu a posilování dezinflačních očekávání.

Přesto, že docházelo k postupnému oslabování inflačních tlaků, ČNB ke snížení svých základních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí nepříkročila. Hlavním důvodem pro ponechání úrokových sazeb na nezměněné úrovni bylo krátké období poměrně příznivého dezinflačního makroekonomického vývoje a jen pozvolné odeznívání zmíněných nejistot dezinflačního procesu v budoucnu. Navíc náznaky pozitivního vývoje v oblasti inflace se projevovaly v situaci, kdy cenový růst měřený 12měsíčními klouzavými cenovými indexy dosahoval nejvyšší hladiny za posledních 5 let. ČNB si byla rovněž vědoma toho, že započatý dezinflační proces byl částečně výsledkem mimořádně příznivého působení exogenních faktorů. Předčasné snížení úroko-

⁷ Součástí Zprávy o inflaci jsou i záznamy z jednání bankovní rady ČNB.

vých sazeb by bylo spjato s rizikem oslabení kredibility měnové politiky a znovuposílení inflačních očekáváníí.

IV.3. Faktory budoucí inflace

Ve srovnání s 1. čtvrtletím 1998, kdy přetrvávaly značné nejistoty ohledně budoucího makroekonomického vývoje a působení inflačních tlaků, došlo v průběhu 2. čtvrtletí ke zlepšení situace a vytvoření příznivého prostředí pro snižování inflace ve druhém pololetí.

Ve 2. pololetí roku 1998 ČNB očekává stagnaci, popř. jen mírné oživení domácí poptávky, což by nemělo ohrožovat cenový vývoj v nejbližších měsících a ani v delším časovém horizontu. Současný vývoj domácí poptávky vytváří příznivé podmínky pro pokračování dezinflačního procesu v roce 1999.

Zpomalení ekonomického růstu a tlaky na provádění restrukturalizace a zvýšení konkurenceschopnosti v podnikové sféře, vyvolané měnovou a fiskální politikou, ale také vývojem bankovního sektoru, pozvolna vedou k růstu nezaměstnanosti. Tím se omezuje prostor pro nepřiměřený růst mezd.

Vysoký podíl rizikových úvěrů a nutnost tvorby rezerv k jejich krytí se odrážejí v obezřetnějším přístupu bank k poskytování úvěrů a v růstu jejich zájmu o vysoce bonitní aktiva, jako jsou například investice do státních cenových papírů. To spolu s nízkým objemem vlastních zdrojů podniků, nevýrazným přílivem přímých zahraničních investic, snižujícími se očekávanými ohledně hospodářského růstu a nadále omezenými možnostmi čerpat zdroje na kapitálovém trhu destimulovalo růst soukromých investic. ČNB očekává, že poptávka po investicích bude nadále nízká, což bude podvazovat inflační tlaky ve sféře investičních statků.

Utlumená domácí poptávka bude v dalším období omezovat prostor pro prosazování nákladových inflačních impulzů a negativních inflačních očekáváníí. Dosavadní vývoj většiny nákladových inflačních faktorů byl mimořádně příznivý a není pravděpodobné, že by v příštích měsících mělo dojít k zásadnímu obratu v této oblasti.

Rizikovým faktorem působícím na cenový vývoj v krátkém několikaměsíčním časovém horizontu je vývoj měnového kurzu. Posuny měnového kurzu v důsledku exogenních faktorů by jako zřejmě jediný faktor mohly komplikovat dosažení inflačního cíle ke konci roku 1998. V delším časovém horizontu nelze vyloučit oslabení kurzu pod vlivem vývoje fundamentálních veličin. K tomu by mohlo dojít v souvislosti s opětovným narůstáním vnější nerovnováhy v důsledku možného oživení domácí poptávky, když by toto oživení nebylo konzistentní s dosaženou úrovní restrukturalizace a růstem konkurenceschopnosti podnikové sféry.

Možné tlaky na růst mezd lze očekávat ve státním sektoru, kde byl v uplynulém období mzdový růst ve srovnání se soukromým sektorem utlumen. Dalším rizikem je případná tendence k deficitnosti rozpočtového hospodaření ve druhé polovině roku, zejména v případě zpomalení hospodářského růstu. Dlouhodobější dopad na inflaci by mohlo mít zvyšování státních výdajů, i když celkový rozsah fiskální permise bude poměrně značně omezen maastrichtským kritériem, k němuž se vláda přihlašuje.

Inflační očekáváníí jsou v současné době příznivě ovlivňována dosavadním vývojem inflace. Vzhledem k pokračování dezinflačního procesu předpokládá ČNB další posilování kredibility strategie cílování inflace. Významným impulzem pro důvěryhodnost měnové politiky ČNB by se mělo stát splnění inflačního cíle v roce 1998.

IV.4. Prognóza inflace

Prognóza inflace se odvíjí od několika základních východisek. Jsou jimi zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen a čisté inflace v průběhu 2. čtvrtletí, příznivý současný vývoj poptávkových faktorů, tj. faktorů, které zpravidla působí s delším časovým odstupem, výhled vývoje nákladových faktorů inflace působících s kratším zpožděním a postupné oslabování rizik případného oživení inflace. ČNB očekává, že čistá inflace se bude na konci roku 1998 pohybovat nad dolní mezí cílového rozpětí 5,5 % - 6,5 %. Tento vývoj odpovídá představě ČNB a dokládá, že nastavení parametrů měnové politiky je konzistentní s její střednědobou dezinflační strategií. Skutečnost, že se odhad inflace ke konci roku 1998 pohybuje pod střední hodnotou rozpětí, odpovídá příznivějšímu než očekávanému vývoji měnového kurzu a rovněž vývoji cen surovin na světových trzích. Část dezinflačního procesu je výsledkem exogenních faktorů, tj. faktorů mimo dosah hospodářské a měnové politiky, jejichž přetrvání nelze zajistit. K ohrožení splnění inflačního cíle může tak dojít pouze v případě exogenních šoků značného rozsahu.

Těžiště dezinflační strategie ČNB v rámci režimu cílování inflace je proto přesunuto k zajištění postupného přibližování se ke střednědobému cíli pro rok 2000. Vzhledem k nastaveným podmínkám ČNB očekává, že v roce 1999 čistá inflace poklesne na úroveň, která bude tvořit plynulý přechod ke splnění střednědobého inflačního cíle v roce 2000 v rozmezí 3,5 % - 5,5 %. Při rozhodování o nastavení měnové politiky pro další období bude přitom ČNB vycházet z toho, do jaké míry se budou vyvíjet uvedené rizikové faktory, a bude kompenzovat možné inflační stimuly.

ČNB prognózuje snížení indexu spotřebitelských cen koncem roku 1998 na úroveň konce roku 1997 a pokles na jednocifernou hodnotu v prvních měsících roku 1999. Další snižování tempa růstu spotřebitelských cen bude podmíněno rozsahem a tempem budoucího zvyšování regulovaných cen.

Inflation Report of the CNB (Second Quarter 1998)

The CNB Inflation Reports are intended to provide the general public with information on inflation development and monetary policy measures of the Central Bank. This article presents the comprehensive abstract from the second Inflation Report covering the period from April to June 1998.

This period was characterized by obvious disinflationary development. The year-on-year increase of the CPI slowed from 13,4 % at the end of March to 12 % at the end of June, due to the gradual decrease of „net inflation“. The deceleration was caused mainly by the parallel favorable developments on the demand and the supply (cost) side. On the one hand, there was a substantial drop in household consumption, depressed investment activities and a decline in government consumption. There was, on the other hand, appreciation of the Czech koruna, a slow increase of producer prices and persistently declining prices of imported raw materials. Although the disinflationary development was relatively promising, the fear of potential volatility of external factors continued. The Central Bank did not take any measures to relax monetary policy. From April to July main REPO rate remained unchanged at 15 %. The inflation outlook for the second half of 1998 shows that „net inflation“ should reach the bottom of the range (5.5 %–6 %) set by the Central Bank as its target for the end of 1998.