

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s.r.o., Praha

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu EconLit (<http://www.econlit.org/>).

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic EconLit index (<http://www.econlit.org/>).

OBSAH

- Zpráva o inflaci – inflační vývoj ve 3. čtvrtletí 1999 pohledem ČNB 3
Cevdet DENIZER – Raj M. DESAI – Nikolay GUEORGUEV: Finanční liberalizace a finanční represe v bývalých socialistických ekonomikách 17

Přehledy

- Kateřina KAŠOVÁ: Hledám strategického partnera: Zn.: střední a východní Evropa 40

Semináře ČSE

- Martin ČIHÁK: Panelová diskuze o postavení centrální banky 53

Daňové judikáty

- Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 1–3/2000 58

CONTENTS

- The Czech National Bank's Inflation Report for Q3 1999 3
Cevdet DENIZER – Raj M. DESAI – Nikolay GUEORGUEV: Financial Liberalization and Financial Repression in Formerly Socialist Economies 17

Surveys

- Kateřina KAŠOVÁ: Central and Eastern Europe Seeks Strategic Partner 40

CES Seminars

- Martin ČIHÁK: The Status of the Central Bank 53

Tax Judicial Decisions

- Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 1–3/2000 58

Toto číslo předáno do sazby: 6. 12. 1999

Souhlas k tisku: 6. 1. 2000

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

Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesáhnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme používejte program Word (až do verze 97).

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je **originální**, tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

Zpráva o inflaci

Inflační vývoj ve 3. čtvrtletí 1999 pohledem ČNB¹

I. Shrnutí

Ve 3. čtvrtletí 1999 se zastavil pokles meziroční *inflace*. Cenový růst se po výraznějším snížení v předcházejícím období postupně stabilizoval na nejnižších hodnotách od počátku transformace. Tento vývoj byl charakteristický jak pro index spotřebitelských cen, tak pro čistou inflaci. Změnou dosavadního trendu se vyznačoval i vývoj v dalších oblastech. Ve 2. čtvrtletí 1999 došlo k *hospodářskému oživení*, vyjádřenému mírným růstem HDP. Stalo se tak po pěti čtvrtletích hospodářského poklesu, kterému předcházelo již od poloviny roku 1995 se projevující zpomalování tempa růstu HDP. K pozitivnímu obratu ve vývoji HDP přispělo zejména zlepšování čistých exportů a růst spotřeby domácností. Vývoj *domácí poptávky* ve 2. čtvrtletí 1999 nadále znamenal utlumení poptávkových inflačních tlaků. Na straně nabídky bylo ve 2. čtvrtletí patrné postupné zmírňování potenciálních nákladových tlaků plynoucích z vývoje mezd. Růst *reálných jednotkových mzdových nákladů* sice pokračoval, ale již pomaleji než v 1. čtvrtletí. Zároveň došlo po rok a čtvrt trvajícím poklesu k opětovnému růstu národohospodářské *produktivity práce*. Mzdově inflační potenciál se zmírnil, ale jeho kumulace v předchozím období i nadále představuje možné střednědobé inflační riziko. Trend růstu míry *nezaměstnanosti* ve 3. čtvrtletí přetrvával. Na trhu práce se však objevily některé nové tendence. Mezi srpnem a zářím nedošlo k dalšímu meziměsíčnímu růstu počtu nezaměstnaných. Mimo to ve 3. čtvrtletí docházelo k meziměsíčnímu nárůstu absolutního počtu volných pracovních míst. Uvedený makroekonomický rámec bude ve střednědobém horizontu i nadále tlumit mzdové inflační tlaky, zvláště bude-li docházet k dalšímu růstu produktivity práce. Střednědobý vývoj inflace však bude na nabídkové straně ovlivněn růstem dovozních cen souvisejícím s vývojem cen komodit na světových trzích. Pokles tempa růstu *peněžní zásoby*, který se začal projevovat ve 2. čtvrtletí 1999, ve 3. čtvrtletí pokračoval. To bylo způsobeno příznivým vývojem státního rozpočtu a nadále utlumenou úvěrovou emisí. I přesto je současná dynamika peněžní zásoby vyšší než růst nominálního HDP. Ve 3. čtvrtletí nadále docházelo k růstu čistých zahraničních aktiv. Jejich prostřednictvím byl částečně financován pokračující příliv zahraničních investic. *Měnová politika* vycházela ve 3. čtvrtletí z vyhodnocení makroekonomického vývoje a působení faktorů inflace na bu-

¹ Následující příspěvek je stručným výtahem z říjnové Zprávy o inflaci České národní banky; pro potřeby publikování v časopise Finance a úvěr materiál připravil Vít Bárta, ředitel odboru měnové politiky ČNB.

doucí cenový vývoj. Nastavení měnověpolitických nástrojů přitom ČNB volila s ohledem na cíl v čisté inflaci pro konec roku 2000. Zároveň reagovala svými rozhodnutími na příliv kapitálu v podobě přímých zahraničních investic, působící směrem k apreciaci měnového kurzu. Snahou ČNB bylo nepřipustit zpřísnování měnových podmínek v důsledku neadekvátního zhodnocování koruny. Podmíněná *prognóza čisté inflace* signalizující splnění inflačního cíle v roce 2000 na jeho dolní hranici vedla ve 3. čtvrtletí 1999 k rozhodnutí dále snížit úrokové sazby. ČNB ve sledovaném období přistoupila ke snížení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace ve třech krocích celkem o 0,75 procentního bodu na 5,75 %. Tento pokles byl doprovázen snížením diskontní a lombardní sazby a zúžením rozpětí mezi nimi. Ve *výhledu* do konce roku 2000 bude inflace z úrovně dosažené ve 3. čtvrtletí mírně narůstat, a to zejména v důsledku ožívování inflačních tlaků na straně nabídky. Tyto tlaky však zřejmě budou méně intenzivní, než ČNB dosud očekávala. V důsledku toho se – po vyhodnocení budoucích faktorů inflace v polovině října 1999 – střední hodnota prognózy čisté inflace pohybuje na úrovni mírně pod dolní hranici inflačního cíle pro konec roku 2000.

II. Vývoj inflace

Ve 3. čtvrtletí 1999 se poprvé od počátku transformace dostaly hodnoty meziročního růstu spotřebitelských cen pod úroveň 1,5 % a míra inflace se snížila na konci čtvrtletí na 3,4 % (*graf 1*). Nejnižších hodnot dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen v červenci 1999 (1,1 %), v dalších měsících 3. čtvrtletí 1999 se mírně zrychlil, avšak nepřesáhl 1,4 %.

V pozadí červencového výraznějšího zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen byl především vývoj regulovaných cen: jejich meziroční růst se snížil z 11 % v červnu na 4,4 % v červenci 1999. Následující slabé zvýšení meziročního tempa růstu spotřebitelských cen v srpnu 1999 a jeho opětovné velmi mírné zpomalení v září 1999 bylo již důsledkem vývoje čisté inflace. Celkově byla inflace ve 3. čtvrtletí 1999 velmi nízká a stabilní.

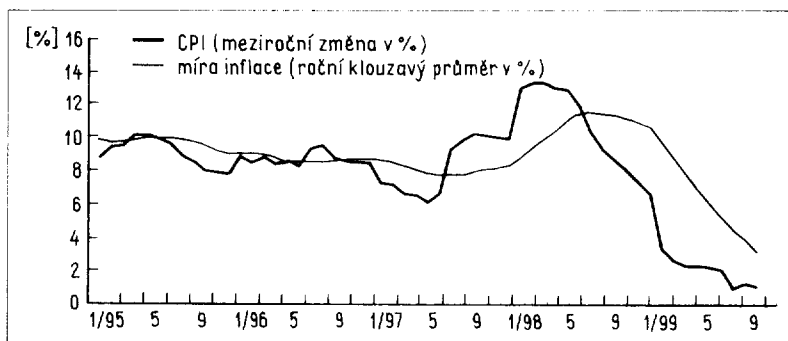
Regulované ceny (bez vlivu růstu nepřímých daní v neregulovaných cenách)

Výrazné zpomalení meziročního růstu regulovaných cen v průběhu 3. čtvrtletí 1999 bylo důsledkem podstatně menšího rozsahu úprav cen regulovaných položek, než byl rozsah těchto úprav ve stejném období předchozího roku. V důsledku toho byl meziměsíční růst regulovaných cen v červenci 1999 výrazně nižší (1,9 %) než v červenci předchozího roku (8,4 %) a návazně se promítl i do hodnot meziročního růstu těchto cen (21,1 % v červenci 1998, 4,4 % v červenci 1999). Regulované ceny nadále zůstaly hlavní složkou meziročního cenového růstu.

Čistá inflace

Pokles hodnoty meziroční čisté inflace, trvající již jeden a půl roku, se ve 3. čtvrtletí 1999 zastavil. Na slabém zvýšení meziroční hodnoty čisté inflace v závěru 3. čtvrtletí 1999 oproti konci 2. čtvrtletí 1999 o 0,3 procentního

GRAF 1 Vývoj CPI a míry inflace v období leden 1995 – září 1999



bodů na $-0,3\%$ se podílelo mírné snížení meziroční míry poklesu cen potravin. Meziroční hodnoty korigované inflace zůstaly na stejné úrovni. V 1. čtvrtletí 1999 probíhal vývoj čisté inflace ještě pod vlivem příznivého souběhu vnitřních a vnějších faktorů poptávkového i nákladového charakteru, který vytvářel podmínky pro postupný pokles meziročních hodnot inflace. Počínaje 2. čtvrtletím 1999 však došlo ke změně směru působení některých faktorů s návaznými dopady do vývoje čisté inflace. Ke změně došlo zejména ve vývoji vnějších nákladových faktorů. Postupné zvyšování cen ropy od počátku roku 1999 se začalo promítat do cen pohonných hmot v ČR a bezprostředně ovlivnilo vývoj čisté inflace i v průběhu 3. čtvrtletí 1999 v segmentu korigované inflace. Růst domácích nákladových faktorů se projevil pouze v mírném meziročním zpomalení poklesu cen potravin. Vývoj domácí poptávky nebyl zdrojem inflačních impulzů, neboť došlo pouze k velmi slabému oživení spotřebitelské poptávky. V zásadě stabilní kurzový vývoj v průběhu 3. čtvrtletí 1999 přispěl ke stabilitě čisté inflace.

III. Základní inflační faktory

III.1 Měnový vývoj

Peněžní agregáty

V období od května do srpna 1999 skončil trend vyšších meziročních přírůstků peněžních agregátů M2 a L, příznačný především pro únor až duben 1999, a tyto přírůstky zaznamenaly trvalou a poměrně výraznou tendenci k poklesu. Zpomalení přílivu peněz do ekonomiky souviselo především s dočasným přebytkem státního rozpočtu v červenci a s pokračující nízkou úvěrovou emisí. Ta přes určité oživení v srpnu zůstává i nadále na poměrně nízké úrovni. Snížování úrokových sazeb se do růstu objemu úvěrů zatím výrazně nepromítlo. Odrazilo se však ve struktuře peněžní zásoby, kde se projevují preference držby likvidních prostředků, především netermínovaných vkladů.

Nárůst čistých zahraničních aktiv (úvěrování zahraničních subjektů v Kč) dokládá pokračující odklon bankovního systému od úvěrování domácích podniků. Tento vývoj pokračuje i po poměrně razantním snížení úrokových sazeb. Je tak zřejmé, že vývoj úvěrové emise v ČR není primárně určen pouze

standardními faktory (výší úrokových sazeb), ale i mimořádnými faktory z oblasti podnikové sféry a nedostatečného fungování legislativního prostředí. Obecně nízká bonita investičních projektů dokládá jen velmi pomalu postupující proces restrukturalizace v mikrosféře. Samotné snížení úrokových sazeb tak ještě nemusí nezbytně znamenat oživení úvěrové aktivity bank.

Úrokové sazby

V průběhu 3. čtvrtletí úrokové sazby stále ještě klesaly, ale podobně jako ve 2. čtvrtletí se jednalo o poměrně mírné tempo tohoto poklesu. Tento vývoj byl ovlivněn především dalšími úpravami základních sazeb ČNB. Výnosové křivky si udržovaly pozitivní tvar, který dokládá, že subjekty peněžního trhu očekávají mírný nárůst sazeb v budoucnu. Výše úrokového diferenciálu byla kromě poklesu sazeb na mezibankovním trhu depozit ovlivněna také zvýšením sazeb v zahraničí. Nižší sazby na peněžním trhu se promítly do pokračujícího poklesu nominálních klientských úrokových sazeb. V případě úvěrových i depozitních sazeb se jedná o nejnižší hodnoty v historii ČR.

Krátkodobé úrokové sazby

Krátkodobé úrokové sazby od konce března snižovaly tempo svého poklesu, což souviselo jednak se změnami základních sazeb ČNB, jednak s očekáváním subjektů ohledně budoucí hladiny sazeb. Zatímco v 1. čtvrtletí byla repo sazba snížena o 2 procentní body a ve 2. čtvrtletí o 1 procentní bod, pak ve 3. čtvrtletí došlo k jejímu snížení o 0,5 procentního bodu ve dvou krocích. Proto úrokové sazby PRIBOR nezaznamenaly v porovnání s předcházejícím obdobím výraznější pohyby. Úroková křivka PRIBOR v celém sledovaném období zůstala rostoucí, pouze částečně měnila svůj pozitivní sklon.

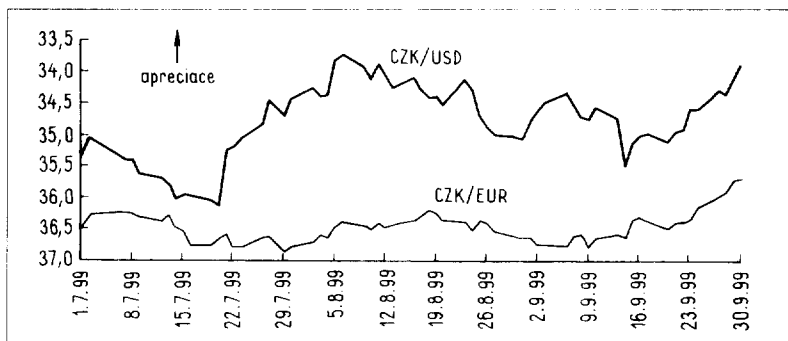
Dlouhodobé úrokové sazby

Dlouhodobé sazby IRS se postupně snižovaly až do počátku září, poté nastal jejich růst. Stejně jako v případě krátkodobých sazeb se však nejednalo o významné pohyby. V porovnání s červnem se v září snížila sazba 1R o 0,40 procentního bodu, sazba 5R o 0,57 procentního bodu a sazba 10R o 0,65 procentního bodu. Výnosová křivka IRS změnila během července svůj pozitivní sklon na mírně parabolický v důsledku poklesu sazeb se splatností nad 6R. Důvodem této situace bylo předpokládané členství ČR v EU ve střednědobém horizontu a z toho vyplývající konvergence dlouhodobějších sazeb. Ze střednědobého hlediska trh očekával mírné zvýšení úrokových sazeb a následně jejich stabilizaci.

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby pokračovaly v sestupné tendenci. Úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů klesly od počátku roku 1999 téměř o 4 procentní body, v srpnu dosáhly 8,0 %. Podobně se snižovaly také depozitní úrokové sazby.

GRAF 2 Vývoj nominálního kurzu koruny vůči EUR a USD



Měnový kurz

Denní vývoj nominálního kurzu koruny vůči euru byl v průběhu 3. čtvrtletí poměrně stabilní. Po většinu doby se pohyboval v pásmu od 36,2 do 36,8 CZK/EUR. Teprve od poloviny září se projevila výraznější tendence k posilování koruny k hranici 36,0 CZK/EUR, která byla na konci měsíce překročena. Tendence k zhodnocování je připisována informacím o již realizovaném, ale především předpokládaném přílivu přímých zahraničních investic do české ekonomiky. Stejně jako v minulosti se vzájemné pohyby eura a dolaru na mezinárodních finančních trzích promítly do mnohem výraznější volatility kurzu koruny k dolaru, než tomu bylo u kurzu koruny k euru (*graf 2*).

Reálný kurz koruny vůči marce (euru) se od počátku roku 1999 v průměru mírně zhodnotil. Tento trend platí pro sledované 3. čtvrtletí ve výraznější míře. Nízké hodnoty inflace jak v tuzemsku, tak i v zemích EU nejsou pro zhodnocování koruny významné. Tento vývoj je tedy plně určován pohybem nominálního kurzu CZK/EUR, který lze po odstranění krátkých výkyvů charakterizovat jako obloukovou trajektorii vedoucí přes oslabení měny na začátku roku k jejímu zpevnění během posledních 6 měsíců.

III.2 Poptávka a nabídka

Tendence postupně se prohlubujícího hospodářského poklesu byla ve 2. čtvrtletí 1999 přerušena mírným oživením tvorby hrubého domácího produktu. Kladný přírůstek hrubého domácího produktu byl především důsledkem výraznějšího nárůstu exportu zboží (doprovázeného pomalejším růstem dovozu) při zlepšujících se odbytových možnostech české produkce ve vyspělých tržních ekonomikách. V menší míře přispělo k růstu hrubého domácího produktu pokračující oživení spotřeby domácností a mírně rostoucí spotřeba vlády. Investiční poptávka nadále meziročně klesala, i když pomalejším tempem než v 1. čtvrtletí 1999.

Čistá zahraniční poptávka

Ve 2. čtvrtletí 1999 byla čistá zahraniční poptávka příznivě ovlivněna obratem ve vývoji vývozu. Obnovení růstu vývozu zboží a služeb ve 2. čtvrt-

letí 1999, doprovázené současně pomalejším růstem dovozu zboží a služeb, vedlo k výraznějšímu snížení vnější nerovnováhy měřené záporným netto vývozem ve srovnání jak se stejným obdobím předchozího roku, tak s 1. čtvrtletím 1999.

Domácí poptávka

V průběhu 2. čtvrtletí se meziroční pokles domácí poptávky opětovně zmírnil (na -0,6 %). K tomu přispělo především pokračující oživení spotřebitelské poptávky. Poptávka vlády se také meziročně zvýšila, ve srovnání s 1. čtvrtletím 1999 se však její růst zpomalil (na 0,7 %). Ke zmírnění poklesu domácí poptávky přispěla i investiční poptávka.

Investiční poptávka

Pokles hrubé tvorby fixního kapitálu se ve 2. čtvrtletí 1999 oproti předchozímu čtvrtletí zpomalil o 1,9 procentního bodu na -6,2 % (meziročně). Dosažená míra poklesu investiční poptávky nasvědčovala tomu, že postupné snižování úrokových sazeb centrální bankou prozatím celkovou investiční aktivitu výrazněji neovlivnilo. Hlavní příčiny trvajících útlumu úvěrové aktivity obchodních bank zůstávají neměnné. Zejména jde o problém nedokončené restrukturalizace podnikového sektoru (včetně vlastnických vztahů), současně finanční situace podniků, nejistoty v očekávání budoucího vývoje domácí i zahraniční poptávky a kvalitativních kritérií projektů zajišťujících návratnost úvěrů.

Spotřebitelská poptávka

Ve 2. čtvrtletí 1999 pokračovalo oživení spotřebitelské poptávky. Další zvýšení meziročního růstu spotřeby domácností ve 2. čtvrtletí na 1,4 % naznačovalo, že mírný růst v 1. čtvrtletí 1999 (o 0,8 %) skutečně znamenal obrát v dosavadním vývoji. Tuto tezi podporoval v 1. čtvrtletí 1999 obnovený růst reálných příjmů domácností ve všech jeho složkách, ke kterému došlo při souběhu růstu disponibilních nominálních příjmů domácností a poklesu inflace. Ve 2. čtvrtletí 1999 se však meziroční růst reálných příjmů výrazně zpomalil (na 0,2 % meziročně), což znamenalo, že mírné zvýšení růstu spotřebitelské poptávky bylo v tomto čtvrtletí dosaženo při podstatně nižším sklonu k úsporám² než v předchozím čtvrtletí 1999.

Poptávka vlády

Za 1. pololetí 1999 dosáhl meziroční přírůstek vládních výdajů na veřejnou spotřebu 11,2 %. Významný nárůst této složky výdajů proti stejnému období loňského roku byl ovlivněn především transferovými platbami fondům sociálního a zdravotního pojištění, v nichž se odrazilo zvýšení přís-

² míra úspor (v metodice ČNB) = 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 pasiva = korunové a devizové půjčky

pěvku státu na jednoho pojištěnce, nárůst nezaměstnanosti a zvýšení počtu osob, za něž pojištění platí stát. Naproti tomu byly vykázány úspory ve výdajích na dluhovou službu, které jsou důsledkem snižování úrokových sazeb na finančních trzích.

Výstup

Hlavními faktory oživení hospodářského růstu ve 2. čtvrtletí 1999 byly obnovený růst vývozu (při pomalejším růstu dovozu) a pokračující nárůst spotřebitelské poptávky. V menší míře přispěla k růstu i spotřeba vlády. Mírné zvýšení tvorby hrubého domácího produktu ve 2. čtvrtletí 1999 (o 0,3 % meziročně) naznačovalo možný začátek obratu v dosavadním vývoji.

Implikace vývoje poptávky a nabídky pro inflaci

Obdobně jako v 1. čtvrtletí 1999 nevytvářel celkový vývoj domácí poptávky ve 2. čtvrtletí 1999 podmínky pro prosazování inflačních poptávkových tlaků. Tyto impulzy nevyvolávalo ani pokračující oživení spotřebitelské poptávky. Zvýšená poptávka domácností se stejně jako v 1. čtvrtletí 1999 primárně re-alizovala nákupy potravin, kde převažoval vliv jiných než poptávkových faktorů na cenovou tvorbu (cenová politika velkých prodejních jednotek).

III.3 Trh práce

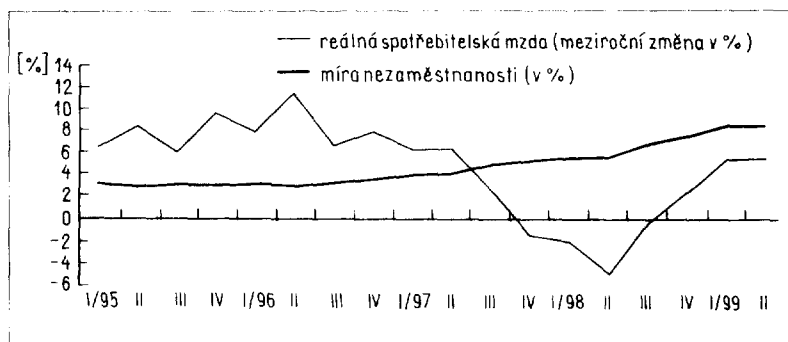
Růst reálných mezd je od druhé poloviny loňského roku v předstihu před vývojem produktivity práce. Rozdílné vývojové tendence obou ukazatelů představovaly i ve 2. čtvrtletí 1999 potenciálně rizikový faktor makroekonomické stability, ačkoli z kvantitativního hlediska na poněkud nižší úrovni než v předchozích čtvrtletích. Oživení poptávky po práci prozatím není natolik výrazné, aby zvrátilo dosavadní trendy na trhu práce – růst míry nezaměstnanosti a pokles celkové zaměstnanosti. Hlavním problémem trhu práce i nadále zůstává určitá kumulace mzdové inflačních tlaků v souběhu s relativně rychlým nárůstem míry nezaměstnanosti.

Mzdy a příjmy

Skutečnost, že průměrná reálná mzda meziročně roste již po tři čtvrtletí za sebou, bez ohledu na růst míry nezaměstnanosti, lze považovat za projev nepružnosti trhu práce – rostoucí přebytek nabídky volné pracovní síly se totiž nijak neprojevuje v poklesu reálné ceny práce, nýbrž naopak (*graf 3*). Tento vývoj nelze spojovat jen s úpravami mzdových tarifů v rozpočtové a příspěvkové sféře: meziroční růst průměrné reálné mzdy probíhá také v podnikatelské sféře, a to dokonce již od 3. čtvrtletí roku 1998.

Potvrzuje se prognóza, že do vývoje mezd v roce 1999 se prosadí nadsazená inflační očekávání, navíc v kombinaci s rostoucí nezaměstnaností a nepostačujícím růstem produktivity práce. Růst průměrné reálné mzdy byl natolik vysoký, že jej nestačil kompenzovat ani rostoucí počet nezaměstnaných – reálné příjmy z mezd meziročně rostou již po dvě čtvrtletí za sebou. Setrvačnost vývoje průměrné nominální mzdy a relativně nízký růst produktivity

GRAF 3 Vývoj reálné mzdy a míry nezaměstnanosti



práce ve 2. čtvrtletí 1999 způsobily v průmyslu meziroční růst nominálních jednotkových mzdových nákladů (JMN) o 4,5 %. Tento inflační impulz se však díky dané fázi ekonomického cyklu a celkovému nízkoinflačnímu prostředí takřka vůbec nepromítl do souběžného zvýšení cen výrobců.

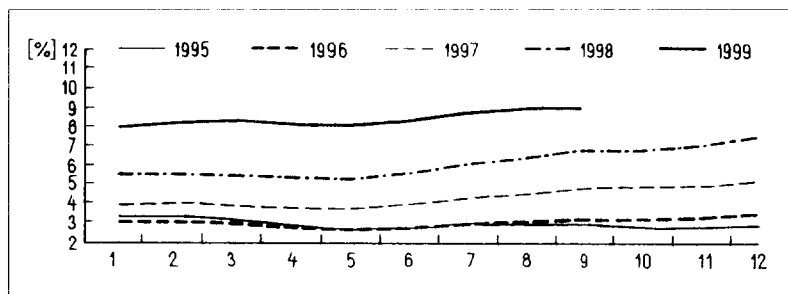
Zaměstnanost a nezaměstnanost

V dosavadním průběhu roku 1999 pokračuje trend poklesu celkové zaměstnanosti a růstu míry nezaměstnanosti započatý v předchozích dvou letech. Ve 2. čtvrtletí 1999 se podle údajů ČSÚ snížila zaměstnanost v porovnání se stejným obdobím roku 1998 o 3,7 % (v absolutním vyjádření o více než 170 tis. pracovníků) a dotýká se všech sfér národního hospodářství (primární, sekundární i terciární). Pokles zaměstnanosti takového rozsahu je třeba primárně připisovat cyklickému vývoji ekonomiky, kdy poměrně výrazně roste stupeň nevyužití výrobních faktorů. Strukturální aspekty poklesu zaměstnanosti sice rovněž nelze opomíjet, ty však fungují relativně nezávisle na průběhu ekonomického cyklu. Sezonní průběh nezaměstnanosti se vyvíjí v roce 1999 obdobně jako v roce 1998, avšak na vyšší absolutní úrovni nezaměstnanosti. Ke konci září 1999 dosáhla míra nezaměstnanosti 9 %. V průběhu 2. čtvrtletí 1999 se objevily některé nové momenty, které naznačují dílčí obrat celkově negativních trendů na trhu práce: od konce května dochází k systematickému, byť mírnému meziměsíčnímu absolutnímu nárůstu volných pracovních míst, který nemá sezonní charakter a mohl by indikovat určité zvýšení poptávky po práci.

Důsledky vývoje na trhu práce pro inflaci

Jak na úrovni průmyslu, tak na úrovni ekonomiky jako celku pokračuje proces kumulování mzdové inflačního potenciálu, zejména pak z nákladového pohledu. Současná fáze ekonomického cyklu a dosavadní nízkoinflační prostředí neumožnily okamžité přenesení uvedeného potenciálu do cenové hladiny běžného období. Růst mezd a příjmů se proto projevil především jako zdražování ceny práce na jednotku produktu a jako přebytek kupní síly příjemců mezd a sociálních dávek nad přírůstkem domácí nabídky a růstem nezaměstnanosti. Kumulace mzdové inflačního potenciálu v ekonomice

GRAF 4 Sezonní průběh nezaměstnanosti



systematicky pokračuje již od druhé poloviny loňského roku, i když ve 2. čtvrtletí 1999 lze vysledovat jistý pokles intenzity tohoto procesu. Rozhodující bude, zda reálný produkt a produktivita práce porostou natolik rychle, aby uvedená rizika mohla být neutralizována.

III.4 Ostatní nákladové indikátory

Vývoj cen průmyslových výrobců ve 3. čtvrtletí 1999 potvrzoval změnu trendu, kterou naznačil vývoj v předchozím, 2. čtvrtletí 1999. Pokračující mírný růst cen průmyslových výrobců byl v rozhodující míře důsledkem obnoveného růstu cen energetických surovin (především ropy) na světových trzích. Ve vývoji cen ostatních výrobců pokračovaly dosavadní trendy.

Dovozní ceny

Vývoj cen dovážených základních surovin ve 3. čtvrtletí 1999 potvrdil obrat v dosavadních vývojových tendencích. Po předchozím několikaměsíčním postupném poklesu dovozní ceny ve 2. čtvrtletí 1999 signalizovaly zmírnění poklesu a na počátku 3. čtvrtletí 1999 již došlo k obnovení jejich růstu (podle výběrového indexu cen dovozu ČSÚ ceny dovozu v červenci 1999 meziročně vzrostly o 3,2 %). Tato skutečnost byla především odrazem změn cenového vývoje komodit na zahraničních trzích. Obnovený růst cen surovin dosáhl výrazných hodnot zejména v srpnu 1999, kdy jejich meziroční zvýšení činilo 24,4 %. Na tom se podílel především vývoj cen energetických surovin, které v srpnu 1999 zaznamenaly další výrazné meziroční zvýšení (o 51,6 %).

Ceny výrobců

Ceny průmyslových výrobců

Obnovený růst cen energetických surovin (především ropy) byl hlavním faktorem pokračujícího oživení růstu cen průmyslových výrobců ve 3. čtvrtletí 1999. Vliv zvýšených cen energetických surovin (především ropy) se promítl do nákladů a návazně i cen výstupu především v odvětví zpracovatelského průmyslu s velkým podílem zpracování ropných produktů (kok-

sárenský a rafinérský průmysl, chemický a farmaceutický průmysl). Ve většině ostatních odvětví zpracovatelského průmyslu ceny ve 3. čtvrtletí 1999 obdobně jako v 2. čtvrtletí 1999 meziročně dále klesaly v důsledku doznívání nízkých dovozních cen z prvního pololetí 1999, kurzové apreciacie z počátku 3. čtvrtletí a slabé úrovně domácí poptávky.

Ceny stavebních prací

Trvající nízká domácí poptávka v odvětví stavebnictví byla i ve 3. čtvrtletí 1999 nadále hlavní příčinou dalšího zpomalení růstu cen stavebních prací. Při postupném zmírňování jejich meziměsíčních temp růstu (červenec 0,2 %, srpen 0,1 %, září 0,2 %) na přibližně poloviční úroveň oproti prvním měsícům letošního roku se zpomaloval i jejich meziroční růst (červenec 4,4 %, srpen 3,9 %, září 3,7 %). Ve srovnání se stejným obdobím roku 1998 byl dosažený meziroční růst v září 1999 zhruba poloviční.

Ceny zemědělských výrobců

Ve vývoji cen zemědělských výrobců nedošlo v průběhu 3. čtvrtletí 1999 k podstatným změnám. Stejně jako v předchozím čtvrtletí cenová hladina stagnovala na velmi nízké úrovni pohybující se v meziročním vyjádření na úrovni kolem 13 až 17 % při postupném zmírňování tempa meziročních poklesů. Celková cenová hladina většiny komodit zemědělské výroby se tak – obdobně jako v předchozím čtvrtletí – udržovala až na výjimky na úrovni dosažené po výrazném poklesu cen v závěru roku 1998.

IV. Vývoj měnové politiky

Změny v nastavení měnověpolitických nástrojů se v režimu cílování inflace odvozují od podmíněných prognóz inflace, které jsou založeny na analýzách minulého a budoucího vývoje inflačních faktorů a na ocenění rizik budoucího cenového vývoje.

IV. 1 Vývoj faktorů inflace, prognózy inflace a inflační rizika

Ve 3. čtvrtletí 1999 se postupně začalo měnit makroekonomické prostředí pro provádění měnové politiky. Výrazným rysem tohoto období bylo, že inflace již měla – na rozdíl od předchozích čtvrtletí – tendenci k postupné stabilizaci na nízkých hodnotách a proces dezinflace se zastavil. Příčiny tohoto vývoje spočívaly jak v prostředí vnějším, tak domácím.

Výchozí podmíněná prognóza inflace ze začátku 3. čtvrtletí 1999 signalizovala vývoj meziroční čisté inflace v prosinci 1999 pod dolní mezí inflačního cíle (stanoveného v rozpětí 4 až 5 %), když její asymetrický střed byl 1,8 %. Prognóza zároveň indikovala splnění inflačního cíle pro rok 2000 v dolní polovině cílového intervalu (stanoveného v rozpětí 3,5 až 5,5 %), přičemž asymetrický střed pro predikci meziroční čisté inflace v prosinci 2000 činil 3,7 %.

Rozhodování o změnách klíčových úrokových sazeb bralo současně v úvahu některá inflační rizika. Mezi nejistoty budoucího vývoje inflace patřila na nabídkové straně zejména možnost obrácení dosavadního trendu ve vývoji cen potravin. Další nejistotu představovala obtížně prognózovatelná míra promítnutí zvyšujících se cen energetických surovin do inflace. Na straně poptávky byla měnová politika vystavena dvojímu riziku. Prvním bylo riziko týkající se vývoje hospodaření veřejných financí, a to zejména ve střednědobém horizontu. Veřejné rozpočty mají v sobě díky přetrvávající výdajové struktuře zabudován dlouhodobý sklon ke schodkovosti, který by mohl výrazněji ovlivňovat budoucí měnový vývoj. Druhým rizikem byl vývoj ve mzdové oblasti, kde dílčí údaje i ve 3. čtvrtletí 1999 naznačovaly přetrvávající nesoulad mezi růstem reálných mezd a růstem národohospodářské produktivity. Měnová politika musela dále brát v úvahu postupné vyčerpávání úrokového diferenciálu ve vztahu k měnám některých evropských zemí stojících mimo EMU, a stejně tak i vůči americkému dolaru.

IV.2 Reakce měnové politiky

Na popsany makroekonomický vývoj reagovala měnová politika ve 3. čtvrtletí 1999 dalším snižováním měnověpolitických úrokových sazeb. Díky uvedeným rizikům a postupně se obracejícím tendencím ve vývoji inflace byl však prostor pro další snižování sazeb menší než ve čtvrtletí předcházejícím. Zatímco od dubna do června 1999 byla repo sazba snížena třikrát, celkově o 1 procentní bod (ze 7,5 % na 6,5 %), v období od července do začátku října³ byla snížena také třikrát, ale celkově pouze o 0,75 procentního bodu (ze 6,5 % na 5,75 %). Tyto korekce si vyžádaly úpravu koridoru pro pohyb repo sazby, který je shora vymezen lombardní a zdola diskontní sazbou. Koridor byl zúžen ze 4 procentních bodů na 2,5 procentního bodu. Zúžení koridoru pro pohyb repo sazby bylo výrazem postupné stabilizace úrokových sazeb na úrovni, která odpovídala nízké a stabilizující se inflaci.

Červencová inflační prognóza naznačovala výrazné nesplnění cíle pro rok 1999 a splnění inflačního cíle pro rok 2000 při dolní hranici stanoveného intervalu. Protože pozornost ČNB se již zaměřovala na konec roku 2000 (střednědobý cíl pro tento rok byl od počátku cílování inflace považován za stěžejní), očekávaný vývoj inflace v roce 2000 naznačený prognózou vedl k rozhodnutí dále snížit úrokové sazby. Argumentem hovořícím ve prospěch snížení úrokových sazeb byly ekonomické analýzy naznačující existenci produkční mezery. Bankovní rada ČNB zároveň brala v úvahu to, že domácí ekonomika bude postupně vystavena silicímú přílivu nedluhového kapitálu, který by mohl střednědobě působit na posilování domácí měny. Na základě zhodnocení těchto skutečností rozhodla Bankovní rada s platností od 30. července 1999 snížit repo sazbu o 0,25 procentního bodu z 6,5 % na 6,25 %.

Vyhodnocení červencového makroekonomického a měnového vývoje a výhled působení faktorů inflace na začátku září potvrdily již předchozí pro-

³ Do reakcí měnové politiky na vývoj ve 3. čtvrtletí je zařazeno i rozhodnutí Bankovní rady ČNB přijaté na jejím zasedání 4. 10. 1999, neboť na tomto zasedání projednávala Bankovní rada záříjovou situační zprávu o aktuálním hospodářském vývoji.

gnózou signalizované splnění inflačního cíle pro rok 2000 při dolní hranici cílového intervalu. Adekvátní reakcí na tuto skutečnost bylo další snížení úrokových sazeb. Mírné snížení repo sazby nevyklučovalo postupnou stabilizaci úrokových sazeb na nižších hladinách a zároveň umožňovalo další snížení úrokových nákladů podnikové sféry. Kromě toho aktuální vývoj rozpočtového hospodaření zmírnil krátkodobá měnová rizika související s vývojem veřejných financí. Faktorem hovořícím proti snížení sazeb bylo postupně sílící riziko konverze domácí měny do cizoměnových instrumentů. Tyto skutečnosti vedly Bankovní radu na jednání 2. září k přijetí rozhodnutí o snížení repo sazby o 0,25 procentního bodu z 6,25 % na 6,0 %. Zároveň byl zúžen koridor pro pohyb repo sazby vymezený lombardní a diskontní sazbou, když byla diskontní sazba snížena o 0,5 procentního bodu z 6 % na 5,5 % a lombardní sazba o 2 procentní body z 10 % na 8 %. Důležitým signálem, který souvisel s říjnovým vyhodnocením makroekonomického a měnového vývoje za srpen, byl první náznak ekonomického oživení zaznamenaný ve 2. čtvrtletí 1999. Jak již bylo uvedeno, faktorem oživení byl (kromě rostoucí spotřeby domácností) především příznivější vývoj čistých vývozů. Za riziko ohrožující udržení pozitivního vývoje v oblasti vnějších vztahů ve střednědobém horizontu bylo považováno nepřiměřené posilování měnového kurzu koruny, ke kterému začalo docházet na konci 3. čtvrtletí. Bankovní rada dospěla k závěru, že pokračování apreciace koruny by mohlo ohrozit splnění inflačního cíle v roce 2000. Samotné snížení úrokových sazeb se přitom nejevilo jako dostatečně účinné pro eliminaci trendu zhodnocování koruny, a to v důsledku povahy přitékajících zahraničních investic, které na změny úrokového diferenciálu nereagují. Vyhodnocení všech těchto okolností vedlo Bankovní radu na jednání 4. října k rozhodnutí provádět devizové intervence s cílem stabilizovat kurz koruny. Bankovní rada zároveň snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,25 procentního bodu z 6 % na 5,75 % s účinností od 5. října 1999.

V. Faktory budoucí inflace a prognóza inflace

V krátkodobém horizontu do konce roku 1999 bude působit zejména vliv nákladových faktorů, především růstu světových cen ropy, který se pouze s malým zpožděním promítá do růstu dovozních cen a návazně cen pohonných hmot. Velmi slabý růst lze očekávat na trhu potravin. Dosavadní vývoj naproti tomu nenaznačuje v krátkém časovém horizontu výraznější rizika mzdově nákladové inflace. Do konce roku 1999 nelze očekávat ani výraznější poptávkové tlaky na inflaci.

V průběhu roku 2000 lze očekávat meziroční růst dovezené inflace, který bude silný zejména v prvním pololetí, zatímco v pololetí druhém by měl – při naplnění očekávaného scénáře vývoje cen energetických surovin, zejména ropy (kolem cca 18–20 USD/barel ropy uralské) – postupně zpomalovat. V rámci dovezené inflace by naopak u spotřebitelských a produkčních cen v zemích našich nejdůležitějších obchodních partnerů mělo dojít k urychlení růstu, resp. k přechodu od meziročních poklesů k slabému růstu. Proti růstu dovozních cen budou působit světové ceny ostatních (neenergetických) surovin a potravin a očekávaný vývoj měnového kurzu.

Pokud jde o vnitřní nákladové faktory inflace, lze za nejpodstatnější v časovém horizontu roku 2000 označit vývoj na trhu práce, kde kumulování určitého mzdově inflačního potenciálu bude v průběhu roku 2000 postupně

oslabovat v důsledku očekávaného dalšího snížení meziroční dynamiky nominálních mezd na straně jedné a určitého růstu produktivity v důsledku předpokládaného mírného oživení na straně druhé. V očekávaném slabém oživení domácí poptávky, zejména spotřebitelské, se v roce 2000 promítne předpokládaný růst reálných příjmů domácností. Jeho vliv na spotřebu bude částečně tlumen rostoucí mírou nezaměstnanosti vedoucí k růstu sklonu k úsporám. Odhadovaná míra růstu celkové domácí poptávky i spotřeby domácností kolem 1 % nebude dostatečně výrazná k tomu, aby mohla být impulzem k prudšímu zrychlení růstu cen. Významnou změnou pro vývoj budoucí inflace je rozhodnutí vlády o přesunutí deregulací cen elektřiny a plynu v roce 2000 z 1. července na 1. leden poté, co v roce 1999 k cenovým úpravám uvedených položek vůbec nedošlo. Tato změna způsobí, že meziroční indexy spotřebitelských cen budou v první polovině roku 2000 dosahovat významně vyšších hodnot, než se původně předpokládalo. Lze očekávat i určitý nepřímý vliv růstu cen regulovaných položek na čistou inflaci.

Z predikcí vývoje faktorů ovlivňujících změny spotřebitelských cen vychází prognóza s ročním posuvným horizontem. Podle této prognózy by se měla čistá inflace při současném nastavení měnové politiky, při předpokládaném mírném poklesu cen ropy v roce 2000, mírné apreciaci měnového kurzu a očekávaném růstu cen potravin (o cca 2 %) v září 2000 pohybovat v intervalu 1,6 % až 3,6 %. Index spotřebitelských cen by ke stejnému datu neměl vybočit z rozmezí 3,2 % až 4,7 %.

Ke konci roku 1999 ČNB očekává meziroční čistou inflaci v intervalu 0,8–1,6 % se středem 1,1 %, tedy o více než dva a půl procentního bodu pod inflačním cílem (4–5 %). Index spotřebitelských cen ke stejnému datu meziročně vzroste o 2,0 % až 2,6 %. Ke konci roku 2000 očekává ČNB na základě predikcí inflačních faktorů střední hodnotu meziroční čisté inflace pohybující se mírně pod dolní hranicí střednědobého inflačního cíle. Hodnota meziročního indexu spotřebitelských cen by měla být oproti meziroční čisté inflaci přibližně o jeden procentní bod vyšší.

SUMMARY

JEL Classification: E50, E31

Keywords: inflation – central bank – monetary policy

The Czech National Bank's Inflation Report for Q3 1999

The decline in year-on-year inflation was halted in Q3 1999. After a considerable drop in the previous period, inflation gradually stabilised at its lowest level since 1991, the beginning of the country's economic transformation. Net inflation continued to be determined largely by food prices. The economy livened up somewhat in Q2 1999, fostered in particular by an improvement in net exports and by growth in household consumption.

The current macroeconomic framework is marked by the anti-inflationary effect of the demand side and by the revival of some cost-push inflationary factors. The medium-term inflation trend will be affected by growth in import prices linked with the upsurge of commodity prices on global markets. Looking forward, inflation will rise somewhat over the Q3 level. The mid-value of the net inflation forecast is moderately below the lower limit of the inflation target for the end of 2000.