

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

Viktor KOTLÁN – Martin MACHÁČEK:
Je EMU ohrožený druh? Regionální dopady jednotné měnové politiky . . . 386

Jan HÁJEK: Vliv zavedení eura na strukturu a objem obchodů na evropských derivátových burzách 406

Zpráva o inflaci – Inflační vývoj v 1. čtvrtletí 2000 pohledem ČNB 421

František VENCOVSKÝ: Z vědeckého odkazu Karla Engliše – k 120. výročí narození 430

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 11/2000 445

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 23

CONTENTS

Viktor KOTLÁN – Martin MACHÁČEK:
Is EMU an Endangered Specie? Regional Impacts of Single Monetary Policy 386

Jan HÁJEK: The Impact of the Introduction of the Euro on the Structure and the Trade Volume of the European Derivatives Exchanges 386

The Czech National Bank's Inflation Report for Q1 2000 421

František VENCOVSKÝ: Karel Engliš's Contribution to Economic Science 430

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 11/2000 445

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the Czech Republic No. 23

Toto číslo předáno do sazby: 28. 6. 2000

Souhlas k tisku: 1. 8. 2000

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Úžití 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 požijete 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 v 1. čtvrtletí 2000 pohledem ČNB*

I. Shrnutí

1. čtvrtletí 2000 se vyznačovalo mírným cenovým růstem, signály o oživení ekonomiky, zhoršováním obchodní bilance a pokračující apreciací kurzu koruny vůči euru. Faktory inflace v 1. čtvrtletí 2000 působily ve srovnání s rokem 1998 a s první polovinou roku 1999, kdy byl cenový vývoj ovlivněn souběhem nízkých nákladových i poptávkových cenových tlaků, zřetelně odlišně. Od druhé poloviny roku 1999 postupně narůstaly nákladové tlaky, zejména v důsledku zvyšujících se cen energetických surovin na světových trzích. Poptávkové tlaky však zůstaly i nadále utlumené, a to i přes pozvolné oživení ekonomiky. Tento změněný makroekonomický rámec cenového vývoje bude přetrvávat i po zbytek prvního pololetí 2000.

Střed podmíněné predikce čisté inflace ze začátku 1. čtvrtletí 2000 se podobně jako na počátku předchozího čtvrtletí nalézal mírně pod dolní mezi inflačního cíle pro rok 2000. Klíčovým východiskem pro rozhodování měnové politiky byl odhad intenzity zotavování ekonomiky z recese a jeho dopadu na cenový vývoj. V podmínkách obratu k ekonomickému růstu existovalo riziko rychlejšího promítání růstu cen energetických surovin do cen výrobců a následně do dalších cenových okruhů. Pokud by akcelerace hospodářského růstu byla rychlejší, zvýšila by se pravděpodobnost vzniku inflačních tlaků. Tato rizika se však po zveřejnění údajů o lednové, únorové a zvláště březnové inflaci a rovněž o vývoji HDP za rok 1999 ukázala jako nízká. Prognózy makroekonomického i měnového vývoje potvrzovaly, že úrokové sazby jsou nastaveny na hladině, jež odpovídá dané fázi hospodářského cyklu.

Výhled vývoje inflace do konce roku 2000 ukazuje, že tlaky na růst cen ze strany poptávky budou nízké. Ve druhé polovině roku se bude rovněž zmírňovat působení vnějších nákladových tlaků. Ceny potravin budou po předchozím poklesu pokračovat jen v mírném vztláčení, které bude pomalejší, než naznačovaly předchozí predikce. V důsledku toho byla ve srovnání s predikcí lednové Zprávy o inflaci aktuální prognóza inflace přehodnocena směrem dolů. Růst indexu spotřebitelských cen se bude zpomalovat a ve druhé polovině roku se bude stabilizovat.

* Následující příspěvek je stručným výtahem z dubnové Zprávy o inflaci České národní banky; pro potřeby publikování v časopise Finance a úvěr materiál připravil Vít Bárta, ředitel odboru měnové politiky ČNB (e-mail: vit.barta@cnb.cz)

2. Vývoj inflace

Celková inflace

V průběhu 1. čtvrtletí 2000 pokračoval trend postupného růstu meziroční spotřebitelské inflace, patrný již v předchozích dvou čtvrtletích. Růst spotřebitelských cen se v 1. čtvrtletí oproti 4. čtvrtletí 1999 zrychlil o 1,3 procentního bodu (dále jen: „p.b.“) na 3,8 %.

Příčiny akcelerace inflace byly ve srovnávaných čtvrtletích odlišné. Ve 4. čtvrtletí 1999 bylo zrychlení růstu spotřebitelských cen pouze důsledkem změn ve vývoji položek zahrnutých v čisté inflaci, regulované ceny v tomto období stagnovaly. Naopak další růst spotřebitelských cen v 1. čtvrtletí 2000 byl v převážné míře ovlivněn zrychlením meziročního růstu regulovaných cen, vliv změn položek čisté inflace byl méně významný.

Regulované ceny

Obvyklá lednová úprava cen regulovaných položek přispěla v 1. čtvrtletí 2000 ke zrychlení meziročního růstu regulovaných cen o 3,1 p. b. (na 7,3 %) oproti předchozímu čtvrtletí. Tento nárůst byl důsledkem většího rozsahu úprav cen regulovaných položek na počátku roku 2000 než v roce 1999, což se odrazilo ve zvýšení meziměsíční změny regulovaných cen v lednu 2000 ve srovnání s lednem 1999 o 3 p. b. (na 4,8 %). V únoru a březnu bylo již další zrychlení růstu spotřebitelských cen spojeno s vývojem čisté inflace.

Čistá inflace

Vývoj čisté inflace v 1. čtvrtletí 2000 charakterizoval trvajícím trend k růstu jejích meziročních hodnot, jenž se prosazuje od druhé poloviny roku 1999. Oproti konci roku 1999 se v 1. čtvrtletí 2000 meziroční čistá inflace zvýšila o 0,6 p. b. na 2,1 %. Její zvýšení bylo důsledkem růstu meziročních hodnot obou segmentů čisté inflace – cen potravin i korigované inflace. Meziměsíční čistá inflace v lednu 2000 (0,6 %) jen velmi mírně převyšovala hodnotu dosaženou v lednu 1999 (o 0,08 p. b.). V dalších měsících 1. čtvrtletí se však tyto rozdíly výrazněji zvýšily a meziměsíční čistá inflace vykazovala na rozdíl od srovnatelného období předchozího roku nezáporné hodnoty (v únoru 0,2 %, v březnu 0,0 % oproti -0,1 %, resp. -0,2 % v únoru a březnu 1999).

Stejně jako v předchozích čtvrtletích bylo zrychlení čisté inflace v 1. čtvrtletí 2000 spojeno s pokračujícím silným meziročním růstem dovezené inflace, která ovlivňovala především vývoj korigované inflace. Oproti předchozímu období byl bezprostřední dopad vnějších nákladových impulzů, především růstu cen energetických surovin na světových trzích, doprovázen i jejich zprostředkovaným vlivem. Tato skutečnost svědčila o postupujícím přenosu tohoto vnějšího nákladového vlivu do cen ostatních odvětví. Výraznějšímu promítnutí tohoto vlivu do čisté inflace nadále bránila nízká úroveň domácí poptávky.

Ceny potravin

Vývoj cen potravin v 1. čtvrtletí 2000 navázal na předchozí trend zpomalování meziročního poklesu. Tento trend v závěru čtvrtletí vyústil ve slabý

meziroční růst. Hlavní příčinou tohoto vývoje cen potravin bylo stejně jako v předchozím čtvrtletí zmíněné postupné prosazování nákladových tlaků. Pozvolné zvyšování výkupních cen zemědělských produktů (především živočišného původu) umožňovalo výrobcům zvýšenou úhradu výrobních nákladů a prostřednictvím cen zemědělských výrobců se promítalo až do cen potravin. Rychlejšímu plošnému růstu cen potravin však nadále bránila řada faktorů, jež ovlivňují vývoj poptávky a nabídky na agrárním trhu, a přetrvávající silně konkurenční prostředí na domácím maloobchodním trhu. Významný byl vliv cenové politiky maloobchodních řetězců, které posilovaly svoji pozici na maloobchodním trhu. Tyto skutečnosti byly hlavní příčinou toho, že nedošlo k výraznějšímu růstu cen potravin za situace, kdy vývoj tržeb za potraviny indikoval meziroční růst nákupů potravin.

Korigovaná inflace

Postupné zvyšování hodnot meziroční korigované inflace v průběhu 1. čtvrtletí 2000 (z 3 % v prosinci 1999 na 3,5 % v březnu 2000) bylo především důsledkem bezprostředního dopadu růstu cen pohonných hmot. Zvyšování cen pohonných hmot v průběhu roku 1999 i na počátku roku 2000 mělo v důsledku nepravidelných změn cen ropy na světových trzích „skokový“ charakter, v samotném 1. čtvrtletí 2000 výrazně ovlivnilo vývoj korigované inflace v březnu. V tomto měsíci zvýšení cen pohonných hmot o 6,8 % znamenalo dopad do meziměsíční korigované inflace 0,5 p. b. s návazným promítnutím do jejich meziročních hodnot. Meziměsíční korigovaná inflace v březnu 2000 činila 0,3 %, zatímco v březnu 1999 stagnovala. Dosažená úroveň poptávky po nepotravinářském zboží a službách prozatím nevytvářela prostor pro výraznější růst položek korigované inflace, které nejsou bezprostředně spojeny s vývojem cen ropy.

III. Základní inflační faktory

III.1. Měnový vývoj

Peněžní agregáty

Pokles meziročních přírůstků peněžních agregátů, který započal v listopadu 1999, pokračoval i v prosinci 1999 a s výjimkou peněžního agregátu M1 i v lednu 2000. K zastavení tohoto vývoje došlo až v únoru 2000, kdy se meziroční přírůstky širších peněžních agregátů po předchozím tříměsíčním snižování opět zvýšily. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M1 zůstal v únoru 2000 – přes mírný pokles – i nadále na vysoké úrovni. Vývoj peněžního agregátu M1 je dlouhodobě odlišný především v souvislosti se změnami v dynamice oběhiva. V měsících na přelomu roku se však do dynamiky tohoto peněžního agregátu významně promítl i vývoj netermínovaných korunových vkladů domácností.

Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem

V období prosinec 1999 až únor 2000 pokračoval klesající trend vývoje meziročních přírůstků úvěrové emise, který byl charakteristický pro

předcházející měsíce roku 1999. Současné se snížil celkový objem úvěrů o 16,5 mld. Kč. Pokles úvěrů se projevil v prosinci 1999 a byl ovlivněn splátkami úvěrů a realizovanými odpisy. V následujících dvou měsících se objem úvěrů zvýšil, a to v lednu 2000 o 4,7 mld. Kč a v únoru 2000 o 3,1 mld. Kč, přičemž rostly korunové úvěry při poklesu úvěrů devizových. Na růstu úvěrové emise se podílely především zahraniční banky.

Úrokové sazby

Krátkodobé úrokové sazby

U krátkodobých úrokových sazeb se na počátku 1. čtvrtletí zastavil dlouhodobý pokles, na dlouhém konci výnosové křivky úrokové sazby dokonce mírně vzrostly. Tento vývoj souvisel jednak s tím, že ČNB již nepokračovala ve snižování svých základních sazeb, ale také s očekáváním subjektů finančního trhu ohledně budoucí hladiny sazeb. Důvodem mírného přechodného nárůstu sazeb s delší splatností byla změna vnímání trhu, který v rámci ekonomického oživení začal očekávat nárůst budoucích krátkodobých sazeb. Postupně zveřejňované údaje z oblasti reálné ekonomiky však naznačovaly, že ekonomické oživení bude spíše pomalejší. Proto převážil názor o nepřiliš dramatickém budoucím vývoji inflace a sazby s delší splatností začaly během března klesat. Úroková křivka PRIBOR v celém sledovaném období zůstala mírně rostoucí. Sazby FRA se vyvíjely v souladu se sazbami PRIBOR, přechodný nárůst se však u nich projevil ve větším rozsahu. Průměrné hodnoty sazeb FRA klesly v březnu v porovnání s prosincem ve všech splatnostech o 0,1 p. b. Kotace FRA z konce března 2000 naznačovaly (podobně jako sklon výnosové křivky PRIBOR), že tržní subjekty očekávají pouze mírný nárůst úrokových sazeb v budoucnu.

Vývoj úrokového diferenciálu (PRIBID/CZK – LIBOR/EUR, USD) byl ovlivněn pohybem na tuzemském trhu depozit i úpravou sazeb v zahraničí. V USA a ve Velké Británii byly zvýšeny klíčové sazby o 0,5 p. b. na 6,0 %, v zemích eurozóny byla nejvýznamnější repo sazba zvýšena také o 0,5 p. b. na 3,5 %. Úrokový diferenciál se v průběhu sledovaného období snížil v jednotlivých splatnostech o 0,4–0,6 p. b. Na konci března klesl úrokový diferenciál vůči EUR na 1,1–1,4 p. b. podle jednotlivých splatností, vůči USD dosahoval záporných hodnot v rozmezí 1,1–1,5 p. b.

Dlouhodobé úrokové sazby

U dlouhodobých sazeb IRS se přechodný nárůst na přelomu ledna a února projevil ve větším rozsahu než na peněžním trhu. Investoři do svých kotací promítli kromě očekávání vyšší inflace také potřebu financování státu (rozpočtový deficit, úhrada kompenzací poskytnutých bankovnímu sektoru v rámci jeho privatizace, kompenzace ztráty ČNB v důsledku sjednaného vyrovnání se Slovenskem). Ani na této části trhu růst sazeb netrval dlouho. Již na konci února začaly úrokové sazby IRS klesat. V porovnání s prosincem 1999 se v březnu 2000 snížila sazba 1R o 0,30 p. b., sazba 5R o 0,43 p. b. a sazba 10R o 0,31 p. b. Výnosová křivka IRS svůj tvar prakticky neměnila. Zůstal zachován pozitivní sklon v kratší části křivky a plochý tvar od splatnosti 6R. Výnosová křivka se pouze posouvala na různých výnosových hladinách.

Klientské úrokové sazby

Klientské úrokové sazby pokračovaly v sestupné tendenci i přes dočasné mírné zvýšení sazeb na peněžním trhu, od kterých se většinou odvíjejí. Úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů v únoru dosáhly 7,0 %. Snížily se také depozitní úrokové sazby, v případě sazeb z termínovaných vkladů na 4,5 %. Úroková marže mezi úvěrovými a vkladovými sazbami se v roce 1999 pohybovala mírně nad hranicí 4 procentních bodů, v lednu i únoru 2000 činila 3,7 p. b.

Reálné úrokové sazby

Reálné úrokové sazby¹ byly ovlivněny kromě poklesu nominální hladiny sazeb také vyšší očekávanou inflací v budoucím období. Proto se v tomto období zřetelně snižovaly. Reálné úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů dosáhly v únoru 2,4 %, reálné sazby z termínovaných vkladů 0 %.

Měnový kurz

Ve vývoji kurzu koruny vůči euru pokračoval v prvních třech měsících roku 2000 apreciační trend, který na trhu převládal během předchozích tří čtvrtletí. Od hladiny 36,20 CZK/EUR na počátku roku posílila koruna k 30. březnu pod úroveň 35,60 CZK/EUR, tj. přibližně o 1,7 %. Intervence ČNB provedené na základě rozhodnutí Bankovní rady z konce března oslabilily korunu k hodnotám cca 36,20 CZK/EUR. Vývoj kurzu koruny vůči americkému dolaru je odrazem vývoje dolarového kurzu eura, který ve sledovaném období oslaboval a byl charakterizován zvýšenou variabilitou. Kurz koruny vůči dolaru zaznamenal výraznější výkyvy než vůči euru a v průměru oslaboval k hodnotám cca 36,80–37,00 CZK/USD před intervencí ČNB.

K devizovým intervencím přistoupila ČNB proto, aby zabránila pokračování posilovacího kurzového trendu, který by mohl mít nepříznivý vliv na reálnou ekonomiku. V souladu se současným i očekávaným cenovým vývojem byly devizové intervence vnímány jako konzistentní s inflačním cílem ČNB. Posilování kurzu koruny vůči euru souvisí především s efekty spojenými s přílivem kapitálu do České republiky, a to zejména v podobě příjmů zahraničních investic.

III.2. Poptávka a nabídka

Vývoj hrubého domácího produktu (HDP) ve 4. čtvrtletí 1999 potvrdil pokračující slabé hospodářské oživení, které započalo ve 2. čtvrtletí 1999 po předchozím hospodářském poklesu. HDP v tomto čtvrtletí mezitím vzrostl ve stálých cenách o 1 %, v celoročním srovnání však ještě nedosáhl úrovně

¹ Ex ante reálné úrokové sazby; nominální úrokové sazby jsou deflovány indexy spotřebitelských cen, které byly očekávány subjekty finančních trhů v jednotlivých měsících. ČNB zahájila měření inflačních očekávání na finančním trhu v květnu 1999.

předchozího roku 1998 (o 0,2 %). Na růstu HDP se ve 4. čtvrtletí 1999 podílela domácí poptávka, zahraniční sektor – na rozdíl od předchozích dvou čtvrtletí 1999 – k jeho růstu nepřispěl.

Domácí poptávka

Ve 4. čtvrtletí 1999 zaznamenala domácí poptávka poprvé po poklesu meziroční růst (1 %). Na jejím obnoveném růstu se podílela nejen zmíněná zvyšující se spotřebitelská poptávka (1,4 % ve 4. čtvrtletí 1999), ale také změna stavu zásob, kde došlo ke zmírnění meziročního poklesu. Poptávka po investicích nadále meziročně klesala, její pokles se však ve 4. čtvrtletí 1999 dále zpomalil. Poptávka vlády se meziročně snížila, vykázaný pokles však nebyl z pohledu vlivu na HDP podstatný.

Čistá zahraniční poptávka

Príznivý vývoj bilance zboží a služeb², zaznamenaný ve 3. čtvrtletí, se ve 4. čtvrtletí 1999 zastavil. Ačkoli meziroční tempo růstu vývozu výrazně vzrostlo, jeho předstih před tempem růstu dovozu se oproti předchozímu čtvrtletí snížil zhruba na polovinu (na 2,2 p. b.). V důsledku toho se záporné saldo čistého vývozu zboží a služeb meziročně mírně zvýšilo na -43,2 mld. Kč. Uvedené trendy do značné míry odrážely rostoucí dovozní náročnost HDP, která se ve 4. čtvrtletí 1999 dále zvýšila.

Růst vývozu byl podporován zejména příznivým vývojem konjunktury na trzích vyspělých tržních ekonomik (především SRN). Pozitivně se projevovale i pokračující meziroční depreciace koruny. Růst dovozu byl ovlivněn hlavně rozšiřující se výrobní kooperací se zahraničím, překonáváním recese v průmyslové výrobě a mírně se oživující poptávkou domácností.

III.3. Trh práce

Vývoj na trhu práce ve 4. čtvrtletí 1999 naznačoval zmírnění některých nerovnovážných tendencí. Růst průměrné nominální i reálné mzdy se na makroúrovni v tomto čtvrtletí zpomalil. Při současném růstu národohospodářské produktivity práce došlo k podstatnému sblížení meziročního růstu průměrné mzdy a produktivity práce, růst mezd byl však nadále rychlejší.

Meziroční růst produktivity práce v průmyslu ve 4. čtvrtletí 1999 o 9,9 % byl doprovázen pouze 4,8% růstem reálné produkční mzdy (ještě ve 3. čtvrtletí průměrná reálná mzda rostla rychleji než produktivita práce). Tento vývoj odráží další výraznější snižování počtu pracovníků v průmyslu a znamená v daném čtvrtletí zlevnění ceny práce na jednotku produktu v průmyslu o 4,7 %. Vývoj mzdové náročnosti produkce v průmyslu tak přestal posilovat mzdově inflační potenciál.

Ve 4. čtvrtletí 1999 se podle předběžných údajů ČSÚ snížil počet pracovníků v porovnání se stejným obdobím předchozího roku o 4 %. Tento pokles zasáhl všechny kvalifikační skupiny i sféry národního hospodářství – primární, sekundární i terciární.

² ve stálých cenách roku 1995 v metodice HDP

I přes zmíněný relativně vysoký pokles zaměstnanosti celkový vývoj na trhu práce signalizuje, že dochází ke zvratu některých nepříznivých tendencí. Především je zřejmé zpomalování růstu nezaměstnanosti a mírné ožívání poptávky po pracovních silách – v únoru 2000 se poprvé zvýšil meziroční přírůstek volných pracovních míst. Sezonně očištěné meziměsíční pohyby míry nezaměstnanosti se snižovaly. Ke konci března 2000 dosáhla míra nezaměstnanosti 9,5 %.

III.4. Ostatní nákladové indikátory

Pro vývoj většiny sledovaných okruhů nákladových indikátorů bylo v průběhu 1. čtvrtletí 2000 charakteristické pokračování trendů z předchozího čtvrtletí.

Růst cen dovážených surovin a materiálů se v 1. čtvrtletí 2000 dále zrychlil, podle posledních údajů za únor 2000 dovozní ceny meziročně vzrostly o 13,2 %. Příčinou tohoto zrychlení byl nadále vývoj cen energetických surovin na světových trzích, především ropy. U cen potravinářských komodit pokračovalo i v 1. čtvrtletí 2000 na světových trzích zpomalování dlouhodobého trendu k poklesu.

Rostoucí ceny energetických surovin se nadále bezprostředně promítaly do nákladů a návazně cen výstupu v odvětvích s velkým podílem zpracování ropných produktů (koksárenský a rafinérský průmysl, chemický a farmaceutický průmysl) a jejich prostřednictvím se promítaly do výstupních cen dalších výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Obdobně jako v předchozím čtvrtletí přispělo zrychlení růstu cen průmyslových výrobců (oproti prosinci 1999 o 1,7 p. b. na 5,1 % v březnu 2000) k růstu korigované inflace. Jejich vliv na korigovanou inflaci však byl nadále tlumen faktory působícími na straně poptávky.

V důsledku trvajících nízké úrovně domácí poptávky pokračoval i v 1. čtvrtletí 2000 dosavadní dlouhodobější trend k postupnému oslabování meziročního růstu cen stavebních prací.

Po předchozím dlouhodobějším poklesu a po mírném meziročním růstu ve 4. čtvrtletí 1999 o 0,6 % se růst cen zemědělských výrobců v 1. čtvrtletí 2000 dále zrychlil na 2,2 %. Pokračující oživení růstu cen zemědělských výrobců bylo (vedle nízké srovnávací základny) spojeno především s posilováním nákladových tlaků zemědělských prvovýrobců na zpracovatelský průmysl od druhé poloviny roku 1999, které se promítalo do zvýšených výkupních cen zejména živočišných produktů. Stejně jako v předchozím čtvrtletí se zvýšení cen zemědělských výrobců odrazilo ve vývoji cen potravin.

IV. Vývoj měnové politiky

Prognóza inflace se na počátku 1. čtvrtletí 2000 nelišila od prognózy ze 4. čtvrtletí 1999. V průběhu 1. čtvrtletí 2000 však docházelo k posunu ve vyhodnocení inflačních rizik. Na jeho začátku dominovaly nejistoty ohledně rychlosti ekonomického oživení. Údaje o vývoji průmyslové produkce z konce roku 1999 a rostoucím výnosu daně z přidané hodnoty naznačovaly, že oživení by mohlo být rychlejší, než ČNB očekávala. Za této situace by se nákladové tlaky promítaly intenzivněji do producentů cen a návazně i do dalších cenových okruhů. Další nejistota souvisela se sekundárními dopady

lednových úprav regulovaných cen, které byly zvýšeny ve větším rozsahu než v roce 1999. I přes nezměněnou prognózu tak měnová politika identifikovala v lednu rizika, která mohla vést spíše k akceleraci inflace.

Únorové, a zejména pak březnové údaje o makroekonomickém a měnovém vývoji však tendence k výraznější akceleraci cenových indexů nepotvrdily. Skutečný cenový vývoj se pohyboval na dolní hranici predikcí, signalizoval utlumení inflačních tlaků a perspektivu příznivého cenového vývoje. Na konci 1. čtvrtletí se jako pravděpodobnější začalo jevit dosažení hodnot čisté inflace ke konci roku 2000 spíše v dolní polovině predikčního intervalu. Makroekonomický vývoj v průběhu 1. čtvrtletí 2000 tak vedl k přehodnocení rizik v rámci neměnného intervalu inflační prognózy.

Kromě tohoto vývoje, jenž byl hlavním argumentem ve prospěch udržení existující hladiny měnověpolitických úrokových sazeb, brala měnová politika v úvahu i další faktory. Mezi nimi především úroveň reálných úrokových sazeb a vývoj úrokového diferenciálu české koruny vůči klíčovým zahraničním měnám. Reálné úrokové sazby vykazovaly v průběhu celého 1. čtvrtletí klesající trend a dosáhly nízkých hodnot. Reálné sazby nově poskytovaných úvěrů (při deflování indexem cen výrobců ex post přístupem) dosáhly nejnižší úrovně za posledních pět let. Reálné sazby klientůvých termínovaných vkladů (při deflování indexem spotřebitelských cen ex ante přístupem) byly na počátku čtvrtletí záporné. Úrokový diferenciál byl ovlivněn zvýšením měnověpolitických sazeb v zahraničí, zejména v EMU a v USA. V případě eura to znamenalo zúžení pozitivního a v případě amerického dolaru rozšíření negativního úrokového diferenciálu. Argumentem ve prospěch zachování úrokových sazeb byl mírně pozitivní sklon výnosové křivky signalizující v zásadě adekvátní nastavení měnových podmínek. Koncem 1. čtvrtletí 2000 začalo docházet k dalšímu zplošťování výnosové křivky.

Měnověpolitická rozhodnutí v 1. čtvrtletí 2000 ovlivnil vývoj měnového kurzu. Dlouhodobější apreační trend kurzu koruny vůči euru, který byl dočasně přerušen devizovými intervencemi ve 4. čtvrtletí 1999, v průběhu 1. čtvrtletí pokračoval. Apreciace byla ovlivněna pokračujícím přílivem zahraničního kapitálu ve formě přímých zahraničních investic a očekáváním dalšího urychlení tohoto přílivu v horizontu konce roku 2002. Měnová politika zvažovala implikace tohoto kurzového vývoje pro vývoj inflace i pro vývoj vnější rovnováhy v situaci postupného ožívování domácí ekonomiky. V průběhu 1. čtvrtletí 2000 zůstalo nastavení úrokových sazeb ČNB neměnné. V závěru čtvrtletí provedla centrální banka devizovou intervenci s cílem korigovat vývoj měnového kurzu.

V. Faktory budoucí inflace a prognóza inflace

I nadále by měla mít na cenový vývoj největší dopad dovezená inflace. Dopad meziročního růstu cen ropy a dalších surovin i cen finální produkce v zahraničí bude oslaben předpokládanou stabilitou kurzu na úrovni kolem 36,0 CZK/EUR a očekávanou apreciací EUR proti USD. Domácí faktory inflace (ceny potravin, meziroční růst průměrné mzdy a jednotkových mzdových nákladů, poptávkové tlaky) budou během roku 2000 působit jen velice slabě. Oživení spotřebitelské poptávky vlivem předpokládaného slabého růstu reálných příjmů domácností bude tlumeno rostoucí mírou nezaměstnanosti.

Prognóza inflace vychází z predikcí vývoje faktorů ovlivňujících vývoj spotřebitelských cen. Čistá inflace by se při současném nastavení měnové politiky měla pohybovat ke konci roku 2000 v intervalu 2,2–3,5 %. Index spotřebitelských cen by ke stejnému datu neměl vybočit z rozmezí 2,9–3,9 % a míra inflace z rozmezí 3,2–3,6 %.

SUMMARY

JEL Classification: E50, E31

Keywords: inflation – central bank – monetary policy

The Czech National Bank's Inflation Report for Q1 2000

Q1 2000 saw moderate inflation, signs of economic recovery, a worsening of the trade balance, and the continuing appreciation of the koruna's exchange rate against the euro. Inflation factors acted markedly differently than in 1998 and H1 1999, when the price trend had been affected by a combination of low cost- and demand price pressures. From H2 1999 onward, cost pressures gradually mounted, largely as a result of the rising prices of energy raw materials on world markets. However, despite the gradual economic recovery, demand pressures remained subdued. This altered macroeconomic framework will persist throughout the remainder of 2000 H1. CNB interest rates remained unchanged in Q1 2000. At the end of March, the central bank intervened in the foreign-exchange market with the aim of correcting the koruna's exchange-rate trend.