

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelsví **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

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 – První zhodnocení inflačního vývoje Českou národní bankou 481

Rudolf OLŠOVSKÝ: Vývoj mezibankovního devizového trhu v ČR 504

Martin HLUŠEK: Termínové korunové obchody – empirická studie 513

František Vencovský a jeho celoživotní přínos pro českou ekonomii 523

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 11, 12/98 527

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 15

CONTENTS

Inflation Report of the ČNB 481

Rudolf OLŠOVSKÝ: Development of the Interbank Money Market in the CR 504

Martin HLUŠEK: Forward Crown Contracts – Empirical Study 513

František Vencovský and His Life-Time Contribution to the Czech Economics 523

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 11, 12/98 527

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR No 15

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 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**.*

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

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., 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. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Zpráva o inflaci

První zhodnocení inflačního vývoje Českou národní bankou¹

I. Úvod

V prosinci 1997 rozhodla bankovní rada České národní banky o změně strategie měnové politiky a počínaje rokem 1998 přešla k cílování inflace. V souvislosti s tím vyhlásila dva cíle vyjádřené pomocí nově zavedeného pojmu čistá inflace. Stěžejním střednědobým cílem je udržení čisté inflace v rozpětí 3,5 – 5,5 % koncem roku 2000. Krátkodobým kontrolním cílem pak je interval 5,5 – 6,5 % stanovený pro konec roku 1998.

Přechod k nové strategii měnové politiky není změnou jejího cíle, ale pouze změnou způsobu, jakým je měnová politika realizována. Péče o budování důvěryhodnosti měny a zabezpečování její stability byla uložena centrální bance zákonem již na samém počátku ekonomické transformace. Značná nezávislost, kterou byla centrální banka tehdy vybavena, odpovídala soudobým celosvětovým trendům a byla výrazem naléhavé potřeby vytvořit instituci, která by při formování makroekonomických politik byla schopna efektivně prosazovat požadavky stability měny.

Současný stav ekonomického poznání svědčí o tom, že měnová politika je dlouhodobě schopna významně ovlivňovat pouze ceny, avšak nikoliv přímo zaměstnanost nebo hospodářský růst. Nicméně existuje rostoucí shoda v tom, že stabilní cenová hladina napomáhá růstu produktivity a stimuluje produktivní investice, což jsou klíčové faktory, které zprostředkovaně dlouhodoběmu růstu reálného produktu na obyvatele napomáhají.

Jakkoliv přechod k cílování inflace není doprovázen změnou konečného cíle měnové politiky, je toto rozhodnutí projevem rostoucího důrazu, který ČNB dalšímu procesu dezinflace v našich podmínkách připisuje. K zavedení přímého cílování inflace od roku 1998 vedly tři důvody: (1) Měnové turbulence z května roku 1997 a následné uvolnění kurzu koruny znamenalo ztrátu nominální kotvy, která byla opěrným bodem ekonomické transfor-

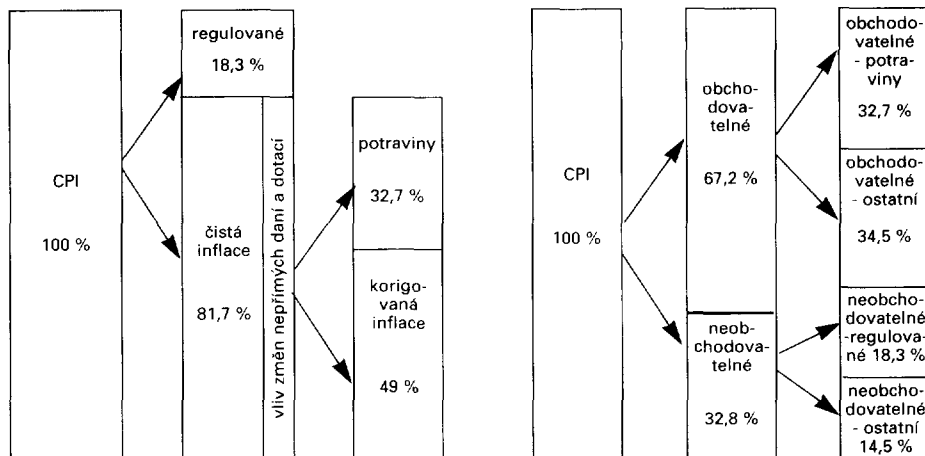
¹ Redakce časopisu Finance a úvěr se po dohodě s Českou národní bankou rozhodla publikovat obsáhlý výběr z první inflační zprávy. (Několik desítek signálních výtisků „Zprávy o inflaci“ dala ČNB k dispozici novinářské veřejnosti 30. dubna 1998 na tiskové konferenci, kde byla tato zpráva poprvé prezentována. V květnu byla zpráva uveřejněna na internetu; 26. 5. bylo k dispozici 1300 výtisků v českém jazyce a 23. 6. 2000 výtisků anglické verze.) Vzhledem k závažnosti dokumentu jsme se rozhodli zařadit podstatnou část této první inflační zprávy; v budoucnosti počítáme s publikováním stručnějších výtahů z inflačních zpráv v pravidelných intervalech. Zvláštní poděkování patří všem pracovníkům ČNB, kteří spolupracovali na úpravě zprávy pro potřeby časopisu Finance a úvěr, především Heleně Rottové a Vítu Bártovi. (pozn. red.)

mace od samého počátku. Tato nominální kotva napomáhala procesu dez-inflace, neboť stabilizovala vývoj dovozních cen, což při velké otevřenosti naší ekonomiky mělo příznivý dopad na celkovou cenovou stabilitu. (2) Druhým důvodem je setrvačnost inflačního vývoje v naší ekonomice. I když se v posledních letech dařilo míru inflace stabilizovat kolem úrovně 10 % a někdy i mírně pod ní, větší pokrok se zdál být obtížně dosažitelný, mimo jiné v důsledku neměnnosti inflačních očekávání. Tato nepříznivá skutečnost byla umocněna nejen výraznou depreciací koruny v roce 1997, ale i skutečností, že velký inflační potenciál je stále ještě skryt v značném objemu náprav cenových relací, které nás v budoucnu ještě čekají. (3) Konečně třetím důvodem jsou velmi nízká tempa inflace v zemích Evropské unie, ke kterým budeme nuceni dlouhodobě konvergovat, budeme-li se chtít v budoucnu zapojit do Evropské měnové unie.

Jedním z hlavních rysů strategie cílování inflace je jeho transparentnost. Zatímco v režimech cílování kurzu a cílování peněžní zásoby bývají inflační cíle více či méně implicitní a rychlost a časování dezinflačního procesu buď vůbec nedefinované, nebo jen málo zřetelné, v režimu cílování inflace je tomu naopak. Své dezinflační záměry centrální banka otevřeně oznamuje a pomocí inflační zprávy seznamuje co nejširší veřejnost s konkrétním prováděním této své měnové politiky. Vychází z toho, že právě maximum informací o cílované trajektorii dezinflačního procesu má významný vliv na formování inflačních očekávání a v důsledku toho i na vývoj budoucí inflace. Ruku v ruce s transparentností cílování inflace jde srozumitelnost rozhodovacího procesu a do jisté míry i předvídatelnost této strategie. ČNB usiluje o to, aby dala co nejvíce nahlédnout do relevantních souvislostí měnověpolitického rozhodování a aby tak všem ekonomickým subjektům usnadnila předvídání reakcí centrální banky na případné odchylky skutečného vývoje od vývoje prognózovaného bankou. Předvídatelnost chování centrální banky spolu s její kredibilitou získávanou na základě minulých zkušeností umožní aktérům ekonomických procesů snižovat transakční náklady sjednáváných cenových a mzdových kontraktů a omezovat důsledky chybných očekávání.

Cílování inflace je tím efektivnější (a není tomu jinak ani v případě ostatních měnových schémat), čím lepší je koordinace měnové politiky s ostatními hospodářskými politikami. Specifickým rysem cílování inflace však v této souvislosti je, že díky transparentnosti, předvídatelnosti a potřebě zachování kredibility se vnáší do měnové politiky určitý prvek automatizmu. Tento automatizmus znamená, že dojde-li z nějakého důvodu (ať již v důsledku vědomého vybočení fiskální nebo mzdové politiky, nebo na základě nějakých vnějších neovlivnitelných šoků) k narušení stávající konfigurace hospodářských politik, přičemž dopady tohoto porušení budou centrální bankou vyhodnoceny z hlediska inflace jako nepříznivé, přijme banka taková měnová opatření, která budou tuto nedostatečnou konzistentnost suplovat. Není třeba zdůrazňovat, že každá taková substitute neadekvátně koncipovaného mixu sice může být z hlediska dosahování inflačního cíle účinná, avšak tímto způsobem vynucená reakce měnové politiky bude mít větší než nezbytně nutné náklady (zejména v dynamice hospodářského růstu a v úrovni zaměstnanosti). Určitý automatizmus chování měnové politiky při cílování inflace by měl mít tudíž disciplinující účinky i na ostatní součásti hospodářské politiky. Růst nerovnováhy v české ekonomice, kulminující v roce 1997, přinesl výmluvné svědectví o tom, jaké následky může mít neadekvátní hospodářskopolitický mix a jaké nepříznivé dopady má rozkmitání základních ekonomických veličin, jako jsou úrokové sazby nebo měnový kurz.

Členění a návaznosti spotřebního koše využívané pro hodnocení inflace (členění podle stálých vah)



Významným rysem cílování inflace je střednědobost této strategie a využívání podmíněné prognózy inflace. Aplikace měnových nástrojů s sebou nevyhnutelně nese problém časových zpoždění ve vývoji a reakcích ekonomických veličin, na něž jsou měnová opatření zaměřena. Je proto nevyhnutelné formulovat inflační cíl s přiměřeným předstihem. Tento předstih musí být dostatečně velký na to, aby umožňoval včas rozpoznat možné odchylování se vývoje prognózované inflace od inflačního cíle a nasazení takových měnových nástrojů, které budou ve zbývajícím čase schopny nežádoucí vývoj přiměřeně korigovat. V důsledku toho nemůže být stanovený inflační cíl pro rok 1998 ničím více než cílem kontrolním. Míra jeho splnění bude verifikovat, zda krátkodobé tendence měnového vývoje jsou konzistentní se střednědobým cílem ČNB a zda je nastavení měnových nástrojů správné.

Inflační cíl ČNB byl definován pomocí koncepce čisté inflace. Index čisté inflace (CPIx) je odvozen z celkového indexu spotřebitelských cen (CPI), který vznikne vyloučením položek dosud regulovaných cen, cen ovlivňovaných administrativními opatřeními a je upraven o vliv změn nepřímých daní. Čistá inflace tedy umožňuje, aby pro potřeby měnověpolitických rozhodnutí byl inflační vývoj očištěn od bezprostředních dopadů administrativních opatření souvisejících s neukončeným procesem transformace. Z důvodu zachování vysoké vypovídací schopnosti nového indexu (v současné době představuje 82 % váhy celkového cenového koše) nevyloučila ČNB z definice svého inflačního cíle vlivy změn dovážených surovin a zemědělských produktů, což je standardní praxe některých zahraničních centrálních bank. Dlužno poznamenat, že při posuzování inflace a provádění kroků směřujících k vytyčenému cíli nelze brát v úvahu mimořádné okolnosti typu energetických krizí či živelních pohrom, jejichž vliv na ceny nemůže žádná měnová politika eliminovat a které tak vedou k přehodnocení strategie.

Tím, jak se bude dovršovat náprava relací některých dosud regulovaných cen, bude vývoj CPI a CPIx postupně konvergovat, což v perspektivě několika let umožní stanovovat inflační cíle pomocí standardního indexu spotřebitelských cen.

Plnění stanovených inflačních cílů bude náročné, ale reálné. Reálnost odráží fakt, že inflační cíle jsou stanoveny na úrovni, která bere v úvahu nevyhnutelnost přizpůsobování domácí cenové hladiny cenám zahraničním. K faktorům znesnadňujícím dosažení cílů naopak patří: omezená účinnost nástrojů měnové politiky v podmínkách přetrvávajících institucionálních rigidit; skutečnost, že na začátku roku 1998 dochází k akceleraci inflace; okolnost, že dochází k přelévání nákladových tlaků z oblasti regulovaných cen i do čisté inflace; stále přítomné politické nejistoty; setrvačnost inflačních očekávání. Bez náročných cílů by však nebylo možné zabezpečit kontinuitu procesu dezinflace v naší ekonomice.

II. Vývoj inflace

V letech 1995 – 1996 kolísal meziroční růst spotřebitelských cen v rozmezí 8 – 10 %. Cenový pohyb ovlivňoval především relativně malý rozsah zvyšování regulovaných cen a stabilita kurzu. Meziroční čistá inflace se ve srovnání s cca 10 % na počátku roku 1995 postupně snižovala a ve druhé polovině roku 1995 a v roce 1996 se pohybovala kolem 6 – 7 %, především v důsledku příznivého vývoje cen potravin.

V 1. pololetí 1997 byl cenový vývoj příznivý zejména v důsledku apreciacie kurzu a menšího rozsahu úprav regulovaných cen. Meziroční růst spotřebitelských cen v květnu 1997 dosáhl tříletého minima (6,3 %) a meziroční čistá inflace se snížila až na 4,6 %. V důsledku květnových měnových turbulencí, následné depreciace kurzu koruny a růstu regulovaných cen v červenci došlo ve 2. pololetí 1997 k opětovnému zrychlení růstu cen. Meziroční růst spotřebitelských cen dosáhl v prosinci 1997 10 %, meziroční čistá inflace 6,8 % – viz *graf 1*.

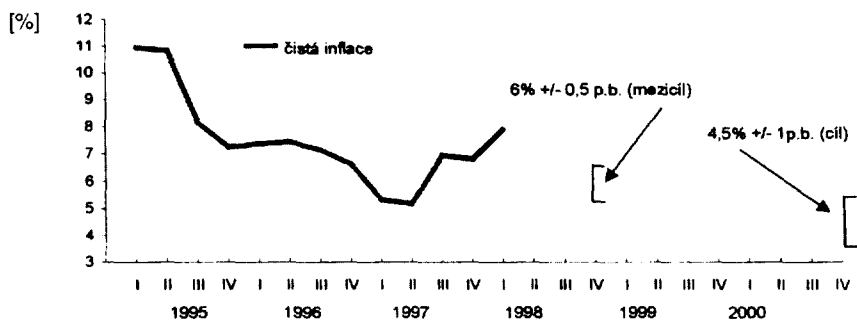
V prvním čtvrtletí 1998 se dynamika cenového vývoje dále zrychlila. Koncem března dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen 13,4 % a meziroční čistá inflace 7,9 %. Zrychlení cenového růstu začátkem roku 1998 bylo především výsledkem výrazného zvýšení některých regulovaných cen a sazeb nepřímých daní (podíl na meziročním růstu cen v březnu 53 %) – viz *graf 2*.

Čistá inflace

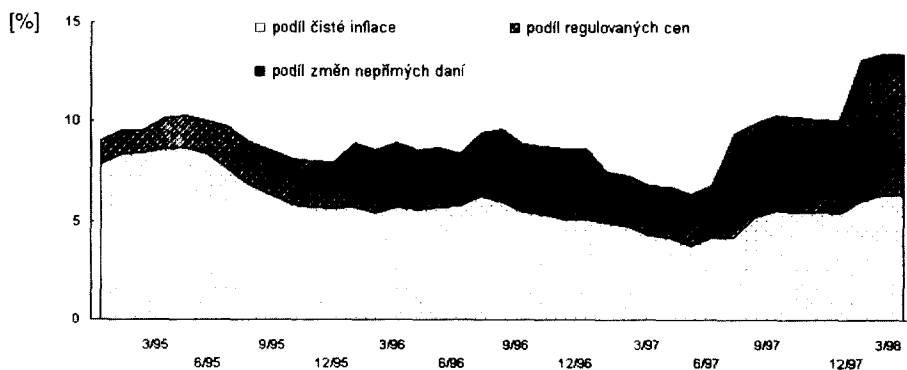
Meziroční tempo čisté inflace v 1. čtvrtletí 1998 se zrychlilo ze 6,8 % v prosinci 1997 na 7,9 % v březnu 1998. Toto zrychlení bylo ovlivněno růstem cen potravin (meziročně v prosinci 1997 o 5,6 %, v březnu 1998 o 6,8 %) i nepotravinářského zboží, tj. korigované inflace (z 7,6 % v prosinci 1997 na 8,6 % v březnu 1998).

- Hlavními důvody zrychlení meziroční čisté inflace v 1. čtvrtletí 1998 jsou:
- negativní inflační očekávání, podporované do určité míry některými zveřejňovanými úvahami o budoucí inflaci, vnitropolitickými nejistotami v prosinci 1997 a krátkodobou depreciací kurzu koruny. To vše působilo před pravidelným lednovým vydáním nových ceníků a vedlo v některých případech k výraznějším úpravám cen i přesto, že pro ně vždy nemusely existovat důvody v růstu nákladů;
 - depreciace koruny z roku 1997;
 - zvýšení spotřební daně z pohonných hmot (zemědělství, doprava).

GRAF 1 Vývoj meziroční čisté inflace



GRAF 2 Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen



Regulované ceny a administrativní úpravy

K 1. lednu 1998 byly na základě rozhodnutí předchozí vlády a schválení Parlamentu ČR provedeny tyto změny:

- zvýšení DPH z 5 % na 22 % u elektřiny, plynu a pevných paliv (což se odrazilo ve zvýšení cen u elektřiny o 16,1 %, plynu o 16,5 % a pevných paliv o 19,7 %),
- zvýšení spotřebních daní u tabáku, alkoholu a pohonných hmot (což vedlo ke zvýšení cen u tabáku o 5,6 %, alkoholu o 7,5 % a pohonných hmot o 5,1 %),
- zrušení dotací ve školním stravování (což se promítlo ve zvýšení cen o 19,2 %),
- podstatné omezení dotací na dodávky tepla pro domácnosti, což mělo za následek zvýšení cen o 19 %,
- zvýšení sazeb zákonného pojištění motorových vozidel v průměru o 59,4 %.

Dále výrazně vzrostly regulované ceny schvalované na úrovni místních orgánů. Vzrostly zejména ceny odvozu odpadků (meziročně o 10,1 %), vodného a stočného (o 11,2 %) a městské hromadné dopravy (o 6,8 %).

Ceny obchodovatelných a neobchodovatelných komodit

Zatímco pro ceny obchodovatelných komodit jsou rozhodující mezinárodní konkurence a pohyby měnového kurzu, pro ceny neobchodovatelných komodit jsou rozhodujícími faktory poptávka a nabídka na domácím trhu a nákladové položky.

Meziroční míra růstu cen obchodovatelných položek byla ve srovnání s neobchodovatelnými v průběhu posledních let výrazně nižší. V polovině roku 1997 došlo v důsledku deprecie koruny k postupnému zrychlení tempa růstu cen obchodovatelných komodit. Vývoj cen potravin byl navíc ovlivněn i letními povodněmi.

Celkový růst cen – a především zrychlení cenového pohybu v druhé polovině roku 1997 – byl výrazně ovlivněn vývojem neobchodovatelných komodit s regulovanými cenami. Kromě uvedeného urychlení cenového růstu pod vlivem kurzového pohybu docházelo v rámci obchodovatelných položek i k výkyvům souvisejícím s klimatickými podmínkami. Důsledky červencových záplav se promítly do růstu cen potravin počínaje druhým pololetím 1997.

V 1. čtvrtletí 1998 pokračoval opět rychlejší růst cen neobchodovatelných komodit (meziročně vzrostly ke konci března 1998 o 23,6 %) než cen obchodovatelných komodit (7,7 %). Růst neobchodovatelných komodit byl ovlivněn zejména růstem regulovaných cen. Významným faktorem, jenž naznačuje existenci nepříznivých inflačních očekávání, byl i výrazný růst cen neregulovaných neobchodovatelných komodit. Zrychlila se však i dynamika růstu cen obchodovatelných položek – potravin.

Meziroční růst cen neregulovaných neobchodovatelných komodit dosáhl ke konci března 13,8 %. Ceny služeb pro běžnou údržbu a opravy bytů se zvýšily o 12,8 %, ceny domácích služeb o 18,1 %, nájemné v družstevních bytech o 27,4 %, ceny údržby a oprav osobních automobilů o 17,1 %, ceny kulturních služeb o 21,4 %, ceny sportovních aktivit o 20,7 %, ceny školního stravování o 25,1 %, ceny sociálních služeb o 40,6 %.

III. Základní inflační faktory

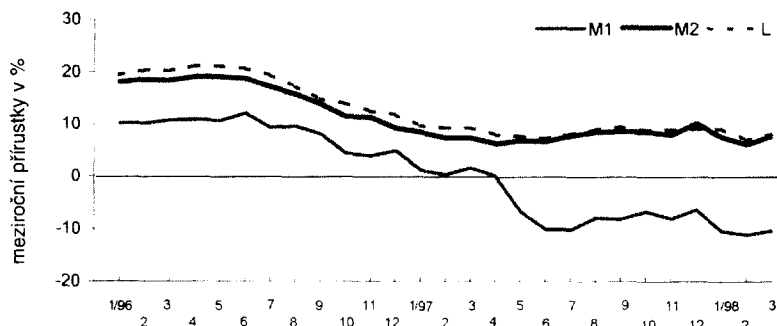
K základním inflačním faktorům patří peněžní agregáty a úrokové sazby, indexy měnového kurzu, skupina indikátorů vyjadřujících vzájemný vztah nabídky a poptávky, indikátory trhu práce a mzdového vývoje, cenové indexy výrobců indikující nákladové inflační tlaky a různé indikátory vypovídající o inflačních očekáváních. Komplexní vyhodnocení všech těchto vlivů umožňuje zformulování představy o tom, jaké faktory působily na inflaci v minulosti, a zároveň vyslovení prognózy o inflaci v budoucnosti.

III.1. Měnový vývoj

Peněžní agregáty

Meziroční přírůstky peněžního agregátu M2² se od druhé poloviny roku 1996, kdy dosahovaly přibližně 19 %, postupně snižovaly na úroveň 7,7 % v březnu 1998. Pouze v závěru roku 1997 se meziroční přírůstek M2 zvýšil vlivem dočasných faktorů³ o 2 procentní body na cca 10 %. V lednu, únoru

GRAF 3 Vývoj peněžních agregátů M1, M2 a L



a v březnu roku 1998 meziroční přírůstky M2 opět poklesly a dosáhly 7,5 %, 6 % a 7,7 %. Vývoj peněžní nabídky bude tak ve střednědobém horizontu působit proti poptávkovým a inflačním tlakům.

Nízké přírůstky peněžního agregátu M2 byly zřejmé rovněž ze sezonně očištěného a anualizovaného vývoje M2 za poslední 3 měsíce. Z tohoto pohledu dosáhla roční změna tvorby peněz cca – 4 %. V reálném vyjádření (deflováno CPI) tak množství peněz měřené peněžním agregátem M2 koncem března meziročně kleslo o 5,7 % (při CPI 13,4 %), což bylo odrazem vývoje jednotlivých složek domácí poptávky. Obdobný vývoj jako u peněžního agregátu M2 byl zaznamenán počátkem roku 1998 rovněž u peněžního agregátu L, jehož meziroční přírůstek dosáhl ke konci března 8,1 % a byl o cca 1 procentní bod nižší než koncem roku 1997. V reálném vyjádření peněžní agregát L poklesl o 5,3 % – viz graf 3.

K výraznějším změnám došlo ve vývoji peněžního agregátu M1, který v nominálním vyjádření od 2. čtvrtletí 1997 klesá a koncem března jeho meziroční pokles dosáhl – 10,3 %. Tento pokles byl především spojen s prudkým snížením vkladů na viděnou u podniků a obyvatelstva (meziroční pokles ve stejném období dosáhl u vkladů podniků – 14,7 % a obyvatelstva – 11 %); pokles oběživa byl mírnější a dosáhl v březnu – 2,3 %. Vývoj oběživa odrážel pokles poptávky podniků a obyvatelstva po hotovosti, což je v souladu s poklesem maloobchodního obrátu a návazně spotřeby domácností. Pokles vkladů na viděnou u obyvatelstva v prvním čtvrtletí 1998 byl z velké části způsoben přesunem vkladů na viděnou do krátkodobých termínovaných vkladů. Objem termínovaných vkladů poklesl v důsledku zhoršení finanční situace rovněž u podnikového sektoru.

Zdrojová tvorba peněžního agregátu M2

Vývoj peněžního agregátu M2 byl v prvním čtvrtletí 1998 ovlivňován především vývojem ostatních čistých položek (zejména přesuny značné části

² M2 = M1 + termínované vklady v Kč + vklady v cizí měně; M1 = oběživo + vklady na viděnou; L = M2 + pokladniční poukázky MF + poukázky ČNB + poukázky FNM v portofoliu domácích nebankovních subjektů

³ Toto výraznější vychýlení z trendu postupného poklesu meziročních přírůstků M2 bylo způsobeno dočasným prodejem krátkodobých cenných papírů nebankovními subjekty bankám.

portfolia krátkodobých cenných papírů mezi nebankovními subjekty a bankami). Vývoj peněžní zásoby byl rovněž ovlivňován změnami domácí úvěrové emise, do níž se promítal především vývoj v úvěrové zadluženosti vlády u bank v důsledku změn v hospodaření veřejných rozpočtů. Úvěry podnikům a obyvatelstvu (po dočasném zvýšení v lednu 1998) v únoru a v březnu stagnovaly. V únoru bylo zaznamenáno mírné zvýšení čistých zahraničních aktiv jako výsledek přílivu krátkodobého kapitálu ze zahraničí.

Úvěry

Meziroční přírůstek úvěrové emise bank vůči podnikům a obyvatelstvu dlouhodobě klesá a koncem března 1998 dosáhl 7,1 %. Obdobný vývoj lze rovněž sledovat i při porovnání tzv. očištěné celkové úvěrové emise (o kurzové vlivy, odpisy úvěrů, kapitalizaci úroků a bank po odebrání licencí). Meziroční přírůstek úvěrové emise v tomto pojetí dosáhl koncem března 6 %. Relativně nízká dynamika úvěrové emise v letech 1993 - 1995 byla spojena zpočátku s nižší dynamikou celkového ekonomického vývoje a později s nižší poptávkou domácích subjektů po úvěrech v důsledku přílivu kapitálu ze zahraničí. Vývoj v letech 1996 až 1998 pak odráží zvýšenou obezřetnost v chování bank na jedné straně a vyšší hladinu úrokových sazeb na straně druhé, působící na snižování poptávky po úvěrech.

Ke značnému snížení přírůstků úvěrové emise došlo až v druhé polovině roku 1997⁴. Přírůstky úvěrové emise od června 1997 do února 1998 dosáhly v průměru 2 mld. Kč měsíčně, přičemž rozhodující význam měly úvěry v cizí měně. V prvních třech měsících roku 1998 vzrostla celková úvěrová emise o 0,3 %. Nízký přírůstek objemu úvěrů souvisel se současnou úrokovou hladinou a dalším zpřísněním pravidel pro poskytování úvěrů ze strany bank.

Banky poskytovaly v uplynulých letech a poskytují i v současné době úvěry především podnikovému sektoru (podíl tohoto sektoru na celkových úvěrech v roce 1997 činil 95,5 %), v malé míře poskytují úvěry obyvatelstvu (4,5 %) a prakticky neúvěrují ostatní finanční instituce (0 %). Z hlediska časové struktury nově poskytovaných úvěrů i nadále převažují krátkodobé úvěry (cca 85 % z celkově nově poskytnutých úvěrů). V druhové skladbě úvěrů se v průběhu roku 1997 mírně snížil podíl investičních úvěrů na celkových úvěrech.

Úrokové sazby

Krátkodobé úrokové sazby

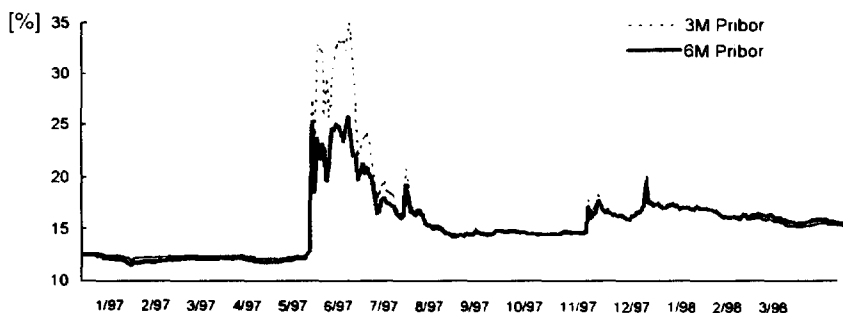
ČNB v rámci implementace měnové politiky ovlivňuje krátkodobé úrokové sazby PRIBOR⁵. Krátkodobé sazby na peněžním trhu byly v průběhu roku 1997 a počátkem roku 1998 významně ovlivňovány vývojem měnového kurzu a celkovou ekonomickou a politickou situací v ČR – viz *graf 4*.

Na vývoj krátkodobých úrokových sazeb v roce 1997 působilo především dvojitý výraznější zvýšení základních úrokových sazeb ČNB jako reakce mě-

⁴ očištěno o kurzové vlivy, odpisy úvěrů, kapitalizaci úroků a bank po odebrání licencí

⁵ PRague InterBank Offered Rate = úroková sazba trhu mezibankovních depozit v Praze

GRAF 4 Vývoj sazeb 3M a 6M Pribor (2. 1. 1997 – 31. 3. 1998)



nové politiky na vývoj kurzu koruny (květen a prosinec 1997). Po těchto obdobích vždy následovalo období postupného uklidnění a stabilizace na finančním trhu. Pro vývoj krátkodobých úrokových sazeb v 1. čtvrtletí 1998 byl charakteristický především jejich postupný pokles jako odraz stabilizace finančního trhu, kterým byl korigován jejich předchozí vzestup v prosinci roku 1997.

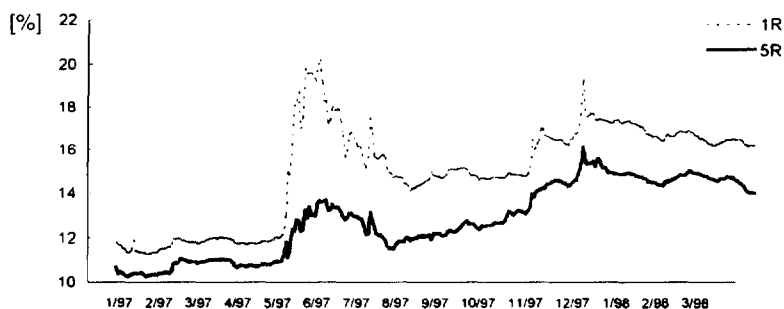
Výnosová křivka (ve splatnostech 1T až 1R) trhu mezibankovních depozit měla v prvním čtvrtletí 1998 při celkovém poklesu hladiny úrokových sazeb výrazně rostoucí sklon. Tento sklon výnosové křivky byl dán relativním dostatkem likvidity v bankovním sektoru v kratších splatnostech a naopak poněkud zdrženlivějším postojem obchodních bank k nabídce mezibankovních depozit v delších splatnostech. O dostatku likvidity na trhu mezibankovních depozit svědčila dlouhodobě výrazně nízká úroveň úrokových sazeb se splatností 1D ve srovnání s ostatními splatnostmi, které na vývoj likvidity vždy reagují citlivěji.

Úrokový diferenciál (PRIBOR CZK – LIBOR⁶DEM) se v prvním čtvrtletí postupně snižoval, především u sazeb na depozita s kratší splatností. Při relativní dlouhodobé stabilitě úrokových sazeb v zahraničí je jeho dynamika daná vývojem úrokových sazeb v tuzemsku. V souladu s vývojem úrokových sazeb PRIBOR se v období od konce prosince 1997 do konce března 1998 úrokový diferenciál snížil ve splatnosti 1M z 12,08 % na 11,35 %, ve splatnosti 3M z 12,40 % na 11,60 %.

Dlouhodobé úrokové sazby

Vzhledem k neexistenci významnějšího objemu dlouhodobých úspor (tj. nad 4 roky nebo v EU nad 5 let), a tím i z domácích zdrojů financovaných dlouhodobých investic pokládáme za středně- a dlouhodobý segment českého finančního trhu již sazby od 1 do 5 let. Tento segment je rovněž ve srovnání s obchody nad 5 let likvidnější. Dlouhodobé sazby indikují očekávání trhu v oblasti vývoje krátkodobých sazeb (tj. měnovou politiku), a tím i vývoje inflace.

⁶ London InterBank Offered Rate = úroková sazba trhu mezibankovních depozit v Londýně



Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb, představovaných sazbami IRS,⁷ byl v roce 1997 plynulejší než u sazeb krátkodobých – viz graf 5. V lednu 1998 převládala u dlouhodobých sazeb tendence k poklesu. Celkově za celé čtvrtletí sazby IRS poklesly v některých splatnostech až o 1 procentní bod. Výnosové křivky IRS si během 1. čtvrtletí zachovávaly podobný průběh jako na konci loňského roku, avšak na nižší úrovni. Inverzní sklon výnosových křivek IRS sice naznačuje trvalý dezinflační očekávání u dlouhodobých úrokových sazeb, hladina úrokových sazeb však zůstává stále ve srovnání se situací před květnem 1997 zvýšená. Obdobné informace poskytuje rovněž poloha a sklon výnosových křivek státních daněných dluhopisů a firemních dluhopisů.

Pokles úrokových sazeb na delším konci výnosové křivky PRIBOR i inverzní sklon výnosové křivky IRS v 1. čtvrtletí odrážejí uklidnění na finančním trhu a podporují předpoklad o snižování úrokových sazeb v budoucnosti. Z hlediska cílování inflace vývoj úrokových sazeb IRS naznačuje v delším horizontu spíše dezinflační očekávání bank.

Klientské úrokové sazby

Vzhledem k těsné vazbě referenčních sazeb většiny bank na vývoj úrokových sazeb PRIBOR sledují klientské úrokové sazby na nově poskytované úvěry vývoj na peněžním trhu.

Po přechodném vzestupu klientských úrokových sazeb v posledním čtvrtletí roku 1997 proto v prvním čtvrtletí 1998 dochází v souladu s vývojem na peněžním trhu k jejich opětovnému snižování. Referenční úrokové sazby většiny nejvýznamnějších bank se v průběhu ledna až března 1998 snížily téměř o 2 procentní body na úroveň mírně pod 16 %, čímž se dostaly na úroveň před vzestupem v posledním čtvrtletí 1997.

Průměrné úrokové sazby na termínované krátkodobé vklady, jejichž vztah je k vývoji na peněžním trhu poněkud volnější, v lednu i v únoru 1998 ještě mírně vzrostly na 11,9 %. I zde se však očekává v následujících měsících jejich pokles.

⁷ měřeno sazbami 1R a 5R IRS - interest rate swaps, tj. sazbami na úrokový derivát založený na výměně pevné úrokové sazby za pohyblivou

Současná hladina klientských úrokových sazeb nicméně zůstává na úrovni, která je ve srovnání s obdobím před měnovými turbulencemi v květnu 1997 vyšší.

Do vývoje reálných klientských úrokových sazeb se v letech 1993 – 1996 promítal především vývoj inflace. Dezinflace vedla ke zvýšení průměrných reálných úrokových sazeb⁸ u krátkodobých nově poskytovaných úvěrů z 2,4 % v roce 1994 na 4,4 % v roce 1996. Při deflování indexem cen průmyslových výrobců se reálné úrokové sazby na nově poskytované úvěry zvýšily z 7,1 % na 8,5 %. Reálné úrokové sazby u krátkodobých termínovaných vkladů ve stejném období vzrostly z - 0,6 % na + 0,6 %. V roce 1997 se do vývoje reálných úrokových sazeb promítl vzestup úrokových sazeb na peněžním trhu. Průměrné reálné úrokové sazby se u krátkodobých termínovaných vkladů zvýšily na 2,8 % a u krátkodobých nově poskytovaných úvěrů na 7,8 % (ve vyjádření nominální sazby – index cen průmyslových výrobců na 11,3 %).

Vzestup inflace na počátku roku 1998 se odrazil v prudkém poklesu reálných úrokových sazeb. Reálné úrokové sazby u krátkodobých termínovaných vkladů poklesly v únoru až na úroveň - 1,5 %, u krátkodobých nově poskytovaných úvěrů až na úroveň 2,4 % (9,2 % ve vyjádření nominální sazby – index cen průmyslových výrobců).

Měnový kurz

Měnový kurz byl v systému fixního kurzu významným stabilizačním faktorem vývoje cenové hladiny v ČR. Tato skutečnost platila i po rozšíření flukтуаčního pásma v roce 1996, neboť až do února 1997 byla patrná tendence k apreciaci nominálního kurzu koruny. Tato tendence byla u hlavní obchodní měny DEM vůči koruně zesílena oslabováním kurzu DEM vůči USD na světovém trhu. V době apreciace kurzu koruny byla patrná nejnižší měsíční tempa inflace u obchodovatelných položek spotřebního koše (CPI) a cen průmyslových výrobců. Meziměsíční tempo inflace v cenách průmyslových výrobců i ve spotřebitelských cenách však spolu s aprecií nominálního kurzu koruny stále vedlo k trvalému posilování reálného kurzu koruny a přispívalo vedle ostatních faktorů ke zhoršování vnější nerovnováhy. Po měnových turbulencích v květnu a koncem roku 1997 došlo k depreciaci nominálního kurzu koruny.

Zhodnocení nominálního kurzu koruny v 1. čtvrtletí 1998 bylo vedle zklidnění politické situace spojováno s realizací podrozvahových pozic vybudovaných zahraničními subjekty v předchozím období. Také snižující se deficit běžného účtu a obnova přílivu kapitálu, stimulované stále vysokým úrokovým diferencíalem v kombinaci s řadou příznivých zpráv o vývoji ekonomiky, obnovily tendenci k apreciaci nominálního kurzu koruny vůči DEM. Lze očekávat, že vývoj kurzu koruny v 1. čtvrtletí bude tlumit inflační nákladové tlaky pro nejbližší období. Apreciace nominálního kurzu koruny a vysoká meziměsíční tempa růstu inflace v obou vnitřních cenových okruzích na začátku roku 1998 se promítly do prudkého zhodnocení reálného kurzu koruny.

⁸ reálné úrokové sazby = nominální úrokové sazby - CPI

Kapitálové toky

Mimořádně silný příliv zahraničního kapitálu, který kulminoval v roce 1995, byl významným dynamizujícím faktorem růstu peněžní zásoby a návazně i domácí poptávky. Postupné oslabování přílivu kapitálu, ke kterému docházelo v letech 1996 a 1997, znamenalo současně i snižování vlivu přílivu kapitálu na vývoj poptávky v ekonomice. Tendence k poklesu přílivu kapitálu byla na počátku roku 1998 vystřídána obnovením růstu.

Obnovený příliv zahraničního kapitálu v průběhu 1. čtvrtletí 1998 byl především spojen se stabilizací politické situace při trvající atraktivnosti úrokových sazeb pro zahraniční investory. Zesílení kapitálových toků do ekonomiky společně s nižším deficitem obchodní bilance vedlo k apreciačním tlakům na kurz koruny. ČNB za této situace intervenovala na mezibankovním devizovém trhu, což vedlo k přírůstku devizových rezerv od počátku roku o 0,8 mld. USD (30,6 mld. Kč)⁹, takže v závěru prvního čtvrtletí devizové rezervy ČNB dosáhly úrovně 10,6 mld. USD (357,8 mld. Kč). Jejich dosažený stav byl postačující k pokrytí 3,9měsíčního dovozu zboží a služeb, což znamenalo mírné zlepšení proti stavu dosaženému ke konci roku 1997 (3,6).

III.2. Poptávka a nabídka (včetně obchodní bilance a vládního sektoru)

Vztah poptávky a nabídky

Rychleji rostoucí domácí poptávka než nabídka v letech 1995–1996 byla (potenciálním) zdrojem inflačních poptávkových tlaků v ekonomice. V podmínkách fixního kurzu tento předstih vedl především k postupnému růstu vnější nerovnováhy, která kulminovala ve druhé polovině roku 1996, kdy podíl záporného salda vývozu a dovozu zboží a služeb na HDP dosáhl 11,7 %.

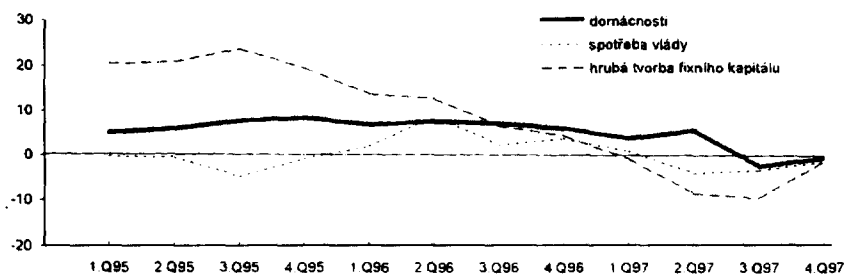
V roce 1997 naopak postupné snižování dynamiky domácí poptávky i při slabém růstu hrubého domácího produktu znamenalo možné snížení tlaku na cenový růst a zároveň vedlo v první polovině roku ke snížení tempa růstu vnější nerovnováhy a ve druhém pololetí k jejímu absolutnímu poklesu. Ve čtvrtém čtvrtletí při určitém zrychlení ekonomického růstu a souběžném slabém meziročním poklesu domácí poptávky se již podíl záporného salda vývozu a dovozu zboží a služeb na HDP snížil na 8,3 %. Celkově se v roce 1997 absolutní úroveň vnější nerovnováhy proti předchozímu roku snížila.

Domácí poptávka

Domácí poptávka v letech 1995 – 1996 výrazně rostla (v roce 1995 o 9,8 %, v roce 1996 o 8,5 %). Na uvedeném vývoji měl rozhodující podíl růst spotřeby domácností a růst hrubé tvorby fixního kapitálu. Hlavním zdrojem silné poptávky (a ve svých důsledcích i vzrůstající vnější nerovnováhy) byla nadměrná kupní síla domácností a podniků v porovnání s ekonomickým výkonem, mimo jiné v důsledku silného přílivu zahraničního kapitálu – *graf 6*.

⁹ Rozumí se bez kurzových rozdílů.

GRAF 6 Meziroční míra růstu komponent domácí poptávky (v % ze s.c. 1994)



Vývoj v průběhu roku 1997 lze charakterizovat postupnou ztrátou dynamiky všech složek domácí poptávky. Tento vývoj ovlivnila řada často protikladně působících faktorů.

Za hlavní z nich lze označit vývoj úrokových sazeb, zpomalení míry růstu reálných mezd a příjmů, zhoršující se ekonomické výsledky podniků, snahu o dosažení vyrovnaného rozpočtu (promítající se především do utlumení investiční aktivity státního rozpočtu), uvolnění kurzu a depreciaci kurzu koruny a zpomalení přílivu přímých zahraničních investic. Vývoj významně ovlivnilo i očekávání domácích a zahraničních investorů. Celkovým výsledkem bylo prudké zbrzdění meziroční dynamiky domácí poptávky (pokles o 0,4 % ve srovnání s růstem o 8,5 % v roce 1996). Ve 4. čtvrtletí 1997 zůstal absolutní objem domácí poptávky zhruba 1 % pod úrovní stejného období roku 1996.

Spotřeba domácností

V letech 1995–1996 dosahovala dynamika růstu reálné spotřeby domácností vysoké úrovně (6,9 %, resp. 7 %). Tento růst spotřeby byl podmíněn rychlým růstem reálných mezd (v průměru kolem 7,5 %), ke kterému docházelo počínaje rokem 1994. Podobně rychle rostly i sociální a ostatní příjmy.

Rok 1997 přinesl zlom dosavadního vývojového trendu: zatímco v 1. pololetí 1997 spotřeba domácností ještě meziročně vzrostla o 4,9 %, ve druhém pololetí došlo k jejímu absolutnímu meziročnímu poklesu. Uvedený vývoj byl důsledkem souběžného působení více faktorů: významný vliv mělo zejména zpomalování dynamiky růstu nominálních mezd a příjmů (existující úzká vazba mezi příjmy a spotřebou) v důsledku restrikcí v rozpočtové sféře, rostoucí konkurence a postupující přeměny vlastnických vztahů v podnikatelské sféře. Stagnaci spotřeby domácností ovlivnil i růst nezaměstnanosti a zčásti vliv katastrofálních červencových záplav. Zrychlení cenového růstu ve druhé polovině roku 1997 při klesající dynamice nominálních příjmů dále zúžilo prostor pro růst reálné spotřeby.

Investice

V letech 1995 – 1996 došlo v české ekonomice k silnému meziročnímu růstu investic (21 %, resp. 8,7 %). Hlavními faktory tohoto růstu byly reálný

pokles investic v předchozích letech 1991 – 1993. K růstu investic přispěl výrazně příliv zahraničního kapitálu, vzestup investic vládního sektoru (infrastruktura, životní prostředí, investice municipální sféry) a zpočátku poměrně uspokojivá úroveň vlastních zdrojů podniků, která se však postupně zhoršovala. Rovněž očekávání dalšího růstu byla příznivá a investiční úvěry včetně úvěrů v cizích měnách byly pro většinu podniků dostupné. Značná část investic byla přitom směřována do infrastruktury a neznamenal proto bezprostřední přínos pro růst produktu. Již v roce 1996 však začalo meziroční tempo růstu investic klesat.

Změny v investiční poptávce nabýly na intenzitě v roce 1997. V důsledku kumulace více faktorů (úspěšná opatření vlády, snižování vlastních a úvěrových zdrojů aj.) došlo k absolutnímu meziročnímu poklesu investic; hrubá tvorba fixního kapitálu poklesla ve srovnání s rokem 1996 o 4,9 %. V důsledku meziročního poklesu investic se poměr investic k HDP v roce 1997 sice poněkud snížil, zůstal však na relativně vysoké úrovni (cca 33 % ze stálých cen).

Spotřeba vlády

Spotřeba vlády (20,7 % z HDP v roce 1997)¹⁰ nepatřila v minulých letech k vahovým faktorům domácí poptávky. V roce 1995 reálná spotřeba vlády sice poklesla o 1,6 %, především v důsledku určitého omezování aktivit vládního sektoru, avšak v roce 1996 vzrostla o 4,3 %. Dominantním faktorem, který ovlivnil meziroční pokles spotřeby vlády v roce 1997, byla úspěšná opatření vyhlášená v dubnu a červnu¹¹. Počínaje druhým čtvrtletím 1997 byla spotřeba vlády oproti stejnému období předchozího roku nižší.

Celkový vývoj veřejných financí, zejména státního rozpočtu, naznačoval v letech 1995 – 1997 tendenci k postupnému zhoršování rozpočtového salda: pokles přebytku v roce 1995 ve srovnání s rokem 1994 přešel v roce 1996 do deficitu (–1,6 mld. Kč), který v roce 1997 dále vzrostl. Výdajová politika státního rozpočtu sice v roce 1997 probíhala pod vlivem zmíněných opatření vlády, celkově ale rozpočet skončil deficitem 15,7 mld. Kč vlivem mimořádných faktorů roku 1997¹², jejichž důsledkem byly vyšší výdaje a nižší příjmy proti původním předpokladům. Restriktivní opatření měla za této situace strukturální dopady do jednotlivých segmentů poptávky v ekonomice; nejvýrazněji se dotkla investiční poptávky (meziroční index investic rozpočtových a příspěvkových organizací dosáhl 85,7 % a celkových kapitálových výdajů státního rozpočtu 88,6 %) a vývoje mezd v rozpočtových organizacích.

Vývoj v 1. čtvrtletí roku 1998 naznačoval sezonní „utlumení“ výdajů na spotřebu vlády i výdajů v ostatních segmentech vládního sektoru; na druhé straně byl zřejmý obvyklý příznivější vývoj příjmů. Výsledně výrazné zlepšení salda běžného hospodaření státního rozpočtu (ke konci března přeby-

¹⁰ V metodice HDP se spotřebou vlády rozumějí výdaje spojené s fungováním vlády a činnostmi, kterými je vláda pověřena (obrana aj.).

¹¹ korekce hospodářské politiky a další transformační opatření přijatá vládou ČR (duben 1997), principy stabilizačního rozpočtového programu vlády ČR (červen 1997)

¹² červencové povodně, úhrada ztráty Konsolidační banky ve výši 5 mld. Kč

tek 7,6 mld. Kč) umožnilo i značný pokles zadluženosti u domácích bank na začátku roku 1998.

Čistá zahraniční poptávka

V letech 1995 – 1996 postupně rostlo záporné saldo vývozu a dovozu zboží a služeb, přičemž jeho podíl na hrubém domácím produktu dosáhl v roce 1996 kritických hodnot. V průběhu roku 1997 však došlo k významné změně. Po dlouhodobějším růstu deficitu běžného účtu platební bilance (především v důsledku rostoucího deficitu obchodní bilance) jeho růst v první polovině roku oslabil a ve druhém pololetí tento trend vyústil v absolutní pokles deficitu (o 12,5 mld. Kč proti roku 1996); tento vývoj znamenal zlepšení poměru deficitu běžného účtu k HDP ze 7,5 % v prvním pololetí na 4,9 % ve druhém pololetí.

Príznivější vývoj salda běžného účtu odrážel především změny ve vývoji obchodní bilance, jejíž deficit se proti předchozímu roku absolutně snížil o 13,9 mld. Kč¹³ v důsledku podstatného zvýšení vývozu. K výraznějšímu posílení vývozu proti předchozímu roku (reálně o cca 15,5 %) došlo při souběhu více faktorů působících na straně poptávky i nabídky, zejména se jednalo o: oživení růstu v zemích západní Evropy; provedené restrukturalizace výroby, vytvářející předpoklady ke zvýšení vývozu s vyšší přidanou hodnotou (především v podnicích se zahraniční majetkovou účastí); depreciaci kurzu koruny; klesající dynamiku domácí poptávky, která vedla k přeměrování orientace výrobců z tuzemského trhu na trhy zahraniční.

Pomalejší růst dovozů (reálně cca o 9 %) byl především reakcí na nižší růst domácí poptávky pod vlivem realizovaných restriktivních opatření měnové a fiskální politiky. Jejich tlumící vliv se projevil jak v investičních, tak spotřebních dovozech, čímž se oslaboval i vliv depreciace kurzu koruny na růst vnitřní cenové hladiny v těchto skupinách zboží. Růst dovozů pro výrobní spotřebu i za těchto okolností dále pokračoval vzhledem k rostoucím výrobním kooperačním vazbám některých podniků, zejména se zahraniční majetkovou účastí; tyto dovozy úzce vázaly na exportní aktivitu těchto subjektů.

Vývoj v prvních měsících roku 1998 signalizoval pokračování tendencí z předchozího roku. Pokračující rychlejší růst vývozu než dovozů přispíval k dosažení příznivějších výsledků obchodní bilance ve srovnání s rokem 1997, a to i přes výrazné zpevňování reálného kurzu koruny počátkem roku.

Výstup

Hrubý domácí produkt meziročně vzrostl v roce 1995 o 6,4 %, v roce 1996 o 3,9 %, a to především v důsledku rychle rostoucích investic a spotřeby domácností. Ve druhé polovině roku 1996 se však již v ekonomice začaly projevovat známky ochabnutí růstu, především coby důsledek zpomalování dynamiky investic. Zatímco v roce 1995 se na ekonomickém růstu podílel významně průmysl, stavebnictví i služby, v roce 1996 to byla především odvětví služeb.

¹³ Rozumí se v metodice MMF pro sestavení platební bilance.

Slabý růst v roce 1997 byl důsledkem souběhu více faktorů: neuspokojivého postupu v restrukturalizaci podniků, ochabující domácí poptávky v podmínkách monetární a fiskální restrikce a částečně i vlivu červencových povodní. Hrubý domácí produkt v roce 1997 vzrostl o 1 % a růst – zejména ve druhém pololetí – byl převážně výsledkem růstu vývozu.

K určitému urychlení ekonomického růstu došlo opětovně ve 4. čtvrtletí roku 1997 v důsledku silného růstu vývozu, vyvolaného nejen příznivým konjunkturním vývojem v zemích hlavních obchodních partnerů a květnovou depreciací kurzu koruny, ale rovněž růstem výroby na těch výrobních zařízeních, která byla výsledkem investiční vlny z poloviny 90. let. Ztráta dynamiky domácí poptávky však byla růstem reálného vývozu (s přihlédnutím k jeho váze na agregátní poptávce) nahrazena jen zčásti.

III.3. Trh práce

Mzdový vývoj

Vývoj peněžních příjmů v uplynulém období výrazným způsobem formoval dynamiku poptávky a jejím prostřednictvím působil na poptávkou táženou inflaci. Ve vývoji celkových peněžních příjmů domácností lze sice v období let 1994 – 1996 sledovat postupný pokles meziročního tempa růstu, celkově však míra růstu zůstávala značně vysoká. V roce 1997 se meziroční růst příjmů domácností (12,1 %) proti roku 1996 zpomalil o 1,2 procentního bodu. Přitom lze sledovat výrazné snížení dynamiky růstu reálných příjmů ve 3. čtvrtletí, které v následujícím čtvrtletí přešlo v meziroční pokles. Celkový meziroční růst reálných příjmů domácností v roce 1997 (3,3 %) se snížil obdobně (o 0,8 procentního bodu).

Zpomalení ovlivnily v roce 1997 především příjmy z mezd. Na zpomalení jejich nominálního meziročního růstu o cca 9 procentních bodů měla vliv i rostoucí nezaměstnanost. Uvedený vývoj nominálních příjmů z mezd korigoval kupní sílu domácností, a tím omezoval poptávkově tážené inflační tlaky. Meziroční růst sociálních příjmů v roce 1997 (13,2 %) se snížil proti roku 1996 o 3 procentní body a ostatní příjmy¹⁴ naopak proti minulému roku vzrostly o 13,2 procentního bodu.

Meziroční růst průměrné mzdy se v letech 1994 – 1996 pohyboval na úrovni 17 – 18 %, v roce 1997 se její meziroční růst prudce snížil na 11,9 %. Do roku 1995 její dynamika zaostávala za růstem příjmů z mezd, počínaje rokem 1996 se tento poměr obrátil, což bylo výsledkem nárůstu míry nezaměstnanosti, resp. poklesu zaměstnanosti a rostoucích finančních obtíží podnikové sféry. Tyto tlaky zesílily v roce 1997, kdy k příznivému vývoji průměrné mzdy přispěla i úsporná opatření ve veřejném sektoru.

Předstih růstu průměrné reálné mzdy před dynamikou národohospodářské produktivity práce (měřené na bázi HDP), dosahovaný v minulých letech a kulminující v roce 1996, se v roce 1997 poprvé výrazně snížil ve 3. čtvrtletí. Ve 4. čtvrtletí již naopak dynamika růstu produktivity předstihla meziroční růst průměrné reálné mzdy. Toto zlepšení vzájemné relace vedlo k dalšímu snížení mzdově poptávkových i nákladových tlaků cen.

¹⁴ Ostatní příjmy zahrnují úroky z vkladů, příjmy z pojištění, důchod z vlastnictví, příjmy ve vztahu k zahraničí, výživné, dividendy, důchod z půdy, odhady výher, výnosy z majetku apod.

Rovněž dynamika růstu jednotkových mzdových nákladů¹⁵, které jsou považovány za indikátor cenové konkurenceschopnosti, vykazala v roce 1997 – ve srovnání s předchozími roky – patrný pokles a dosáhla 7,2 %, zůstávala však i nadále v porovnání s vývojem v ekonomicky vyspělých zemích neúměrně vysoká. Rozhodující úlohu zde sehrály příjmy z mezd, u kterých došlo ke snížení dynamiky růstu proti předchozímu roku o 9 procentních bodů při mírném ročním růstu hrubého domácího produktu.

Zaměstnanost a nezaměstnanost

Vývoj na trhu práce ve sledovaném období ovlivnil jak mzdovou a příjmovou dynamiku růstu (představující jeden z podstatných faktorů cenového vývoje), tak i samotný cenový vývoj prostřednictvím změn v koupěschopné poptávce.

Po výrazném poklesu zaměstnanosti v letech 1989 - 1993 (o cca 554 tis. osob, tj. o 10,3 %) docházelo počínaje rokem 1994, v návaznosti na zrychlení dynamiky ekonomického růstu, k růstu průměrného počtu pracovníků. Kulminačního bodu dosáhl růst v roce 1995 (2,6 %). V roce 1996 došlo, v návaznosti na snížení dynamiky ekonomického růstu, ke snížení meziročního růstu průměrného počtu pracovníků (meziroční růst 0,8 %).

V průběhu celého roku 1997, zejména v druhé polovině, docházelo v návaznosti na probíhající změny ve struktuře podniků a v důsledku přijatých vládních opatření v rozpočtové sféře ke snižování počtu pracovníků a další diferenciaci mezi odvětvími, což vyústilo v další pokles celkové zaměstnanosti. Ve sledovaných organizacích¹⁶ poklesla v roce 1997 meziročně zaměstnanost o 2,5 %, z toho v podnikatelské sféře o 2 % a v rozpočtové sféře o 4,2 %.

Začátkem nového trendu ve vývoji nezaměstnanosti byla druhá polovina roku 1996, kdy s výjimkou sezonního poklesu v měsících březnu až červnu 1997 nezaměstnanost trvale rostla. Nárůst nezaměstnanosti souvisel s poklesem dynamiky ekonomického růstu, odezněním stavebního boomu z počátku období, probíhající restrukturalizací ve všech odvětvích (jejíž provedení v počátku transformačního období nebylo provedeno do důsledku) a úspornými opatřeními ve mzdové oblasti. Růst nezaměstnanosti v roce 1997 ovlivňoval mzdový vývoj a tlumil nákladové a poptávkové tlaky z něj vyplývající. Ke konci 1. čtvrtletí 1998 dosáhla míra nezaměstnanosti 5,5 %. Zvýšení nezaměstnanosti doprovázel výrazný pokles volných pracovních míst.

III.4. Ostatní nákladové indikátory

Dovozní ceny

Růst dovozních cen byl v roce 1997 v rozhodující míře ovlivněn deprecací kurzu koruny (zejména ve druhém a třetím čtvrtletí v důsledku skoko-

¹⁵ Rozumějí se nominální příjmy z mezd připadající na jednotku reálného produktu.

¹⁶ organizace s 20 a více zaměstnanci v podnikatelské sféře a celá podnikatelská sféra

vého růstu cen, který již ve čtvrtém čtvrtletí nepokračoval), neboť ceny většiny komodit na světových trzích v roce 1997 poklesly; tento vývoj potvrzuje i mírné snížení souhrnného cenového indexu HWWA o 1,7 bodu. Cenový vývoj byl ovlivněn dostatečnou nabídkou na světových trzích a nízkými očekáváními tlumícími spekulativní poptávku po surovinách.

Poměrně klidný vývoj cen na mezinárodních trzích komodit a trend k poklesu energetických surovin pokračoval i v 1. čtvrtletí 1998; tento vývoj přispěl – i přes meziroční depreciaci kurzu koruny – k poklesu dovozních cen paliv (meziroční index 83,1 za první dva měsíce roku). S přihlédnutím k tomuto trendu a vývoji kurzu koruny v 1. čtvrtletí 1998 lze očekávat, že dovozní ceny v nejbližším období zdrojem rostoucích inflačních impulzů do české ekonomiky nebudou.

Ceny výrobců

Po poklesu v roce 1996 (o 2,8 bodu na 4,4 %) tempo růstu cen průmyslových výrobců v roce 1997 opět vzrostlo (na 5,7 %). Hlavním faktorem tohoto zvýšení v roce 1997 byla depreciace kurzu koruny. V prvním čtvrtletí roku 1998 ceny průmyslových výrobců rostly relativně rychle, dynamika jejich růstu se však postupně oslabovala (v březnu meziročně o 6,5 %). Zrychlení jejich růstu na počátku roku bylo výsledkem negativních očekávání a navíc bylo posíleno depreciací měny koncem roku 1997. Lze předpokládat, že domácí podniky využily prostor vzniklý oslabením kurzu koruny ke zdražení vlastní produkce, aby tak kryly zvýšení svých nákladů.

Ceny stavebních prací si udržují relativně vysokou dynamiku růstu. Mírný pokles tempa růstu v roce 1996 (o 1,1 procentního bodu na 11,2 %) byl v roce 1997 vystřídán zvýšením dynamiky růstu (o 0,7 procentního bodu na 11,9 %). V prvních měsících roku 1998 trend ke zrychlení růstu cen stavebních prací pokračoval (meziročně na 12,1 % koncem března 1998). Zatímco v předchozích letech se ceny stavebních prací zvyšovaly především v důsledku vysoké poptávky v tomto odvětví (zejména v roce 1995), tendence k postupnému poklesu výkonu stavební produkce v následujících letech při nadále vysoké dynamice růstu cen v tomto odvětví naznačuje, že inflace se stává nákladově taženou (růst cen stavebních materiálů aj.).

Růst cen zemědělských výrobců se v roce 1997 výrazněji zpomalil (1995 6,1 %, 1996 6,8 %, 1997 2,5 %). Vývoj na počátku roku 1998 naznačoval pohyb cen na úrovni 3,5 % (leden), 4 % (únor), resp. 6,5 % (březen). Výše cen byla ovlivněna především růstem cen vstupů do zemědělství. Vývoj v uplynulých letech potvrzoval přímý vliv cen zemědělských výrobců na vývoj cen potravin, a tedy i na celkový index spotřebitelských cen.

IV. Opatření měnové politiky a inflační výhled

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

Z předchozích částí zprávy o inflaci vyplynuly základní tendence makroekonomického vývoje v uplynulém období, které jsou z hlediska vývoje inflace relevantní.

V průběhu minulého roku se postupně zmenšují klasické poptávkové inflační tlaky vyplývající z předstihu dynamiky domácí poptávky před dy-

namikou vytvořeného HDP. Postupné narovnávání relace mezi vývojem domácí poptávky a nabídky znamená obnovování makroekonomické rovnováhy a vytváření předpokladů pro zdravý ekonomický růst. Tento proces je výsledkem uplatnění měnové a fiskální politiky a v jejím důsledku zpomalení mzdového růstu v uplynulém období. Konkrétními projevy tohoto vývoje jsou: pokles podílu pasivního salda běžného účtu platební bilance na HDP, značné zmírnění rozdílu mezi mírou investic a mírou národních úspor a zvrat v dosavadním vývoji produktivity práce a reálných mezd, kdy poprvé za poslední tři roky ve čtvrtém čtvrtletí roku 1997 meziroční tempo růstu produktivity práce předstihlo tempo růstu reálných mezd. Tento vývoj se projevil v měnové oblasti. Ve druhé polovině roku 1997 a v prvním čtvrtletí roku 1998 pokračoval dlouhodobý pokles tempa růstu peněžní zásoby. Zároveň se výrazněji snížila meziměsíční dynamika úvěrové emise.

Koncem roku 1997 došlo k urychlení ekonomického růstu. Po postupném poklesu tempa růstu reálného HDP v průběhu roku a jeho prakticky meziroční stagnaci ve druhém a třetím čtvrtletí vzrostl reálný HDP ve 4. čtvrtletí meziročně o 2,2 %. Hlavním faktorem tohoto zlepšení na straně poptávky byl export.

Uvedené nastartování rovnovážných ekonomických tendencí nicméně neznamená vyřešení problémů předchozího vývoje a v ekonomice dosud přetrvává značná nerovnováha. V absolutním vyjádření existuje mezi objemem domácí poptávky a vytvořeným HDP stále ještě značná mezera, jež se odráží v sice se zmenšujícím, nicméně poměrně stále velkém pasivu běžného účtu platební bilance. Míra úspor stále ještě zaostává za mírou investic a předtím tempa růstu produktivity práce před tempem růstu reálných mezd během jednoho čtvrtletí nemohl kompenzovat dlouhodobě naakumulovaný nepoměr mezi oběma veličinami. Přetrvávání určité poptávkové inflační mezery umožňuje, aby se poměrně snadno prosazovaly nákladové inflační impulzy.

Vývoj inflace je rovněž ovlivňován značnou setrvačností inflačních očekávání vzhledem k stabilizaci inflace v posledních letech na úrovni okolo 10 %. Tato inflační očekávání byla ve druhé polovině roku 1997, a zejména na přelomu let 1997–1998 nepříznivě ovlivněna politickými nejistotami a snahou promítnout premie za riziko i do cen zboží a služeb.

Mezi vývojem poptávkových faktorů a jejich následným dopadem do vývoje cenové hladiny existuje určité zpoždění. Vliv poptávkových deflacioních mechanismů je navíc komplikován určitou institucionální rigiditou, projevující se v tom, že dosud ne všechny trhy zboží, služeb a výrobních faktorů fungují dobře. Přenos poptávkových impulzů do cen pak není zprostředkován dostatečně.

Začátkem roku 1998 byla inflace ovlivněna působením různorodé skupiny většinou nákladových inflačních faktorů. Nominální depreciace kurzu koncem roku 1997, úpravy regulovaných cen, sazeb daně z přidané hodnoty a spotřebních daní u vybraných komodit, zvýšení cen vybraných potravin a zároveň jednorázové úpravy ceníků výrobců a dodavatelů začátkem roku 1998 byly hlavními faktory cenového růstu v prvních měsících roku 1998.

Působení uvedených faktorů vedlo ve druhé polovině roku 1997, a zejména v prvním čtvrtletí roku 1998 k růstu inflačních tendencí. Ve třetím a čtvrtém čtvrtletí roku 1997 vzrostly meziroční měsíční indexy jak celkové, tak čisté inflace proti počátku roku 1997. V prvním čtvrtletí roku 1998 se cenový růst dále urychlil a v březnu činil meziroční růst spotřebitelských cen 13,4 % a čisté inflace 7,9 %.

IV.2. Reakce měnové politiky

Realizace měnové politiky probíhala ve druhé polovině roku 1997 v podmínkách postupného uklidňování peněžního a devizového trhu po květnových měnových turbulencích. To ČNB umožnilo zahájit sestup z vysoké hladiny úrokových sazeb. Lombardní sazba byla 26. června snížena na 23 % a limitní repo sazba postupně (ve 23 krocích) klesla ze 75 % na 14,5 % 4. srpna. Výnosová křivka se v srpnu stabilizovala na úrovni o cca 2 procentní body vyšší než v období před turbulencemi a také kurz přestal dále oslabovat a ustálil se na úrovni cca 8 až 10 % pod bývalou centrální paritou. Posilování měnové stability bylo ve 3. čtvrtletí 1997 pozitivně ovlivněno narovnáváním makroekonomických proporcí.

V průběhu 4. čtvrtletí 1997 došlo ke krátkodobému obnovení tlaků na kurz koruny. Stalo se tak v důsledku rostoucího napětí na domácí politické scéně vrcholící demisi vlády a v souvislosti s měnovou krizí v jihovýchodní Asii. Kurz koruny oslabil téměř ke hranici 20 Kč za 1 DEM koncem první dekády prosince; za této situace byla limitní repo sazba zvýšena k 1. prosinci až na 18,5 %. Díky odeznívání negativního vlivu zmíněných faktorů a s ustanovením nové vlády se však situace poměrně rychle stabilizovala. Limitní repo sazba postupně poklesla až na 14,75 % a kurz zpevnil v závěru roku 1997 až ke hranici 19,30 Kč za 1 DEM. Inflační podněty přicházející prostřednictvím dočasného znehodnocení měny byly tedy jen krátkodobé.

I přes postupné obnovování rovnovážných tendencí byla realizace měnové politiky na začátku roku 1998 ovlivňována nejistotami ohledně jejich udržitelnosti a prognózami prudkého zpomalení ekonomického růstu. Kromě toho docházelo k zesilování nákladových inflačních tlaků, které střídaly v předcházejícím období převažující tlaky poptávkové. To vše se odrazilo v rozhodování o měnové politice.

Při hodnocení hospodářského a měnového vývoje za prosinec roku 1997 byly za hlavní rizika zvýšení potenciálních inflačních tlaků považovány vývoj obchodní bilance v prosinci a deficit veřejných rozpočtů. Protiinflačně naopak působilo zpomalení tempa růstu poptávky a snižování dynamiky průměrných mezd. Protože se některé negativní faktory jevily jen jako přechodné, bankovní rada se koncem ledna 1998 rozhodla neměnit míru restrikce měnové politiky, avšak upozornila, že pokračování nepříznivých trendů může vést k jejímu zpřísnění. Vzhledem k vývoji ke konci roku 1997 bankovní rada rozhodla o snížení lombardní sazby z 23 % na 19 % s platností od 23. ledna. Cílem tohoto kroku bylo stabilizovat situaci na peněžním a devizovém trhu zúžením koridoru pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb, a tak omezit jejich kolísání.

Vysoký nárůst cenových indexů v lednu 1998 vyvolal přechodnou nervozitu trhu provázenou spekulacemi o možnosti zvýšení základních úrokových sazeb ČNB. I když byl lednový nárůst inflace vyšší, než se očekávalo, nepovažovala bankovní rada inflační cíl definovaný pomocí čistě inflace CPIx vztahující se ke konci roku 1998 za ohrožený. Předpokládala, že meziměsíční tempo inflace se v únoru vrátí k obvyklým hodnotám a že nákladový inflační šok bude rychle eliminován. Upozornila na rizika plynoucí z nejistého mzdového a kurzového vývoje. Zároveň zdůraznila nutnost pokračovat v kontrole růstu domácí poptávky a prosazovat taková hospodářskopolitická opatření ze strany vlády, která by posílila nabídkovou stranu ekonomiky.

Analýza únorové inflace (spotřebitelských cen i cen výrobců) ukázala, že absorpce cenových šoků je pomalejší, než se čekalo, a že inflační cíl ke konci roku 1998 by mohl být ohrožen. Za rizikové faktory byly považovány vliv veřejného sektoru na vývoj ekonomiky (deficitnost hospodaření místních rozpočtů), udržitelnost příznivého vývoje mezd zvláště v neveřejném sektoru a nepříznivá inflační očekávání. S cílem eliminovat možné formování inflačních očekávání se bankovní rada rozhodla ke dni 20. 3. zvýšit krátkodobou repo sazbu ze 14,75 % na 15 %.

V průběhu 1. čtvrtletí 1998 kurz koruny pomalu, ale rovnoměrně zpevňoval, přičemž během února a března devizové rezervy ČNB výrazně vzrostly. Vývoj kurzu podle názoru ČNB neodpovídal vývoji fundamentálních ekonomických proměnných. Tato skutečnost spolu s potřebou omezit narůstající krátkodobé fluktuace vedla ČNB k otevřené intervenci na devizovém trhu. Reakcí na intervenci bylo mírné oslabení kurzu a jeho následná stabilizace po celou první polovinu dubna.

IV.3. Faktory budoucí inflace

Vývoj inflace v nadcházejícím období bude ovlivňován následujícími faktory:

Cenový vývoj by měl být příznivě ovlivňován vývojem relace mezi dynamikou domácí poptávky a vytvořeného HDP. Kontinuita dosavadních restriktivních hospodářských politik bude domácí poptávku nadále tlumit a v jejím rámci zvláště tvorbu fixního kapitálu a spotřebu vlády. Zůstává nejisté, do jaké míry se restriktce domácí poptávky projeví v poklesu vnější nerovnováhy a do jaké míry ve snížení poptávkových inflačních tlaků.

Poptávka po investicích bude determinována pokračováním současné měnové politiky, nízkou úvěrovou emisí bankovního sektoru, úspornou fiskální politikou a návratem k obvyklejší úrovni hrubé tvorby kapitálu v relaci k HDP z mimořádně vysokých hodnot v období let 1995 – 1996. Nárůst investiční činnosti je možné očekávat v průmyslových podnicích, které prošly restrukturalizací a které jsou díky exportním příjmům ziskové.

Nejistým zůstává vývoj spotřeby vlády. Stav státního rozpočtu počátkem roku 1998 nenaznačuje vznik poptávkových inflačních tlaků. Vývoj soustavy místních rozpočtů však indikuje tendenci k trvalému prohlubování deficitu a zadlužování se. Vývoj soustavy veřejných rozpočtů bude proto obtížně předikovatelný a může vyvolat nežádoucí růst poptávky veřejného sektoru.

Na základě poklesu reálných příjmů a reálné průměrné mzdy lze očekávat nízkou dynamiku spotřeby domácností. Změny v bohatství domácností (např. v souvislosti s cenovým vývojem na finančních trzích nebo na trhu nemovitostí), jež by mohly zásadnějším způsobem ovlivnit spotřebu, nejsou příliš pravděpodobné. I v případě mzdového vývoje však existují určitá rizika. Existující ztlumení mzdového růstu se zřejmě ve společnosti chápe spíše jako mimořádný a přechodný výkyv, a nikoli jako nezbytná a trvalejší korekce předchozího nerovnovážného vývoje. Mzdy jako hlavní faktor tuzemské poptávky tak stále představují potenciální riziko možných tlaků na inflaci a na kurz, i když rostoucí nezaměstnanost bude tyto tlaky tlumit.

Vývoj inflace bude v průběhu roku 1998 formován i nákladovými impulzy. Do celkové inflace se promítne zejména zvýšení regulovaných cen k 1. červenci 1998. Tato cenová úprava se do čisté inflace nepromítne přímo, avšak lze očekávat zprostředkované inflační tlaky, které čistou inflaci ovlivní. Tyto

sekundární tlaky se mohou prosazovat prostřednictvím mechanismu indexace mezd v reakci na zvyšující se životní náklady. Případné indexační tlaky na růst mezd však budou oslabovány rostoucí nezaměstnaností. K tlumení inflačních tlaků by mohl přispět i důchodový efekt vedoucí k poklesu poptávky domácností po komoditách s neregulovanými cenami. Růst regulovaných cen by ovšem mohl prostřednictvím cenové náklady a přelévání i do segmentu neregulovaných cen naopak inflační tendence podpořit. Dalším z rizik je přetrvávání nákladových cenových tlaků u cen potravin, do jejichž vývoje by se promítl tlak na růst cen zemědělské prvovýroby.

Díky otevřenosti naší ekonomiky bude dynamika cenového vývoje významně ovlivňována vývojem nominálního kurzu. Na vývoj kurzu bude působit předpokládaná postupná obnova makroekonomické rovnováhy a stabilizace ekonomického vývoje. Určitá rizika mohou vyplynout z vývoje na světových finančních trzích a z politických nejistot v souvislosti s volbami.

Nejistoty existují rovněž u vývoje cen surovin na světových trzích. Nelze předpokládat, že pozitivní cenový vývoj v této oblasti v minulém období bude automaticky pokračovat i v budoucnosti.

Poměrně nepříznivý výhled signalizují některé indikátory vývoje inflačních očekávání. Nárůst meziměsíčních a meziročních cenových indexů na začátku roku 1998 nepřispěl k formování dezinflačních očekávání. Rovněž prognózy řady institucí tento rizikový faktor budoucího inflačního vývoje potvrzují.

Tvorba měnové politiky bude tedy v blízké budoucnosti nucena brát v úvahu několik faktorů, které jsou z hlediska inflace rizikové. Půjde především o vývoj ve mzdové oblasti a ve sféře veřejných financí. Případný neúměrně vysoký růst mezd nebo nárůst deficitů veřejných financí nutně povedou k odpovídající reakci měnové politiky ve směru zvyšování restriktce. Bude-li k tomu měnová politika skutečně nucena, je třeba počítat s růstem nákladů dezinflačního procesu.

Příznivý březnový vývoj meziměsíčních přírůstků indexu spotřebitelských cen i čisté inflace by však mohl být prvním signálem obratu dosavadního nežádoucího trendu růstu inflace. Potvrdí-li se tento vývoj i v dalších měsících, nebude-li ekonomika vystavena žádným vnějším šokům a nedojde-li k prohlubování výše uvedených rizikových faktorů, je splnění inflačního cíle v roce 1998 reálné, a to poblíž jeho horní hranice. Přesto je však nutné počítat s tím, že meziroční hodnoty indexů spotřebitelských cen a čisté inflace budou kulminovat v květnu a teprve poté začnou klesat. Důvodem je nízká základna prvních pěti měsíců roku 1997, kdy inflace klesala. Z tohoto důvodu bude třeba hodnotit vývoj inflace v dubnu a v květnu obezřetně.

SUMMARY

Inflation Report

As of the beginning of 1998, the Czech monetary policy strategy switched to inflation targeting. Two inflation targets have been announced, a medium-term target for December 2000 and a „control“ target for December 1998. The change was meant to improve the credibility of the monetary policy and to confirm the central bank's independence. The new framework is also more transparent, as it gives to the central bank a well-defined and explicit target: net inflation rate.

The Czech National Bank has decided to publish quarterly inflation reports in which it will provide an analysis of the Czech economy and an explanation of its monetary policy. The first *Inflation Report* was published in May 1998; it is a rich source of data on the Czech economy and also sets forth the views of the Czech monetary authority.