*ročník 50, 2000, číslo 4*

# Finance a úvěr

**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 4. čtvrtletí 1999 pohledem ČNB ..... 194

Aleš BULÍŘ – Anne-Marie GULDE: Inflace a rozdělení důchodů ..... 207

Kateřina ŠMÍDKOVÁ: Specifikace alternativních měnových pravidel v modelu české ekonomiky ..... 224

**Semináře ČSE**

Viktor KOTLÁN: Finanční indikátory a česká ekonomika
Makroekonomická stabilizace a monetární politika v tranzitivních ekonomikách ..... 243

**Daňové judikáty**

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 6–8/2000 ..... 246

## CONTENTS

The Czech National Bank's Inflation Report for Q4 1999 ..... 194

Aleš BULÍŘ – Anne-Marie GULDE: Inflation and Income Distribution ..... 207

Kateřina ŠMÍDKOVÁ: Alternative Monetary Policy Rules in the Model of the Czech Economy ..... 224

**CEA Seminars**

Viktor KOTLÁN: Financial Indicators and the Czech Economy
Macroeconomic Stabilization and Monetary Policy in Transition Economies ..... 243

**Tax Judicial Decisions**

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 6–8/2000 ..... 246

Toto číslo předáno do sazby: 6. 3. 2000 Souhlas k tisku: 4. 4. 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 požívejte 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.*

DT: 336.748.12(437)
klíčová slova: inflace – centrální banka – měnová politika

# Zpráva o inflaci

## Inflační vývoj ve 4. čtvrtletí 1999 pohledem ČNB[1]

### I. Shrnutí

Index meziroční čisté inflace dosáhl v prosinci 1999 1,5 %, což bylo 2,5 procentního bodu pod dolní hranicí cílovaného intervalu v rozpětí 4–5 %. Obdobně jako v roce 1998 pokles cenových indexů v roce 1999 výrazně přesáhl výchozí záměry a očekávání. Odchýlení se od předpokládané hladiny čisté inflace v prosinci bylo zhruba ze dvou třetin způsobeno vývojem cen potravin a z jedné třetiny vlivem položek zahrnutých v tzv. korigované inflaci. Vývoj cen potravin byl vychýlen mimořádně intenzivním působením celé řady faktorů vnitřních i vnějších. Patřily k nim zejména důsledky zahraniční nadprodukce potravin na světové ceny, dovoz subvencovaných potravin ze zahraničí při nízké ochraně domácího trhu, růst podílu obchodních řetězců na maloobchodním obratu potravin s výrazným zesílením cenové konkurence. K nižším než cílovaným hodnotám indexu čisté inflace ke konci roku 1999 přispěly i položky korigované inflace, byť ve výrazně nižší míře. K odchylce od cílovaného intervalu vedlo delší než předpokládané období poklesu výkonu ekonomiky a utlumené promítání nákladových faktorů do cenového vývoje v důsledku přetrvávající nízké úrovně domácí poptávky. Značná část odchylky indexu čisté inflace od cílovaného intervalu na konci roku 1999 byla způsobena faktory, na něž se vztahují pravidla tzv. výjimek. Ty zahrnují nepředvídané nárazové změny, fluktuace a šoky, jejichž vznik leží zcela či v převažující míře mimo dosah opatření měnové politiky a které současně výrazně vychylují vývoj cenových indexů. Výjimky opravňují měnovou politiku k tomu, aby bezprostředně nereagovala na zmíněné nárazy a neusilovala o návrat cenových indexů k cílovaným hodnotám v krátkodobém ročním horizontu. Takováto reakce by byla nákladná z hlediska vývoje reálné ekonomiky a jejího výkonu.

V samotném 4. čtvrtletí 1999 došlo v souladu s očekáváními ke změně dosavadního trendu cenového vývoje. Dlouhodobější tendence ke snižování inflace byla vystřídána mírně akcelerujícím růstem cen. K růstu cenových indexů došlo v případě spotřebitelských cen i čisté inflace. Postupné zvyšování indexu spotřebitelských cen ve 4. čtvrtletí bylo výsledkem vývoje obou složek čisté inflace, tj. korigované inflace a cen potravin.

V reálné ekonomice pokračovaly ve 3. a 4. čtvrtletí 1999 vývojové trendy z předchozího období. Mírný růst reálného HDP ve 3. čtvrtletí 1999 naznačoval pokračující hospodářské oživení. K pozitivnímu vývoji HDP přispěl ze-

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

jména pokračující růst vývozů při pomalejším růstu dovozů a mírný růst spotřeby domácností. Hrubá tvorba fixního kapitálu vykázala další pokles, který však byl nižší než ve 2. čtvrtletí. V průběhu 3. čtvrtletí 1999 pokračoval potenciálně inflační *mzdově nákladový* vývoj. Akcelerace růstu průměrné reálné mzdy vedla i přes pokračující nárůst produktivity práce k růstu reálných jednotkových mzdových nákladů. Zrychlení meziročního růstu mzdových příjmů domácností oproti předchozímu čtvrtletí ovlivnilo vývoj celkových příjmů domácností a vedlo k posílení relativní důchodové pozice domácností. *Míra nezaměstnanosti* se po předcházejícím růstu v průběhu října a listopadu nejprve stabilizovala, ale v prosinci se opět zvýšila, což vyplývalo z obvyklého sezonního průběhu. Ve 4. čtvrtletí 1999 působily nákladové faktory zejména v oblasti dovozních cen a cen zemědělských výrobců. *Dovozní ceny* rostly především v důsledku pokračujícího růstu cen energetických surovin na světových trzích. Růst dovozních cen se následně promítl do růstu cen průmyslových výrobců. V říjnu a v listopadu 1999 došlo ke změnám i ve vývoji *peněžní zásoby*. Trend k poklesu přírůstků peněžní zásoby, který byl typický pro 3. čtvrtletí, byl vystřídán mírným zrychlením meziročního tempa růstu peněžního agregátu M2. Od 2. čtvrtletí 1999 nominální *kurz koruny* vůči euru pozvolna aprecioval. Tato tendence souvisela s pokračujícím přílivem přímých zahraničních investic a s očekáváním budoucího přílivu kapitálu v důsledku rozhodnutí vlády o urychlení privatizace státního majetku. Apreciační tlaky byly na začátku 4. čtvrtletí 1999 přerušeny devizovými intervencemi ČNB. Od druhé poloviny října se však tendence k mírnému posilování nominálního kurzu koruny vůči euru obnovila.

Měnová politika vycházela ve 4. čtvrtletí z prognózy inflace pro konec roku 2000, z vyhodnocení aktuálního makroekonomického a měnového vývoje a ze svých záměrů ve střednědobém horizontu. Interval podmíněné prognózy inflace ze začátku 4. čtvrtletí 1999 signalizoval na konci roku 2000 dosažení hodnot čisté inflace v okolí spodní meze cílovaného intervalu. Na základě této predikce a při vyhodnocení možných rizik budoucího cenového vývoje ČNB snížila úrokové sazby. Ve sledovaném období došlo ke snížení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace ČNB ve dvou krocích celkem o 0,5 procentního bodu na výsledných 5,25 %. Pokles repo sazby byl doprovázen snížením diskontní a lombardní sazby.

Ve výhledu do konce roku 2000 bude inflace z úrovně dosažené ve 4. čtvrtletí 1999 postupně narůstat. Do poloviny roku 2000 bude při očekávaném vývoji nákladových faktorů, zejména dovozních cen a cen zemědělských výrobců, ale i v souvislosti s urychlením úprav regulovaných cen, docházet k nárůstu cenových indexů. Ve druhé polovině roku 2000 bude působení vnějších nákladových faktorů odeznívat a růst inflace se bude postupně zpomalovat, případně dojde k její stabilizaci. Poptávkové inflační tlaky by měly i přes postupné oživování domácí ekonomiky zůstat nadále relativně utlumené. Za těchto předpokladů bude interval predikce meziroční čisté inflace v prosinci 2000 svými hodnotami zasahovat spodní mez cílovaného intervalu.

## II. Vývoj inflace

V průběhu 4. čtvrtletí 1999 došlo ke změně trendu cenového vývoje. Dlouhodobější tendence ke zpomalení růstu spotřebitelských cen, která vyústila ve 3. čtvrtletí 1999 v dosažení nejnižších hodnot od počátku transformace ekonomiky, byla ve 4. čtvrtletí 1999 vystřídána mírnou akcelerací inflace.

Zatímco v září dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen 1,2 %, v prosinci tato hodnota vzrostla na 2,5 %.

### *Regulované ceny*

Ve 3. čtvrtletí 1999 bylo snížení meziročního tempa růstu regulovaných cen hlavním důvodem snížení meziročního růstu spotřebitelských cen. V průběhu 4. čtvrtletí 1999 vývoj regulovaných cen naopak změny meziročního indexu spotřebitelských cen zásadněji neovlivnil. Meziroční růst regulovaných cen se v průběhu 4. čtvrtletí 1999 oproti září 1999 neměnil a ke konci roku 1999 dosáhl téměř stejné hodnoty (4,2 %) jako ke konci 3. čtvrtletí. Přesto se vývoj regulovaných cen ve 4. čtvrtletí 1999 na meziročním růstu spotřebitelských cen významně podílel.

### *Vliv nepřímých daní v neregulovaných cenách*

Změna meziročního indexu spotřebitelských cen ve 4. čtvrtletí 1999 byla ovlivněna i zvýšením nepřímých daní s platností od 1. 7. 1999. Ve 4. čtvrtletí již k žádným úpravám nepřímých daní nedošlo. Zvýšení spotřební daně u pohonných hmot a u tabákových výrobků znamenalo dopad do meziročního růstu spotřebitelských cen v 3. i ve 4. čtvrtletí 1999 v rozsahu 0,32 p. b.

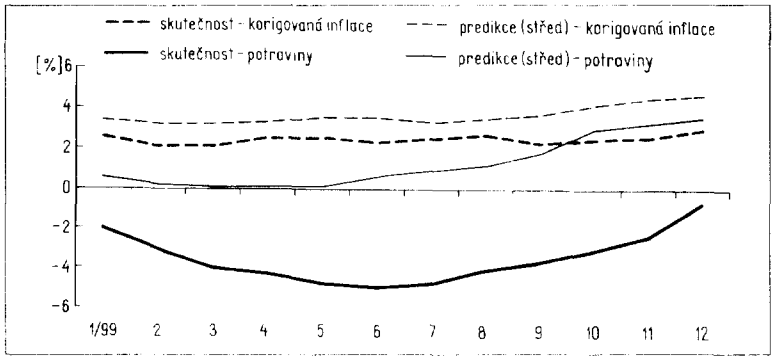
### *Čistá inflace*

Vývoj meziročních hodnot čisté inflace ve 4. čtvrtletí 1999 potvrdil změnu trendu, k níž došlo již v předchozím čtvrtletí. Poté, co se v posledních měsících 3. čtvrtletí 1999 pokles meziroční čisté inflace dále zpomalil, v říjnu 1999 meziroční čistá inflace stagnovala a v posledních měsících 4. čtvrtletí 1999 již došlo k jejímu růstu. V prosinci roku 1999 dosáhla meziroční čistá inflace 1,5 %, což znamenalo ve srovnání s koncem předchozího čtvrtletí zvýšení o 1,8 procentního bodu. K tomuto výsledku přispěl vývoj obou hlavních složek čisté inflace, neboť ve 4. čtvrtletí 1999 došlo jak ke zvýšení meziroční korigované inflace, tak současně k výraznějšímu snížení meziročního poklesu cen potravin. Vývoj čisté inflace byl v průběhu 4. čtvrtletí 1999 – stejně jako v předchozích dvou čtvrtletích – výrazněji ovlivňován především nákladovými faktory vnějšího i vnitřního charakteru, zatímco domácí poptávka nadále setrvávala na nízké úrovni a cenový růst brzdila. Nejvýznamnější roli v urychlení tempa růstu cen hrál výrazný růst cen ropy na světových trzích, který se bezprostředně promítal do cen pohonných hmot na domácím trhu a představoval tak rozhodující prvek růstu meziroční korigované inflace. Druhým významným nákladovým impulzem bylo vyjednávání zemědělských prvovýrobců s podniky zpracovatelského průmyslu, které se v konečném efektu projevilo v celkovém podstatnějším zpomalení meziročního tempa poklesu cen potravin.

*Kvantifikace faktorů odchylného vývoje inflace od inflačního cíle*

Střed intervalové predikce meziroční čisté inflace pro prosinec 1999 ve výši 4,3 % byl v listopadu 1998 jedním z důležitých východisek stanovování

GRAF 1 Porovnání predikce pro prosinec 1999 a skutečného vývoje cen potravin a korigované inflace – meziroční změny v %




[a] Rozumí se predikce z listopadu 1998. Predikce obsahují poslední údaje o skutečnosti za říjen 1998.

inflačního cíle ČNB pro rok 1999. Skutečná hodnota meziroční čisté inflace v prosinci 1999 (1,5 %) zůstala výrazně pod hodnotou zvoleného inflačního cíle (4,0–5,0 %). Rozdíl hodnot skutečnosti a inflačního cíle v rozsahu 2,5 procentního bodu je podstatně nižší než v roce 1998, nicméně významný. Za nejvýznamnější příčinu odchylky výsledné inflace od inflačního cíle lze považovat vývoj faktorů ovlivňujících ceny potravin. Méně výraznou roli hrály vlivy působící na vývoj korigované inflace: v jejich rámci byl rozhodující poněkud silnější než původně odhadovaný vliv slabé poptávky na cenový vývoj. Podstatnější úlohu v nesplnění inflačního cíle nehrál ani vývoj dovezené inflace a dovozních cen, ani tuzemský mzdový vývoj.

Rozložení rozdílu skutečnosti proti spodní hranici inflačního cíle u čisté inflace (2,5 procentního bodu) lze tedy určit následovně: rozdíl v korigované inflaci dosáhl 1,4 procentního bodu a rozdíl u cen potravin dosáhl 4,0 procentního bodu. Při váze obou položek ve spotřebním koši čisté inflace z uve-

TABULKA 1 Kvantifikace odchylného vývoje čisté inflace od inflačního cíle (cíle podle jednotlivých skupin komodit)

| veličina (meziroční změna v prosinci 1999 v %) | predikce z listopadu 1998 – střed/spodní hranice cíle pro rok 1999 | skutečnost | rozdíl skutečnosti proti cíli/vážený rozdíl[a] | podíl na odchylce skutečnosti proti cíli (v %) |
|---|---|---|---|---|
| čistá inflace | 4,3/4,0 | 1,5 | –2,5/–2,5 | 100 |
| ceny potravin | 3,6/3,3 | –0,7 | –4,0/–1,6 | 64 |
| korigovaná inflace | 4,7/4,4 | 3,0 | –1,4/–0,9 | 36 |
| ceny ostatních obchodovatelných komodit (bez potravin) | 2,7/2,4 | 2,3 | –0,1/–0,05 | 2 |
| – v tom ceny ostatních obchodovatelných komodit bez pohonných hmot | 1,7/1,4 | –0,6 | –2,0/–0,7 | . |
| – v tom ceny pohonných hmot | 10,0/9,7 | 23,0 | +13,3/+0,65 | . |
| ceny neobchodovatelných neregulovaných komodit | 9,2/8,9 | 4,3 | –4,6/–0,85 | 34 |

[a] Rozdíl je vážen podílem skupiny na čisté inflaci jako celku. Součet vážených rozdílů (v procentních bodech) se rovná celkovému rozdílu. Odchylka proti cíli směrem dolů je značena znaménkem –, směrem nahoru znaménkem +.

dených údajů vyplývá, že na celkovém rozdílu v rozsahu 2,5 procentního bodu se rozdílný vývoj cen potravin podílel 1,6 procentního bodu, tedy zhruba dvěma třetinami (cca 64 %), a rozdílný vývoj korigované inflace 0,9 procentního bodu, tj. asi jednou třetinou (36 %).

## III. Základní inflační faktory

### III.1 Měnový vývoj

#### *Peněžní agregáty*

Po dočasném poklesu v květnu až srpnu 1999 se meziroční přírůstky peněžních agregátů v období září až listopad opět zvýšily. Výrazně se toto zvýšení projevilo především u peněžního agregátu M1, kde rychle rostl jak objem netermínovaných vkladů, tak objem oběživa. Meziroční přírůstky ostatních položek peněžního agregátu M2 (tj. termínovaných vkladů v Kč a vkladů v cizí měně) byly značně nižší a v absolutním vyjádření u nich oproti srpnu došlo k poklesu jejich objemu. Zatímco širší peněžní agregáty M2 a L zachovávají ve svém vývoji dlouhodobě společný trend, vývoj peněžního agregátu M1 je odlišný a v současné době jeho meziroční přírůstky značně převyšují meziroční přírůstky ostatních peněžních agregátů.

#### *Úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem*

Pokles meziročních přírůstků úvěrové emise příznačný již pro předcházející měsíce roku 1999 pokračoval i v období září až listopad 1999, kdy byl doprovázen poklesem jejich absolutního objemu. V listopadu 1999 byl celkový objem očištěných úvěrů o 12,9 mld. Kč nižší než v srpnu 1999 a o 49,1 mld. Kč nižší než v listopadu 1998. Pokles se týkal jak úvěrů v Kč, tak úvěrů v cizí měně. Ke snížení objemu došlo především u krátkodobých a střednědobých úvěrů, objem dlouhodobých úvěrů v období září až listopad 1999 stagnoval. Z hlediska struktury užití se pokles týkal především provozních úvěrů, v ostatních oblastech úvěry většinou stagnovaly. Růst investičních úvěrů v září a v říjnu 1999 se ukázal jako přechodný a v listopadu 1999 byl již objem investičních úvěrů pod úrovní srpna. I přes výrazné snížení úrokových sazeb přetrvává nepříznivá situace pro poskytování úvěrů daná mimořádnými faktory, které působí především v podnikové sféře. Patří k nim nevyhovující legislativní prostředí, zvýhodnění dlužníků vůči věřitelům, obtížné vymáhání dluhů a zástav a jiné.

#### *Úrokové sazby*

V průběhu 4. čtvrtletí 1999 úrokové sazby pokračovaly v sestupném trendu. Vývoj krátkodobých sazeb byl ovlivněn dalšími úpravami základních sazeb ČNB, podobně jako u dlouhodobých sazeb – u nich však pokles nedosáhl takového rozsahu. Do vývoje dlouhodobých sazeb se promítaly i některé faktory, které by mohly vést k růstu inflace (deficit státního rozpočtu a státního dluhu, růst dovozních cen, mírné oživení poptávky). Subjekty finančního trhu očekávaly mírný nárůst sazeb, a tedy i inflace v budoucnu,

GRAF 2 Úrokový diferenciál vůči sazbám v EUR a USD

o čemž svědčil pozitivní tvar výnosových křivek ve všech segmentech finančního trhu. Výše úrokového diferenciálu byla kromě poklesu sazeb na mezibankovním trhu depozit ovlivněna také zvýšením sazeb v zahraničí. Uvedený vývoj nevedl k oslabení kurzu Kč, protože úroková arbitráž již nebyla hlavním stimulem současného přílivu kapitálu. Nižší sazby na peněžním trhu se promítly do pokračujícího poklesu nominálních klientských úrokových sazeb. V případě úvěrových i depozitních sazeb se jedná o jejich historická minima.

Hladina reálných úrokových sazeb[2] byla vedle poklesu nominálních sazeb výrazně ovlivněna také očekávaným poklesem cenových indexů. Proto výše reálných sazeb příliš nefluktuovala. Reálné úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů dosáhly v listopadu 3,7 %. Reálné sazby z termínovaných vkladů se v roce 1999 pohybovaly v rozmezí 0 až 1 %, v listopadu dosáhly 0,8 %.

### *Měnový kurz*

Ve 4. čtvrtletí 1999 převládala ve vývoji kurzu koruny vůči euru mírná tendence k posilování, která byla pozorována také ve 2. a 3. čtvrtletí. Trend zhodnocování kurzu koruny vůči euru byl počátkem října přerušen intervencemi ČNB, které dočasně posunuly hladinu tohoto kurzu od hodnot 35,75 CZK/EUR mírně nad 37 CZK/EUR. Posilování kurzu koruny vůči euru je všeobecně spojováno s očekáváním přílivu nedluhového kapitálu (přímých zahraničních investic) v souvislosti s privatizačními záměry vlády. Oslabování eura vůči americkému dolaru během října a listopadu 1999 na mezinárodních finančních trzích se projevilo také oslabením kurzu CZK/USD v uvedených měsících těsně pod hranici 36 CZK/USD. Následná nejistota mezinárodních investorů ohledně možností pokračování trendu oslabení eura se odrazila od počátku prosince v relativně silné fluktuaci korunové hodnoty dolaru. Celkový trend oslabování kurzu koruny se v průběhu prosince 1999 zastavil. Vývoj indexu nominálního efektivního kurzu[3], pro který

[2] Ex ante reálné úrokové sazby; nominální sazby jsou deflovány indexy CPI, které byly očekávány subjekty finančních trhů v jednotlivých měsících. Vzhledem k tomu, že ČNB zahájila měření inflačních očekávání na finančním trhu až v květnu 1999, jsou k dispozici první údaje o výši ex ante reálných úrokových sazeb až od tohoto období.

bylo charakteristické výrazné oslabení na počátku roku 1999 a následně v průběhu první poloviny roku částečné posílení, se ve zbývajících měsících roku stabilizoval. Ve 3. a 4. čtvrtletí se index nominálního efektivního kurzu udržoval na hladině o 1 procentní bod slabší, než byl průměr roku 1995. Ve srovnání se stejným obdobím minulého roku byl index slabší přibližně o 5 %.

## III.2 Poptávka a nabídka

Obrat k slabému hospodářskému oživení, zaznamenaný ve 2. čtvrtletí roku 1999, pokračoval ve 3. čtvrtletí 1999 nevýrazným meziročním růstem hrubého domácího produktu o 0,8 % (ve stálých cenách 1995). Dosažený hospodářský růst byl především výsledkem příznivého vývoje čisté zahraniční poptávky, dosaženého při trvajícím rychlejším růstu vývozu ve srovnání s dovozem. K růstu hrubého domácího produktu přispělo rovněž pokračující mírné oživení spotřeby domácností. Prorůstový vliv uvedených složek domácí poptávky byl však stejně jako v předchozím čtvrtletí oslabován klesající investiční poptávkou.

### *Čistá zahraniční poptávka*

Ve 3. čtvrtletí 1999 pokračoval pozitivní vývoj zahraniční poptávky. Meziroční růst vývozu zboží a služeb se ve 3. čtvrtletí 1999 dále zrychlil (na 8,5 %), přičemž meziroční růst dovozu zboží a služeb se udržoval na úrovni předcházejících čtvrtletí 1999 (4,1 %). Výraznější zvýšení předstihu tempa růstu vývozu před dovozem přispělo k dalšímu snížení vnější nerovnováhy: záporný netto vývoz v absolutním vyjádření poklesl oproti 3. čtvrtletí 1998 téměř o polovinu (na 11,5 mld. Kč) a jeho podíl na hrubém domácím produktu se přiblížil 3 %, zatímco ve 4. čtvrtletí 1998 tento podíl dosáhl 12,2 % a v 1. čtvrtletí 1999 to bylo 8,8 %.

### *Domácí poptávka*

V průběhu 3. čtvrtletí 1999 se meziroční pokles konečné domácí poptávky, k němuž docházelo již od 3. čtvrtletí 1997, dále zmírnil.

#### *Spotřebitelská poptávka*

Ve 3. čtvrtletí 1999 pokračoval mírný růst spotřeby domácností (meziročně o 1,5 %), který se prosazoval od počátku roku 1999. V 1. čtvrtletí 1999 bylo oživení spotřeby domácností podpořeno obnoveným relativně vysokým růstem reálných příjmů domácností při souběhu rychlého růstu nominálních příjmů domácností a poklesu inflace. Ve 2. a v 3. čtvrtletí 1999 se však meziroční růst nominálních příjmů domácností výrazněji zpomalil a reálné příjmy dokonce ve 2. čtvrtletí meziročně poklesly. Za těchto okolností bylo

[3] Vážený geometrický průměr indexů průměrných měsíčních nominálních měnových kurzů vůči našim největším obchodním partnerům. Ve výpočtu je zahrnuto 21 zemí (Rusko zahrnuto není), jejichž stálé váhy odpovídají jejich podílu na obchodním obratu v roce 1995.

zvýšení spotřeby domácností dosaženo při podstatně nižším sklonu domácností k úsporám a při vyšší poptávce po spotřebních úvěrech.

*Investiční poptávka*

Meziroční pokles hrubé tvorby fixního kapitálu se ve 3. čtvrtletí 1999 dále výrazněji zpomalil (na –4,7 %). Tento vývoj byl výsledkem příznivějšího vývoje investiční aktivity v sektoru vlády, nefinančních podniků i finančních institucí, který se ve srovnání s předchozím čtvrtletím projevil buď výraznějším zpomalením meziročního poklesu, nebo dokonce v sektoru vlády obnovením růstu investic. Pouze investice domácností klesaly stejným tempem jako v předchozím čtvrtletí. Přestože investiční poptávka ve 3. čtvrtletí 1999 ještě meziročně klesala, míra investic se v české ekonomice stále pohybovala na relativně vysoké úrovni (26,6 %). Při bližším pohledu na vývoj struktury investic byly zároveň patrné pozitivní tendence, neboť pokračoval mírný růst aktivní složky investic doprovázený poklesem investic do staveb a budov.

*Poptávka vlády*

Ve 3. čtvrtletí 1999 pokračoval mírný reálný nárůst veřejné spotřeby. Tento vývoj byl bezprostředním odrazem zvýšeného tempa čerpání vládních výdajů na veřejnou spotřebu v průběhu 1. až 3. čtvrtletí, na němž se významně podílely jednak příspěvky na činnost příspěvkových organizací a jednak vysoce dynamické transferové platby fondům sociálního a zdravotního pojištění. V těchto transferových platbách se projevilo především zvýšení příspěvku státu na jednoho pojištěnce od 1. 7. 1998 a v důsledku vyšší nezaměstnanosti i zvýšení počtu osob, za něž platí pojistné stát. Naproti tomu poklesly výdaje na dluhovou službu státu, u nichž se projevilo postupné snižování úrokových sazeb na domácích finančních trzích.

## Implikace vývoje poptávky a nabídky pro inflaci

Stejně jako v předcházejících dvou čtvrtletích nevytvářel celkový vývoj domácí poptávky ve 3. čtvrtletí 1999 podmínky pro prosazování poptávkově inflačních tlaků v ekonomice. Rostoucí spotřební výdaje domácností se realizovaly převážně nákupy potravin, avšak potenciální poptávkově inflační tlaky plynoucí z tohoto vývoje byly v tomto segmentu nadále tlumeny cenovou politikou maloobchodních řetězců. Trvající nízká úroveň poptávky po předmětech dlouhodobé spotřeby nevytvářela předpoklady pro posilování poptávkově inflačních tlaků u těchto položek. Tomu napomáhaly i rostoucí dovozy spotřebního zboží, jež vedly k postupnému mírnému nárůstu podílu dovozu na spotřebě domácností.

## III.3 Trh práce

V průběhu 3. čtvrtletí 1999 došlo k dalšímu zrychlení meziročního růstu průměrné reálné mzdy, který nebyl doprovázen odpovídajícím zrychlením

růstu národohospodářské produktivity práce. V důsledku toho reálné i nominální jednotkové mzdové náklady na makroúrovni nadále meziročně rostly. V některých odvětvích, zejména v průmyslu, však byla patrná tendence ke snižování těchto potenciálních nákladových tlaků v důsledku obnoveného růstu produktivity práce při snižující se zaměstnanosti.

### *Mzdy a příjmy*

Dynamika růstu průměrných nominálních mezd se i ve 3. čtvrtletí 1999 udržovala na relativně vysoké úrovni. Postupné zvolňování jejich růstu, jež se prosazovalo od počátku roku 1999, bylo v samotném 3. čtvrtletí 1999 přerušeno jeho opětovným zvýšením. Přestože se růst průměrných nominálních mezd postupně zmírňoval (s výjimkou 3. čtvrtletí 1999), průměrné reálné mzdy při rychleji se snižující inflaci od 4. čtvrtletí 1998 setrvale rostly.

Růst průměrných reálných mezd byl důsledkem jejich růstu jak v nepodnikatelské, tak v podnikatelské sféře. Zatímco relativně vysoký růst průměrných reálných mezd v nepodnikatelské sféře (o 11,9 %) byl přímým výsledkem uskutečněných administrativních tarifních úprav, v podnikatelské sféře bylo jejich meziroční zvýšení růstu o 6,4 % důsledkem několika vlivů. Rozdílná dynamika růstu mezd u jednotlivých typů podnikatelských subjektů nasvědčuje tomu, že růst mezd byl ovlivňován zejména úrovní řízení a efektivností hospodaření v jednotlivých segmentech podnikatelského sektoru.

### *Zaměstnanost a nezaměstnanost*

Pokles celkové zaměstnanosti v ekonomice pokračoval v roce 1999 výrazně rychlejším tempem než ve stejném období minulého roku. Ve 3. čtvrtletí 1999 se podle předběžných údajů ČSÚ snížil počet pracovníků v porovnání se stejným obdobím minulého roku o 4,1 %. Absolutní pokles zaměstnanosti dosáhl ve 3. čtvrtletí 1999 oproti stejnému období předchozího roku více než 190 tis. osob a dotkl se všech sfér národního hospodářství – primární, sekundární i terciární. Pokles zaměstnanosti byl v relativním i absolutním vyjádření nejvyšší za posledních pět let.

Relativně rychlý růst nezaměstnanosti, jež se projevoval zejména v 1. čtvrtletí 1999, se od dubna v meziročním srovnání zpomalil. Od počátku 3. čtvrtletí 1999 se meziroční přírůstek nezaměstnaných zřetelněji snižoval. Poté, co v srpnu 1999 vzrostla míra nezaměstnanosti na 9 %, udržovala se kolem této úrovně až do listopadu 1999. V prosinci se zvýšila na 9,4 %. Současně se ve srovnání se stejným obdobím minulého roku zvýšil počet uchazečů o zaměstnání (o 100,7 tis. osob). V prosinci 1999 pobíralo příspěvek v nezaměstnanosti 42,4 % všech nezaměstnaných, což znamenalo snížení o 0,5 procentního bodu oproti předcházejícímu měsíci. Tento údaj svědčí o mírném zvyšování nezaměstnanosti trvajícím déle než 6 měsíců.

## Implikace vývoje na trhu práce pro inflaci

Poté, co se ve 2. čtvrtletí 1999 znatelně oslabily tendence vedoucí k postupnému vytváření mzdově inflačního potenciálu, vývoj některých indiká-

torů na makroúrovni ve 3. čtvrtletí 1999 naznačoval opětovné posílení nerovnovážného vývoje na trhu práce. Přesto jejich vývoj ve 3. čtvrtletí nenasvědčoval tomu, že by došlo k zásadní změně trendu, neboť jejich úroveň již nedosahovala výše hodnot dosažených v 1. čtvrtletí 1999. Současně vývoj v některých segmentech ekonomiky signalizoval určité zmírnění dosavadních nepříznivých tendencí.

## III.4 Ostatní nákladové indikátory

Ve všech sledovaných okruzích nákladových indikátorů (ceny průmyslových a zemědělských výrobců, ceny stavebních prací, dovozní ceny) došlo v průběhu 4. čtvrtletí 1999 ke změnám v cenovém vývoji ve směru zrychlení cenového růstu. Vývoj cen průmyslových výrobců potvrdil změnu trendu projevující se již v předchozích dvou čtvrtletích. Zrychlující se meziroční růst těchto cen byl důsledkem nejen dalšího zvýšení cen v odvětvích bezprostředně ovlivněných růstem cen energetických surovin (především ropy), ale nově i obnovením růstu cen v některých dalších odvětvích zpracovatelského průmyslu.

### *Dovozní ceny*

Ceny dovážených výrobků, surovin a materiálů se v průběhu 4. čtvrtletí 1999 zvyšovaly. Podle údajů za listopad 1999 dovozní ceny meziročně vzrostly o 11,5 %. Stejně jako v předchozím období roku 1999 bylo jejich další zvýšení ve 4. čtvrtletí 1999 v rozhodující míře důsledkem pokračujícího růstu cen surovin, především energetických. V rámci tohoto vývoje dominoval extrémně silný růst cen ropy, který zejména v listopadu a prosinci 1999 dosáhl mimořádných hodnot[4]. Vývoj struktury souhrnného indexu cen surovin HWWA současně potvrzoval, že růst cen surovin na světových trzích byl ve 4. čtvrtletí 1999 podpořen i růstem cen průmyslových surovin.

### *Ceny výrobců*

*Ceny průmyslových výrobců*

Rostoucí ceny energetických a průmyslových surovin ve 4. čtvrtletí 1999 zvyšovaly náklady domácích výrobců a byly – stejně jako v předchozím čtvrtletí – hlavním faktorem růstu cen průmyslových výrobců. Tyto vlivy se promítaly bezprostředně do nákladů a návazně i cen výstupu především v odvětví zpracovatelského průmyslu s velkým podílem zpracování ropných produktů (koksárenský a rafinérský průmysl, chemický a farmaceutický průmysl). Vedle toho meziroční a zejména meziměsíční změny cen ve 4. čtvrtletí 1999 signalizovaly i oživení růstu cen některých dalších oborů ve zpracovatelském průmyslu.

[4] Ceny ropy uralské, která se v rozhodující míře podílí na dovozu ropy do ČR, v říjnu 1999 meziročně vzrostly o 86 % na 21,40 USD/barel a v listopadu 1999 o dalších 47,3 procentního bodu na 133 % (tj. na 24,38 USD/barel) a v prosinci na 171,4 % (tj. na 25,29 USD/barel).

*Ceny stavebních prací*

Nízká domácí poptávka byla i v odvětví stavebnictví hlavní příčinou relativně nízkého růstu cen stavebních prací ve srovnání s předcházejícím obdobím. Dosavadní trend k postupnému oslabení meziročního růstu cen stavebních prací byl ve 4. čtvrtletí 1999 vystřídán stagnací meziročního růstu. Hodnoty meziročního cenového růstu se i ve 4. čtvrtletí 1999 pohybovaly zhruba na poloviční úrovni ve srovnání se stejným obdobím roku předchozího.

*Ceny zemědělských výrobců*

Také vývoj cen zemědělských výrobců zaznamenal v průběhu 4. čtvrtletí 1999 významnější změny ve srovnání s předchozím obdobím. Cenová hladina se po stagnaci ve 2. čtvrtletí a mírném růstu ve 3. čtvrtletí pak ve 4. čtvrtletí dále zvýšila. Z pohledu meziročního srovnání to znamenalo, že dosavadní postupné zpomalování meziročních poklesů přešlo na konci 4. čtvrtletí 1999 ve slabý meziroční růst (0,6 % v prosinci).

## IV. Vývoj měnové politiky

### *Východiska pro rozhodování měnové politiky*

Výchozí podmíněná prognóza ze začátku 4. čtvrtletí 1999 naznačovala, že meziroční hodnota čisté inflace se bude ke konci roku 2000 pohybovat při dolní mezi inflačního cíle nebo mírně pod ní. Současně indikovala, že čistá inflace i index spotřebitelských cen budou v průběhu roku 2000 postupně růst. Mírně nižší úroveň říjnové prognózy čisté inflace ve srovnání s předchozí predikcí byla způsobena několika faktory. Reagovala na to, že v podmínkách delší dobu přetrvávajícího utlumení poptávky se přenos nákladových faktorů do inflace zpomaluje a má nižší intenzitu. Protože prognóza čisté inflace ke konci roku 2000 směřovala k dolnímu okraji cíle, otevíral se tím prostor pro další snižování úrokových sazeb. Měnová politika se však musela vyrovnávat s řadou nejistot v souvislosti s měnícím se vnitřním a vnějším ekonomickým prostředím. Bylo nutné ocenit váhu těchto změn, časové horizonty jejich prosazování a implikace pro cenový vývoj.

Analýzy indikovaly v období do konce roku 2000 pouze mírné ekonomické oživení, což by za jinak stejných okolností signalizovalo nadále slabší přenos nákladových impulzů do cen. Otevřenou otázkou zůstávala možnost akcelerace ekonomického růstu, která by mohla cenovou elasticitu do budoucna výrazně zvýšit.

Několik čtvrtletí trvající předstih tempa růstu peněžní zásoby před tempem růstu nominálního hrubého domácího produktu nastoloval otázku možných inflačních implikací ve střednědobém časovém horizontu. V prvních dvou měsících 4. čtvrtletí došlo k dalšímu urychlení růstu měnových agregátů ve srovnání s předchozím obdobím. Rizikovým se jevilo rovněž zhoršování časové struktury peněžní zásoby ve prospěch růstu podílu velmi likvidních peněz, které představují pohotový potenciál pro nárazové zvýšení spotřebitelských výdajů.

Realizace měnové politiky byla ovlivněna pokračujícím přílivem kapitálu ve formě přímých zahraničních investic s možností jeho dalšího urychlení v příštím období. Otázkou byly možné kurzové a poptávkové implikace tohoto vývoje a udržitelnost vnější rovnováhy v situaci, kdy bude současně docházet k oživování domácí ekonomiky.

Na makroekonomické úrovni přetrvával potenciálně inflační mzdově nákladový vývoj. Predikce však naznačovaly, že ve výhledu roku 2000 bude nerovnovážný mzdový vývoj odeznívat a nesoulad mezi vývojem reálných mezd a vývojem produktivity práce se zmenší. Bylo však nutné vyhodnotit střednědobý inflační potenciál nakumulovaných mzdově nákladových tlaků v podmínkách ekonomického oživení.

Při rozhodování o měnověpolitických opatřeních byly rovněž zvažovány znepokojivé střednědobé vyhlídky vývoje veřejných financí. Byl vyhodnocován aktuální a očekávaný vývoj cen zemědělských výrobců a jeho dopad na vývoj cen potravin. Ceny zemědělských výrobců v minulosti dlouhodobě meziročně klesaly. Od poloviny roku 1999 se však tento pokles postupně zmírňoval a koncem roku přešel v mírný růst. Otázkou v této souvislosti byly další perspektivy tohoto vývoje a to, s jakou intenzitou a v jakých časových horizontech dojde i ke korekci cen potravin.

Provádění měnové politiky bylo významně ovlivněno také vnějšími faktory. V podmínkách malé otevřené české ekonomiky sehrávají při ovlivňování domácího cenového vývoje důležitou roli zahraniční cenové trendy. Ve 4. čtvrtletí došlo na světových trzích k dalšímu poměrně rychlému meziročnímu růstu cen energetických surovin, zejména ropy. Došlo k urychlení inflace ve vyspělých zemích, který se projevil v okruhu cen výrobců i spotřebitelských cen.

Měnová politika ve 4. čtvrtletí 1999 brala v úvahu dosaženou úroveň domácích úrokových sazeb i vývoj úrokových sazeb v zahraničí. V domácí ekonomice bylo dosaženo relativně nízké hladiny nominálních a reálných sazeb. Základní měnověpolitická sazba ČNB v reálném vyjádření ex ante deflovaná CPI (od níž se odvíjejí krátkodobé sazby peněžního trhu) klesla koncem roku 1999 pod 1 %. Signály o urychlování hospodářského růstu v EU a signály o pokračujícím rychlém růstu ekonomiky USA spolu se zmíněným zvyšováním inflačních tlaků zvětšovaly pravděpodobnost růstu úrokových sazeb v těchto zemích.

### *Opatření měnové politiky*

V souvislosti s prognózou čisté inflace a s předpokládaným vývojem faktorů inflace reagovala měnová politika ve 4. čtvrtletí 1999 dalším snižováním měnověpolitických úrokových sazeb. Zatímco od července do začátku října byla repo sazba snížena třikrát, celkově o 0,75 procentního bodu (ze 6,5 % na 5,75 %), v období od začátku října do konce prosince byla snížena dvakrát, celkem o 0,5 procentního bodu (z 5,75 % na 5,25 %). Tyto korekce si vyžádaly úpravu diskontní a lombardní sazby, které vytvářejí koridor pro pohyb repo sazby. Diskontní sazba byla snížena o 0,5 procentního bodu (z 5,5 % na 5,0 %) a lombardní sazba byla snížena také o 0,5 procentního bodu (z 8,0 % na 7,5 %). Koridor pro pohyb repo sazby tak zůstal nezměněn v rozpětí 2,5 procentního bodu. Zachování intervalu mezi diskontní a lombardní sazbou signalizovalo, že ČNB neočekává na peněžním trhu vyšší volatilitu než v předchozím období.

**Prognóza inflace**

Z predikcí vývoje faktorů ovlivňujících změny spotřebitelských cen vychází podmíněná prognóza s ročním posuvným horizontem. Tato prognóza je založena na:
- aktuálním nastavení měnověpolitických nástrojů;
- předpokladu o vývoji některých významných a relativně volatilních položek. Jde zejména o předpokládaný vývoj cen ropy (postupný pokles z cca 23 USD/barel v 1. čtvrtletí na cca 19,0 USD/barel ve 4. čtvrtletí 2000), udržení kurzu kolem 36,0–37,0 CZK/EUR a očekávaný růst cen potravin (o cca 2 %).

Za uvedených předpokladů se meziroční čistá inflace v prosinci 2000 bude pohybovat v intervalu 2,5 % až 4,1 %. Při odhadovaném meziročním růstu regulovaných cen kolem 8,0 % by index spotřebitelských cen ke stejnému datu neměl vybočit z rozmezí 3,3 % až 4,4 %. Průměrná míra inflace by v průběhu roku 2000 měla oscilovat v rozmezí 3,6–4,2 %.

## SUMMARY

JEL Classification: E50, E31
Keywords: inflation – central bank – monetary policy

# The Czech National Bank's Inflation Report for Q4 1999

During the course of 1999 Q4, the price trend changed. The long-term tendency toward a slowdown in CPI inflation was replaced by a slight pickup. Year-on-year CPI inflation was 2.5% in December '99. The net inflation index stood at 1.5%, i.e., 2.5 percentage points below the lower boundary of the Czech National Bank's 4-5% target interval. Two-thirds of the deviation from the expected net inflation outturn at the end of the year was attributable to food prices, and one-third to adjusted inflation items.

A moderate rise in GDP in 1999 Q3 signalled continued economic recovery. This was attributable mainly to ongoing export growth amid slower import growth and to a modest expansion of household consumption. The potentially inflationary wage cost trend continued into 1999 Q3. The pickup in average real wage growth led to rising real unit wage costs, despite an ongoing rise in labour productivity. In 1999 Q4, other cost factors also played a role, particularly in the area of import prices and agricultural producer prices.