

V Praze dne 27. října 1998

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

Stanovení inflačního cíle v roce 1999

Stručný obsah – důvod předložení

Materiál se předkládá na základě
rozhodnutí BR ze dne 15.10.1998

Část I.

Návrh rozhodnutí BR

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II.

Předkládací zpráva

**Zaměstnanci, kteří budou k tomuto
materiálu přizváni na jednání bankovní
rady:**

doc. Ing. Čapek, CSc., Ing. Bárta, CSc.,
Ing. Matalík, Ing. Kalous, CSc., Ing. Polák,

Část III.

Vlastní materiál včetně přílohy

Předkládá: Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc.

Kontroloval: doc. Ing. Aleš Čapek, CSc.

Zpracovala: sekce měnová

N á v r h

R o z h o d n u t í

bankovní rady České národní banky

Bankovní rada vzala na vědomí přiložený materiál a doporučuje učinit rozhodnutí o cíli inflace na svém příštím zasedání.

Předkládací zpráva

Materiál se předkládá na základě usnesení bankovní rady ze dne 15. 10. 1998.

Stanovení inflačního cíle v roce 1999

1 Úvod

Na základě podnětů vzešlých z diskuse v bankovní radě konané dne 15.10.1998 nad materiálem „*Přístupy k identifikaci cíle v čisté inflaci na rok 1999 a ve střednědobém horizontu*“ předkládá měnová sekce bankovní radě novou verzi. Ta se vyznačuje následujícími rysy:

- nediskutuje otázky stanovení inflačních cílů po roce 2000 a zaměřuje se výlučně na problematiku stanovení cíle v roce 1999¹
- zasazuje „technické“ přístupy ke stanovení cíle do širšího makroekonomického a měnového rámce
- vychází ze zadání, že cíl pro rok 1999 je třeba stanovit

Z toho vyplývá obsah a struktura předkládaného materiálu. Ve druhé části prezentujeme predikce inflace pro konec roku 1999 odvozené jednak od expertního odhadu a jednak od modelového přístupu. Obě prognózy inflace vycházejí ze základního (referenčního) scénáře, který předpokládá nezměněnou výši reálných úrokových sazeb. Spolu s prognózami inflace přinášíme i prognózy vývoje nejdůležitějších makroekonomických a měnových veličin, které jsou s danými prognózami inflace konsistentní. Jde o prognózy faktorů čisté inflace, nezaměstnanosti, běžného účtu, hrubého domácího produktu, mezd a příjmů, veřejných financí a peněžní zásoby.

Kromě referenčního scénáře provádíme propočty makroekonomických veličin ve dvou variantách. V první simulujeme snížení reálných úrokových sazeb o 1 procentní bod a ve druhé modelujeme dopad na makroekonomické veličiny v případě, že čistá inflace bude činit 3,5%, tj. zůstane zhruba na úrovni konce roku 1998.

Širší makroekonomický rámec umožňuje porovnání nákladů různých trajektorií dezinflačního procesu. Varianta snížení úrokových sazeb by oproti referenčnímu scénáři zvýšila růst spotřebitelských cen i čisté inflace o 0,3 bodu a růst hrubého domácího produktu o 0,8 bodu při poklesu nezaměstnanosti o 0,5 bodu. Varianta zachování čisté inflace na úrovni 3,5% by oproti referenčnímu scénáři znamenala pokles růstu spotřebitelských cen o 0,8 bodu, resp. čisté inflace o 1 bod a pokles dynamiky hrubého domácího produktu o 0,5 bodu při růstu nezaměstnanosti o 0,3 bodu. Podíl deficitu běžného účtu na hrubém domácím produktu by se v případě zmíněných variant zvýšil, resp. snížil pouze marginálně, a to o 0,1 bodu.

Porovnání výsledků jednotlivých variant je východiskem pro diskusi o způsobech stanovení inflačního cíle pro rok 1999, která je předmětem třetí části. V ní rozebíráme hlavní varianty stanovení cíle ve světle předcházejících variantních makroekonomických prognóz a posuzujeme jejich přednosti a nedostatky. V poslední části formulujeme konkrétní doporučení bankovní radě ohledně dalšího postupu při stanovení inflačního cíle pro rok 1999.

¹ V příloze „Návrh alternativy vyhlášení inflačních cílů“ jsou podrobněji rozebrány technické aspekty stanovování inflačních cílů po roce 2000.

2 Prognózy inflace a vybraných makroekonomických a měnových veličin

		Skutečnost		Oč. skut.	Referent	Snížení	Nastavení na
		1996	1997	1998	scenário	sazeb	střed ČI 3,5%
Základní ukazatele (predikované)							
Index spotřebitelských cen (ke konci roku)	mzr. zm. v %	8,6	10,0	8,4	6,0 až 7,5	6,3 až 7,8	5,2 až 6,7
	střed int. v %				6,4	6,7	5,6
Čistá inflace (ke konci roku)	mzr. zm. v %	6,6	6,8	3,7	4,0 až 6,0	4,3 až 6,3	3,0 až 5,0
	střed int. v %				4,5	4,8	3,5
HDP	1/ s.c. mzr. zm. v %	3,9	1,0	-1,0	-1,0 až 1,0	-0,2 až 1,8	-1,5 až 0,5
	střed int. v %				0,0	0,8	-0,5
Podíl běžného účtu na HDP	b.c. v %	-7,6	-6,1	-1,8 až -1,4	-1,5 až -1,0	-1,6 až -1,1	-1,4 až -0,9
	střed int. v %				-1,6	-1,3	-1,1
Průměrná nominální mzda	b.c. mzr. zm. v %	18,0	11,9	9,5	8,5 až 10,5	9,5 až 11,5	7,5 až 9,5
	střed int. v %				9,5	10,5	8,5
Celkové reálné příjmy	s.c. mzr. zm. v %	4,1	3,3	-2,1	1,5 až 3,5	2,0 až 4,0	0,0 až 2,5
	střed int. v %				2,5	3,0	1,0
Míra nezaměstnanosti (průměr roku)	v %	3,1	4,4	6,1	7,7 až 8,7	7,2 až 8,2	8,0 až 9,0
	střed int. v %				8,2	7,7	8,5
Ovlivňující faktory							
Světové ceny surovin a potravin - 1.varianta	2/ mzr. zm. v %	10,6	-4,7	-20,2	0,0	0,0	0,0
	- 2.varianta	3/ mzr. zm. v %				2,5	2,5
Dovozní ceny	mzr. zm. v %	1,4	5,1	-1,0	3,0	3,0	3,0
Kurs (Kč/DEM, průměr za prosinec)	4/	17,6	19,5	18,0	18,0	18,5	17,5
Inflace v zemích obchodních partnerů	5/ mzr. zm. v %	4,4	3,2	2,9	3,0	3,0	3,0
HDP v zemích obchodních partnerů	5/ mzr. zm. v %	2,8	3,4	3,4	3,0	3,0	3,0
Saldo státního rozpočtu	v mld. Kč	-1,6	-15,7	-11,0	-26,8	-26,8	-26,8
Úrokové sazby	6/ v %	7,8	11,7	10,3	10,3	9,0	11,1
Doplňující ukazatele (predikované)							
Korigovaná inflace ^{1/}	mzr. zm. v %	6,5	7,6	4,5	4,8	5,0	3,9
Ceny potravin ^{2/}	mzr. zm. v %	6,8	5,6	2,6	3,9	4,1	3,0
Ceny průmysl. výrobců	b.c. mzr. zm. v %	4,4	5,7	3,8	4,5	4,5	4,5
Kurs (Kč/DEM, průměr za rok)	4/	18,1	18,3	18,2	18,0	18,0	18,0
Konečná domácí poptávka	s.c. mzr. zm. v %	6,4	-1,2	-2,8	-0,2	1,0	-1,0 až -0,5
Celková domácí poptávka	s.c. mzr. zm. v %	9,1	-0,4	-3,4	0,0	1,0	-1,0 až -0,5
Spotřeba domácností	s.c. mzr. zm. v %	7,0	1,6	-4,0	0,0	0,5	0,0
Změna výnosů na BÚ (mld. Kč)	b.c. mzr. zm.	-80,2	14,6	73,9	-2,0	-2,0	-2,0
Růst záporného salda výnosů	b.c. mzr. zm. v %	220,9	-12,5	-72,5	7,1	7,1	7,1
Index průmyslové produkce	s.c. mzr. zm. v %	2,0	4,5	5,6	1,3	2,0	-1,0
Tržby v maloobchodě a pohost.	s.c. mzr. zm. v %	11,4	-0,7	-6,5	-1,3	-0,5	-1,3
Celkové nominální příjmy	b.c. mzr. zm. v %	13,3	12,1	8,6	8,0 až 10,0	9,0 až 11,0	6,5 až 9,0
Míra úspor obyvatelstva (ČSÚ)	b.c. v %	12,7	13,0	x	x	x	x
Podíl změny stavu čís.fin.aktiv na disp.příj.	v %	8,2	9,2	9,7	8,7	8,2	8,7
Zaměstnanost	mzr. zm. v %	0,6	-1,0	-1,4	-1,5	-1,5	-2,0
Míra nezaměstnanosti (ke konci období)	v %	3,5	5,2	7,3	8,5 až 9,5	8,0 až 9,0	8,8 až 9,8

^{1/} Očištěno o administrativní vlivy

1/ Při změně 1T PRIBOR na 8,00 % - interval -0,5 až 1,5 (střed 0,5)

2/ Varianta ve stabilní úrovni

3/ Varianta zahrnující ve 2. pololetí roku nárůst cen o 5 %

4/ Referent scénário 18 Kč/DEM

5/ Vážený průměr mzr. růstu spotř. cen v 8 referenčních zemích (70 % podíl na Čes. zahr. obchodě) - vahami podílu zemí na referenčním souboru

6/ Referenční sazba 1 T PRIBOR, deflovaná indexem PPI, úroveň září 1998 (10,3 %)

2.1.1 Prognóza faktorů čisté inflace (referenční scénář)

Predikce meziroční čisté inflace pro rok 1999 vychází z očekávaného vývoje do konce roku 1998². V prosinci 1998 předpokládáme meziroční čistou inflaci kolem 3,7 %. Pro predikci v roce 1999 bylo kromě extrapolace trendu vývoje minulých let (mzr. čistá inflace ke konci roku 1999 v intervalu 2,0 – 4,0 %) použito vyhodnocení očekávaného vývoje 10 základních faktorů (včetně přihlídnutí k předpokládanému zpoždění jejich vlivu na čistou inflaci) v následujícím členění:

- exogenní faktory, tj. světové ceny surovin a potravin, vývoj inflace v zemích obchodních partnerů a kurs,
- poptávkové faktory, tj. peněžní zásoba, mzdy a příjmy a saldo veřejných rozpočtů,
- nákladové faktory, tj. ceny průmyslových výrobců a ceny zemědělských výrobců,
- ostatní faktory, především specifický faktor inflačních očekávání a vlivu setrvalé inflace.

2.1.1.1 Exogenní faktory

Pokud jde o exogenní faktory očekáváme i nadále příznivý vývoj:

- úroveň světové poptávky po surovinách v nejbližších měsících bude slabá a nepovede k zásadnímu růstu světových cen surovin a potravin. Vývoj v průběhu roku 1999 je však nejistý. Ve druhé polovině roku nevyklučujeme mírný růst cen, zejména ropy jako klíčové nákladové položky tuzemských průmyslových podniků. Vzhledem k určitému (cca tříměsíčnímu) zpoždění vlivu cenových změn (kontraktační lhůty) však v zásadě očekáváme, že vývoj světových cen bude v příštím roce na vývoj domácích spotřebitelských cen působit stabilizujícím účinkem. Světové ceny obilí neporostou (předpoklad slabé celosvětové poptávky, dostatečné zásoby), což by mělo mít pozitivní vliv na stabilitu tuzemských cen obilí (dále rovněž dobrá letošní sklizeň, dostatečné tuzemské zásoby) a tedy působit i jako stabilizující prvek cen potravin,
- očekáváme udržení nízké inflace v zemích obchodních partnerů, což by mělo příznivě ovlivňovat vývoj cen zejména tzv. obchodovatelných komodit,
- pokud jde o roli kursu, nemění se prozatím závěr 9. SZ (významný vliv mzr. změn kursu), přičemž konkrétní úroveň čisté inflace je významně ovlivňována dalšími faktory, především vývojem poptávky domácností a externími faktory.

2.1.1.2 Poptávkové faktory³

Z analýzy poptávkových faktorů vyplývají následující závěry:

- nizký mizr. růst peněžní zásoby (ukazatel M2, v intervalu 5 – 7 %) v posledních 5 – 7 měsících indikuje pokračování zpomaleného růstu čisté inflace a ve svých důsledcích vede k očekávání ještě dalšího mírného snížení mizr. čisté inflace v první polovině roku 1999. Při pokračování uvedeného vývoje peněžní zásoby v následujících 6 měsících lze očekávat udržení velmi nízké meziroční čisté inflace (odhadujeme v průměru kolem 3,0 – 4,0 %) i v 2. polovině roku 1999,

² Podrobnější zhodnocení očekávaného vývoje faktorů a jejich vztahu na čistou inflaci bylo provedeno v 9. SZ.

³ Predikci vývoje veřejných financí je věnována samostatná část 2.1.11.

- vývoj celkových nominálních příjmů (mzr. růst v roce 1999 na úrovni roku 1998) indikuje udržení čisté inflace na úrovni kolem 4,7 %,
- naopak očekávaný obrat ve vývoji reálných příjmů (rozdíl proti roku 1998 o 4 procentní body) považujeme za jeden z hlavních možných faktorů případného zrychlení růstu cen i nad uvedenou predikci,
- další rizika přestřelení predikce cenového vývoje, vycházející z trendů, očekávaného chování podnikatelské sféry a dosud známých záměrů vlády, vyplývají především z důsledků možných změn rozpočtové politiky vlády oproti uvažovaným parametrům (aktuální předpokládaná úroveň deficitu – 27 mld Kč – nemusí být konečná).

2.1.1.3 Nákladové faktory

Očekáváme, že vývoj nákladových faktorů bude na cenový růst působit v zásadě příznivě (s výjimkou mezd) :

- určitá rizika lze spatřovat ve vývoji cen zemědělských výrobců vzhledem ke skutečnosti, že ceny zemědělských výrobců rostly střednědobě pomaleji než ceny potravin. Růst cen zemědělských výrobců je v současné době výrazně bržděn poklesem světových cen i pod úroveň cen dosud běžných v ČR (především obilí). Otázníkem zůstávají institucionální změny (signalizované úsilí vlády o podporu zemědělskému sektoru, např. formou vratky spotřební daně na motorovou naftu), které by mohlo zpomalení růstu cen potravin podpořit). Růst dovozu přebytků, zejména ze zemí EU, by cestou větší míry ochrany domácích producentů paradoxně mohl přispět k cenovému růstu.
- změny ve vývoji cen průmyslových výrobců by mohly být rychle ovlivněny zejména souběhem kursových změn a růstem cen ropy.

2.1.1.4 Ostatní faktory

Při předpokládaném pokračování dosavadního cenového vývoje ve zbytku roku 1998 lze pro příští rok předpokládat rovněž i příznivý vliv relativně nízkých cenových očekávání.

2.1.2 Anatomie čisté inflace

Pokud jde o vývoj jednotlivých segmentů čisté inflace :

- Za rozhodující faktory, které ovlivňují vývoj cen potravin, považujeme vývoj cen zemědělských výrobců, vývoj kursu, vývoj úrovně poptávky domácností a vývoj cen obilovin. Ceny potravin jsou rovněž ovlivňovány chováním jednotlivých řetězců zpracovatelů potravin, jejichž postavení na trhu (často v roli monopolu vůči zemědělským výrobcům) významně spoluurčuje vývoj cen potravin. Tyto vlivy však neumíme kvantifikovat, jejich dopady mají spíše šokový charakter. Na druhé straně však růst cen potravin budou účinně omezovat možnosti dovozů, vývoj světových cen obilovin, převaha nabídky obilovin nad poptávkou na domácím trhu a relativně slabá poptávka po potravinách. Vývoj cen potravin v roce 1999 by měl odrazet stabilizující vliv vývoje světových (a návazně i domácích) cen obilovin, příznivý vliv současných změn ve struktuře maloobchodního trhu a přetrvávající příznivý vliv nízké úrovně spotřebitelské poptávky (očekávaný mizr. reálný růst příjmů na úrovni kolem 2,0 %) při poměrně slabém vlivu kursu. Za nejpravděpodobnější považujeme průměrný mizr. růst cen potravin v rozmezí kolem 4,0 %. Rizikem je zvýšená volatilita cen potravin.
- Vývoj korigované inflace v letech 1995 – 1998 vykázal především silnou korelaci s vývojem cen průmyslových výrobců (korel. koeficient 0,9), potvrzovanou do značné míry vývojem v posledních 14-16 měsících, dále s vývojem kursu a podstatným faktorem je zřejmě i úroveň domácí poptávky.
- Za základní faktory, ovlivňující vývoj cen obchodovatelných komodit bez potravin, považujeme vývoj kursu, poptávky (aproximované vývojem mezd a příjmů) a dále vývoj cen průmyslových výrobců. Za jistý signál považujeme i informaci o vývoji cen v zemích hlavních obchodních partnerů. Pro rok 1999

očekáváme především vliv vývoje cen v zahraničí (očekáváme nízký cenový růst na úrovni roku 1998, stabilizující prvek), vliv úrovně spotřebitelské poptávky (rovněž stabilizující prvek) a vliv kursu.

- Za důležitý pro vývoj cen neobchodovatelných neregulovaných komodit považujeme vývoj průměrné mzdy, poptávky, kursu, cen průmyslových výrobců, vývoj minulé inflace. Inflace v tomto segmentu nejvíce ze všech složek čisté inflace má charakter nákladové inflace. Aktuální úroveň jejich meziročních hodnot (10,7 % v září 1998) ukazuje, že slabá úroveň domácí poptávky i příznivý vývoj externích faktorů ji ovlivňují jen z menší části. Přes určité očekávané zpomalení předpokládáme mizr. růst v roce 1999 na úrovni 9 – 10 %.

Predikce čisté inflace, vyjádřené jako vážený součet predikcí dílčích segmentů čisté inflace, ukazuje na mizr. čistou inflaci v rozmezí 4,7 – 6,1%. Přitom předpokládáme mírné zrychlení růstu potravin. U cen obchodovatelných komodit bez potravin bude velmi podstatný vývoj kursu (při očekávaném zastavení poklesu domácí poptávky). Nemáme rovněž žádný podklad pro očekávání prudšího snížení mizr. růstu cen neobchodovatelných neregulovaných komodit. Obavy z vybočení vývoje z uvedeného koridoru existují především u cen potravin.

Shrnutí Vývoj čisté inflace v posledních 7 měsících považujeme za důsledek zejména následujících faktorů: významného mizr. snížení světových cen surovin včetně ropy (promítajícího se mj. do absolutního poklesu cen pohonných hmot), vývoje devizového kursu, slabé úrovně domácí spotřebitelské poptávky, výrazného poklesu cen potravin a stability vývoje cen neobchodovatelných neregulovaných komodit. Stále významnějším faktorem se zejména z pohledu vývoje ve 2. a 3. čtvrtletí 1998 jeví dynamika poptávky domácností. Další pokračování vývoje uvedených faktorů na úrovni předchozích 2. – 3. čtvrtletí vede k očekávání pokračování vývoje mzm. čisté inflace na úrovni kolem 0,2 % (průměrná hodnota sezónně očištěné čisté inflace za březen – září 1999) a ve svém důsledku k poklesu mizr. čisté inflace na úroveň zhruba kolem 2,0 – 3,0 % ke konci roku 1999. Tato trajektorie odpovídá zhruba extrapoláční variantě, ve které celkový lineární trend je velmi podobný vývoji čisté inflace v období posledních 7 měsíců.

2.1.3 Inflační rizika

Za základní rizika udržení současné úrovně meziroční čisté inflace, resp. jejího dalšího snížení lze považovat:

- zrychlení růstu reálných příjmů domácností proti současnému očekávání,
- větší než předpokládaný deficit státního rozpočtu,
- výraznější kursové změny,
- vývoj cen ropy na světových trzích,
- vývoj cen potravin, zejména v důsledku institucionálních příčin,
- zhoršování finanční situace podniků, které by vyvolávalo tlak na růst ziskových marží.

2.1.4 Prognóza čisté inflace

Srovnání výsledků jednotlivých predikcí mizr. čisté inflace v prosinci 1999:

Metoda	Hodnoty mizr. čisté inflace ve 12/99	
	střed intervalu	interval
Extrapolace trendu	3,0	2,0 – 4,0
Pokračování dos. vývoje M2	3,5	3,0 – 4,0
Souhrn predikcí vývoje potravin a korig. Inflace	5,3	4,8 – 5,8
Odvození od růstu celkových nomin. Příjmů	4,7	4,2 – 5,2
Souhrn predikcí vývoje 3 složek čisté inflace	5,4	4,7 – 6,1
Expertní odhad	5,5	4,5 – 6,5
Predikce	4,5	4,0 – 6,0

Uvedená očekávání vytvářejí předpoklad zabřždění dosavadního rychlého snižování mizr. čisté inflace. Očekáváme proto, že mizr. čistá inflace by se měla ke konci roku 1999 pohybovat v intervalu 4,0 – 6,0 % se středem 4,5 %, tj. asymetrický interval, do kterého je promítnut předpoklad, že rizika přestřelení jsou vyšší než rizika podstřelení. Vývoj mizr. čisté inflace v průběhu roku 1999 odráží sezónní výkyvy a vliv vývoje v roce 1998.

2.1.5 Prognóza spotřebitelských cen

Očekávání meziročního vývoje spotřebitelských cen vychází z predikce regulovaných cen a predikce vývoje čisté inflace (s přičtením vlivu změn nepřímých daní. Ke konci roku 1999 předpokládáme meziroční růst regulovaných cen cca 10,3 %, tedy výrazně nižší než v roce 1998. Dále odhadujeme dopad změn spotřebních daní (vliv administrativních zásahů) do růstu cen potravin (cigarety a tabák) ve výši 0,12 procentního bodu a dopad do položek korigované inflace (pohonné hmoty) ve výši 0,28 procentního bodu, tj. celkový dopad do indexu spotřebitelských cen ve výši 0,40 procentního bodu. Mizr. růst spotřebitelských cen v prosinci 1999 očekáváme v rozpětí 6,0 – 7,5 % s asymetrickým středem 6,4 %.

2.1.6 Prognóza vývoje nezaměstnanosti

Odhad vývoje míry nezaměstnanosti (7,3 % ke konci roku 1998, průměrná míra v roce 1999 8,2 %, 9,1 % koncový stav v roce 1999). Při očekávané stagnaci ekonomického výkonu v roce 1999 (předpoklad 0,0% růstu v referenčním scénáři pro rok 1999) je další růst míry nezaměstnanosti očekávan především v důsledku pokračující restrukturalizace podniků a tlaku na úspory pracovní síly (i v nepodnikatelské sféře), vyjádřený očekávaným poklesem agregátní zaměstnanosti o 1,5 %. Uvedený vývoj míry nezaměstnanosti implikuje kontrolním vztahem propočtený mizr. růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře v roce 1999 ve výši 6,9%.

Při pokračující monetární restrikci bude pokračovat tlak na snižování nákladů v podnicích, souběžně očekáváme pokračování přesunu zadlužených českých podniků do rukou zahraničních investorů.

2.1.7 Prognóza běžného účtu, vývozu a dovozu

Vývoj podílu salda běžného účtu na HDP bude při odhadovaném 0,0 % růstu reálného HDP (deflátor HDP odhadujeme ve výši 6,6 %) rozhodující měrou formován změnami ve třech položkách běžného účtu (dovoz v b.c., vývoz v b.c. a bilance výnosů) zatímco u jednostranných převodů a bilance služeb předpokládáme zhruba zachování úrovně letošního roku. Očekáváme pokračování (zesílení) současného trendu růstu záporné bilance výnosů (pokračující převod podniků do zahraničních rukou při stagnaci investic) v rozsahu kolem 22 %. Kritickými předpoklady jsou očekávání vývozu a dovozu. Dovoz ve s.c. vážeme na předpoklad mizr. růstu HDP (0,0%) a předpoklad dovozních cen (předpoklad kursové stability, stability svět. cen surovin a potravin a velmi mírný růst tzv. světové inflace).

$$\text{Celkové světové ceny} = \text{světová inflace} \times 0,8 + \text{index HWWA} \times 0,2$$

$$\text{Dovozní ceny} = \text{světové ceny} \times \text{kurs}$$

$$\text{Dovoz v b.c.} = \text{dovoz ve s.c.} \times \text{dovozní ceny}$$

$$\text{Dovoz v s.c.} = \text{dovoz. Náročnost HDP} \times \text{růst HDP}$$

Změny ve vývozu očekáváme v závislosti na třech faktorech: vývoji kursu (předpoklad stability, působí meziročně), vývoji světové konjunktury a odhadu náběhu nových kapacit ve zpracovatelském průmyslu. Všechny faktory vedou k úvaze o snížení mizr. růstu vývozu zboží a služeb ve s.c. v roce 1999 (mizr. růst kolem 3,1 %). Při odhadovaných změnách vývozních cen (světové ceny x kurs) to vede k odhadu mizr. vývozu v b.c. o 7,7 %.

Výše uvedené předpoklady vedou k predikci salda BÚ ve výši 33 - 40 mld Kč, při předpokladu 0,0 % růstu reálného HDP a deflátoru HDP ve výši 6,6 % to znamená předpokládanou hodnotu záporného salda běžného účtu na HDP ve výši kolem 1,7 - 2,0 %.

2.1.8 Prognóza HDP

Predikce meziročního růstu hrubého domácího produktu je jedním z rozhodujících faktorů pro konzistenci celé úvahy o makroekonomickém vývoji v roce 1999. Použili jsme následující prediktory:

- vývoj M 2 (očekávaný mizr. růst 5-7 % implikuje mizr. pokles reálného HDP o cca 2,0 %)
- vývoj úvěrové aktivity, jejíž mizr. růst bude dle odhadu velmi slabý
- odhad nominálních mzdových příjmů (mizr. růst kolem 7,0%)
- očekávaný vývoj dovozu (jako kontrolní vazba přes vztah dovozu a objemu HDP)
- expertní úvahu, vyplývající z posouzení celkové situace české i světové ekonomiky
- očekávaný vývoj spotřeby domácností (očekávaný mizr. růst kolem 0,0 %)
- očekávání podniků
- slabá poptávka domácností neumožní růst služeb, dále očekáváme slabý mizr. růst indexu průmyslové produkce a další mizr. pokles stavebnictví (očekávaný vývoj investic)

Predikce indexu průmyslové produkce vychází z růstu exportu o 3 %, růstu výrobní spotřeby o 1,0 %, stagnace spotřeby domácností a poklesu objemu investic o 2 %. Po promítnutí vah jednotlivých položek vychází růst 1,3 %. Za rozhodující okamžik pro potvrzení správnosti predikce, případně nutnosti její změny považujeme zatím nezveřejněné výsledky za září t.r., které mohou potvrdit pokles tempa růstu započatý v srpnu, nebo ho naopak mohou změnit tak, jak to bylo typické v předchozích letech. Predikce vývoje stavební výroby na rok 1999 předpokládá snížení proti roku 1998 o 3 %. Tento pokles vychází především z předpokladu stagnace ekonomiky a uvažovaného poklesu investic v průmyslu o 2 %. Pokud bude snaha minimalizovat deficity veřejných rozpočtů,

budou omezeny i možnosti veřejných zakázek. Změnu trendu lze očekávat až v delším časovém období v souvislosti s opatřeními vlády na podporu rozvoje bydlení a dalších investičních aktivit, zvýšením přístupnosti úvěrů pro nositele poptávky po stavebních pracích a postupným ožíváním ekonomiky.

Přes určité rozdíly podobnost předpokladů vývoje v roce 1998 s předpoklady, které se rýsují pro rok 1999 vede k očekávání, že úroveň ekonomického výkonu zůstane v roce 1999 proti letošnímu roku nezměněna (slabá úroveň meziročního růstu M2, nízká úvěrová dynamika, slabá očekávání podniků, nulový růst spotřeby, nedostatek stimulů k investicím, silný kurs a určitý pokles dynamiky HDP v zemích hlavních obchodních partnerů). Přes značné nejistoty (rozsah zpomalení dynamiky vývozu, intenzita fiskální a měnové restriktce, kurs, rozsah přílivu zahraničních investic, skutečný rozsah deficitu veřejných financí) za nejpřiměřenější považujeme předpoklad 0,0 % růstu (jako střed asymetrického intervalového odhadu (od -1,0 % do 1,0 %)).

2.1.9 Prognóza vývoje mezd

Predikce průměrné nominální mzdy vychází z očekávaného vývoje v podnikatelské a nepodnikatelské sféře. Mzr. růst průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře odvozuje od určité setrvalosti mzdového vývoje, mzdových vyjednávání v podnicích (odborný odhad inflace ČSÚ na úrovni 7-8 % + 1 % reálný růst) a konečně od únosnosti uvedených mzdových úvah pro podniky.

Predikovaný růst průměrné reálné mzdy v podnikatelské sféře v roce 1999 o 2,2 % může vyvolat námitky s ohledem na pokračující růst míry nezaměstnanosti a stagnaci reálného HDP, které by naopak měly působit na vývoj reálné mzdy negativně. Je ale třeba upozornit na význam institucionálních a behaviorálních předpokladů pro predikci vývoje mezd v podnikatelské sféře. V procesu kolektivního vyjednávání o mzdách lze s určitostí předpokládat snahu odborů o nadhodnocení očekávané inflace nad hodnotu predikovanou ČNB ve výši 6,4 % (v průmyslu předpokládáme hodnotu tohoto navýšení o cca 1 procentní bod, mj. též v důsledku vyššího inflačního očekávání např. ČSÚ). Dále je třeba konstatovat, že propouštění povede k růstu produktivity práce. Nelze v žádném případě očekávat, že odbory tuto skutečnost pomínou. Z pohledu výrobců jak v průmyslu, tak ve stavebnictví budou predikované hodnoty tzv. reálných produkčních mezd nákladově přijatelné. Kvalitativně příznivá relace mezi produktivitou práce a reálnou produkční mzdou zůstane zachována. V zásadě totéž platí i pro stavebnictví. Ve vývoji nominálních mzdových veličin objektivně existuje jistá setrvačnost. Z tohoto pohledu je predikované meziroční snížení růstové dynamiky průměrné nominální mzdy v roce 1999 o 2,6 procentního bodu dokonce razantnější, než mezi lety 1998 a 1997, kdy toto snížení činilo 2,3 proc. bodu.

Růst průměrné nominální mzdy v nepodnikatelské sféře v roce 1999 o 12,8 % (reálné o 6 %) je založen na ohlášených úpravách mzdových tarifů. Průměrná nominální mzda v ekonomice tedy mizr. dle odhadu vzroste o 9,5 % (reálná o 2,9 %). Vzhledem k tomu, že na rok 1999 je predikován další pokles agregátní zaměstnanosti (o 1,5 %), průměrná reálná mzda sice v ekonomice vzroste o více než 2 %, ale výsledný růst reálných příjmů z mezd lze označit za méně významný (mizr. růst o 2,5 % %, mizr. růst disponibilních reálných příjmů o 2,1 %). Vývoj průměrné mzdy kontrolujeme vztahem na kalibrovanou míru nezaměstnanosti a dále přes vývoj zaměstnanosti a celkové mzdové příjmy sledováním důchodové pozice domácnosti (distribuce důchodů a její vliv na cenový vývoj).

Predikovaný vývoj na rok 1999 bude sice znamenat další meziroční ochabnutí růstové dynamiky JMN (na 6,9 %), ale poprvé od roku 1997 dojde k tomu, že tempo růstu HDP deflátoru bude nižší (6,6 %). Výsledkem bude (rovněž poprvé od roku 1997) velmi mírný růst RJMN na makroúrovni.

2.1.10 Prognóza příjmů domácností

Celkové příjmy domácností - jejich odhad je v nominální variantě podkladem pro predikci HDP. V reálné variantě je zároveň rozhodujícím prediktorem (přes změnu míry úspor a vývoj tržeb v maloobchodě) spotřeby domácností, která přes změnu celkové a konečné domácí poptávky vede k dynamice reálného HDP. Celkové nominální i reálné příjmy zároveň významně ovlivňují vývoj čisté inflace a zprostředkovaně i CPI. Pro rok 1999 vycházíme z toho, že k pokračujícímu sestupnému trendu CPI se přidá dokonce mírné zrychlení dynamiky peněžních příjmů domácností (způsobené především vývojem mezd v nepodnikatelské sféře a v položce sociálních příjmů domácností). Výsledkem bude růst reálných příjmů domácností v roce 1999 o 2,5 %, při předpokládané stagnaci reálného HDP.

Uvedené procesy se odrazí ve zlepšení relativní důchodové pozice domácností v roce 1999. Peněžní příjmy domácností porostou rychleji než nominální HDP, což povede k redistribuci celkového disponibilního důchodu ve prospěch domácností (o 1,6 procentního bodu nominálního HDP). V peněžním vyjádření činí uvedená redistribuce 24 mld. Kč (po přepočtu na disponibilní příjmy a odpočtu predikované míry úspor). Tato část peněžních příjmů domácností bude pro rok 1999 znamenat poptávkově-inflační impuls (na tutéž jednotku nominálního HDP bude meziročně připadat vyšší masa peněžních prostředků v držení domácností). Na druhé straně je třeba poukázat na to, že částka 24 mld. Kč znamená 2 % disponibilních příjmů domácností.

Očekávaný vývoj mzdových a příjmových indikátorů na rok 1999 je na samé hranici mzdově-nákladové i poptávkově-inflační neutrality. Tento závěr je podmíněn dosažením alespoň nulového růstu HDP (jako spodní hranice) a předpokladem, že hodnota mizr. indexu spotřebitelských cen, dle našich informací předpokládaná pro účely kolektivního vyjednávání (7 – 8 %), nebude dodatečně ze strany odborů výrazněji nadhodnocena.

2.1.11 Prognóza vývoje veřejných financí

Při konstrukci základních makroekonomických ukazatelů vycházíme z úrovně vládní poptávky tak, jak vyplývá z dosud neschváleného návrhu státního rozpočtu s deficitem ve výši cca 27 mld. Kč. Aktuální návrh státního rozpočtu uvažuje s deficitem ve výši 31 mld. Kč, z hlediska struktury výdajů se však od původního návrhu podstatně neliší.

Objem výdajů dle původního návrhu se jak v nominálním, tak i v reálném vyjádření ve srovnání s rokem 1998 a 1997 zvyšuje. Po dvou letech reálného poklesu výdajů tak končí období rozpočtové restrikce. Tento vývoj bude ovlivňovat celkovou domácí poptávku v české ekonomice.

S větším růstem (jak reálným, tak i nominálním) je uvažováno u kapitálových výdajů. Jejich podíl na celkových výdajích však není značný (cca 9 %) a z tohoto pohledu nelze uvažovat s výraznějším impulsem pro investiční poptávku (absolutně se jedná o 7,5 mld. Kč dodatečných investic v ekonomice v příštím roce, tj. cca 1 % investiční poptávky). Po zohlednění financování investičních výdajů státu v roce 1998 z úvěrů na infrastrukturu je tento nárůst značně nižší (pouze 1,3 mld. Kč).

Značná část navrhovaného deficitu státního rozpočtu tak není směřována na investice, ale především do tzv. běžných výdajů, které ovlivňují jak vládní spotřebu, tak především spotřebu domácností (mzdy, mandatorní výdaje). Právě zvyšování poptávky v těchto základních komponentech domácí poptávky by mohlo (v případě „nákazy“ do ostatních sektorů ekonomiky) negativně ovlivnit budoucí měnový vývoj.

Vývoj základní struktury výdajů státního rozpočtu v letech 1997 – 1999 je zřejmý z následující tabulky:

	Meziroční změny v %					
	Běžné ceny			Stálé ceny		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Výdaje celkem	8,3	4,9	10,5	-0,2	-5,5	3,7
A) Běžné výdaje	19,0	6,9	10,1	9,7	-3,7	3,3
- transf.domácnostem	33,6	12,2	8,9	23,1	1,1	2,2
- výd.na veř. Spotřebu	4,8	2,2	11,1	-3,4	-7,9	4,2
- ostatní (dluh. Sl.)	26,2	22,5	22,5	16,3	10,4	14,9
B) Kapitálové výdaje	-15,3	17,8	16,2	-21,9	6,1	9,0
C) Ostatní	-12,2	50,0	3,7	-19,1	35,1	-2,7

Pozn.: 1998 očekávaná skutečnost, 1999 návrh státního rozpočtu (verze pro PS Parlamentu)

V návaznosti na tento vývoj státního rozpočtu předpokládáme následující pravděpodobný vývoj celkových veřejných financí. Celkový deficit veřejných financí by se měl zvýšit z očekávaných 25 mld. Kč v roce 1998 na 43 mld. Kč v roce 1999. Podrobnější přehled o hospodaření jednotlivých veřejných rozpočtů dává následující tabulka:

Hospodaření veřejných rozpočtů v letech 1993 - 1999

v mld. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	skut.	skut.	skut.	skut.	skut.	oč.skut.	pred.MF
Státní rozpočet	1,1	10,4	7,2	-1,6	-15,7	-11,0	-26,8
Místní rozpočty	0,9	-1,1	-3,2	-9,4	-4,8	-4,9	-2,9
Státní finanční aktiva	1,5	1,0	-2,7	-2,3	-2,5	0,0	-2,1
Státní fondy	0,1	0,4	0,0	1,1	1,7	0,0	0,0
Pozemkový fond	1,3	1,1	1,2	0,6	-1,6	-0,8	-0,6
Fond národního majetku	13,4	-5,4	4,0	-5,9	-4,5	-8,6	-11,7
Zdravotní pojišťovny	5,0	-0,9	-3,6	-4,4	-0,4	0,0	1,1
Veřejné rozpočty celkem	23,3	5,5	2,9	-21,9	-27,8	-25,3	-43,0
Podíl na HDP v %	2,3	0,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,4	-2,2
Metodika GFS, podíl na HDP	2,7	0,8	0,4	-0,4	-1,2	-1,5	-2,2

2.1.12 Prognóza vývoje peněžní zásoby

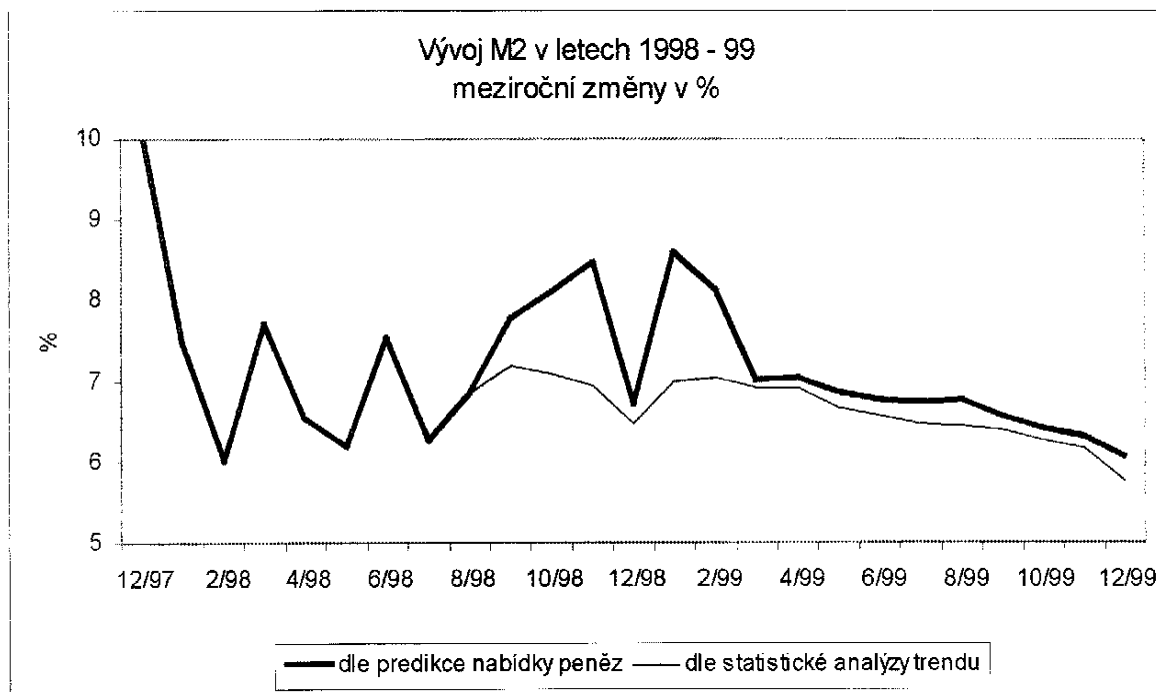
Predikce vývoje M2 na rok 1999 byla provedena dvěma metodami.

První metoda spočívá v predikci nabídky peněz za předpokladu fixace úrovně reálných úrokových sazeb na úrovni září t. r. (1T PRIBOR deflovaný aktuální výší PPI). Na základě tohoto předpokladu by průměrná výše reálných úrokových sazeb dosáhla v roce 1999 10,3 %. Vzhledem k tomu, že tato úroveň je mírně vyšší než průměr roku 1998 (9,5 %), uvažujeme s přírůstkem úvěrové emise v max. stejné výši jako v letošním roce (45 mld. Kč). Pro vládní

sektor je zakomponován předpoklad o deficitu ve výši 26,8 mld. Kč. Na základě této metody by meziroční přírůstek peněžní zásoby ke konci roku 1999 dosáhl 6 %.

Druhá metoda vycházela z ekonometrické analýzy stochastického trendu ve vývoji M2 za období od r. 1993 do srpna 1998 (Box-Jenkins metodologie). Podle této metodologie by meziroční přírůstek peněžní zásoby ke konci roku 1999 dosáhl 5,8 %.

Obě metody tudíž vypovídají o velmi shodném vývoji množství peněz v příštím roce, který naznačuje další zpomalení přírůstku M2.



Dosud provedené ekonometrické analýzy signalizují především větší relevanci ve vývoji množství peněz vůči HDP než inflaci (jak celkové, tak i čisté). Vztah peněžní zásoby vůči vývoji inflace je stále slabý a statistiky málo zřetelné. Z tohoto důvodu lze na základě vývoje M2 v referenčním scénáři modelovat především vývoj HDP, které by mohlo v roce 1999 dosáhnout poklesu až 2,6 %.

Obdobné propočty byly provedeny i pro variantu uvolnění měnové politiky (snížení reálné úrokové sazby o 1 procentní bod) a cíle v inflaci na rok 1999 ve výši 3,5 %. V případě uvolnění měnové politiky uvažujeme se zvýšením meziročního přírůstku M2 na 6 – 8 %, které by mělo působit především na vývoj HDP (snížení poklesu z 2,6 % na 1,5 %) při slabém vlivu na vývoj inflace.

Obdobné výsledky pro variantu cíle v čisté inflaci ve výši 3,5 %, jsou vzhledem k velmi nízkému indexu determinace modelu vztahu mezi relativními přírůstky M2 a míry inflace pro měsíční údaje (cca 0,3) málo věrohodné. Dle výsledků tohoto modelu je pro dosažení zřetelnějšího poklesu ve vývoji inflace potřeba razantnějšího snížení M2. Z tohoto důvodu bylo pouze simulováno snížení peněžní zásoby oproti referenčnímu scénáři o dodatečné 2-3 procentní body, které by si pravděpodobně vyžádalo zvýšení úrokových sazeb

ve stejné výši, tj. reálnou úrokovou sazbu cca 12 – 13 %. Snížení meziročního přírůstku peněžní zásoby o 2 – 3 procentní body by především vedlo k prohloubení poklesu v meziroční dynamice HDP z 2,6 % na 3,3 % při slabém vlivu na vývoj inflaci.

Veškeré uvedené výsledky vychází striktně z ekonometrických propočtů, které jsou přirozeně omezeny délkou časových řad. Tyto propočty jsou relevantní především pro HDP a nikoliv pro inflaci. Z tohoto důvodu je třeba uvedené výsledky posuzovat především jako pouze indikace budoucího trendu ve vývoji HDP a inflace.

2.2 Modelová prognóza inflace

Modelová prognóza inflace pro rok 1999 je provedena na základě měsíčního modelu inflace (MMI). Propočty vycházejí z variantních předpokladů.

1. Nominální kurz (DEM, USA – prosinec 99 na prosinec 98)
 - (i) základní scénář: 0 %
 - (ii) scénář snížení reálných úrokových sazeb: znehodnocení o 2,8 %
 - (iii) scénář zvýšení reálných úrokových sazeb: zhodnocení o 2,8 %.
2. Nominální kurz DEM/USD pro prognózované období: 1.62 DEM/USD.
3. Deregulace: dle původních vládních návrhů o 10,5 % v r. 1999.
4. Nezaměstnanost (ke konci 1999)
 - (i) základní scénář: 9 %
 - (ii) scénář snížení reálných úrokových sazeb: 8,5 %
 - (iii) scénář zvýšení reálných úrokových sazeb: 9,3 %.
5. Nominální disponibilní příjmy (meziroční změna)
 - (i) základní scénář: 9 %
 - (ii) scénář snížení reálných úrokových sazeb: 10%
 - (iii) scénář zvýšení reálných úrokových sazeb: 7,8 %.
6. Reálná úroková sazba (úroková sazba na střednědobé vklady deflována CPI, adaptivní očekávání)
 - (i) základní scénář: průměrně 2,6 %
 - (ii) scénář snížení reálných úrokových sazeb: průměrně 2,0 %
 - (iii) scénář zvýšení reálných úrokových sazeb: průměrně 3,2 %.

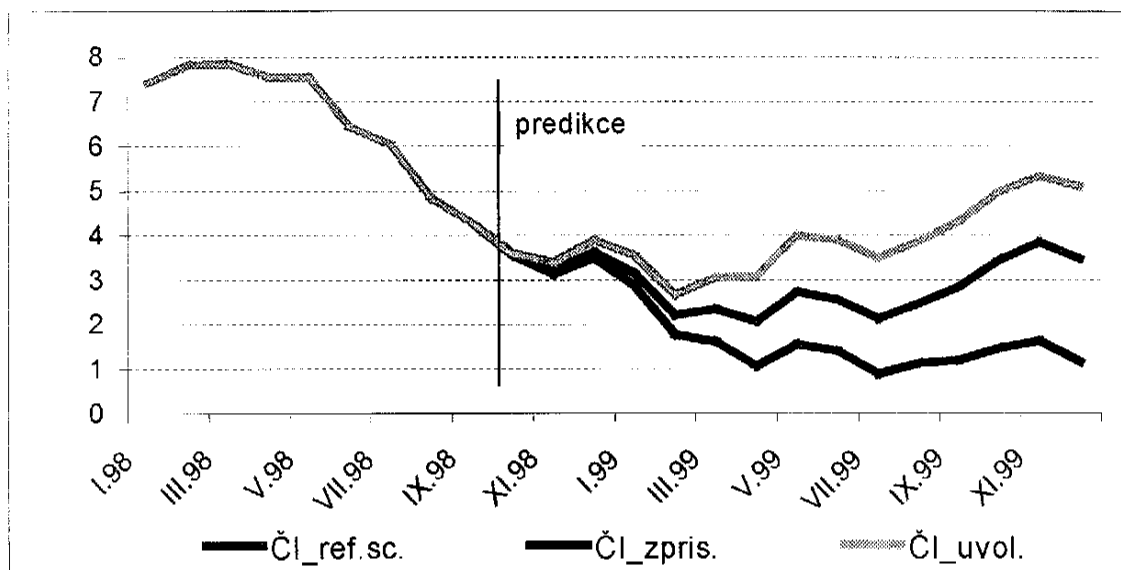
Modelové výpočty u všech scénářů ukazují na další dezinflaci až do března příštího roku. Od března do konce roku 1999 se pak průběh čisté inflace značně liší na základě zvolených předpokladů. Jednotlivé předpoklady vstupují do modelu nezávisle a jejich provázanost je

odvozena od teoretických a expertních postupů. Konkrétní rozložení průběhu exogenních veličin pak může značně ovlivnit prognózovaný vývoj.

Prognózy potvrdily rozhodující roli kurzu. Předpokládané změny kurzu jsou u jednotlivých scénářů relativně větší než u ostatních vstupních veličin a elasticita na změnu kurzu je absolutně nejvyšší.

Vzhledem ke konstrukci modelu, který uvažuje důchodový efekt deregulací, se snížení tempa deregulací v příštím roce promítne do zvýšení podílu ČI v celkové inflaci, což při nezměněné restrikci měnové politiky znamená růst ČI.

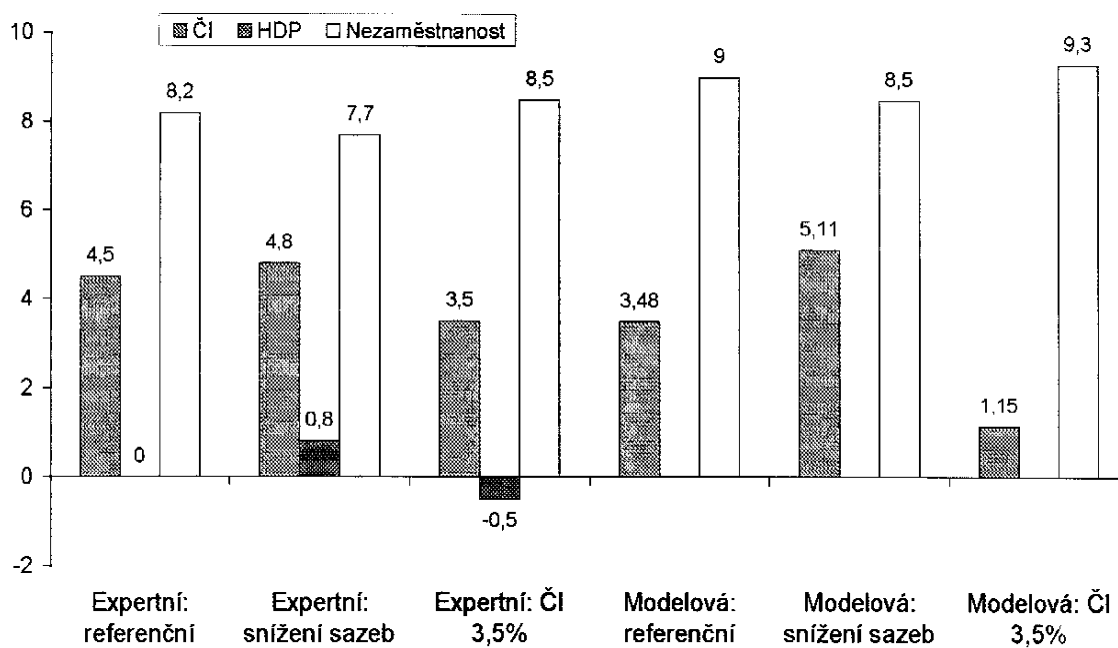
Graf Prognózy čisté inflace podle MMI



2.3 Shrnutí prognóz inflace

Porovnání prognózovaných hodnot čisté inflace podle jednotlivých variant expertní a modelové predikce a s tím související dopady na HDP a nezaměstnanost zobrazuje následující graf. V případě modelové prognózy nebyly provedeny simulace dopadů na HDP.

Graf Variantní propočty čisté inflace, HDP a nezaměstnanosti



3 Varianty stanovení inflačního cíle pro rok 1999

3.1 Hlavní argumenty ve prospěch stanovení inflačního cíle pro rok 1999

V této části zrekapitulujeme nejdůležitější argumenty hovořící ve prospěch stanovení inflačního cíle pro rok 1999, tak jak vyplynuly z dosavadních diskusí v ČNB. Některé důvody jsou principální a vycházejí z logiky strategie cílování inflace.

- a) Nejvlastnějším prvkem strategie cílování inflace je existence inflačního cíle. Při neexistenci cíle nelze provádět měnovou politiku, neboť prognózy inflace budou mířit „do prázdna“ a nebude existovat kritérium, na jehož základě bude možno přijímat rozhodnutí o změnách úrokových sazeb.
- b) Existence inflačního cíle je klíčovým nástrojem, pomocí něhož centrální banka ovlivňuje formování inflačních očekávání. Inflační cíl vymezuje hlavní charakteristiky střednědobé desinflační resp. protiinflační trajektorie a zároveň indikuje pravděpodobné reakce měnové politiky (tj. směru a intenzity) v případech, kdy se prognóza inflace začne odchylovat od cíle. Tím zmenšuje prostor pro vznik měnově-politických překvapení a usnadňuje ekonomickým subjektům předvídaní reakcí centrální banky na měnící se ekonomické podmínky.
- c) Přijetím inflačního cíle uvaluje na sebe centrální banka disciplínu, která by ji měla vést k větší odpovědnosti při provádění měnové politiky.
- d) Nevyhlášení inflačního cíle v situaci, kdy dochází k výraznému poklesu míry čisté inflace pod letošní krátkodobý cíl, by mohlo vést u ekonomických subjektů k pochybnostem ohledně udržitelnosti střednědobých desinflačních záměrů a kredibility měnové politiky ČNB vůbec.

3.2 Základní možnosti stanovení inflačního cíle pro rok 1999

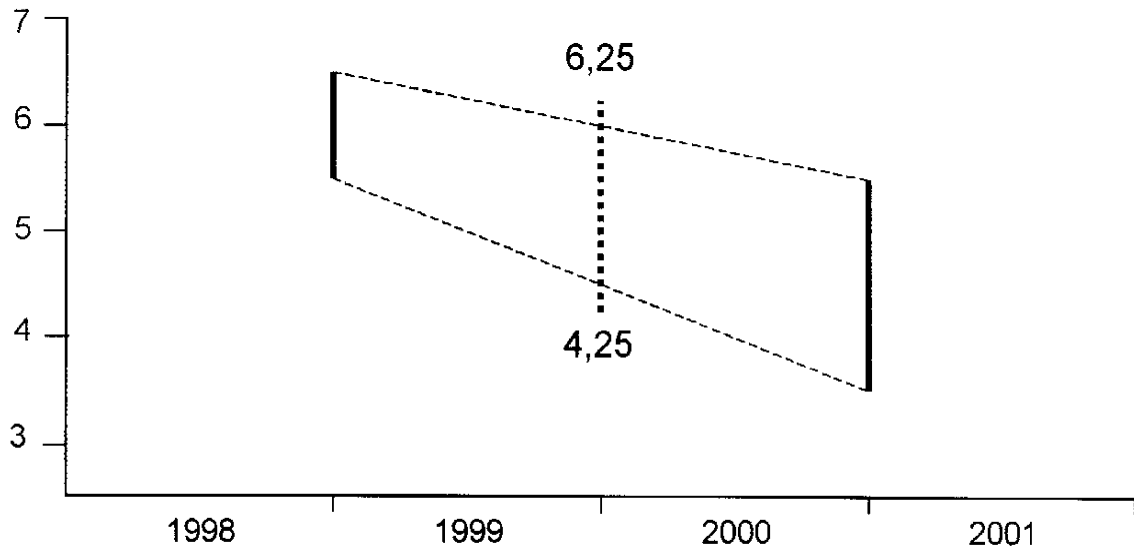
V této části popíšeme tři základní způsoby, jak by cíl pro rok 1999 mohl být stanoven a uvedeme nejdůležitější přednosti a nedostatky každé varianty. Ve všech třech případech vycházíme ze stejné *šířky cílového intervalu*, která činí ± 1 procentní bod. Toto rozpětí má obdobu u některých jiných centrálních bank cílujících inflaci a je dobře zdůvodnitelné a obhajitelné.⁴ Jiným kritériem, které by mohlo ovlivnit stanovení cíle je volba *strmosti desinflačního procesu* v čase ve smyslu lineárního nebo jiného než lineárního průběhu inflace. Soudíme však, že v horizontu jednoho roku obecně a při dnešních fluktuacích makroekonomických veličin obzvláště jakákoliv úvaha o jiném než lineárním průběhu (des)inflace je spíše zbožným přáním než realistickým měnově-politickým předpokladem a proveditelným úkolem. Hlavním faktorem určujícím polohu cíle pro rok 1999 je tedy volba,

⁴ V příloze jsou jako výhody bodového pojetí cíle uváděny především větší transparentnost, lepší fixování inflačních očekávání, resp. eliminace rizika, že se inflační očekávání budou odvíjet od horní hranice stanoveného pásma a konečně i poměrně značné riziko nesplnění inflačního cíle v rámci pásma, které nemůže být s ohledem na jeho kredibilitu dostatečně široké na to, aby pokrylo vliv případných exogenních šoků. Cenou tohoto přístupu je nutnost průběžně odůvodňovat velmi pravděpodobnou odchylku aktuálního vývoje inflace od stanoveného bodového cíle.

zda výchozím bodem je cíl pro rok 1998 nebo skutečná míra čisté inflace, která bude koncem letošního roku s největší pravděpodobností dosažena.

První metodou stanovení inflačního cíle pro rok 1999, pojmenovanou pracovním jako „horní“ cíl, je metoda lineárního spojení cílů v roce 1998 a 2000 (viz Obr 1).

Obr. 1 „Horní“ cíl (střed 5,25)

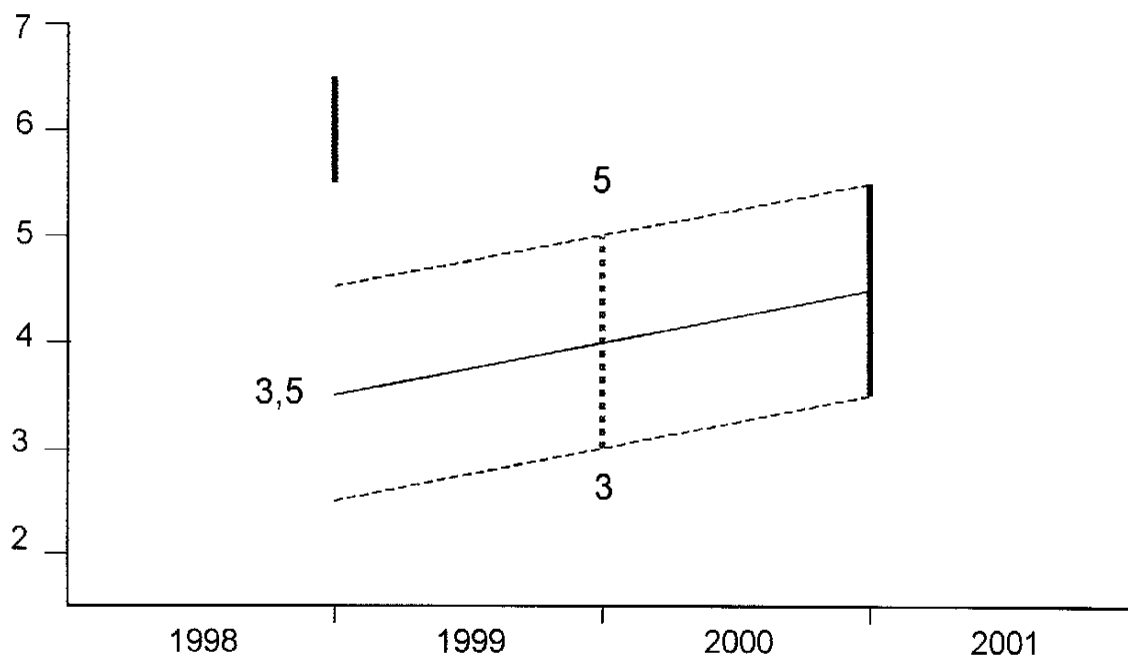


Tento způsob stanovení cíle je nejjednodušší a z hlediska logiky schématu cílování inflace se jeví jako nejčistší. Eliminuje možnost nadměrné diskrece a voluntarismu při stanovování cílů v inflaci a potvrzuje kontinuitu desinflačního procesu, k němuž se banka koncem roku 1997 zavázala. K tomu, aby nebyl považován za nedostatečně ambiciózní, by bylo zapotřebí jeho případné vyhlášení doprovodit přesvědčivým vysvětlením toho, proč nebude cíl pro rok 1998 splněn. Lze se domnívat, že faktory, které ovlivnily příznivý výsledek inflace v tomto roce, mohou ještě v příštím roce doznívat a přispět k opětovnému nesplnění cíle. To by implikovalo potřebu jakéhosi „průběžného vysvětlování“, které by trvalo tak dlouho, dokud by působil pozitivní nabídkový šok. Pokud by bylo veřejnosti v nejbližším období předloženo věrohodně zdůvodněné vysvětlení exogenních příčin rychlé desinflace, již jsem dnes svědky, a pokud by toto vysvětlení bylo dostatečně dobře přijato, nemuselo být takové průběžné vysvětlování nadále obtížné a docela dobře by mohlo být poskytováno veřejnosti v pravidelných Zprávách o inflaci.

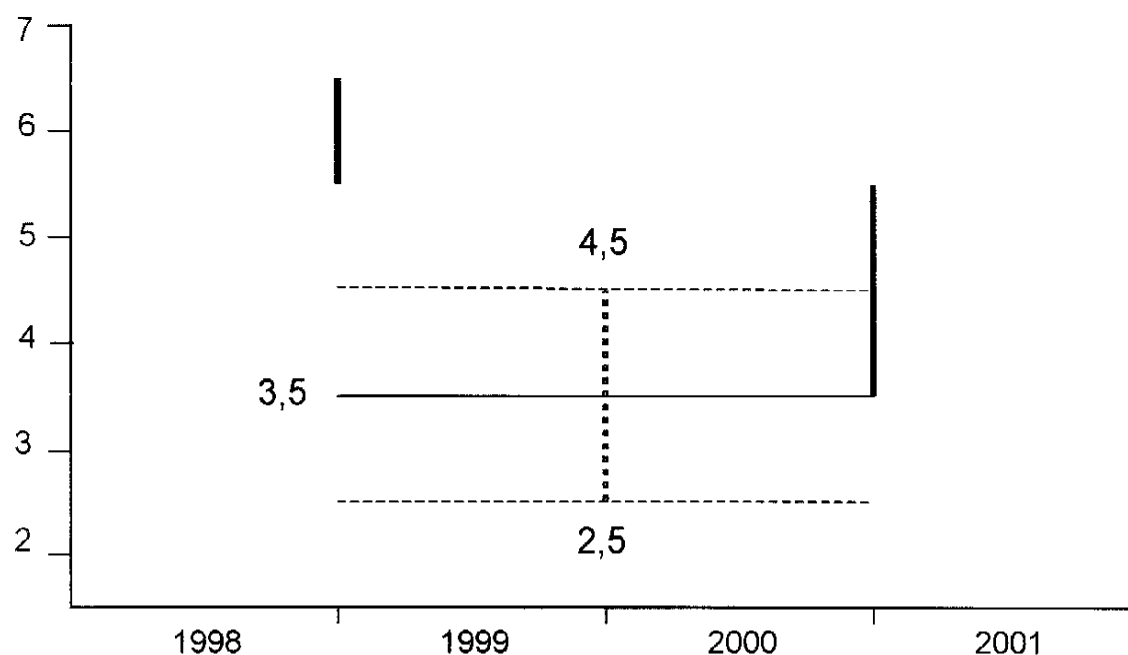
Druhá metoda stanovení cíle vede k situaci, kdy výchozím bodem se stane míra čisté inflace pravděpodobně (skutečně) dosažená na konci tohoto roku. Předpokládáme-li, že by tempo růstu čisté inflace ke konci roku dosáhlo přibližně 3,5%⁵, pak by spojení této úrovně se středem cíle v roce 2000 resp. s dolní úrovní tohoto cíle vytvořilo dvě varianty „dolních“ cílů s rozpětím 3 až 5% resp. 2,5 až 4,5%.

⁵ V této části předpokládáme, že čistá inflace bude na konci roku 1998 činit 3,5% a nikoliv 3,7%, jak naznačuje expertní prognóza v referenčním scénáři. Protože je úroveň 3,5% zvolena pro jednoduchost úvah, neměla by být považována za nekonzistentnost textu.

Obr. 2a „Dolní“ cíl A (střed 4)



Obr. 2b „Dolní“ cíl B (střed 3,5)

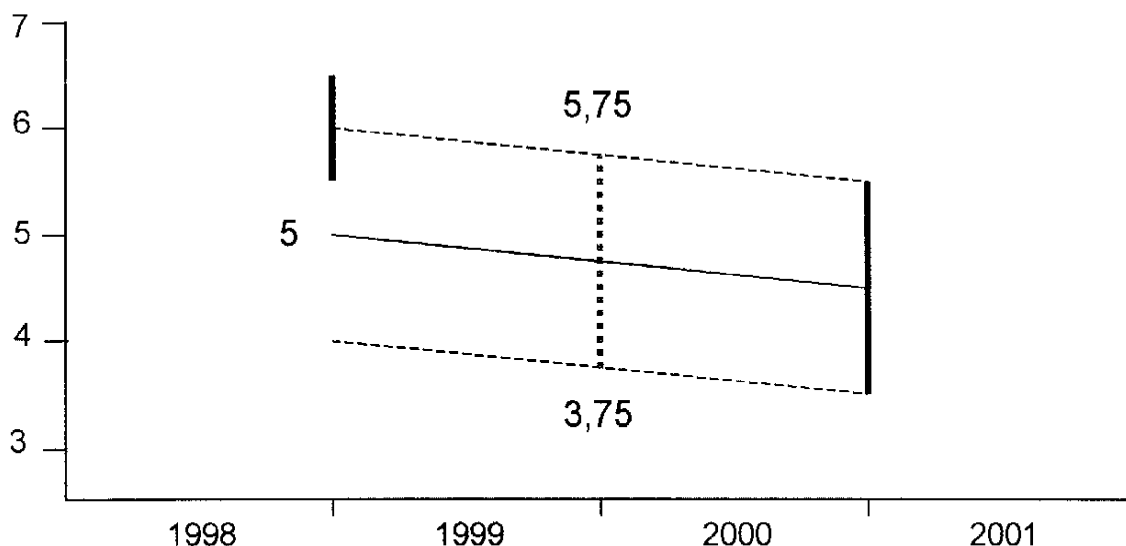


Záměrem takto stanovených cílů by bylo udržení dosažené úrovně inflace i v roce 1999, což by implikovalo potřebu velmi přísné měnové politiky v případě, že by došlo k obratu ve vývoji dosud pozitivně působících inflačních faktorů a opětovnému růstu inflačních tlaků. Ze střednědobého pohledu je takovou politikou snižování inflace třeba považovat za dynamicky nekonzistentní, neboť v jednom roce (1999) usměrňuje očekávání jiným směrem než v roce

následujícím (2000). Takovéto stanovení cíle by tedy bylo v rozporu se snahou dlouhodobě stlačovat očekávanou a následně i skutečnou inflaci směrem dolů. Protože se varianta A vyznačuje tolerancí vůči případnému oživení inflačních tlaků v průběhu roku období 1999 - 2000, zdá se být v příkrém rozporu se samotným posláním centrální banky.

Třetí způsob stanovení cíle je jen jedním z mnoha možných, které by vycházely z nějaké kombinace dvou předcházejících základních (krajních) způsobů. „Přizpůsobeným“ cílem rozumíme „odečtení“ vlivu exogenních faktorů od skutečně dosažené předpokládané skutečnosti tempa růstu čisté inflace na konci roku 1998 a propojení takto získaného bodu se středem cíle v roce 2000. Vyjdeme-li z již zmíněného pravděpodobného výsledku čisté inflace na konci roku 1998 ve výši 3,5% a z odhadu dopadu exogenních faktorů na čistou inflaci ve výši 1,5%, získali bychom výchozí hodnotu ve výši 5%. Propojením této úrovně se středem cíle pro rok 2000 bychom obdrželi mírně desinflační trajektorii znázorněnou na Obr. 3.

Obr. 3 „Přizpůsobený“ cíl (střed cca 4,75)



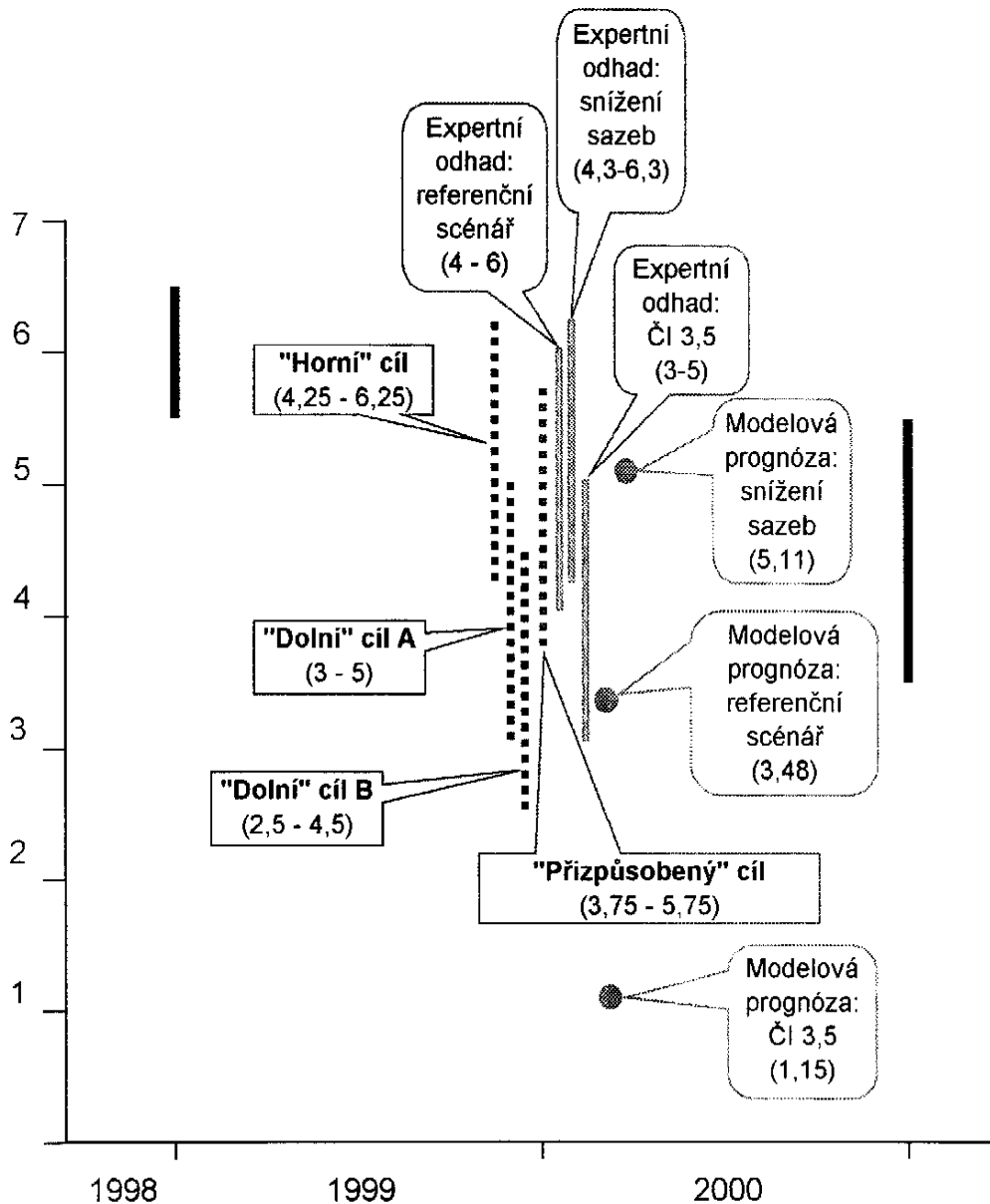
I tento způsob stanovení cíle by vyžadoval kvalitní analytické zdůvodnění při objasňování veřejnosti. Jeho obhajitelnost, podobně jako v prvním případě, by kriticky závisela na věrohodné kvantifikaci dopadů exogenních faktorů na letošní čistou inflaci. Předností takto stanoveného cíle je, že bere v úvahu skutečnou dynamiku dosavadního dezinflačního procesu (v té míře, v jaké je za něj centrální banka pravděpodobně zodpovědná) a současně umožňuje projektovat cíl v roce 1999 jako pokračování dezinflačního trendu. Hlavní předností tohoto způsobu je, že při zohlednění komponenty exogenních faktorů přináší nejvyšší pravděpodobnost splnění. Problémem takto stanoveného cíle by mohla být určitá nesrozumitelnost a možný vznik podezření, že si centrální banka neví rady s podstřelením cíle v roce 1998. Poněkud mírnější proces dezinflace vyplývající z „přizpůsobeného“ cíle ve srovnání s „horním“ cílem otevírá prostor pro zmírnění měnové restrikce v roce 1999, která by byla kompenzací za větší restrikci v roce 1998 implikované rozdílem mezi cílem a skutečně dosaženou mírou inflace „očištěnou“ (přizpůsobenou) o vliv exogenních faktorů.

Praktickým problémem stanovení cíle v roce 1999 na základě skutečné inflace v roce 1998 je ovšem to, že cíl by mohl být přesně stanoven až poté, co bude známa skutečná inflace za prosinec 1998, tj. až v lednu roku 1999. Spoléhat již dnes na predikci inflace ke konci roku

1998 a vycházet z ní jako ze substitutu skutečné inflace by se při stávajících odchylkách našich inflačních prognóz od skutečnosti nemuselo jevit jako důvěryhodné.

Po diskusi nejdůležitějších způsobů stanovení cíle pro rok 1999 je třeba provést jejich vzájemné srovnání a zároveň porovnání s prognózami inflace. Na obr. 5 jsou znázorněny všechny čtyři uvažované cíle a obě prognózy inflace ve všech třech uvažovaných scénářích.

Obr. 5 Způsoby stanovení inflačních cílů a prognózy inflace



Ze srovnání cílů a prognóz inflace vyplývají tyto závěry:

- Obě varianty „dolního“ cíle se výrazně vymykají plynulému desinflačnímu procesu.
- Rozdíl mezi „horním“ cílem a „prizpůsobeným“ cílem je dosti malý, neboť na obou koncích intervalu činí 0,5 procentního bodu.

- Společný interval (průnik) všech čtyř cílů je velmi krátký: činí pouze 0,25 procentního bodu. Je definován rozdílem mezi dolní hodnotou „horního“ cíle (4,25) a horní hodnotou „dolního“ cíle (4,5).
- Pro různé alternativy nastavení měnové politiky jsou vhodné různé varianty stanovení inflačního cíle, což demonstruje následující tabulka:

PROGNÓZA						
Expertní				Modelová		
	Ref. scénář	Snížení US	ČI 3,5%	Ref. scénář	Snížení US	ČI 3,5%
Nejlépe odpovídá cíl	"Horní" nebo "Přizpůsobený"	"Horní"	"Dolní A"	"Dolní B"	"Horní" nebo "Přizpůsobený"	0

4 Doporučení bankovní radě

Měnová sekce doporučuje bankovní radě přijmout inflační cíl pro rok 1999 s těmito parametry:

- 1) Přijmout referenční scénář expertní prognózy.

Zdůvodnění: Desinflační proces volbou tohoto scénáře nebude narušen a to dokonce i v případě, že dopad exogenních nabídkových faktorů bude postupně odeznívat.

- 2) Jak vyplývá z výše uvedené tabulky, volbě referenčního scénáře expertní prognózy odpovídá nejlépe „horní“ nebo „přizpůsobený“ cíl. Doporučujeme přijmout koncepci přizpůsobeného cíle tj. cíle odvozeného od spojnice odhadu skutečně dosažené inflace ke konci roku 1998, od níž bude na základě expertního odhadu odečten pozitivní vliv exogenních nabídkových šoků v rozsahu 1,5 procentního bodu, a středu cíle stanoveného pro rok 2000. V současné době by se mohl (střed intervalu) pohybovat na úrovni 4,75%.

Zdůvodnění: Stanovení cíle na základě „přizpůsobení“ skutečně dosažené inflace „odečtením“ vlivu exogenních šoků je konsistentní v dvojím smyslu. Jednak tím, že navazuje na skutečnou inflaci, což zvyšuje pravděpodobnost jeho splnění, a jednak tím, že v případě pokračování pozitivního dopadu exogenních šoků i v roce 1999 nevyvolává nutnost jiného typu zdůvodnění nesplnění cíle než tomu bude v letošním roce. Takto stanovený cíl je navíc v souladu s dlouhodobou trajektorií desinflace, což by mělo pozitivně ovlivňovat inflační očekávání ekonomických subjektů. Takto stanovený cíl rovněž vyhovuje konvergenci míry inflace na úroveň v zemích EU.

- 3) Stanovit cíl formou intervalu s rozpětím +/- 1 procentní bod.
- 4) Prezentovat cíl veřejnosti jako plnohodnotný krátkodobý cíl.
- 5) Prezentovat inflační cíl způsobem, který by napomohl k ovlivnění inflačních očekávání pro rok 1999.

1	Úvod.....	1
2	Prognózy inflace a vybraných makroekonomických a měnových veličin.....	2
	2.1.1 Prognóza faktorů čisté inflace (referenční scénář).....	3
	2.1.1.1 Exogenní faktory.....	3
	2.1.1.2 Poptávkové faktory.....	3
	2.1.1.3 Nákladové faktory.....	4
	2.1.1.4 Ostatní faktory.....	4
	2.1.2 Anatomie čisté inflace.....	4
	2.1.3 Inflační rizika.....	5
	2.1.4 Prognóza čisté inflace.....	5
	2.1.5 Prognóza spotřebitelských cen.....	6
	2.1.6 Prognóza vývoje nezaměstnanosti.....	6
	2.1.7 Prognóza běžného účtu, vývozu a dovozu.....	7
	2.1.8 Prognóza HDP.....	7
	2.1.9 Prognóza vývoje mezd.....	8
	2.1.10 Prognóza příjmů domácností.....	9
	2.1.11 Prognóza vývoje veřejných financí.....	9
	2.1.12 Prognóza vývoje peněžní zásoby.....	10
	2.2 Modelová prognóza inflace.....	12
	2.3 Shrnutí prognóz inflace.....	14
3	Varianty stanovení inflačního cíle pro rok 1999.....	15
	3.1 Hlavní argumenty ve prospěch stanovení inflačního cíle pro rok 1999.....	15
	3.2 Základní možnosti stanovení inflačního cíle pro rok 1999.....	15
4	Doporučení bankovní radě.....	20

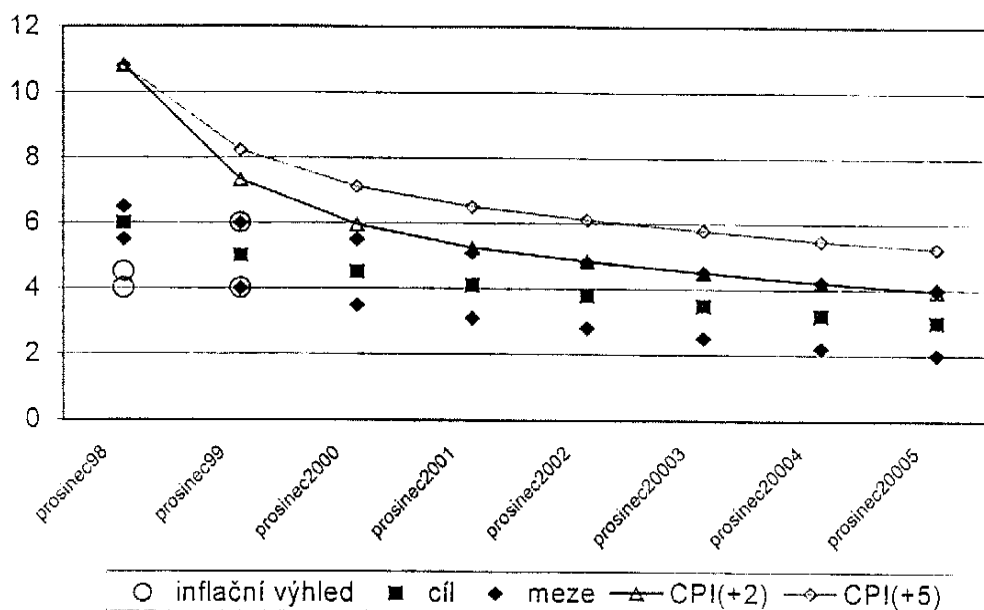
Návrh alternativy vyhlášení inflačních cílů

I. Vyhlášení cílů

- cíl pro rok 1999 bude vyhlášen v listopadu z důvodů maximální efektivity nominální kotvy¹
- pro střednědobý cíl 2001 jsou dvě alternativy² - (i) vyhlášení obou cílů v listopadu v rámci ucelené strategie (ale to je časově náročné vzhledem k nutnosti vypracovat podkladový materiál) a (ii) oznámit že tříletý cíl bude zveřejněn koncem roku v rámci prezentace měnového programu a že jeho hodnota bude odvozena od desinflační strategie, která cílí na konvergenci s EU v delším horizontu (tato varianta otevírá možnost projednat dlouhodobou strategii s vládou a získat její podporu)
- za předpokladu, že existuje značná pravděpodobnost získání podpory vlády, kloníme se tedy ke (ii) s tím, že důraz na dodržení existence tříletého rozhodovacího horizontu bude při prezentaci cíle na rok 1999 výrazně komunikován
- číselnou alternativu stanovení série střednědobých cílů ukazuje Obrázek 1 (Tabulka 1) – je vidět, že hlediska konvergence k EU inflaci by tuto sérii cílů šlo jen stěží označit jako ambiciózní (samozřejmě při uvedených předpokladech a s tím, že jde o pohyblivý cíl, protože nevíme, jaká bude EU inflace v roce 2005)

¹ Nekonzistence mzdových nároků s inflací může být redukována, pokud bude desinflační politika ČNB kredibilní a transparentní.

² Vylučujeme možnost vyhlásit cíl 1999 osamoceně, protože by to oslabilo sílu strategie měnové politiky.



Inflační cíle do roku 2005 a dvě varianty rychlosti cenových náprav

Cíl pro rok	cíl	dolní mez	horní mez	Cenové nápravy (+2)	cenové nápravy (+5)	CPI(+2)	CPI(+5)
1998	6,00	5,50	6,50	22,00	22,00	10,80	10,80
1999	5,00	4,00	6,00	12,80	15,80	7,34	8,24
2000	4,50	3,50	5,50	9,34	13,24	5,95	7,12
2001	4,10	3,10	5,10	7,95	12,12	5,26	6,51
2002	3,80	2,80	4,80	7,26	11,51	4,84	6,11
2003	3,50	2,50	4,50	6,84	11,11	4,50	5,78
2004	3,20	2,20	4,20	6,50	10,78	4,19	5,48
2005	3,00	2,00	4,00	6,19	10,48	3,96	5,24

Poznámka: První scénář vývoje v segmentu regulovaných cen je založen na předpokladu náprav ve výši inflace CPI z předchozího roku + 2%, přitom váha čisté inflace v inflaci CPI je kalibrována na 70%. Druhý scénář pracuje s vyšším (5%) navýšením. Při těchto předpokladech by byla v roce 2005 inflace CPI mezi 4-5%. Inflační výhled v grafu je 4,1-4,2% pro rok 1998 a 4-6% pro rok 1999.

II. Typy cílů a desinflační trajektorie

- ze zvolné strategie plyne existence tří cílů – z pohledu konce roku 1998 – máme krátkodobý (roční) pro 1999, “starý” střednědobý cíl (dvouletý) pro 2000 a “standardní” střednědobý tříletý pro 2001³
- s takto pojatým systémem je třeba vyjasnit funkce jednotlivých cílů – možná interpretace je taková:

³ Letošní vyhlášení je trochu vyjimečné, protože naposled nemůžeme krátkodobý cíl ukotvit v cíli střednědobém.

- tříletý cíl je deklarácí desinflačního úsilí, formuje očekávání finančních trhů, ale neslouží jako faktické kritérium pro rozhodování o měnové politice, cílem je střed deklarovaného intervalu, rozpětí intervalu odráží nejistotu a možné šoky (stejnou roli může hrát desinflační trajektorie zmíněná dříve)
- jednoletý cíl slouží jako operativní kritérium pro změny měnové politiky k tomu, aby došlo k dosažení následného cíle v „optimální trajektorii“. Problém vzniká se zkracujícím se horizontem, během roku. Nabízí se proto interně přejít na postup pravidelného, zřejmě čtvrtletního, rolování výhledů i cílů v horizontu 12 měsíců, čímž by se značně zvýšila přehlednost a transparentnost rozhodování
- zatím co dosažení jednoletého cíle může být komplikováno změnou vnějších podmínek, na které nebude optimální nebo ani možné v čase zbývajícím do konce roku reagovat, dosažení následujícího cíle by mělo být cílem banky i při změně těchto podmínek. Tuto filosofii, které vede k nižší volatilitě úrokových sazeb i menším tlakům na reálnou ekonomiku, je třeba jasně komunikovat
- sekvence cílů vlastně formuje desinflační koridor a proto musí být jejich stanovování konzistentní
- z tohoto požadavku plynou dvě otázky – jaký je vztah cílů v čase (např. jas se stanoví roční cíl ve vztahu k dvouletému) a jestli nezačít i veřejně (protože interně to děláme) pracovat s koridorem raději než s cílem pro konec roku
 - vztah cílů v čase: (i) buď se budou cíle automaticky přenášet v čase (tříletý se stane postupně dvouletým a ročním jako na obrázku 1) nebo (ii) se budou do sebe zasunovat (v čase vzdálenější cíl bude mít širší interval)
 - koridor versus cíl pro konec roku: existuje „optimální varianta“, která přesně odpovídá rozhodovacímu procesu, ale bude náročná na prezentaci. Také při současné úrovni analytického aparátu se lze domnívat, že by kredibilitu procesu výrazně nezvýšila
 - pracovat s pravidelným (3 měsíčním) obnovováním jak inflační prognózy na 12 měsíců dopředu, tak i upřesnění 12 měsíčního cíle, který by byl chápán jako optimální inflační trajektorie k dosažení víceletých cílů. Tato procedura by měla probíhat interně v každém případě - otázkou je, zda ji komunikovat „neformálně“ (např. v záznamech z jednání) nebo „formálně“ při vyhlášení cíle 2001 upozornit, že ukazuje koridor pro „valící se krátkodobé cíle“

III. Konsistence cílů v čase

- při změně cíle ze střednědobého na roční nemusí dojít k triviálnímu zúžení intervalu – můžeme uvažovat o bodovém versus intervalovém ročním cíli
- bodový cíl je z hlediska vnějšího prostředí transparentnější. Také pro vnější prostředí vylučuje riziko, že inflační očekávání se odvíjejí od horní hrany koridoru. Implicitně také neobsahuje komunikační problém v případě, kdy je koridor nesymetrický
- intervalový cíl vytváří prostředí zdánlivě „většího komfortu banky“, ale je pro měnové opatření obtížněji použitelný (otázkou totiž je, zda měnové opatření provést při vychýlení inflačního výhledu z koridoru nebo odchýlení od středu, dále je pak problém, zda nedosažení koridoru, který je značně široký není snad i více nekredibilní než odchylka od bodu)
- naproti tomu bodový cíl fixuje lépe očekávání, jeho vyhlášením se banka „vyhýbá“ explicitnímu odhadu krátkodobé nejistoty, pak ale musí začít pracovat s výjimkami, resp. udat nějaká pravidla, za jakých se čistá inflace odchýlí od krátkodobého cíle
- tato pravidla je možno použít též pro zpřesnění krátkodobého cíle, tj. zdůvodnění proč není roční cíl ve středu starého dvouletého cíle (pokud například došlo vlivem externího šoku k podstřelení krátkodobého cíle, pak může banka umístit roční cíl do dolní části intervalu)
- dalším pozitivním faktorem je, že mechanistický přístup – změna měnové politiky nastává automaticky při opuštění intervalu prognózou – nelze užít. Ve skutečnosti dojde k porovnání prognózy (či prognóz) s bodovým cílem, zváženy budou rizika a pravděpodobnosti prognóz a následně dojde k měnovému rozhodnutí

IV. Práce s „vyjímkami“

- použijme letošní zkušenost k vylepšení práce s pojmem „covenants“, což zatím pracovně nazvěme vyjímkou
- vliv externích faktorů na malou otevřenou ekonomiku je v případě netypického vývoje značný a jejich dopad nemůže být měnovou politikou kompenzován, jedná se o dva různé faktory:
 - (i) ty, které působí rychle na inflaci v krátkém horizontu, a jejichž eliminace měnovou politikou by ve vztahu ke krátkému cíli byla extrémně nákladná (bylo by nutné zvednout sazby příliš vysoko a použít kurzového mechanismu),
 - (ii) ty, které působí na střednědobý desinflační proces a vyvolávají potřebu úpravy střednědobé strategie (např. změna světové inflace nebo globální finanční krize)⁴
- v rámci naznačeného schématu je třeba v rámci měnové programy přijít s propracovaným konceptem vyjímek pro krátkodobé cíle—zkrácená verze by měla být hotova už před vyhlášením cíle 1999
- jako jednu z klíčových⁵ vyjímek definujeme vývoj dovozních cen, pracujeme s pravděpodobným scénářem⁶, který verbálně popíšeme, a komunikujeme, že v případě šoku, který výrazně odchýlí vývoj od zvažovaného scénáře, může dojít k odchylce od cíle, která bude méně nákladná, než její neutralizace přes kurzový kanál
- není zatím jasné, jak do tohoto systému zabudovat vyjímkou pro střednědobé cíle (světová inflace, šoky na finančním trhu apod.)

⁴ První typ dopadů se promítne do krátkodobého inflačního cíle, ale v horizontu delším by jejich vliv měl být eliminován, zatímco druhý typ vede k předefinování koridoru, aniž by centrální banka zásadním způsobem ztratila kredibilitu.

⁵ Další vyjímkou, která by měla být zmíněna, je vládní scénář deregulací. Pokud by hypoteticky došlo k předčasným volbám a změně scénáře, tak je jasné, že průběh čisté inflace bude ovlivněn druhotnými dopady deregulací. Třiletý scénář by měl být jednou z podmínek při případném jednání s vládou o desinflační strategii.

⁶ Pravděpodobný scénář je třeba sestavit na základě odhadu vývoje dovozních cen (zahnují vliv mezinárodních cen a kurzu, ale nerozlišují je), který považujeme za nejpravděpodobnější. Jako limity se nabízejí nulový růst a návrat cen k minulé hladině, což je možno odhadnout 20%. Nebo je možno pracovat s mírnějším limitem 9%, který je odvozený od úrokového diferenciálu a rizikové premie. K sestavení scénáře je nutné provést odhad středu intervalu, který by měl být konsistentní s inflačním cílem pro rok 1999. Pokud nebude výsledek konsistentní je třeba obnovit diskusi o limitních scénářích.

IV. Určení krátkodobého cíle na rok 1999

- i krátkodobý cíl bude nazýván cílem, nekloníme s k tomu, aby to byl „pouze“ inflační výhled
- ale přesto je krátkodobý cíl vlastně kombinací cíle a prognózy, z tohoto hlediska je třeba vzít v úvahu značné nejistoty v roce 1999:
 - budou-li zachovány současné vnější podmínky, a nedojde-li ke značnému růstu domácí poptávky, dojde k dalšímu poklesu inflace, aniž by měnová politika mohla tento vývoj zásadně ovlivnit. Toto může být posíleno i možným antiinflačním klimatem vyvolaným poklesem zahraniční konjunktury
 - v případě, že dojde k změně vnějších podmínek (zahrnutých v dovozních cenách), inflace díky otevřenosti ekonomiky poroste, a nebylo by účelné aby se měnová politiky pokoušela tento vývoj intenzivně zvrátit v krátkém horizontu
 - bude-li cíl stanoven poměrně vysoký, bude analyticky i veřejností zpochybněna protiinflační politika ČNB, ke které se tato hlásí a může dokonce dojít k posílení inflačních očekávání. Vycházejme přitom z toho, že za současných podmínek je pravděpodobný výsledek čisté inflace na konci roku pod hladinou 4 %
- z uvedeného plyne, že „přirozený koridor“ pro vývoj inflace v roce 1999 je velmi široký (možná i více než 2 %) a takovýto cíl, navíc i tak s rizikem nesplnění není příliš kredibilní a potenciálně zvyšující inflační očekávání.
- jako výchozí scénář na rok 1999 stanovit vývoj dovozních cen s velmi malou dynamikou, a odvíjející se od skutečnosti konce roku 1998. Tento postup vede na logický inflační cíl v oblasti kolem 4 % nebo i níže bez nutnosti přísné měnové politiky (importovaná inflace)
- jako alternativní scénář zvážit depreciaci kurzu o úrokový diferenciál (cca. 10 %) a dopočítat dovozní ceny na hladiny cen komodit před poklesem v roce 1998. Tento scénář by vedl na značně vyšší čistou inflaci – řekněme kolem 6 %
- v důsledku širší intervalu, stanovit cíl jako bodový řekněme 4 - 4,5 % s tím, že tento nepředpokládá zásadní změny dovozních cen. Zároveň upozornit, že při pokračování pozitivního vývoje dovozních cen se čistá inflace koncem roku bude pohybovat kolem

spíše 4 %, zatím co v případě značné změny těchto cen dojde k krátkodobému nárůstu až k 6 %, s tím že následně pak bude banka cílit korekci inflace vedoucí do koridoru cíle 2000