

V Praze dne 11. prosince 1998

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky
Měnová strategie do roku 2001 a inflační cíle v dlouhodobém horizontu

Stručný obsah – důvod předložení

Materiál se předkládá na základě plánu práce na 2. pololetí 1998.

Část I.

Návrh rozhodnutí

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II.

Předkládací zpráva

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

Část III.

Vlastní materiál včetně příloh

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

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 k materiálu

„Měnová strategie do roku 2001 a inflační cíle v dlouhodobém horizontu“

Bankovní rada po projednání materiálu:

- 1) rozhodla stanovit střednědobý cíl v čisté inflaci ke konci roku 2001 ve výši $4,2 \% \pm 1$ procentní bod
- 2) přijímá strategii dezinflace v dlouhodobém horizontu
- 3) doporučuje materiál předložit vládě

Část II.

Předkládací zpráva

Materiál se předkládá dle plánu práce bankovní rady na 2. pololetí 1998.

Měnová strategie do roku 2001 a inflační cíle v dlouhodobém horizontu

Obsah

SHRNUTÍ

PŘÍLOHA 1 - Makroekonomický rámec hospodářského vývoje do roku 2001

PŘÍLOHA 2 - Modelová prognóza čisté a celkové inflace

PŘÍLOHA 3 - Přístup ke stanovování cílů po roce 2001

PŘÍLOHA 4 - Technické aspekty stanovování inflačních cílů

SHRNUTÍ

Česká národní banka, která je ze zákona zodpovědná za udržení stability měny, tímto dokumentem formuluje měnovou strategii do roku 2001, stanovuje inflační cíl pro rok 2001 a naznačuje perspektivy dlouhodobého procesu dezinflace v příštím desetiletí. Činí tak v souladu s legislativně zakotveným požadavkem provádět transparentní měnovou politiku. Oprávněnost tohoto standardního přístupu je zřejmá obzvláště dnes, kdy je žádoucí, aby se koordinace hospodářských politik aktivně účastnily všechny rozhodující subjekty, protože pouze v prostředí, v němž je dosaženo dostatečně širokého národohospodářského konsenzu, mohou jednotlivé politiky působit žádoucím způsobem. Cílem měnové strategie je zprostředkovat vládě, parlamentu, odborům, zaměstnavatelských svazům, finančním trhům, domácnostem a jiným subjektům představu ČNB o střednědobém makroekonomickém a měnovém rámci, který je základem podmíněné prognózy inflace do roku 2001. Účelem tohoto kroku je naznačit střednědobé měnově politické záměry ČNB a s jejich pomocí přispět k ukotvení inflačních očekávání v příštích několika letech. Zveřejněním měnové strategie chce ČNB vytvořit předpoklady pro úspěšné pokračování dlouhodobého procesu dezinflace, na jehož začátku stály vysoké míry inflace z počátku 90. let a jehož vyústěním bude začlenění do Evropské měnové unie.

Stabilita cen není samoučelným cílem hospodářské politiky. Zkušenosti mnoha zemí ukazují, že dosažení dlouhodobě nízké a stabilní inflace je souhrnným znakem makroekonomických rovnováh a předpokladem dlouhodobého hospodářského růstu. Měnová strategie by měla napomoci vládě při koncipování dlouhodobých rozpočtových záměrů a odborům při mzdovém vyjednávání. Formulování střednědobého fiskálního rámce a alespoň přibližného scénáře deregulací cen (resp. zvyšování regulovaných cen) by významně usnadnilo provádění měnové politiky, která má z povahy věci střednědobý charakter. Snižování inflace probíhající při koordinaci hospodářských politik v předem konsenzuálně stanoveném rámci bude znamenat výrazně nižší náklady, než kdyby tato koordinace neexistovala.

Dlouhodobým objektivním cílem měnové politiky je snížení míry inflace a s ní související výše úrokových sazeb na úroveň, která bude koncem příštího desetiletí existovat v EMU. Konvergence těchto klíčových měnových veličin je důležitá ze dvou důvodů. Zprvu proto, že splnění Maastrichtských kritérií je podmínkou začlenění do EMU, které je nezpochybnitelným strategickým hospodářsko politickým záměrem České republiky opakovaně deklarovaným ve stěžejních vládních dokumentech. Druhým důvodem je legitimní snaha prostřednictvím postupného snižování úrokového diferenciálu omezovat prostor pro nepříznivé dopady mezinárodních kapitálových toků podkopávajících domácí měnový vývoj a oslabujících účinnost měnové politiky. Dlouhodobé a pokud možno stabilní snižování míry inflace a úrovně úrokových sazeb není arbitrárním rozhodnutím ČNB, ale objektivně podmíněným parametrem, v jehož rámci by se měla, s určitými stupni volnosti v rozhodování, měnová politika pohybovat.

Období dosažení míry inflace a úrokových sazeb umožňujících přičlenění k EMU je možno rozdělit na dvě etapy. Nadcházející etapa do roku 2001 je vytyčena již dříve stanoveným střednědobým inflačním cílem pro konec roku 2000 ve výši $4,5\% \pm 1$ procentní bod a nově stanoveným střednědobým cílem pro konec roku 2001 ve výši $4,2\% \pm 1$ procentní bod.

Vzhledem k současnému vývoji faktorů inflace a předpokládanému hospodářskému vývoji do roku 2001 se takto stanovená dezinflační trajektorie jeví jako realistická. Makroekonomický rámec vývoje v příštích třech letech vychází z předpokladů o pravděpodobném vývoji široké škály veličin exogenní, endogenní, smíšené a institucionální povahy při vědomí různých rizik, která by mohla očekávaný vývoj ohrozit. Podmíněná prognóza inflace (vycházející z předpokladu zachování současného nastavení měnové politiky a přetrvávání současných strukturálních s institucionálních rysů) naznačuje, že čistá inflace by mohla klesnout z 3,5–5,1% v roce 1999 na 3–5% v roce 2001. Index spotřebitelských cen (za předpokladu růstu regulovaných cen tempem přibližně 10% ročně) poklesne z 6,6% v roce 1999 na 5,5% (střed intervalu) v roce 2001. Ceny průmyslových výrobců porostou v příštích několika letech tempem 3–4%. Analýzy hospodářských vazeb v současné fázi transformace svědčí o tom, že hrubý domácí produkt bude v roce 1999 ještě stagnovat a poté se pozvolna obnoví jeho růst, který v roce 2001 dosáhne tempa 1,7–2,7%. V závislosti na různých variantách vývoje zaměstnanosti a produktivity by se měla míra nezaměstnanosti v roce 1999 pohybovat kolem 9% a v roce 2001 vzrůst na 8–11%. V případě, že dojde ke zlepšení mikroekonomického prostředí, může být příští makroekonomický vývoj příznivější.

Pro posuzování druhé etapy snižování inflace po roce 2001 je krátkodobý a střednědobý prognostický aparát nevyhovující, neboť při překročení určité délky prognózovaného období se jeho vypovídací schopnost značně snižuje. Navíc do uvažování o vývoji inflace v dlouhodobém horizontu vstupují aspekty, které nejsou v krátkém období relevantní. Jak bylo uvedeno, základním východiskem je konvergence v úrovni inflace a úrokových sazeb k úrovni těchto veličin v EMU. Do popředí úvah o dezinflační trajektorii v tomto časovém horizontu současně vystupují otázky přibližování cenové hladiny v ČR úrovni cenové hladiny v EU a problematika růstu produktivity. Základním úkolem měnové politiky, v koordinaci s ostatními politikami, bude sledovat takovou dlouhodobou dezinflační strategii, která bude napomáhat růstu produktivity, který je stěžejním faktorem dlouhodobé konvergence cenových hladin. Pokud by produktivita v ČR nerostla dlouhodobě rychleji, než tomu bude v EU, bránilo by to konvergenci cenové hladiny v ČR k hladině v EU, i když míra inflace u nás bude vyšší než v EU. Vyšší míra inflace nekompenzovaná odpovídajícím růstem produktivity by podřývala konkurenční schopnost českých výrobců a tak by přibližování cenové hladiny vyplývající z vyšší míry inflace bylo eliminováno depreciační koruny.

Jak ukazují zkušenosti zemí, které se již staly členy EU a jejichž ekonomická úroveň se nacházela pod průměrem EU, existuje riziko cenového skoku v okamžiku přistoupení k EU. Toto nebezpečí s ohledem na rozdíly v cenových hladinách existuje i v případě ČR. Pokud by k takovému skoku někdy kolem roku 2006, kdy lze realisticky předpokládat přistoupení k EU, mělo dojít, bude to znamenat ohrožení plynulého dezinflačního procesu směrem k nízkým mírám inflace potřebným pro členství v EMU a s největší pravděpodobností posunutí termínu přistoupení ke společné měně. Je to tedy především schopnost naší ekonomiky zvyšovat produktivitu, která je základním předpokladem udržitelnosti dezinflačního procesu a v konečném důsledku plného zapojení do klíčových evropských struktur. Měnová politika hraje v tomto procesu pouze takovou roli, v jaké je schopna přispět k dlouhodobě udržitelnému růstu produktivity české ekonomiky. Možnosti měnové politiky v delším období jsou v tomto směru omezené, neboť k systematickému a účinnému posílení nabídkové strany ekonomiky přispějí především mikroekonomické, strukturální, institucionální, legislativní a jiná opatření.

Dlouhodobá měnová strategie ČNB vychází z předpokladu, že k používání společné měny euro by Česká republika mohla přistoupit kolem roku 2010. Z toho vyplývá, že ke snížení

míry inflace na úroveň kolem dvou procent by bylo zapotřebí dospět v roce 2008 a na ní poté setrvat. K cenové stabilitě v roce 2008 lze dospět třemi základními cestami. První cesta by spočívala v udržování míry (čisté) inflace přibližně na úrovni konce roku 2001 až do roku 2005-6 a poté překročit k jejímu poměrně rychlému snížení. Druhou cestou by byla lineární mírná dezinflace, během níž by se míra inflace po roce 2000 snižovala o 0,30 procentního bodu ročně. Třetí cestou by byl rychlejší pokles inflace po roce 2001 a po zpomalení kolem roku 2003 velmi pozvolné klesání k cílové úrovni. Pozvolná lineární dezinflace je cestou nejlepší, protože nezatěžuje ekonomiku krátkodobými náklady proměnlivé dezinflace a nejlépe ukotvuje inflační očekávání. Cesta pomalejší dezinflace vede ke konzervování inflačních očekávání na vyšší úrovni. Naopak snaha o rychlejší dezinflaci by vedla k vyšším nákladům v podobě krátkodobého utlumení ekonomického růstu. Pro obě tyto cesty je společné riziko, že ekonomické subjekty nebudou svá inflační očekávání, v důsledku setrvačnosti ve svém rozhodování, měnit v souladu s očekáváním měnové politiky, což by mohlo vést ke snížení kredibility ČNB.

Pokud jde o formu inflačních cílů, v nejbližších letech ČNB předpokládá formulování střednědobých inflačních cílů v čisté inflaci v podobě intervalu se šíří ± 1 procentního bodu vždy ke konci roku. Přechod k dezinflačnímu pásmu a později i horizontálnímu pásmu, vyžadujícímu průběžné plnění inflačního cíle, bude podmíněn prohloubením poznatků o účinnosti transmisního mechanismu měnové politiky a jeho zpožděních.

Koncem roku 1998 začala ČNB ve své měnové politice pracovat s tzv. výjimkami. Výjimky z plnění inflačních cílů mají vyloučit vliv nepředvídatelného vývoje některých faktorů inflace na vývoj čisté inflace resp. očistit dosahovanou čistou inflaci od těchto dopadů. Patří mezi ně: 1) výrazné odchylky světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit od jejich predikce; 2) výrazné odchylky devizového kursu od jeho predikce, které nesouvisí s vývojem domácích fundamentálních ekonomických veličin a s domácí měnovou politikou; 3) výrazné změny v podmínkách zemědělské výroby s dopadem na ceny zemědělských výrobců a 4) živelní pohromy a jiné mimořádné situace s nákladovými a poptávkovými dopady do cenové oblasti. Dojde-li k tomu, že k nesplnění inflačního cíle dojde v důsledku působení některého z výše uvedených faktorů, nebude možno tento výsledek považovat za projev nevhodné měnové politiky. Ke stanovování střednědobých inflačních cílů po roce 2001 bude docházet s tříletým předstihem, což je v souladu se stávajícím způsobem stanovování střednědobých inflačních cílů. Dezinflační trajektorie by tím měla být naznačena v dostatečně dlouhém časovém horizontu, což by mělo mít příznivý dopad na formování inflačních očekávání.

PŘÍLOHA 1

MAKROEKONOMICKÝ RÁMEC HOSPODÁŘSKÉHO VÝVOJE DO ROKU 2001

1.1. Expertní predikce hospodářského vývoje do roku 2001, předpoklady a rizika

Ve střednědobém scénáři ekonomického vývoje nelze o jednotlivých proměnných předpokládat, že jsou jednoznačně determinovány. Konkrétní střednědobý scénář je pouze určitou možnou variantou budoucího vývoje, v níž jsou hodnoty některých důležitých parametrů předpokládány.

1.2. Výchozí předpoklady prognózy

Za základní předpoklady prognózy ekonomického vývoje do roku 2001 považujeme:

- *vnější veličiny, neovlivnitelné domácí měnovou či jinou politikou :*
 - světové ceny surovin a potravin
 - inflace v zemích hlavních obchodních partnerů
 - růst HDP v zemích hlavních obchodních partnerů
 - vývoj úrokových sazeb v zahraničí
- *veličiny, které jsou podstatně ovlivněny domácím ekonomickým vývojem a hospodářskou politikou včetně měnové, současně jsou však nezanedbatelně ovlivněny světovým vývojem :*
 - devizový kurs
 - vývoj přílivu portfoliových a přímých investic
 - dovozní ceny, které jsou výsledkem vývoje kursu a světových cen,
- *veličiny, které jsou utvářeny domácími politikami*
 - vývoj reálných úrokových sazeb
 - vývoj salda státního rozpočtu, resp. veřejných rozpočtů
 - míra úspor
- *faktory institucionálního charakteru nebo faktory jiné, které nelze kvantifikovat, nicméně vývoj ekonomiky budou významně ovlivňovat :*
 - reálná účinnost zákona o konkursu a vyrovnání, platební morálka, fungování kapitálového trhu, fungování tripartity
 - vývoj bankovního sektoru
 - podpora inovační aktivity, výzkum, podpora malého a středního podnikání
 - scénář uvolňování regulovaných cen apod.

Diskusi o hodnotách makroekonomických veličin v časovém horizontu do roku 2001 (míra ekonomického růstu, míra inflace, resp. čisté inflace, míra nezaměstnanosti, saldo běžného účtu apod.) musí předcházet diskuse o možném vývoji ovlivňujících předpokladů.

Základní předpoklady jsou shrnuty v tabulce :

všechny údaje v %, pokud není uvedeno jinak

Veličina	1998 skutečnost	1999	2000	2001-
1. vývoj cen surovin – mizr. růst	-19,7 (Oč.skut.)	0,0	0,0 – 5,0	0,0 – 5,0
Mizr. změna - 1. Čtvrtletí	-19,5	-5,0		
Mizr. změna - 2. Čtvrtletí	-17,4	-2,0		
Mizr. změna - 3. Čtvrtletí	-21,9	4,0		
Mizr. změna - 4. Čtvrtletí	-20,0 (Oč.skut.)	3,0		
2. Inflace v zemích hlav. obchod. partnerů – mizr. růst*	2,8 - CPI 1,0- 1,5 PPI – odhad	2,4 CPI 1,0 – 1,5 PPI - odhad	2,3	2,3
3. Růst HDP v zemích obch. partnerů **	3,2 (Oč.sk.)	2,6	2,8	2,8
4. Dev. kurs – nom. Úroveň	18,34 Kč/DEM (Oč.sk.)	18,00	18,00	18,00
4. Dev. kurs – mizr. změna – rok	0,3 Oč.sk.)	-1,7	0,0	0,0
1. čtvrtletí	11,4	-6,0		
2. čtvrtletí	1,9	-3,0		
3. čtvrtletí	-4,3	0,0		
4. čtvrtletí	-6,4 (Oč.sk.)	1,0		
5. Dovožní ceny***-mizr. růst–rok celkem	-1,6 (Oč.sk.)	0,0	2,5	2,5
1. čtvrtletí	6,0	-4,9		
2. čtvrtletí	-0,1	-1,5		
3. čtvrtletí	-6,4	2,9		
4. čtvrtletí	-6,0 (Oč.sk.)	3,4		
5. Reálná sazba 1 T PRIBOR (deflována PPI)	7 (ke konci roku)	7	7	7
7. Vývoj na kapitálovém účtu (čistý příliv FDI a portfoliových investic)	60 mld Kč (Oček.skut.)	Na úrovni roku 1998	Na úrovni roku 1998	Na úrovni roku 1998
8. Deficit státního rozpočtu (mld Kč)	25 mld Kč (Oček.skut.)	31,0	45,0	60,0

* Index, vážící skutečnost, resp. predikce vývoje CPI v 8 zemích hlavních obchodních partnerů s celkovým podílem na zahraničním obchodě České republiky cca 70 %, vahami je podíl uvedených zemí na 70 % ZO

** Index, vážící skutečnost, resp. predikce vývoje HDP v 8 zemích hlavních obchodních partnerů s celkovým podílem na zahraničním obchodě České republiky cca 70 %, vahami je podíl uvedených zemí na 70 % ZO

***Odhad dovozních cen propočítáváme jako součin odhadu mizr. změny kursu a mizr. cenových změn v zahraničí (80 % tvoří světová inflace a 20 % světové ceny surovin)

1.3. Diskuse uvedených předpokladů

Další výraznější pokles světových cen surovin nepovažujeme za pravděpodobný (např. cena ropy, která má v souhrnných indexech surovin dominantní váhu dosáhla v průběhu r. 1998 20-tiletého minima). Rovněž cenová stabilita v zemích obchodních partnerů, především pokud jde o země EU, je dosti reálným předpokladem. Otazníkem, pokud jde o exogenní faktory, je vývoj ekonomické aktivity, kde naopak nelze vyloučit větší odchylky od uvažované projekce.

Kritickým předpokladem dalšího ekonomické vývoje zůstává devizový kurs. Při pravděpodobném stabilním zahraničním cenovém vývoji bude vývoj kursu silně určovat vývoj dovozních cen, jejichž vliv na změny domácí cenové hladiny je podstatný.

Předpokládaný vývoj salda státního rozpočtu vychází z omezených možností na příjmové straně (vazba na jen velmi slabé oživení růstu) a z rostoucího tlaku mandatorních výdajů na straně výdajové. Je předpokládána aktuální úroková sazba.

1.4. Pravděpodobný vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů za uvedených předpokladů

1.4.1. Index spotřebitelských cen

V současné době chybí scénář uvolňování regulovaných cen. Pracovně předpokládáme cca 10%-ní růst regulovaných cen ročně. V roce 1999 očekáváme meziroční růst spotřebitelských cen ke konci roku cca 6,6 % (střed intervalu) a meziroční čistou inflaci ke konci roku cca 3,5 – 5,1 %. Dynamika meziročního indexu spotřebitelských cen v roce 1999 se ve srovnání s rokem 1998 zpomalí z důvodu výrazně nižšího růstu regulovaných cen. V letech 2000 – 2001 by se vývoj indexu spotřebitelských cen mohl pohybovat na úrovni cca 5,5 %.

1.4.2. Čistá inflace

Čistá inflace se v roce 1999 ve srovnání s rokem 1998 mírně zrychlí, protože v roce 1998 došlo k souběhu mimořádně příznivých podmínek pro dosažení nízkého růstu cen (silný pokles poptávky, vývoj externích faktorů). V letech 2000 – 2001 by přetrvávající slabý vliv domácí poptávky měl být doprovázen nákladových faktorů.

Rok	Mzr. čistá inflace v % ke konci roku (interval)	Čistá inflace v % ke konci roku (střed intervalu)	Index spotřebitel. Cen v % ke konci roku (interval)
1999	3,5 – 5,1	4,3	6,6
2000	3,0 – 5,0	4,0	5,7
2001	3,0 – 5,0	4,0	5,5

Při predikci **čisté inflace** na roky 1999 až 2001 vycházíme z následujících předpokladů :

- mzr. růst HDP v roce 1999 bude stagnovat, v následujících letech postupně mírně poroste (v roce 2000 o cca 1,2 – 2,2 %, v roce 2001 o cca 1,7 – 2,7 %), konečná domácí poptávka i spotřeba domácností se budou vyvíjet obdobně, růst bude do značné míry tažen růstem produktivity práce, tzn. že faktory poptávkové inflace se budou vyvíjet příznivě
- ceny průmyslových výrobců porostou v roce 1999 i v následujících letech o cca 3,0- 4,0 % (příznivý vývoj světových a dovozních cen v roce 1999, v dalších letech mírný nárůst dovozních cen, rychlejší růst mezd)
- nulový růst dovozních cen pro rok 1999, pro další roky jejich mírný růst (při předpokladu stability kursu mírný nárůst světových cen, rizikem jsou však případné korekce kursu)
- v uvedených letech se saldo státního rozpočtu bude postupně zvyšovat až na cca 60 mld Kč v roce 2001, což přispěje jak k oživení poptávky a HDP, tak i k určitému slabému poptávkovému tlaku na ceny
- úroveň reálných úrokových sazeb se bude pohybovat okolo úrovně konce r. 98

1.4.3. Hrubý domácí produkt, domácí poptávka

V roce 1999 uvažujeme se stagnací růstu domácího produktu (interval predikce $\pm 1\%$) a obdobně se stagnací domácí poptávky spolu s velmi mírným růstem poptávky zahraniční (při

stabilitě kursu, absenci výraznějších změn v dynamice poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů a malých změnách v nabídce).

V letech 2000 a 2001 očekáváme mírný růst HDP - v roce 2000 mizr. růst HDP cca 1,2-2,2%, v roce 2001 cca 1,7-2,7% vlivem současného uvolnění měnové politiky, restrukturalizace a dalších zahraničních investic v letech 1999-2000. Je však třeba upozornit, že míra hospodářského růstu je jednou z nejobtížněji stanovovaných predikcí. Obdobně jako HDP by se měla vyvíjet i domácí poptávka, což vede k predikci zhruba udržení relace netto vývoz/ HDP na úrovni roku 1998 (tj. na úrovni cca 7,0 % ve s.c.).

1.4.4. Vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti

V roce 1999 predikujeme mizr. pokles zaměstnanosti o 1,5 % a míru nezaměstnanosti ke konci roku v intervalu 8,5-9,5%. Očekávaný nulový růst HDP (střed intervalu) bude důsledkem 1,5% mizr. růstu národohospodářské produktivity.

Předpokládáme, že snižování zaměstnanosti bude pokračovat v sekundárním i primárním sektoru a v důsledku poklesu domácí poptávky může ještě dojít k poklesu zaměstnanosti i v terciární sféře. Očekávaná stagnace ve vývoji HDP, která nebude vytvářet předpoklady pro získání nových pracovních míst, se může v nejbližším období negativně projevit v nárůstu míry nezaměstnanosti a sociální nezaměstnanosti. Tento vývoj se dá očekávat u osob s nízkou kvalifikací, které v návaznosti na mzdové příjmy mají nižší motivaci k získání zaměstnání. Za hlavní faktory působící na vývoj na trhu práce v roce 1999 lze označit :

- stagnaci ekonomického růstu a stagnaci domácí poptávky
- restrukturalizaci v podnicích,
- kvalifikační a regionální nesoulad mezi nabídkou a poptávkou na trhu práce

V letech 2000-2001 předpokládané mírné oživení bude znamenat změny v zaměstnanosti (a zprostředkovaně i v nezaměstnanosti) a v národohospodářské produktivitě práce s dopadem na vývoj relace inflačního a produktivního diferenciálu. Není však z dnešního pohledu zřejmé, v jaké míře se na očekávaném růstu bude podílet růst národohospodářské produktivity a v jaké míře růst zaměstnanosti.

Uvažujeme 3 verze (údaje pro rok 2001, v roce 2000 bude vývoj obdobný, ale v užším rozpětí :

- v 1.verzi růst produktivity o cca 3 % v roce 2001, což znamená cca 0,7% pokles zaměstnanosti a růst míry nezaměstnanosti na koncových cca 10-11 %
- ve 2.verzi stagnaci zaměstnanosti a růst produktivity práce kolem 2,2%, což by znamenalo nárůst míry nezaměstnanosti na cca 9,5-10,0 %
- ve 3.verzi růst zaměstnanosti o cca 2%, faktickou stagnaci produktivity a míru nezaměstnanosti na úrovni cca 8 %

Výhled vývoje zaměstnanosti a nezaměstnanosti pro příští 3 roky přihlíží k následujícím faktorům:

- nabídka pracovních sil bude dána demografickým vývojem

Lze se opřít o demografickou strukturu obyvatelstva, korigovanou o vlivy vyplývající z přijatých opatření vlády. Podíl obyvatelstva v produktivním věku bude stagnovat (+0,1%) a dává předpoklad k predikci zaměstnanosti.

- poptávka po pracovních silách bude svázána s vývojem ekonomické aktivity a růstem produktivity práce v podnicích při předpokládaném pokračování restrukturalizace podniků

V letech 2000 – 2001 lze při očekávaném růstu produktivity práce a ekonomickém růstu jako nejpravděpodobnější očekávat další pokles zaměstnanosti a při konstantní nabídce pracovních sil i další růst počtu nezaměstnaných.

1.4.5. Ceny výrobců, dovozní ceny

Meziroční růst cen průmyslových výrobců v roce 1999 predikujeme kolem 3-4%. Tento odhad zakládáme na předpokladech :

- stability světových cen surovin, velmi mírného růstu inflace v zemích obchodních partnerů a stabilní úrovně kursu kolem 18 Kč/DEM
- nízké úrovně reálné domácí poptávky
- očekávaného vývoje jednotkových mzdových nákladů v podnicích

Od odhadu průměru roku by se vývoj měl odchylovat směrem dolů v 1.polovině roku a směrem nahoru v 2.polovině roku (v důsledku vývoje očekávaných mzd. změn jak kursu, tak i cen surovin

Pro roky 2000 a 2001 předpokládá referenční scénář mzd. růst cen průmyslových výrobců rovněž ve výši 3,0-4,0%. Základní rámec určující vývoj těchto cen přitom zůstane stejný jako v roce 1999 (nepříliš výrazný růst domácí poptávky, mírně rostoucí vliv dovozních cen, růst mzdových nákladů v cenách podniků).

Jako hlavní faktory ovlivňující vývoj CPV v letech 1999-2001 považujeme: mírný růst reálné poptávky v ČR v souvislosti s růstem reálných příjmů podniků a domácností, předpokládaný růst poptávky ve vyspělých zemích v letech 2000-2001, světové ceny surovin jsou v současnosti na nízké úrovni z dlouhodobého hlediska, od poloviny roku 1999 lze očekávat zvýšené riziko jejich růstu, přičemž podstatný růst cen surovin lze s ohledem na celosvětové oživení ekonomiky očekávat nejpozději v r. 2001. Proti růstu CPV hovoří výrazné přiblížení cenové hladiny průmyslové výroby v ČR na úroveň cen ve vyspělých ekonomikách, vysoká otevřenost domácí ekonomiky a z toho plynoucí vysoká konkurence dovozů a relativně velké přiblížení cen některých nákladových faktorů jako ceny elektřiny, plynu, vody, pohonných hmot apod. na úroveň okolních zemí.

U dovozních cen očekáváme v roce 1999 jejich mzd. stagnaci, v dalších letech mírný růst.

Za jeden z hlavních rizikových faktorů cenového vývoje považujeme vývoj cen zemědělských výrobců ovlivňovaných množstvím špatně predikovatelných faktorů.

1.4.6. Mzdy a příjmy

Růst průměrné nominální mzdy v podnikatelském sektoru, který v roce 1999 dosáhl 9,4%, bude v letech 2000-2001 postupně zpomalovat (na cca 7-9 %) v důsledku protikladně působících faktorů :

- ve prospěch vyššího růstu průměrné nominální mzdy bude působit jistá setrvalost ve mzdovém vyjednávání a očekávané jisté zrychlení ekonomického růstu, které bude tlačit na zrychlení růstu reálných mezd
- proti vyššímu růstu průměrné nominální mzdy bude působit sestup nominálních veličin v celé ekonomice včetně určitého poklesu tempa cenového růstu a rovněž vývoj nezaměstnanosti. V této souvislosti lze považovat za podstatné, do jaké míry bude růst

HDP v letech 2000-2001 tažen přednostně růstem produktivity práce, tj. při stále nebo dokonce ještě klesající zaměstnanosti (jako důsledku pokračující restrukturalizace) nebo spíše růstem zaměstnanosti.

Průměrná mzda v nepodnikatelském sektoru dle našeho odhadu vzroste v roce 1999 o 12,4%. S přihlédnutím k vývoji v roce 1999 a k očekávanému vývoji ve státním rozpočtu předpokládáme v dalších letech obdobný vývoj jako v podnikatelském sektoru (v intervalu 7-9%). Ve stejném intervalu by se v letech 2000-2001 měl pohybovat mizr. růst celkové průměrné nominální mzdy. S přičtením vývoje zaměstnanosti (za nejpravděpodobnější považujeme mizr. pokles o cca 1% až stagnaci) to znamená mizr. růst nominálních příjmů z mezd 6-8% a při obdobném růstu sociálních a ostatních příjmů rovněž mizr. růst celkových příjmů domácností 6-8 % a celkových reálných příjmů o cca 0,5 až 2,5 %. Mizr. růst reálných příjmů tak bude mírně pod úrovní mizr. růstu HDP, což povede k mírnému zhoršování relativní důchodové pozice domácností. Poptávkové tlaky na cenový růst by za uvedeného scénáře neměly být výrazné. Jednotkové mzdové náklady porostou cca 4,5-6,5% (nákladová inflace), což podpoří udržení čisté inflace v koridoru 3-5%.

1.4.7. Běžný účet

V roce 1999 očekáváme další snížení záporného salda běžného účtu platební bilance, a to při výraznějším sblížení temp růstu vývozu a dovozu zboží. V případě bilance výnosů očekáváme naopak prohlubování jejího záporného salda. Predikce na rok 1999 vychází z předpokladu :

- meziročního snížení záporného salda obchodní bilance o cca 5 mld. Kč
- meziročního růstu vývozu v b.c. o cca 6% a reálného vývozu o cca 6%
- meziročního růstu dovozu v b.c. o cca 5% a reálného dovozu o cca 5%
- kladného salda bilance služeb cca jen mírně pod úrovní roku 1998
- dalšího prohloubení záporného salda bilance výnosů (na -36 mld. Kč)
- mírného zvýšení kladného salda netto transferů oproti roku 1998 na 14 mld. Kč

V roce 1999 odhadujeme sice přechod netto vývozu zboží a služeb v b.c. do pozitivního salda, ve srovnatelných cenách ale zůstane saldo záporné v rozsahu cca -85 mld. Kč, tj. na úrovni cca -6,7% na HDP ve s.c.

Kritickým předpokladem je za současné úrovně kursu s přihlédnutím k poslednímu vývoji předpoklad o udržení souběhu dynamiky dovozu a vývozu. Alternativní scénář (podstatně slabší dynamika vývozu) by znamenal zhoršení podílu salda běžného účtu na HDP v porovnání s předchozím scénářem nad cca 2%.

Současný vývoj ukazuje, že značná část zlepšení běžného účtu a jeho podílu na HDP byla důsledkem nadprůměrně dobrého vývoje směnných relací v důsledku výrazně nízkých cen dovozu a postupné apreciacie kursu. Při nulových mizr. změnách nebo mizr. zhoršení směnných relací (např. v důsledku kursových změn) by se tak stabilita běžného účtu (předpoklad 5%-ního podílu na HDP) mohla postupně stát velmi křehkou a ohrožitelnou.

Kvantifikace odhadu pro roky 2000-2001. Při přetrvávající nízké míře růstu domácí poptávky je možné již v roce 2000 očekávat stabilitu běžného účtu platební bilance na úrovni roku 1999. Nejzávažnějším předpokladem je udržení úrovně záporného salda obchodní bilance (kolem 60 mld. Kč), dané opět očekávaným vývojem směnných relací a poměrem dynamiky reálného vývozu a reálného dovozu. Další předpoklady predikce na r. 2000-1 :

- další snížení záporného salda obchodní bilance až na -3 mld. Kč v roce 2001
- mírný pokles kladného salda bilance služeb
- již jen mírné prohlubování záporného salda bilance výnosů
- stagnace kladného salda netto transferů cca na úrovni r. 1999
- Alternativou je zhoršení směnných relací a další zhoršení relace mezi dynamikou reálného vývozu a dovozu. V tomto případě by naopak mohlo dojít (dle rozsahu změn) v krajním případě až k ohrožení stability běžného účtu, tj. k překročení hranice 5%. Kritickými předpoklady vývoje v této oblasti jsou tedy především vývoj reálného vývozu (obáváme se ztráty dynamiky) a vývoj směnných relací (případný vliv kursových změn).

V období 2000-1 očekáváme oživení ekonomického růstu v ČR i ve světě, zejména v SRN, postupné uvolňování restriktce poptávky, prohlubování obratu zahraničního obchodu v souvislosti s pokračující mezinárodní kooperací a zapojováním ČR do evropských podnikatelských struktur a zvýšený dovoz služeb v souvislosti se zapojováním do evropských struktur. Dále očekáváme růst úrokových plateb do zahraničí v souvislosti s růstem zahraničních úvěrů v letech 1998-99.

1.4. Rizika uvedeného scénáře

Poptávková rizika by měla být relativně slabá. Mohla by zesílit pouze při souběhu horšího než očekávaného vývoje HDP (pokračování mizr. poklesu) současně se zhoršováním vývoje státního rozpočtu a růstem relativní důchodové pozice domácností.

Důležitý bude vývoj nákladových faktorů. Pravděpodobnost odchýlení vývoje domácích nákladových faktorů (především mzdový vývoj) od uvedeného scénáře je v podmínkách růstu nezaměstnanosti a udržení sociálního konsensu a dosažení uvažovaného růstu HDP poměrně malá.

Větší nejistota se týká vývoje cen světových surovin a potravin a devizového kurzu.

PŘÍLOHA 2

MODELOVÁ PROGNÓZA ČISTÉ A CELKOVÉ INFLACE

Pro konstrukci střednědobé predikce inflace (CPI a ČI) do r. 2001 byl použit model MMTS II. Byly konstruovány dva scénáře vývoje – podle dvou představ o budoucím vývoji směnného kurzu.

První varianta předpokládá, že kurz k DEM zůstane ke konci prognózovaného období na úrovni konce r. 1998 – tj. 18 Kč/DEM. U druhé varianty očekáváme, že od počátku r. 1999 se bude koruna vzhledem k DEM pravidelně znehodnocovat o 3 % ročně – do konce r. 2001 na hladinu 19,7 Kč/DEM. U obou variant zachováváme poměr mezi DEM a USD cca 1,7.

Další předpoklady společné pro obě varianty jsou:

- (i) růst zahraničních cen bude v průběhu celého predikovaného období na úrovni 2 %,
- (ii) reálná úroková sazba – PRIBOR 1T očištěný o růst spotřebitelských cen – bude až do r. 2001 zhruba 3,5 %.¹

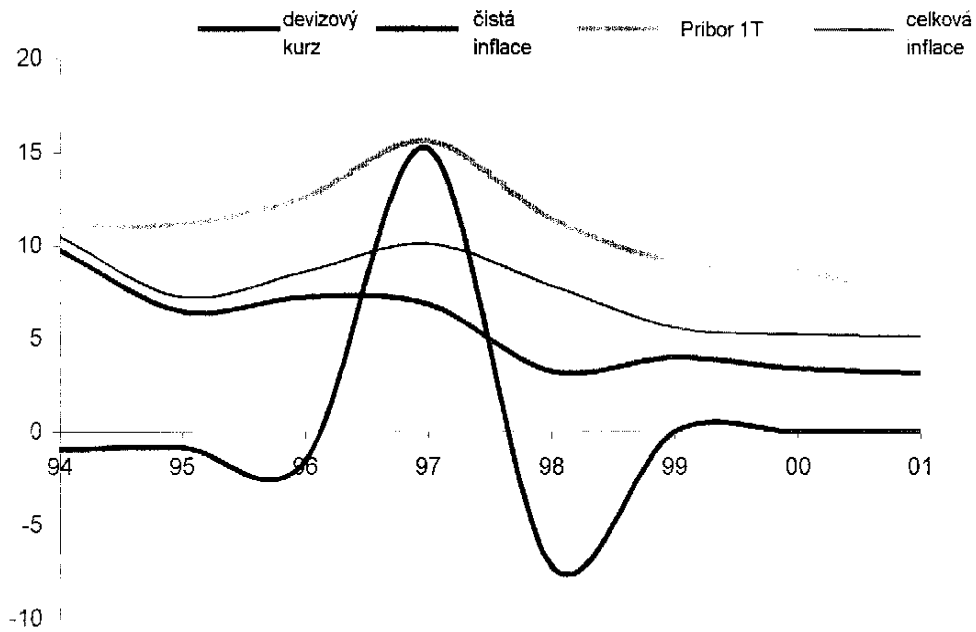
Obě varianty ukazují na vcelku přijatelný budoucí vývoj čisté inflace. V první variantě čistá inflace klesá ze 4 % v r. 1999 na 3 % v r. 2001. V druhé variantě se čistá inflace drží na hladině přibližně 4,5 %. Tento rozdíl vyplývá z rozdílného předpokladu o vývoji devizového kurzu, který v druhé variantě oslabuje o 3 % ročně.

Prognóza ČI, předpokládaný vývoj kurzu a PRIBOR (veličiny jsou průměr IV.Q proti IV.Q předchozího roku)

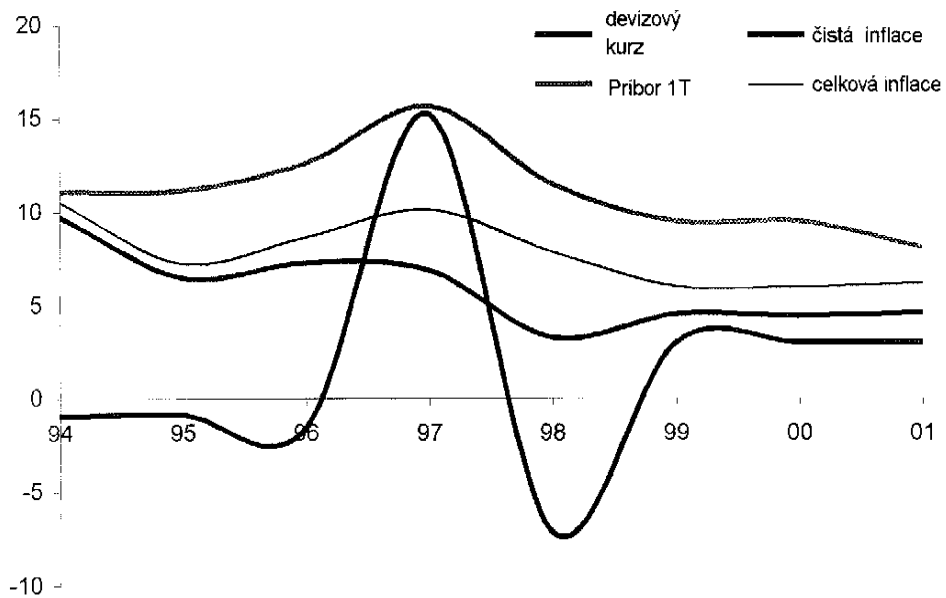
ROK	VARIANTA 1			VARIANTA 2		
	Změna kurzu	ČI	PRIBOR	Změna kurzu	ČI	PRIBOR
1993	-0,1	18,26	10,60	-0,11	18,26	10,60
1994	-0,91	9,79	11,12	-0,91	9,79	11,12
1995	-0,82	6,47	11,19	-0,82	6,47	11,19
1996	-1,54	7,28	12,62	-1,54	7,28	12,62
1997	15,25	6,87	15,65	15,25	6,87	15,65
1998	-7,20	3,27	11,50	-7,20	3,27	11,50
1999	0,00	4,00	9,20	3,00	4,54	9,50
2000	0,00	3,42	8,80	3,00	4,43	9,50
2001	0,00	3,14	6,70	3,00	4,60	8,10

¹ Údaj o reálné úrokové sazbě není v rozporu s Přílohou 1 tohoto textu. Zatímco v Příloze 1 uvažujeme o reálné sazbě deflované PPI (indexem výrobců), modelová prognóza pracuje s reálnou sazbou deflovanou CPI (indexem spotřebitelských cen)

Graf 1 Inlace při neměnném kurzu (18 Kč/DEM)



Graf 2 Inlace při znehodnocení Kč/DEM průměrně o 3 % ročně



PŘÍLOHA 3

PŘÍSTUP KE STANOVOVÁNÍ CÍLŮ PO ROCE 2001

Přílohy 1 a 2 prognózovaly cenový a hospodářský vývoj v krátkém a středním období. V tomto časovém horizontu hraje při stanovování inflačních cílů klíčovou roli podmíněná prognóza inflace a prognóza ekonomických veličin ovlivňujících inflaci.

Při stanovování cílů v dlouhodobém časovém horizontu vystupují do popředí na rozdíl od období krátkého jiné faktory. Za podstatné v dlouhodobém časovém horizontu považujeme přibližování se v úrovni inflace a od ní odvinutých úrokových sazeb úrovni těchto veličin v zemích EU. Toto přibližování je předpokladem eliminace rušivých vlivů mezinárodních kapitálových toků na domácí měnový vývoj a efektivního provádění měnové politiky.

V delším časovém horizontu je přiblížení se úrovni inflace a úrokových sazeb v EMU kritériem pro vstup do měnové unie. Proces dezinflace by tak měl být naprojektován s ohledem na předpokládanou výši budoucí inflace v zemích EU a inflační cíle by se měly postupně této úrovni v delším časovém období v určitém rozpětí přiblížit.

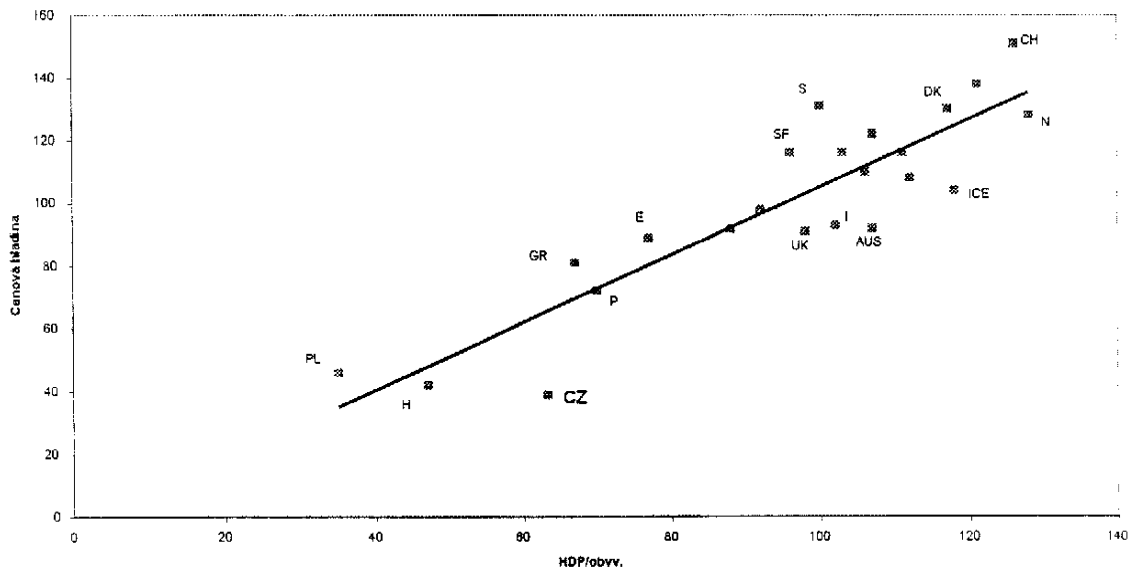
V procesu konvergence k EU v úrovni inflace současně dochází ke sblížení cenových hladin v ČR a EU. V následujícím textu se zabýváme mechanismem tohoto sblížení. Poukazujeme na význam růstu produktivity a naznačujeme možné varianty cenového a kursového pohybu vedoucí k postupné cenové konvergenci. Vycházíme přitom z Balassova-Samuelsonova teorému o rozdílném vývoji produktivit v sektorech výroby obchodovatelných a neobchodovatelných komodit v mezinárodním srovnání a jeho vlivu na cenové dohánění.

Tento přístup je sice dílčí, neboť se zaměřuje pouze na faktory cenového vývoje vyplývající ze zbožové arbitráže a pomíjí význam kursových pohybů determinovaných kapitálovými toky, nicméně poskytuje určité základní vodítko pro úvahy o cenovém vývoji v delším období.

3.1. Konvergence české ekonomiky k úrovni EU

Vstup ČR do EU je spojován s požadavkem zvýšení výkonnosti české ekonomiky. Snižování rozdílu mezi ČR a průměrem Evropské unie v hospodářské výkonnosti (respektive ekonomické úrovni, měřené HDP na obyvatele v paritě kupní síly) bude provázáno konvergencí cenových hladin. Na konci roku 1998 se ekonomická úroveň ČR pohybuje těsně nad 64 % průměru EU, cenová hladina činí 40 %. Rozdíl cenových hladin je vyšší, než by odpovídalo relativní ekonomické úrovni ČR.

Cenová hladina a ekonomická úroveň (OECD=100)



Pramen: Evropský srovnávací projekt 1996

Příčinou může být mimořádně velká výchozí úroveň cenových deformací v české ekonomice spjatá s neexistencí soukromého sektoru před rokem 1989 (umělé udržování mezd a cen ve sféře služeb na nízké relativní úrovni), odlišná struktura ekonomiky, a v neposlední řadě je třeba zmínit i problémy měření. Pokud by relativní kvalita českých výrobků byla nižší než ji nyní odhaduje OECD, posunulo by to buď naši relativní ekonomickou úroveň dolů nebo naši relativní cenovou úroveň směrem nahoru.

Analýzy rozdílů cenových hladin naznačují, že u obchodovatelného zboží dosud nedošlo k plnému vyrovnání cenových hladin. Mezi důvody řadíme existenci nákladů na obchodování (dopravních, časových atd.), politiku na trh vstupujících obchodních řetězců; nižší kvalitu spojenou s nižší cenou u zdánlivě identického zboží. Ceny obchodovatelného zboží jsou nicméně výrazně blíže cenové úrovni v EU, než ceny zboží neobchodovatelného.

Rozdíl cenových hladin v neobchodovatelném sektoru je mnohem výraznější a bude se uzavírat pomaleji než v sektoru obchodovatelném. I mezi členskými zeměmi EU dosud existují rozdíly cenových hladin řádově ve výši až $\pm 30\%$ oproti průměru EU, a ani několikaleté členství v EU nevedlo u zemí s nižší cenovou hladinou k rychlé cenové konvergenci. U spolu sousedících zemí EU jsou však rozdíly nižší než mezi severními a jižními členy EU. Geopolitická poloha ČR v sousedství Německa proto může působit na vývoj cen i u neobchodovatelného zboží¹.

K cenové konvergenci může v zásadě docházet a) inflací při stabilním kurzu nebo b) nominální apreciací při nízké inflaci. *Klíčovým faktorem* rozhodujícím o rychlosti konvergence ekonomické úrovně i cenové hladiny k úrovni EU, je *růst produktivity*.

¹ Pro přesnější analýzu je třeba brát v úvahu, že v důsledku inherentní nedokonalosti cenových indexů existují rozdíly mezi skutečným a změřeným růstem produktivity, a na druhé straně i mezi skutečným a změřeným růstem cen. Výrobní inovace se v naměřeném růstu produktivity plně neprojeví, naopak projeví se (spolu s růstem kvality) jako zdánlivá inflace.

ad a) Popišme si proces konvergence cenových hladin v případě nastává-li prostřednictvím inflace při stabilním kurzu. Vycházíme z předpokladů, že ceny zboží jsou dolů nepružné, růst reálné mzdy odpovídá růstu produktivity práce a ceny obchodovatelných statků se rovnají světovým cenám. K cenové konvergenci dochází rychlejším růstem cen neobchodovatelného zboží. Inflace, jež způsobuje cenovou konvergenci, je tzv. segmentovaná (lze také hovořit o tzv. duální inflaci). Proces cenové konvergence vychází z existence kladného rozdílu mezi růsty produktivit v sektorech produkujících obchodovatelné a neobchodovatelné statky.² Růst produktivity práce se projevuje v růstu reálných mezd v sektoru obchodovatelných statků. Jelikož v rámci ekonomiky předpokládáme vyrovnávání mezd mezi sektory za stejnou práci, vznikají vyšší mzdové nároky i v sektoru neobchodovatelných komodit. Protože jsou možnosti růstu produktivity v tomto sektoru omezené, musí se zvýšit cena neobchodovatelných statků. Takto vyvolaná inflace nevyvolává tlaky na depreciaci kurzu, protože cenová konkurenceschopnost obchodovatelného zboží zůstává zachována.³ Závislost cenové konvergence na produktivitách lze vyjádřit v následujícím vzorci.

$$\Delta KCH^4 = (p_T^{\text{ČR}} - p_{NT}^{\text{ČR}}) - (p_T^{\text{EU}} - p_{NT}^{\text{EU}}) \quad (1)$$

ΔKCH změna komparativní cenové hladiny („+“ značí cenovou konvergenci)
 $p_T^{\text{ČR}} ; p_{NT}^{\text{ČR}}$ tempa růstu domácí produktivity u obchodovatelného (neobchodovatelného) zboží –T(NT)
 $p_T^{\text{EU}} ; p_{NT}^{\text{EU}}$ tempa růstu produktivity u obchodovatelného (neobchodovatelného) zboží v EU–T(NT)

Předpokládáme-li nevýrazný rozdíl mezi růstem produktivit při produkci neobchodovatelného zboží ve srovnávaných ekonomikách, pak z uvedeného vzorce vyplývá, že cenová konvergence je determinována rozdílem produktivit dosahované při produkci obchodovatelných statků.

ad b) V případě cenové konvergence dosahované nízkou inflací (pod 2%) a nominální apreciaci měnového kurzu se růst produktivity práce v sektoru produkujícím obchodovatelné zboží projevuje poklesem cen těchto statků (*deflací* jejich cen). Jelikož ceny obchodovatelných statků se neustále vyrovnávají arbitráží zahraničního obchodu, dochází k nominální apreciaci kurzu. Relativní ceny neobchodovatelných komodit rostou vůči cenám obchodovatelných komodit díky poklesu cen obchodovatelných statků. Tento způsob cenové konvergence považujeme však s ohledem na nižší pružnost cen směrem dolů za méně pravděpodobný. Mohl by být i méně efektivní. Aby došlo k poklesu cen obchodovatelných komodit, musela by měnová politika být spíše více restriktivní s nepříznivým dopadem na růst produktivity, která je vlastním motorem konvergence cenových hladin.

² Nelze samozřejmě vyloučit ani to, že produktivita u neobchodovatelných statků by se vlivem technologického pokroku mohla zvyšovat stejně rychle nebo dokonce rychleji než produktivita u obchodovatelného zboží. (například v sektoru finančních služeb). Podle empirické zkušenosti však považujeme tuto variantu za málo pravděpodobnou.

³ Inflační tlaky mohou být do určité míry přenášeny i do cen obchodovatelného zboží a to růstem cen neobchodovatelného zboží sloužícího jako vstup při produkci obchodovatelného zboží. Aby k tomuto jevu nedocházelo je nutné, aby růst produktivity nebyl využit pouze k růstu mezd, ale také k pokrytí rostoucích nákladů ve formě rostoucích cen neobchodovatelných vstupů. V tomto případě nebude zhoršována vnější cenová konkurenceschopnost obchodovatelného zboží.

⁴ Pod vlivem blížícího se zavedení EMU v EU jsou vypracovávány studie, které se snaží kvantifikovat vliv Balassa-Samuelsonova efektu na budoucí inflaci v jednotlivých členských zemích. Studie Cenzoeri, M.- Diba, B.: Trends in European produktivity and real exchange rates, CEPR 1417. předpokládá inflaci u Španělska, Belgie, Portugalska o 2 procentní body vyšší než v „nejlepších“ zemích EU. Studie Tyrvaenen, T.- Alberola, E. dochází k podobnému závěru, kdy kvantifikuje dodatečnou inflaci pro vybrané země z důvodu působení Balassa-Samuelsonova efektu na 1-3% procenta.

Následující tabulky simulují možné alternativy průběhu vyrovnávání cenových hladin při třech alternativách průběhu inflace v ČR a při třech různých předpokladech o vývoji nominálního kurzu koruny. Při zvolení úrovně průměrné inflace v letech 1998-2005 vycházíme z předpokladu, že ČNB bude úspěšná při dosahování inflačních cílů, které jsou navrženy v alternativách A,B,C. Alternativy inflačních cílů jsou zachyceny v grafu.

Výpočty vycházejí z předpokladu stabilní 2% míry inflace v EU a z předpokladu 3% růstu produktivity práce v EU v obchodovatelném sektoru. Uvedené výpočty jsou pouze numerickou ilustrací problematiky cenové konvergence⁵.

Výchozí předpoklady lze shrnout následujícím způsobem:

Cenová hladina ČR v relaci k EU v roce 1998	40%
ERDI	2,32
Inflace v EU	2%
Produktivita v EU u obchodovatelných statků	3%

Tabulka 1 obsahuje údaje o průměrné míře inflace měřené indexem CPIx a CPI při jednotlivých alternativách. Míry inflace měřené pomocí indexu CPI byly vypočítány za předpokladu každoročního růstu regulovaných cen o 10% do roku 2003. Při podílu těchto položek v CPI zhruba 20% by to znamenalo 2 p.b. vliv regulovaných cen na celkovou inflaci (do roku 2003). Od roku 2003 předpokládáme rovnost indexů CPIx a CPI.

Tabulka 1. Alternativní vývoje CPI, CPIx

	Průměrná inflace (CPIx) za období 1999-2005	Průměrná inflace (CPI) za období 1999-2005
Alternativa A	4,5%	5,9%
Alternativa B	3,9%	5,3%
Alternativa C	2,8%	4,2%

Tabulka 2 ukazuje výši cenových hladin, které dosáhneme při jednotlivých alternativách inflace. Tabulka je sestavena variantně pro tři předpokládané vývoje měnového kurzu.

Tabulka 2. Cenová hladina ČR v r. 2005 při různých možnostech vývoje kurzu

	fixní kurz.	depreciace 1% ročně	apreciace 1% ročně
Alternativa A	52%	49%	56%
Alternativa B	50%	47%	54%
Alternativa C	47%	43%	50%

Z tabulky je zřejmé, že i v případě „neoptimističtější“ alternativy s nejvyšší inflací a předpokládanou apreciací 1% ročně bude komparativní cenová hladina na konci roku 2005 činit pouze 56% EU.

Výše uvedený alternativní scénář je však nutno zasadit do rámce úvah o diferenciálech v produktivitě práce. Předpokládáme-li, že v dlouhodobém časovém horizontu platí rovnice

⁵ Ve výpočtech není zohledněn předpokládaný rychlejší růst kvality a inovací českých výrobců. Pro měření cenové úrovně jednotlivých ekonomik a rychlosti cenové konvergence by bylo vhodnější užít deflátorů HDP.

(1) a tempa růstu produktivit u neobchodovatelného zboží jsou shodná v ČR i v EU (omezená možnost substituce práce kapitálem), pak lze odvodit takový potřebný růst produktivity práce v sektoru obchodovatelného zboží, jenž je konsistentní s výše uvedenými variantami cenové konvergence⁶.

Tabulka 3 Minimální nutné růsty produktivit v obchodovatelném sektoru pro zachování vnější rovnováhy

	fixní kurz	depreciace ročně 1%	apreciace ročně 1%
Alternativa A	5,5%	4,5%	6,5%
Alternativa B	4,9%	3,9%	5,9%
Alternativa C	3,8%	2,8%	4,8%

Obecně můžeme konstatovat, že rychlost konvergence naší cenové hladiny k cenové hladině EU závisí především na vývoji produktivity dosahované v českém hospodářství. Předstih v produktivitě dosahované v českém hospodářství je podmínkou nutnou pro další přiblížení se cenové hladině EU. Měnová politika může ovlivnit způsob, jakým bude k cenové konvergenci docházet, zda inflací při stabilním kurzu nebo nominální apreciací kurzu při nízké inflaci. Cesta nominální apreciací kurzu může mít za předpokladu nepružnosti cen obchodovatelného zboží směrem dolů vyšší náklady.

3.2. Základní alternativy inflačních cílů v dlouhodobém horizontu

Při úvahách o stanovování inflačních cílů po roce 2000 vycházíme z několika předpokladů:

- 1. Pro definování cílů existuje poměrně omezený prostor.** Ten je shora ohraničen výší cíle v roce předcházejícím a zdola je omezen všeobecně akceptovanou úrovní cenové stability, kterou je možné ztotožnit s inflací ve výši 2%.⁷ Spodní hranice představuje hladinu, ke které by dezinflace měla konvergovat, neznamená to však, že tato dolní mez je striktně dána. I inflace nižší než 2% je představitelná. Nicméně cíle, které by byly stanoveny nad vytyčeným koridorem nepovažujeme za kredibilní, cíle stanovené pod dolní mezí považujeme za nadměrně ambiciózní. (v obrázku jsou tyto oblasti vyznačeny šedými plochami).

⁶ Inflační tlaky růstu cen obchodovatelného zboží se přenáší do cen obchodovatelného zboží, jelikož neobchodovatelné zboží slouží jako vstup při produkci zboží obchodovatelného. Koeficienty růstu produktivity by měly pokrývat i tento faktor cenového růstu. U údajů v tabulce 4 tomu tak není, proto tato čísla lze považovat pouze za orientační hodnoty tzv. *minimálního nutného růstu produktivity* ke kterým je třeba přičíst produktivitu nutnou pro eliminaci těchto faktorů. Jejich přesná kvantifikace jde za rámec této ilustrace.

⁷ Existuje několik důvodů proč považujeme výše uvedenou hodnotu za úroveň cenové stability, ke které by měl dezinflační proces směřovat. Za prvé, Rada guvernérů ECB se na svém zasedání ze dne 13.10. 1998 rozhodla definovat „*cenovou stabilitu pro oblast eura jako mizr. růst HICP (harmonizovaný CPI) menší než 2%*“. Za druhé, na správnost výše uvedeného údaje ukazují jak minulé údaje v zemích EU, tak i predikce budoucích trendů. V oblasti eura docházelo postupně k dezinflaci z 3,8% (mizr. změna CPI) v roce 1993 na 1,5% predikovaných pro rok 1998 s tím, že se opět očekává mírná akcelerace v roce 1999 na 1,8% (predikce MMF). Ve střednědobém horizontu však není možné počítat s tak příznivými světovými cenami surovin jako v současnosti, a proto nelze očekávat další pokračování dezinflačního procesu v EMU. Třetí argument lze nalézt v Maastrichtské dohodě, která považuje za kvalifikační kritérium pro vstup EMU cenovou stabilitu definovanou jako inflaci nepřesahující 1,5 p.b. nad průměr tří zemí s nejnižší inflací. Tato „referenční hodnota“ se pohybovala v letech 1995-98 mezi 2,5-2,8%, přičemž k lednu 1998 dosáhla 2,7%.

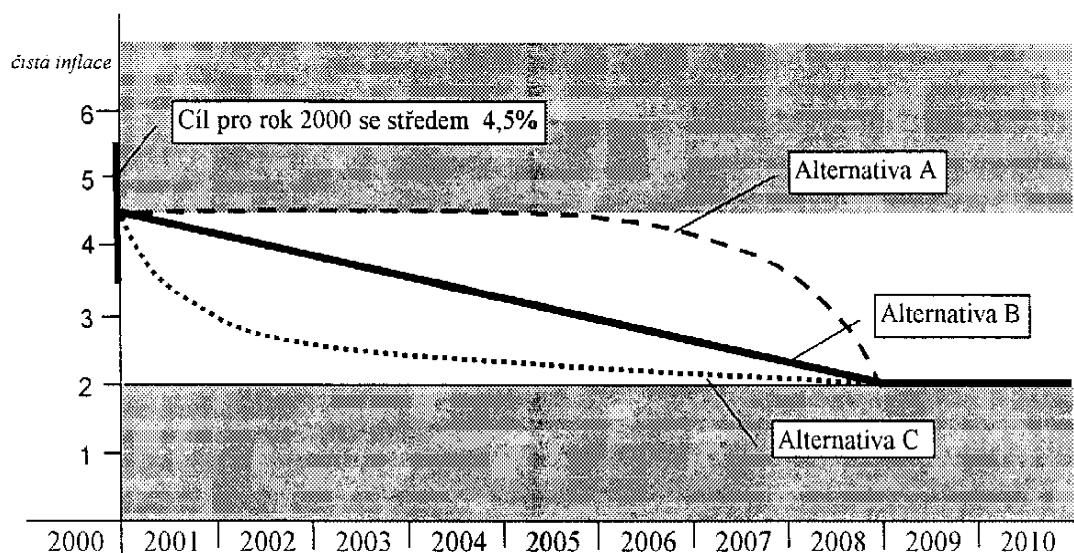
2. **Časový horizont, v němž by se inflace měla stabilizovat, je dán.** Vyjděme z toho, že v roce 2010 by mohlo přicházet v úvahu začlenění naší ekonomiky do Evropské měnové unie (EMU). Protože cenovou stabilitu budeme nuceni dosáhnout již dva roky před vstupem do EMU, je přechod na horizontální intervalové cíle určen nejpozději rokem 2008.
3. **Deregulace.** Pro jednoduchost předpokládáme, že zásadnější úpravy regulovaných cen budou provedeny do r.2003 a poté se regulované ceny budou v průměru zvyšovat tempem růstu čisté inflace. V takovémto případě bude v roce 2003 index čisté inflace kvantitativně shodný s indexem spotřebitelských cen.
4. **Produktivita je v dlouhém období exogenní veličinou,** to znamená, že měnová politika ji v dlouhodobém horizontu nemůže ovlivnit.

Při respektování těchto předpokladů je možné obecně vymezit tři alternativy dezinflačního procesu po roce 2000, které označujeme písmeny A, B, C.

Alternativa A (horizontální) znamená stanovení horizontálních cílů po dobu několika let na úrovni středu intervalu pro rok 2000, tedy ve výši 4,5%. Je to krajní přípustná varianta, protože po určitou dobu splývá se spodní hranicí oblasti, nad níž by stanovené cíle nebyly kredibilní. Tato alternativa předpokládá, že ke snižování cenové hladiny na úroveň 2% dojde až v tříletém období mezi lety 2006-2008.

Alternativa B (gradualistická) znamená postupné snižování inflačního cíle o hodnoty, odvozené od stanoveného časového horizontu, v němž by se cenová hladina měla stabilizovat. Tento horizont je určen nutností splnit cíl stabilní inflace dva roky před předpokládaným vstupem naší země do EMU, tedy v roce 2008. V takovémto případě by se inflační cíl snižoval o 0,3 p.b. ročně.

Alternativa C (rychlá cesta k nízké inflaci) znamená stanovení inflačních cílů tak, aby se inflační cíl těsně přibližoval úrovni 2% už v letech 2005-2007, přičemž v dalších letech by měnová politika již stanovovala své cíle horizontálně na úrovni stabilní cenové hladiny, tedy inflace ve výši 2%.



Tyto alternativy je třeba posuzovat v kontextu tempa růstu produktivity v české ekonomice a v EU. Při shodném tempu růstu produktivity v ČR jako v zemích EU znamenají všechny alternativy stanovení inflačních cílů zachování rozdílu v úrovni cenových hladin. Vyšší inflace v ČR, ať už by byl průběh dezinflačního procesu naprojektován jakoukoli z uvedených alternativ, by měla být v logice Balassova-Samuelsonova modelu doprovázena odpovídající depreciací devizového kursu.

Při vyšším růstu produktivity v ČR dochází ke sblížení cenových hladin, které s ohledem na zvolenou alternativu dezinflačního procesu může být realizováno i apreciací kursu. To připadá v úvahu spíše při alternativě rychlejší dezinflace z počátku období.

V případě, že by růst produktivity v ČR zaostával za růstem produktivity v EU, znamenalo by to v duchu Balassova-Samuelsonova modelu faktickou divergenci cenových hladin.

3.3. Závěr

Uvedené závěry o vazbách mezi vývojem produktivity, inflací a pohyby devizového kursu je třeba považovat za indikativní. Předpoklady Balassova-Samuelsonova přístupu nemusí být v reálné ekonomice vždy dokonale splněny. V ekonomice existují ve skutečnosti rozdíly v úrovni mezd mezi odvětvími bez tendence k vyrovnávání. Zbožová arbitráž neprobíhá tak hladce, jak se předpokládá, protože ani tzv. obchodovatelné komodity nejsou dokonalými substituty a nejsou obchodovány na dokonale konkurenčních trzích. Pohyby devizového kursu jsou do značné míry ovlivněny kapitálovými toky a nikoli relací cen obchodovatelných komodit. Vzájemné pohyby cenových hladin v tuzemsku a v zahraničí tak nemusí striktně odpovídat výše popsané logice. Je možná konvergence cenových hladin i bez nutného předstihu v produktivitě a na druhé straně přetrvávající rozdíl v cenových hladinách nemusí nutně znamenat nebezpečí cenového skoku v důsledku arbitrážního chování.

Popsanou logiku sblížení cenových hladin je nicméně, i přes uvedené výhrady, třeba brát při projektování procesu dezinflace v delším časovém horizontu v úvahu. Z hlediska přibližování cenových hladin se jeví jako méně vhodná varianta dezinflace uvedená

v alternativě C (rychlá dezinflace po roce 2000). Její provádění by rovněž mohlo vést k utlumení ekonomického růstu a ke zpomalení reálných přizpůsobovacích procesů v ekonomice. Pomalejší růst produktivity by znamenal ohrožení procesu konvergence cenové hladiny v ČR k cenové úrovni v EU s větším rizikem cenového skoku a vyvolaného inflačně depreciačního vývoje.

Z hlediska inflačních očekávání se jako nevhodná jeví alternativa A, protože až do roku cca 2005-2006 není dezinflační cestou a v následujících letech předpokládá razantní snížení inflace na úroveň 2%. Alternativa A fixuje inflační očekávání na relativně vysoké úrovni a zvyšuje tak náklady následné dezinflace.

Za nejvhodnější považujeme alternativu B (*gradualistickou dezinflační trajektorii*). Ta je především zřetelnou a dlouhodobou dezinflační cestou, která je konzistentní se záměrem ČNB dlouhodobě snižovat inflaci a dlouhodobě také působit na snižování inflačních očekávání.

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inflační cíl	4,5%	4,2%	3,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%	2,4%	2,1%

Pravidelné každoroční snižování inflačního cíle o předem stanovené procento přispívá k formování dezinflačních očekávání a znamená nižší náklady pro reálnou ekonomiku. Tato dezinflační trajektorie rovněž vytváří předpoklady pro postupné sbližování cenových hladin mezi ČR a EU.

PŘÍLOHA 4

TECHNICKÉ ASPEKTY STANOVOVÁNÍ INFLAČNÍCH CÍLŮ

4.1. Forma inflačních cílů

Inflační cíl může mít formu bodové hodnoty nebo intervalu a může být plněn pouze ke stanovenému datu (většinou konec roku) nebo průběžně po celé období, tj. mít podobu pásma. Diskuse ohledně volby vhodné podoby inflačního cíle již proběhly v rámci dvou předložených materiálů zabývajících se problematikou stanovování inflačních cílů. Vyplynula z nich preference intervalové podoby inflačního cíle i přes některé výhody jeho bodové podoby, obzvláště pokud jde o lepší ukotvení inflačních očekávání či o vyšší flexibilitu rozhodovacího algoritmu o měnově politických opatřeních. Hlavním důvodem pro definování inflačního cíle pomocí intervalu je vytvoření prostoru pro absorbování „nepřesností“ měnové politiky, které vyplývají z běžné volatility ekonomických a měnových veličin, z nepřesnosti prognózy inflace a z neúplné znalosti transmisního mechanismu včetně relevantních a měnících se zpoždění.

Pro střednědobé inflační cíle doporučujeme zachovat širší ± 1 procentní bod, což je konsistentní s již stanoveným střednědobým cílem pro konec roku 2000 a odráží i objektivně vyšší míru „nepřesností“ měnové politiky v transformujících se zemích oproti vyspělým zemím. Náročnost plnění stanovených inflačních cílů v dalším období zvýší přechod k jejich průběžnému plnění, tj. přechod k deflaznímu a později k horizontálnímu pásmu. Nutnou podmínkou tohoto přechodu je však výrazné zvýšení dosavadní úrovně poznání transmisního mechanismu a zpoždění vlivu měnové politiky na cenový vývoj. Pro upřesňování procesu deflace v krátkém časovém horizontu budou v budoucnu roční cíle stanovovány s užším rozpětím intervalu.

4.2. Vyloučení vlivu exogenních faktorů

Jak již bylo uvedeno, interval inflačního cíle pokrývá prognostické a implementační nepřesnosti při provádění měnové politiky. Interval inflačního cíle naopak nepokrývá důsledky dopadů nepředvídaných exogenních faktorů, nýbrž pouze běžné výkyvy hospodářství a nejistoty v jejich odhadech. Primární cenový efekt vyplývající z nepředvídaného a výrazného působení exogenních faktorů centrální banka z větší části akomoduje, tj. nechá jej dopadnout do ekonomiky, aniž by mu výrazně bránila. Eliminace takových šoků jednak není krátkodobě možná, jednak nemusí být ani žádoucí. Vedla by totiž k nadměrné volatilitě úrokových sazeb a výstupu, bránila by vytvoření nové struktury relativních cen a tím by fakticky brzdila přizpůsobení ekonomiky na novou situaci. Z tohoto důvodu je třeba veřejnosti jasně vysvětlit případné odchylky skutečného vývoje čisté inflace od její stanovené cílové hodnoty, které nejsou způsobeny „nepřesnostmi“ při řízení měnové politiky. K nepředvídaným faktorům inflace patří: 1) výrazné odchylky světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit od jejich predikce; 2) výrazné odchylky devizového kursu od jeho predikce, které nesouvisí s vývojem domácích fundamentálních ekonomických veličin a s domácí měnovou politikou; 3) výrazné změny v podmínkách

zemědělské výroby s dopadem na ceny zemědělských výrobců; a 4) živelní pohromy a jiné mimořádné situace s nákladovými a poptávkovými dopady do cen.

4.3. Vyhlášení inflačních cílů

Časový předstih vyhlášení inflačních cílů před datem jejich plnění by měl respektovat délku zpoždění vlivu měnové politiky na cenový vývoj v dané zemi a tím vytvářet dostatečný prostor pro její působení. Autonomní měnová politika, tj. politika v podmínkách flexibilního kursu, ovlivňuje cenový vývoj primárně přes poptávku. Zpoždění tohoto kanálu transmise ve vyspělých ekonomikách dosahuje délky až dvou let. Ve většině zemí využívajících schéma cílování inflace jsou proto inflační cíle stanovovány v předstihu dvou až tří let. Pro přesnější naznačení očekávané trajektorie dezinflačního procesu a lepší ukotvení inflačních očekávání bude ČNB stanovovat své střednědobé cíle s předstihem tří let.