



Ekonomické zprávy

Duben 2004



Obsah:

Měsíční makroekonomické ukazatele České republiky	2
Ekonomická analýza	
<i>Daně a ekonomická výkonnost:</i>	
<i>Empirické testy na panelu zemí OECD</i>	10
Ekonomický vývoj v zahraničí	23
Ekonomické ukazatele České republiky a jejich prognóza	27

I. MĚSÍČNÍ MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE ČR A JEJICH PROGNOZA

Měsíční ukazatele ČR		08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04	04/04	R. D.
Inflace	%, m/m	-0,2	-0,5	0,1	0,5	0,2	1,8	0,2	0,1	0,2	10.5.
Inflace	%, y/y	-0,1	0,0	0,4	1,0	1,0	2,3	2,3	2,5	2,5	10.5.
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,1	0,4	0,6	0,4	0,2	0,8	0,3	0,8	-0,2	14.5.
Ceny v průmyslu	%, y/y	-0,4	0,0	-0,1	0,4	0,9	1,6	1,5	2,1	2,7	14.5.
Průmyslová produkce	%, real.	8,0	5,2	5,2	4,8	8,9	3,8	7,1	7,0	n.a.	12.5.
Průmyslové tržby	%, real.	9,3	7,0	4,4	-0,4	8,7	2,1	8,6	9,0	n.a.	12.5.
Stavební výroba	%, real.	18,7	14,5	12,0	13,9	8,6	15,0	9,9	6,0	n.a.	10.5.
Maloobchodní tržby	%, real.	6,1	9,6	3,6	0,6	6,2	-1,4	2,3	4,0	n.a.	18.5.
Nezaměstnanost ¹⁾	%	10,0	10,1	9,9	9,9	10,3	10,8	10,9	10,7	10,3	10.5.
Obchodní bilance	CZK mld.	-7,0	0,3	-6,6	-8,3	-19,8	-0,2	3,6	-1,0	-4,0	26.5.
Saldo státního rozpočtu ²⁾	CZK mld.	-71,9	-80,3	-82,9	-92,2	-109,1	7,3	-2,9	-7,8	n.a.	3.5.
PRIBOR 3M	průměr	2,06	2,06	2,06	2,07	2,08	2,07	2,06	2,05	n.a.	30.4.
CZK/EUR	průměr	32,29	32,35	31,99	31,97	32,31	32,72	32,86	32,98	n.a.	30.4.
CZK/USD	průměr	29,00	28,85	27,35	27,43	26,32	25,95	25,99	26,90	n.a.	30.4.

Pramen: ČSÚ, ČNB a MPSV; Predikce: NEWTON Holding, a. s.

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Poznámka 1: Údaj ke konci období.

Poznámka 2: Kumulovaný údaj od začátku roku.

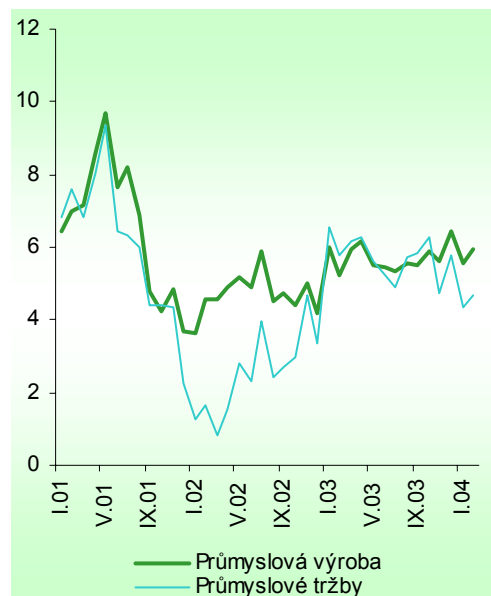
Průmysl

V únoru průmyslová produkce meziročně vzrostla o 7,1% a tržby v průmyslu se zvýšily o 8,6%. Za období leden až únor průmyslová produkce dosáhla růstu 5,4%. Stále platí, že růst průmyslové výroby je udržován vývozem – a to zejména vývozem firem vlastněných zahraničním kapitálem. Uvedme, že průmyslové tržby z vývozu vzrostly o 13,5%, přičemž vývoz se podílel více než z poloviny na celkových tržbách průmyslových podniků.

Průměrný počet zaměstnanců v průmyslu se v únoru meziročně snížil o 21,4 tis. osob (tj. o 1,9%). Průměrná měsíční nominální mzda činila 15 664 Kč a meziročně vzrostla o 9,0%. Produktivita práce v průmyslu (tržby na jednoho zaměstnance) vzrostla o 10,7% a jednotkové mzdové náklady se snížily o 1,5%.

Hodnota nově uzavřených zakázek v únoru dosáhla 104,9 mld. Kč, což představuje meziroční růst ve výši 19%. Tento údaj společně s počínajícím oživením v zemích eurozóny a pokračující investiční aktivitou české ekonomiky naznačuje, že průmysl by v letošním roce mohl dosáhnout relativně vysokého růstu až 6%.

Vývoj průmyslové výroby a průmyslových tržeb (meziročně v %; 5-M prům.)



Pramen: Český statistický úřad

Stavebnictví

V únoru stavebnictví vykázalo meziroční růst 9,9%.

Tento růst byl koncentrován zejména do nové výstavby a modernizací (meziroční růst v tomto segmentu představoval až 11,6%). Naopak stavební práce na opravě a údržbě poklesly o téměř 20%. Vývoj stavební výroby byl diferencován i z pohledu segmentu pozemního a inženýrského stavitelství. Pozemní stavitelství zaznamenalo meziroční růst o 14,3%, kdežto inženýrské stavitelství pokleslo o 7,9%.

Počet zaměstnanců ve stavebních firmách s 20 a více zaměstnanci se v únoru zvýšil o 2,4% y/y. Průměrná měsíční mzda zaměstnanců dosáhla 16 043 Kč a meziročně vzrostla o 9,0%. Produktivita práce vzrostla o 7,0% a jednotkové mzdové náklady se zvýšily o 1,9%.

Maloobchod

Lednový propad maloobchodních tržeb se v únoru neopakoval, když se tržby meziročně zvýšily o 2,3%.

Oproti lednu nebyl propad v prodeji dopravních prostředků tolik výrazný (pokles o 4,2% oproti poklesu o 13,2% v lednu). Růst celkových tržeb je i navzdory zvýšení spotřebních daní tažen prodejem pohonných hmot (růst o 6,1%). **Tržby v samotném maloobchodu vzrostly o 3,7%**, z toho prodej potravin o 3,9% a prodej nepotravinářského zboží o 3,2%.

Dosavadní data z maloobchodu potvrzují předpoklad zpomalení růstu spotřebitelské poptávky v letošním roce. Za celý rok očekáváme růst maloobchodních tržeb o 3,0%.

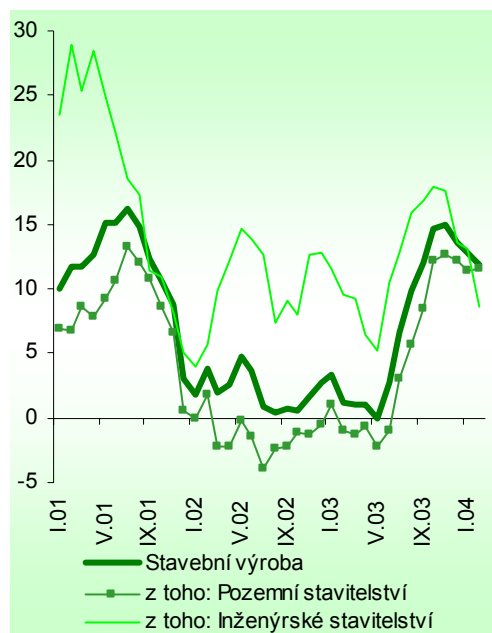
Nezaměstnanost

V březnu míra nezaměstnanosti díky vyšší poptávce po sezónních pracích poklesla z historického maxima 10,9% na 10,7%. Míra nezaměstnanosti je však v meziročním srovnání o 0,7 procentního bodu vyšší.

Na úřadech práce bylo registrováno téměř 570 tis. nezaměstnaných, což je o 11 tisíc méně než v únoru, avšak o téměř 32 tisíc více ve srovnání s loňským březnem. Poměr nezaměstnaných k počtu volných pracovních míst téměř stagnoval na hodnotě 13,2.

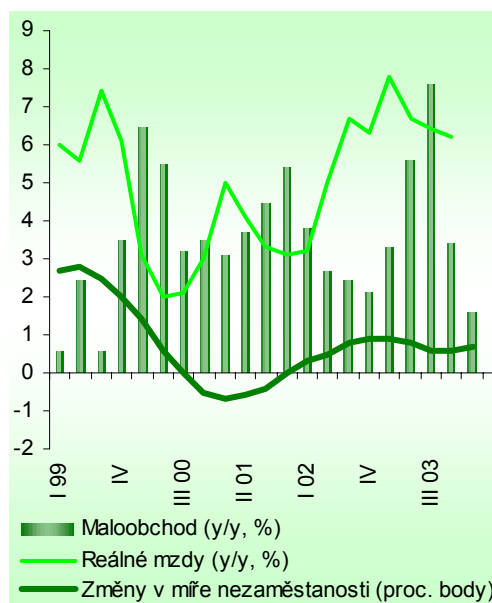
V dalších měsících by díky sezónním pracím měla míra nezaměstnanosti postupně klesat k 10%. V průběhu roku se ukáže, nakolik je současné hospodářské oživení schopno generovat pracovní příležitosti. Nicméně stále zastáváme relativně optimistický výhled míry nezaměstnanosti na úrovni kolem 10%.

Stavební výroba (meziročně v %; 5-M prům.)



Pramen: Český statistický úřad

Maloobchodní tržby, reálné mzdy a míra nezaměstnanosti



Pramen: Český statistický úřad

Spotřebitelské ceny

Spotřebitelské ceny v březnu vzrostly o 0,1% v porovnání s únořem a dynamika meziročního růstu cen zrychlila na 2,5%. Průměrná míra inflace vzrostla na 0,8%. Meziměsíční změna celkového cenového indexu byla ovlivněna zejména vyššími cenami pohonných hmot (o 3%), vyššími cenami finančních služeb (o 2,6%) a nárůstem cen v oddíle zdraví. Oproti tomu jako každoročně poklesly ceny zájezdů (pokles o 1%). Ceny potravin se zvýšily pouze o 0,1%.

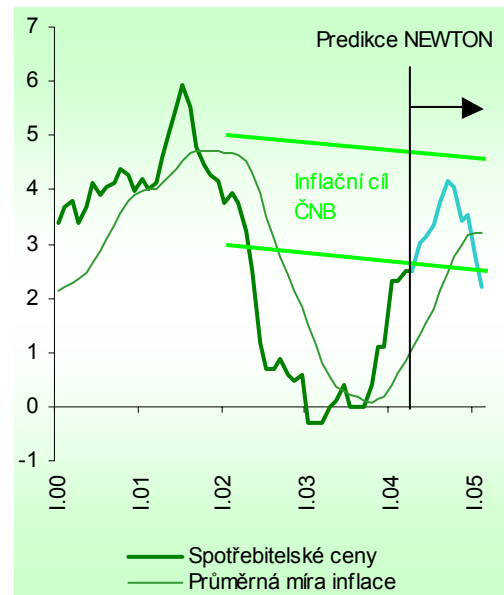
Meziroční index spotřebitelských cen se tak po 22 měsících opět „vyšplhal“ zpět do koridoru inflačního cíle České národní banky. V průběhu roku předpokládáme akceleraci meziročního indexu přes 4%, avšak na konci roku by meziroční inflace měla být v rozmezí 3,5-4,0%.

Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců v březnu překvapivě meziměsíčně „vyskočily“ o 0,8%. Meziroční dynamika růstu cen tak zrychlila na 2,1%. Za vysokou dynamikou růstu průmyslových cen byl výrazný růst nejen cen surového železa (růst o 5,6%) a druhotných kovových surovin, ale i růst cen v petrochemickém průmyslu. Mírně vzrostly i ceny v potravinářství.

Tlak na růst cen v kovozpracujícím průmyslu je dán zejména vývojem surovin na světovém trhu (oživení světové ekonomiky, akcelerace poptávky v Číně, a zároveň se projevuje efekt nižších investic do těžebních kapacit v posledních deseti letech). Druhým inflačním tlakem je růst cen v zemědělství.

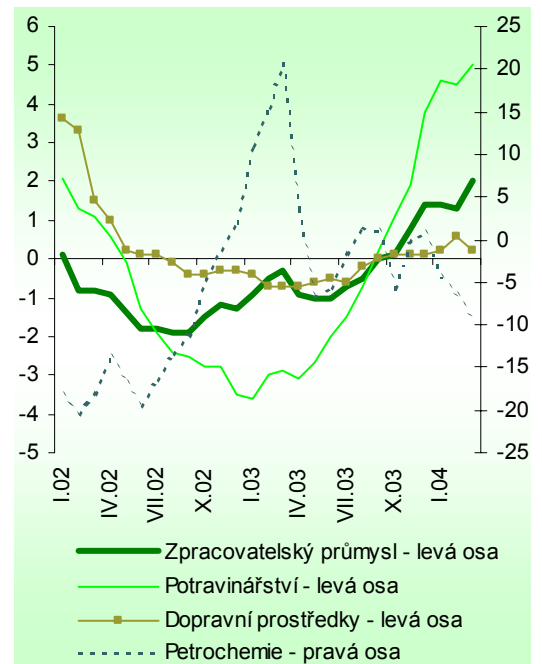
Vývoj spotřebitelských cen (meziročně v %)



Poznámka: V grafu je znázorněn střed predikovaného intervalu vývoje spotřebitelských cen.

Pramen: Český statistický úřad a Česká národní banka; predikce NEWTON Holding

Vývoj cen ve zpracovatelském průmyslu (meziročně v %)



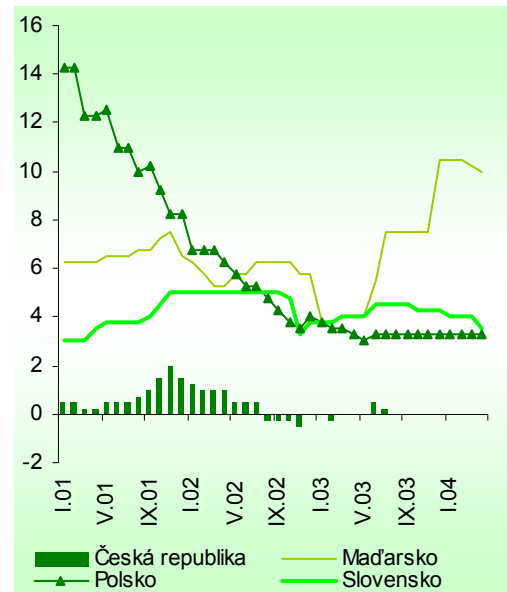
Pramen: Český statistický úřad

Měnová politika

Měnová politika v České republice se již několik měsíců pohybuje v relativně klidných vodách. Určité zčeření těchto vod může přinést nová Zpráva o inflaci obsahující aktualizovanou prognózu inflace, která bude zveřejněna dne 6. května. Jaké nové informace a upozornění na rizika související s inflačním vývojem lze v dubnové Zprávě o inflaci očekávat? Za prvé lze očekávat upozornění na proinflační riziko aktuálního růstu světových cen surovin. Tento vývoj byl doposud v ČR tlumen silným kurzem koruny vůči dolaru, ale to se může s pokračujícím oživením americké ekonomiky rychle změnit. Dalším proinflačním faktorem může být vývoj inflačních očekávání veřejnosti, který je silně ovlivněn mediální diskusí o možných cenových dopadech začlenění ČR do EU. Do této kategorie spadají i vlivy plynoucí z harmonizace daní. Skutečností přitom je, že primární dopad změn DPH do vývoje inflace zřejmě nebude příliš vysoký. Nicméně sekundární dopady díky značné mediální diskusí mohou být větší. Další proinflační rizika, která budou v nové Zprávě o inflaci určitě zmíněna, budou vysoký růst cen zemědělských výrobců a uzavírání produkční mezery hospodářství.

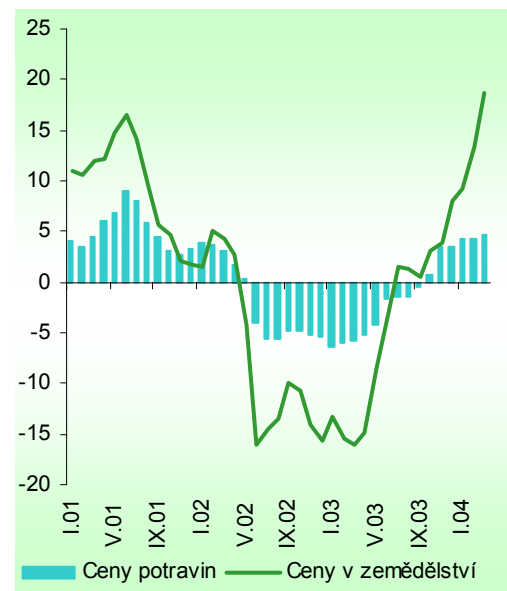
Naopak na straně rizik působících protiinflačně očekáváme zmínění pouze jednoho faktoru – malou pravděpodobnost současné vlády domluvit se na provedení razantní deregulace nájemného. Domníváme se tak, že celkově převažují rizika na straně růstu inflace. To by mohlo ČNB pomoci dostat nízkou inflaci zpět do cílovaného koridoru. Avšak při dalším růstu inflačních rizik bude ČNB muset přistoupit ke zvýšení repo sazby. Nicméně předpokládáme, že by se tak mohlo stát až při zveřejnění červencové, nikoliv dubnové Zprávy o inflaci. **Avšak již dubnová Zpráva o inflaci zcela určitě přinese nezanedbatelné zvýšení prognózy inflace, poněvadž ČNB dne 21. dubna poskytla odborné veřejnosti na kolokviu MF ČR své pracovní odhady inflace, které byly výrazně vyšší než prognózy inflace zveřejněné v lednu letošního roku. Lednová prognóza inflace ČNB pro konec roku 2004 předpokládala meziroční růst cen ve výši 3,3%, kdežto „pracovní“ dubnová prognóza ČNB již očekává meziroční růst cen ve výši 4,2%.**

Diferenciál základních úrokových sazeb středoevropských centrálních bank vůči Evropské centrální bance (v %)



Pramen: ČNB, ECB, NBH, NBP a NBS

Meziroční vývoj cen potravin a výrobních cen v zemědělství (v %)



Pramen: Český statistický úřad

Měnový kurz české koruny

V průběhu dubna byla ve vývoji kurzu české koruny vůči euru patrná mírná tendence k posilování, když **za celý měsíc koruna posílila z úrovně 33,00 CZK/EUR na hodnotu 32,30 CZK/EUR**. Vůči americkému dolaru česká měna naopak ztrácela, když oslabila z hodnot okolo 26,50 CZK/USD až ke 27,30 CZK/USD.

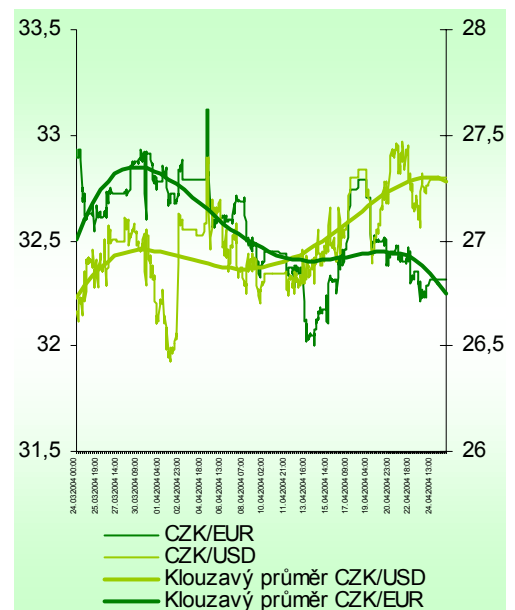
Jednoznačně nejsilnějším dubnovým impulsem na euro-korunovém trhu bylo prohlášení České národní banky, že ČNB bude v průběhu roku postupně rozprodávat část svých devizových rezerv, aby tyto rezervy již dále nerostly. Trh si toto prohlášení vyložil přesně podle toho, co by dané opatření mohlo znamenat – intervence ve prospěch koruny. Koruna následně skokově posílila až k hodnotě 32,00 CZK/EUR, poté technicky korigovala k úrovni 32,50 CZK/EUR, a následně fluktovala v intervalu 32,30-32,50 CZK/EUR. Viceguvernér Luděk Niedemayer brzy poté prohlásil, že ČNB v žádném případě nechce silnější korunu a že chce pouze zastavit nárůst devizových rezerv. Podíváme-li se na bilanci ČNB, je evidentní, že objem devizových rezerv v bilanci ČNB je opravdu příliš vysoký (tvoří až 90% aktiv ČNB). Takto vysoký objem devizových rezerv na straně aktiv má na straně pasiv podobu stahovacích repo operací. Přičemž náklady na téměř 500 miliardový objem repo operací přispívají ke každoroční ztrátě ČNB. Prohlášení ze začátku dubna o snaze snížit objem devizových rezerv a tím i snížit objem repo operací bylo první vlaštvou (pokusem) o zjištění, jak citlivě budou trhy reagovat na prodej rezerv.

Eurodolarový trh

V dubnu dolar pokračoval v posilování, když kurz na konci měsíce dosáhl své úrovně z loňského prosince 1,18 USD/EUR. Optimismus trhu ve prospěch dolaru byl dán nejenom vyšší růstovou dynamikou americké ekonomiky než eurozóny či pozitivními zprávami z amerického trhu práce, ale také stále čtenějšími prohlášeními čelních představitelů FEDu o tom, že deflace již definitivně nehrozí a naopak problémem mohou být inflační tlaky. Tyto výroky naznačují, že k prvnímu zvýšení základní úrokové sazby by v USA mohlo dojít již v létě.

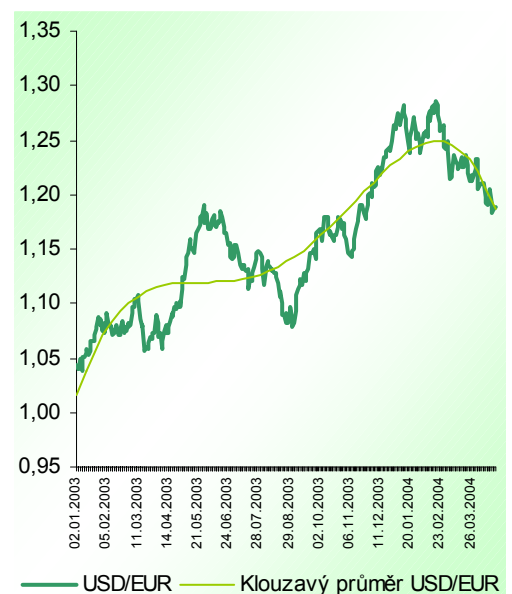
Krátkodobý výhled dolaru tak začíná být pozitivní. Proti výraznějšímu posilování však stále stojí skutečnost vysokého deficitu běžného účtu. Výraznému posílení dolaru navíc stále brání vysoké geopolitické riziko, které plyne z dosud nepřilíh úspěšného válečného řešení v Iráku.

Vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD v dubnu 2004



Pramen: NEWTON Holding databáze

Vývoj kurzu USD/EUR od začátku roku 2003



Pramen: NEWTON Holding databáze

Úrokové sazby z úvěrů a vkladů

V únoru průměrné úrokové sazby z úvěrů po dvou měsících růstu opět poklesly. Sazby úvěrů domácnostem poklesly o 20 bps na 8,12% a sazby úvěrů nefinančním podnikům zaznamenaly pokles o téměř 60 bps na 4,04% (významný byl pokles zejména u úvěrů se splatností do jednoho roku).

Pokles průměrných sazeb byl patrný i u vkladů, když v případě domácností úrokové sazby se snížily na 1,27%, z toho sazby na netermínovaných účtech poklesly pod hranici 0,5%.

Akciový trh

Duben byl dalším příznivým měsícem pro vývoj na pražské burze. Hlavní index burzy PX-D posílil o více než 5% a skončil těsně pod úrovní 2100.

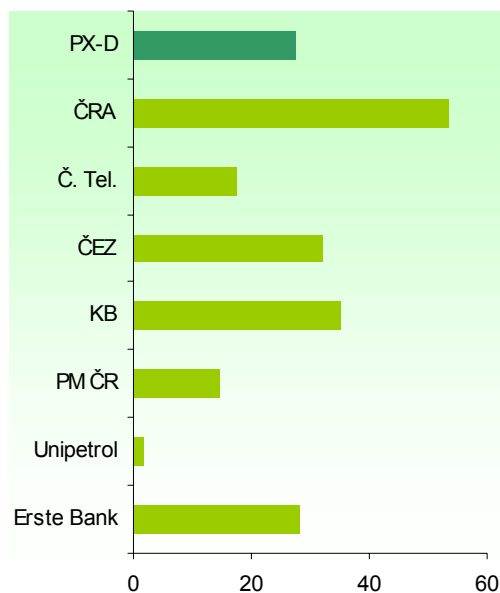
Z hlavních akciových titulů burzy se opět dařilo Českým radiokomunikacím, jejichž cena v závěru měsíce vystoupala až na 530 Kč. Vysokého růstu dosáhly i oba bankovní tituly – KB a Erste Bank. V případě KB byl zaznamenán růst i navzdory oznámení změn v dividendové politice (banka hodlá vyplácet na dividendách 30-35% zisku očištěného o mimořádné výdaje). Naopak na začátku měsíce poklesla cena akcií Philip Morris po oznámení zisku, který zůstal za očekávání. Ve druhé polovině měsíce cena poklesla kvůli uplynutí rozhodného dne pro výplatu dividendy.

Státní rozpočet

V první čtvrtině roku hospodaření státního rozpočtu skončilo schodkem ve výši 7,8 mld. Kč (ve stejném období minulého roku deficit dosáhl až 31,8 mld. Kč), když příjmy vzrostly meziročně o 18%, zatímco výdaje pouze o 2,3%. V samotném březnu deficit rozpočtu dosáhl 5 mld. Kč. Schodek na tzv. důchodovém účtu (tj. rozdíl výdajů na důchody a příjmů z pojistného na sociální zabezpečení) se prohloubil na 4,4 mld. Kč.

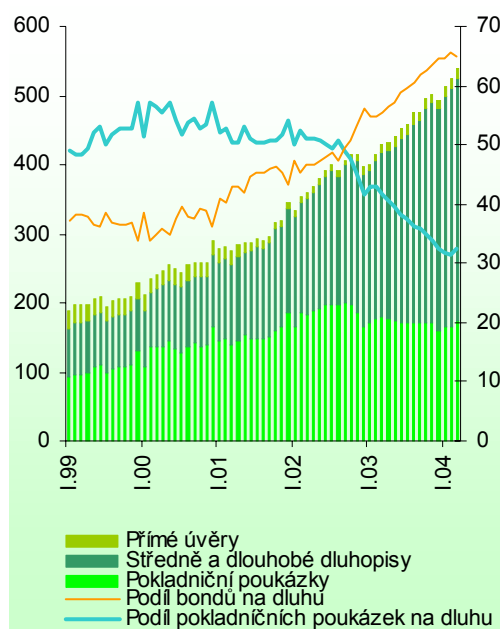
Plnění rozpočtu na příjmové straně bylo od počátku roku ovlivněno zvýšením nepřímých daní v rámci reformy veřejných financí. Rozpočtové příjmy z DPH a ze spotřebních daní byly v prvním čtvrtletí meziročně o 35% vyšší. Vývoj výdajové strany rozpočtu byl v březnu ovlivněn úhradou části ztráty ČKA za rok 2002 (7,4 mld. Kč), realizací záruky Českým drahám (1,2 mld. Kč) a zaplacením jistiny a úroků Česko-moravské záruční a rozvojové bance (0,6 mld. Kč).

Zhodnocení hlavních akciových titulů na BCPP od počátku roku (v %)



Pramen: Burza cenných papírů Praha

Vývoj státního dluhu (v mld. Kč na levé ose, resp. v % na pravé ose)

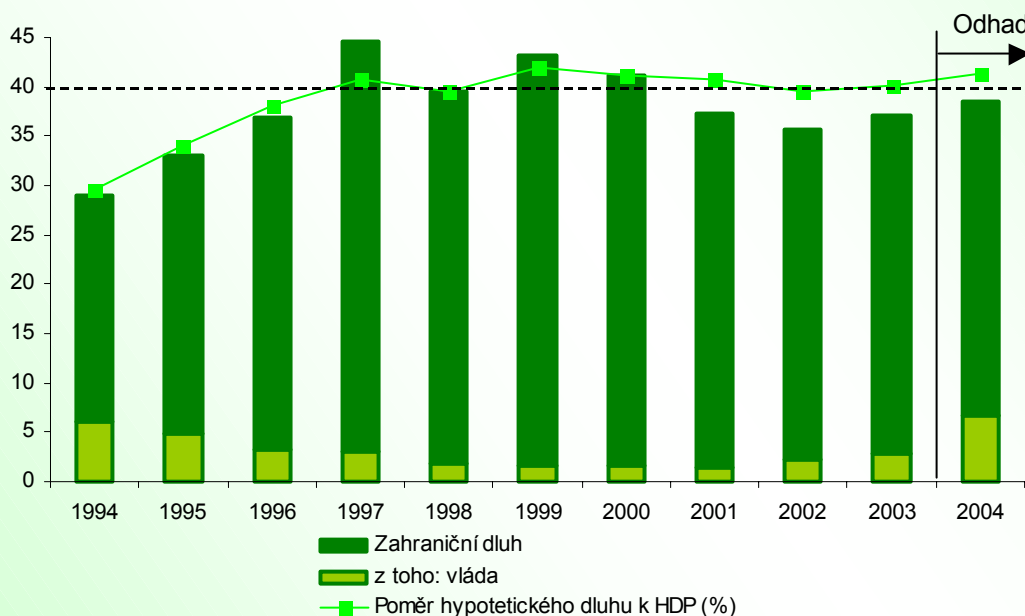


Pramen: Ministerstvo financí ČR

Box: Zahraniční dluh České republiky – vliv kurzu a připravovaná emise eurobondů

V poslední březnový den ČNB zveřejnila zahraniční dluh České republiky za celý rok 2003. Jeho výše dosáhla 894,3 mld. Kč, resp. 27,6 mld. eur. Poměr zahraničního dluhu k HDP za rok 2003 po třech letech poklesu tak opět vzrostl, když na konci loňského roku činil 37,1% HDP (což však stále je pod psychologickou hranicí 40% HDP). Nárůst zahraničního dluhu byl zřetelný během celého roku a patrný byl zejména v posledním čtvrtletí. Vývoj poměrového ukazatele zahraničního dluhu je silně ovlivněn vývojem měnového kurzu české koruny, poněvadž rezidenti si na mezinárodním finančním trhu půjčují zahraniční měnu, kdežto HDP je vyjádřen v měně domácí. Právě výrazné posilování české měny vůči euru od roku 2001 vedlo k výraznému snížení poměru dluhu k HDP a naopak postupné oslabování kurzu koruny od poloviny roku 2002 znamená zvýšení poměru dluhu k HDP. Na grafu ilustrujeme vývoj zahraničního dluhu k HDP v případě absence rychlého posílení měny počínaje rokem 2001. Zahraniční dluh by v takovém případě dosahoval téměř konstantní úrovně 40% HDP.

Vývoj zahraničního dluhu (v % HDP)



Poznámka: Poměr zahraničního dluhu je vypočten při hypotetickém měnovém kurzu 35,00 CZK/EUR. Nominální efektivní kurz je vypočten na základě vah jednotlivých měn v zahraničním obchodu České republiky.

Pramen: Česká národní banka

Budoucí vývoj a udržitelnost zahraničního dluhu (na úrovni „benchmarku“ 40% HDP) bude záviset mimo jiné na objemu zahraničního zadlužení státu. Státní dluh denominovaný v cizích měnách v průběhu devadesátých let poklesl na téměř nulovou hodnotu (v současnosti jsou to pouze půjčky od EIB a směny na účast v IBRD). **Avšak již v tomto roce Ministerstvo financí (MF ČR) hodlá emitovat dluhopisy v hodnotě 1-3 mld. eur, což by při nezměněných ostatních parametrech (včetně měnového kurzu) znamenalo nárůst výše zahraničního dluhu na úroveň 38,5% HDP.** Nicméně zůstává otázka, kam až bude MF ČR chtít ve zvyšování zahraničního zadlužování zajít. Bude-li první emise úspěšná, další budou pravděpodobně následovat. Dodejme, že MF ČR cílovou představu o emisi objemu dluhu denominovaného v euru zatím bohužel nezveřejnilo.

Shrnutí

V dubnu zveřejněná makroekonomická data potvrdila vysokou dynamiku produkční aktivity jak v průmyslu, tak i ve stavebnictví.

Průmyslové tržby dosáhly vysokého růstu 8,6% a průmyslová produkce vzrostla o 7,1%. Růst průmyslové produkce o 5,5% za celé čtvrtletí naznačuje poměrně vysoký příspěvek k tvorbě HDP za první čtvrtletí. Ve výborné kondici zatím je i stavebnictví, které již od léta vykazuje dvoumístná meziroční tempa růstu. Do kladných čísel se po lednovém výpadku dostalo i tempo růstu maloobchodních tržeb.

Oproti tomu bohužel stále beze změny je vývoj situace na trhu práce. Míra registrované nezaměstnanosti v březnu sice poklesla na 10,7%, avšak to bylo dáno zejména vlivem sezónních efektů. V meziročním vyjádření je míra nezaměstnanosti o 0,7 procentního bodu vyšší.

Růst spotřebitelských cen v březnu dosáhl zatím pouze 2,5%, avšak další akceleraci lze očekávat v průběhu následujících měsíců. Již

v květnu přijdou na řadu „daňové vlivy“, když se vládě podařilo přehlasovat prezidentské veto novely zákona o DPH. Dalšími proinflačními faktory příštích měsíců budou kromě vstupu do EU i rostoucí ceny potravin, výrazný růst světových cen surovin, který se již začíná promítat do domácích výrobních cen, a zrychlení hospodářského růstu.

Zajímavá zpráva přišla z České národní banky, která oznámila, že bude po malých částkách prodávat výnosy z realizace devizových operací. Cílem je zastavit dlouholetý nárůst objemu devizových rezerv, který je z velké části na straně pasiv vybalancován stahovacími repo operacemi. Na zprávu, že ČNB hodlá de facto intervenovat ve prospěch české koruny, kurz reagoval skokovým posílením o jednu korunu vůči euru až k 32,00 CZK/EUR. Impulsivní reakci trhu se snažili uklidnit i představitelé ČNB. Avšak je zřejmé, že situace vysokých devizových rezerv a současně vysokých sterilizačních opatření v objemu téměř 500 mld. Kč se nevyřeší sama od sebe...

II. EKONOMICKÁ ANALÝZA

DANĚ A EKONOMICKÁ VÝKONNOST: EMPIRICKÉ TESTY NA PANELU ZEMÍ OECD

ÚVOD

Diskuse o vlivu daňového zatížení na hospodářskou výkonnost země je jednou z nejčastějších a také nejstarší ekonomickou diskusí vůbec. V České republice se daňovému zatížení přisuzuje jedna z klíčových rolí v analýzách příčin nízké růstové výkonnosti hospodářství. Z tohoto důvodu se touto problematikou včetně její empirické kvantifikace zabýváme podrobněji v této analýze.

V první části analýzy jsou prezentovány základní teoretické koncepty vztahu daní a ekonomické výkonnosti. V další části jsou shrnuty hlavní přístupy měření daňového zatížení v ekonomice a následně i vývoj daňové kvóty jako jednoho z ukazatelů daňového zatížení v zemích OECD od poloviny 60. let do současnosti. Hlavní část analýzy je věnována empirickým verifikacím hypotéz o vlivu daňové zatížení na hospodářskou výkonnost a míru úspor, vlivu rostoucí internacionalizace a daňové konkurence na strukturu daňového systému a výdajů vlády. Empirická verifikace je provedena na panelu 24 zemí OECD za období 1970-2002 (PANEL 1)¹ a dále na panelu 30 OECD zemí za období 1993-2002 (PANEL 2)². Na konci analýzy jsou předloženy hlavní závěry této studie.

TEORETICKÝ POHLED NA VZTAH DANÍ A EKONOMICKÉ VÝKONNOSTI

Vliv zdanění na úroveň a tempo růstu ekonomické výkonnosti zdaleka není jasnou

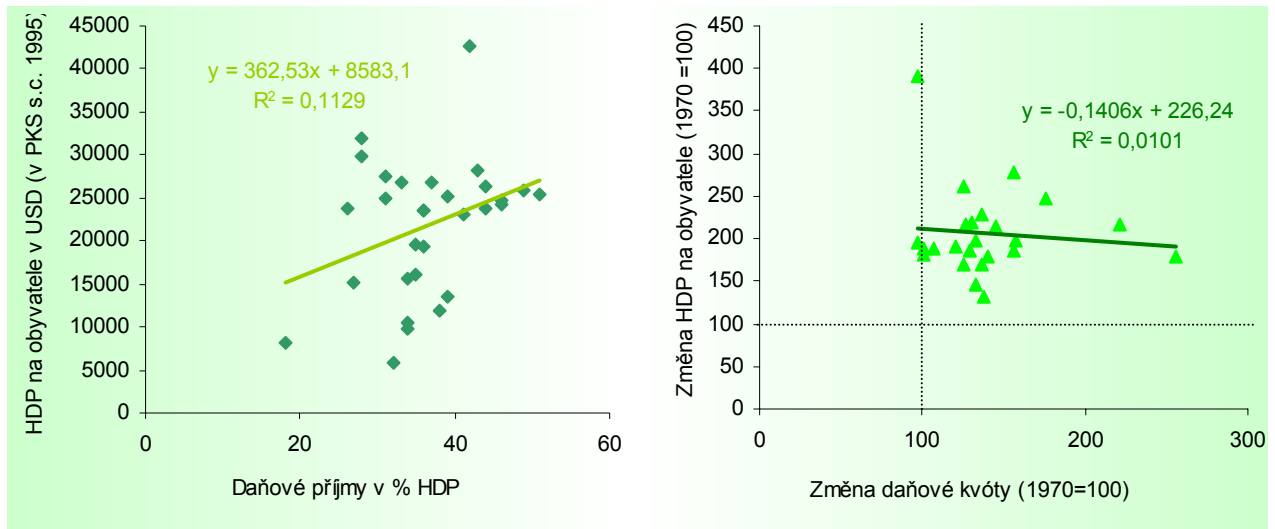
záležitostí (alespoň z pohledu ekonomie hlavního proudu). Na vyšší úroveň daňového zatížení lze nahlížet jako na vážnou překážku trvalého zvyšování ekonomické úrovně země. Vyšší daně způsobují distorze v ekonomické aktivitě, mohou snižovat míru úspor a investic, odrazují od práce a podnikání a v neposlední řadě vytvářejí podmínky k nárůstu šedé ekonomiky. O vedlejších negativních efektech při poskytování veřejných statků, jako je byrokratizace a dobývání renty, pojednává rozsáhlá literatura teorie veřejné volby. Na druhou stranu může být zdanění pro ekonomiku přínosné, protože z daní je placeno poskytování veřejných statků, které zvyšují životní úroveň a bohatství celé společnosti. Jsou-li vybrané daně používány efektivně, tak poskytnuté veřejné služby mohou zvyšovat produktivitu lidského i fixního kapitálu soukromého sektoru a podpořit dlouhodobý ekonomický růst. Samotné veřejné transfery mohou snižovat chudobu a udržovat sociální soudržnost a smír.

Jak od zastánců, tak i odpůrců zdanění v ekonomice lze slyšet celou řadu fundovaných argumentů podporujících právě jejich názor. Avšak čistý efekt zdanění na ekonomiku závisí na různých úhlech pohledu, konkrétně na výši celkového zdanění, na jeho struktuře, na vznikajících distorzích při výběru daní, na pojetí spravedlnosti, na efektivnosti vynaložení vybraných daní, aj. Podíváme-li se na vztah výše zdanění a hospodářské výkonnosti pomocí statistických dat, tak situace se jeví neurčitě. Vidíme úspěšné země co do tempa hospodářského růstu, ale i výše životní úrovně, které mají nízkou daňovou kvótu (např. Spojené státy americké), ale naopak jsou i země s vysokým podílem státu v ekonomice, které vykazují vysoký hospodářský růst (např. skandinávské země).

¹ PANEL 1 obsahuje země: Austrálie, Rakousko, Belgie, Kanada, Dánsko, Finsko, Francie, Německo, Řecko, Island, Irsko, Itálie, Japonsko, Lucembursko, Nizozemí, Nový Zéland, Norsko, Portugalsko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, Turecko, Velká Británie a Spojené státy americké.

² PANEL 2 obsahuje země: Austrálie, Rakousko, Belgie, Kanada, Česká republika, Dánsko, Finsko, Francie, Německo, Řecko, Maďarsko, Island, Irsko, Itálie, Japonsko, Korea, Lucembursko, Mexiko, Nizozemí, Nový Zéland, Norsko, Polsko, Portugalsko, Slovensko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, Turecko, Velká Británie a Spojené státy americké.

Obrázek 1: Ekonomická úroveň a složená daňová kvóta v roce 2002 (levý graf) a změna ekonomické úrovně a složené daňové kvóty za období 1970-2002 (pravý graf)



Poznámka: V levém grafu je PANEL 2 (30 zemí), a v pravém grafu je PANEL 1 (24 zemí).

Pramen: OECD Revenue Statistics, OECD National Accounts

Jedním z nejčastěji diskutovaných fenoménů vývoje ve sledovaném období je vliv rostoucí globalizace a mobility kapitálu na strukturu a výši zdanění. Těmito vazbami se zabývá teorie daňové konkurence, která se zaměřuje zejména na klesající možnost národních vlád zdaňovat kapitál a na z toho plynoucí důsledky pro hospodářskou politiku (souhrnně popsáno např. ve Wilson 1999). K této problematice uveďme, že zatímco Oates (1972) a jeho pokračovatelé vidí daňovou konkurenci jako příklad „věžňova dilematu“ veřejného sektoru různých zemí (s výsledkem „všichni ztrácejí“), Tiebout (1956) a jeho následovníci naopak tuto „volbu nohama“ schvalují. Možnost daňové arbitráže nutí vlády k efektivnosti a brzdí bobtnání veřejného sektoru. Podobný postoj zaujímají zastánci teorie veřejné volby, kteří argumentují omezením byrokratické, lobbyistických aktivit, korupce a dalších podobných praktik uvnitř veřejného sektoru z titulu tlaku zvenčí. Podle teorie aglomeračních rent např. v Bucovetsky, Wilson (1991) či Baldwin, Krugman (2002) existuje souvislost mezi zdaněním kapitálu, velikostí země a její otevřeností (resp. internacionalizací). Malé a otevřené země musejí zdaňovat mobilní kapitál méně než velké země, protože nenabízejí investorům stejné aglomerační výhody a čelí nižší elasticitě nabídky kapitálu.

Při diskusi vlivu daní a ekonomické výkonnosti je nutné si všimnout i základních ekonomicko-politologických konceptů vlivu globalizace a daňové konkurence na chování vlády v oblasti daní viz Garrett (1995) či Swank (1998). Existují dva základní koncepty – koncept efektivnosti a koncept kompenzace. Podle konceptu efektivnosti jsou vlády nuceny ke snižování rozsahu státu blahobytu, přerozdělování, a tedy i daňového zatížení. Hospodářské politiky národních států v čase konvergují. Nejvýrazněji se to projevuje v odstraňování obchodních bariér, ve snižování zdanění mobilního kapitálu a omezení přerozdělování.

V kontrastu je koncept kompenzace, podle kterého nedochází k erozi státu blahobytu ani daňových příjmů. Hospodářská politika vlád se odklání od důrazu na stimulaci agregátní poptávky k nabídkově orientovaným politikám, jako jsou veřejné investice do školství, infrastruktury, vědy a výzkumu, aj. V daňové politice vlády snižují mezní sazby daní z příjmu, avšak současně rozšiřují daňový základ (např. u Velké Británie či Irsku, které v posledních dvaceti letech nejvýrazněji snížily sazby z korporátní daně). Možnost vlády usměrňovat rozhodování investorů tak sice klesá, daňové výnosy však zůstávají (kvóta korporátních daní v zemích OECD od roku 1965

v průměru stagnuje). Rostoucí požadavky zdrojů na financování veřejného sektoru se projevují v nárůstu příspěvků na sociální zabezpečení a daní ze mzdy. V konceptu kompenzace je odlišné i pojetí výdajů na sociální programy. V tomto konceptu u malých a otevřených ekonomik dochází k růstu sociálních výdajů, kterými vlády obyvatelstvu kompenzují ekonomická rizika globalizace.

KONCEPTY MĚŘENÍ DAŇOVÉHO ZATÍŽENÍ

Daňové zatížení se nejčastěji měří čtyřmi základními způsoby. První možností je porovnávat jednotlivé statutární daňové sazby. Takové porovnání je často používáno, protože informace o daňových sazbách v různých zemích jsou snadno dostupné. Nominální sazby jsou i důležitým signálem, který určuje hodnotu daňových závazků, či je důležitou proměnou při plánování investic. Avšak prosté porovnávání nominálních daňových sazeb může být dosti zavádějící nejen v případě jednotlivých daní (např. oblíbené porovnávání sazby daně korporací), ale i v případě porovnávání sazeb celého daňového systému. Výše sazeb informuje pouze o části skutečnosti, tou druhou je metoda stanovení daňového základu a vzájemné propojení jednotlivých daní, jejich základů a odečitatelných položek.

Druhou možností měření daňového zatížení je výpočet tzv. efektivní mezní a průměrné daňové sazby. Jinak řečeno výpočet sazby, která zohledňuje nejenom výši nominálních sazeb, ale i způsob stanovení základu pomocí hlavních charakteristik národní daňové legislativy (podrobněji viz Devereux, Griffith 2003). Toto modelové zdanění však musí používat řadu zjednodušujících předpokladů, které jsou založeny na neoklasické teorii investic. Tato metoda je vhodnější pro posouzení jednotlivých hledisek efektivní daňové zátěže u konkrétních projektů. Její použitelnost pro celkovou výši daňové zátěže však může být zavádějící.

Jako nejpoužitelnější ukazatel se pro naši analýzu jeví třetí možnost v podobě složené daňové kvóty vyjádřené poměrem skutečně zaplacených daní k velikosti země, tj. k HDP. U tohoto přístupu

odpadá problém, kolik zjednodušujících předpokladů musíme pro výpočet efektivní či implicitní sazby vzít v úvahu. V neposlední řadě je značnou výhodou i snadná dostupnost dat pro velký soubor zemí a dlouhé časové období. Měření daňového zatížení pomocí složené daňové kvóty však má i své slabiny a při interpretaci výsledků musíme být opatrní, poněvadž (1) tato kvóta nezahrnuje náklady vládní regulace, které ovlivňují makroekonomické agregáty; (2) kvóta zahrnuje pouze povinné sociální a zdravotní pojištění, nikoliv dobrovolné či quasi dobrovolné; (3) kvóta nezahrnuje daňové výdaje a nárůst veřejného dluhu; (4) vývoj daňových příjmů je závislý na průběhu hospodářského cyklu; (5) některé země používají neomezenou daňovou povinnost (residency principle) a jiné nikoliv (source principle); (6) nižší daňové sazby či vymezení daňového základu zpravidla přiláká daňovou bázi z okolí (buď reálnou ekonomickou aktivitu nebo vykázání daňové povinnosti); (7) existuje zpoždění mezi vykázáním daňové povinnosti na akruálním principu a skutečnou platbou těchto daní; (8) poměr agregátních daňových základů (např. hrubý provozní přebytek) k celkovému HDP se v čase mění. Problémy existují i u výpočtu jmenovatele daňové kvóty v jednotlivých zemích, tj. výše HDP – např. nestejná metodologie výpočtu HDP (zejména v případě amortizace fixního kapitálu), různé časové posloupnosti revizí HDP, zahrnutí nezjištěné ekonomiky, aj.

Poslední možností měření daňového zatížení je výpočet průměrných daňových sazeb. Tento přístup překonává omezení prostého porovnání statutárních sazeb a daňové základy jsou vymezeny úžeji než v případě ukazatelů daňové kvóty. Mendoza et al. (1994) navrhuje výpočet tří efektivních daňových sazeb – z pracovního příjmu, z příjmu kapitálu a ze spotřeby. Pro výpočet sazeb se používá statistik skutečně vybraných daní a detailních údajů z národních účtů. Úžeji vymezenými proxy proměnnými daňového základu se lze vyhnout chybám, které plynou při používání ukazatelů daňové kvóty. Tento přístup je však mnohem náročnější na dostatek relevantních statistických údajů pro

dostatečně velký vzorek zemí a dostatečně dlouhé časové období.

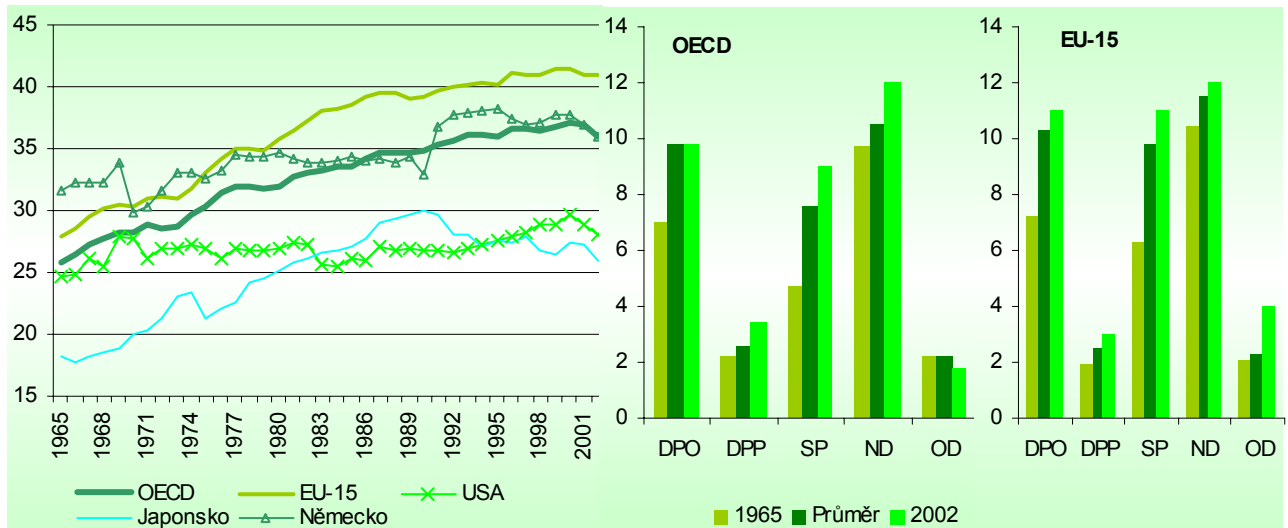
VÝVOJ DAŇOVÉ KVÓTY V ZEMÍCH OECD

V zemích OECD lze dlouhodobě pozorovat postupný nárůst daňové kvóty z průměrné úrovně 25% HDP v roce 1965 na úroveň přesahující 35% HDP v roce 2002. A to i přes pokles nominálních daňových sazeb (zejména u daní z příjmů). Výrazněji vzrostla daňová kvóta v EU (z 28% na 41%), zatímco kvóta v USA stagnovala v intervalu 25-30% HDP. V průběhu devadesátých let daňová kvóta rostla zejména u hospodářsky slabších zemí Evropské unie, když největší růst kvóty byl v období vrcholu hospodářského cyklu ve druhé

polovině devadesátých let. Naproti tomu trend absolutního poklesu kvóty byl patrný u čtyř nových členů OECD, tj. zemí Víšegrádské čtyřky. Pokles daňové kvóty v těchto v zemích byl však dán transformací post-komunistických ekonomik.

K výrazným změnám došlo ve struktuře daňových příjmů. Zatímco příjmy z daní z korporátních příjmů vzhledem k HDP stagnovaly, země OECD relativně více zvýšily daňové břemeno spotřeby, částečně osobních příjmů a zejména pak ve formě příspěvků na sociální pojištění. V tomto případě hlavně o tu část, která je placena zaměstnavatelem a kterou lze považovat za součást přímého zdanění kapitálu (viz Garrett, 1995).

Obrázek 2: Složená daňová kvóta v zemích OECD v období 1965-2002 (% HDP)



Poznámka: DPO – daň z příjmu osob, DPP – daň z příjmu podniků, SP – sociální pojištění, ND – nepřímé daně, OD – ostatní daně.
Pramen: OECD Revenue Statistics

Jako hlavní důvod postupného růstu daňové kvóty v zemích OECD lze uvést růst HDP v běžných cenách, a tedy i příjmů, což vede k „plíživému“ nárůstu daňového zatížení v rámci progresivních daní z příjmu (tato hypotéza pracuje s předpokladem, že valorizace daňově odčitatelných položek a příjmových pásem je pomalejší či nižší, než je růst nominálního daňového základu). Druhý důvod růstu daňové kvóty je nutnost zaplatit rostoucí výdaje na sociální a zdravotní politiku, která plyne z postupného stárnutí populace v zemích OECD. Jako možné vysvětlení růstu daňové kvóty se nabízí tzv. Wagnerův zákon, který dává do souvislosti výši ekonomické

úrovně a míry přerozdělování (daňové kvóty). Stiglitz (1997) nabízí vysvětlení, že vyšší objem nahromaděného bohatství vede k vyšším nákladům na jeho obnovu, protože kvůli inflaci jsou dnešní náklady mnohem vyšší než původní náklady a náklady odpovídající amortizaci. Jako vysvětlení se rovněž nabízí skutečnost, že růst veřejného sektoru je „sebe-naplňujícím“ se procesem. Nové úřady, úředníci a regulace vytvářejí další úřady, najímají další úředníky a vymýšlejí další regulaci a veřejné programy, což musí být zapláceno z daní či růstem veřejného zadlužení. Rostoucí podíl zaměstnanců veřejného sektoru mění poměr hlasování v zastupitelské

demokracii. Zvolení politici prosazují další rozšiřování veřejného sektoru, což se projevuje nárůstem potřeby vybírat daně a růstem daňové kvóty.

EMPIRICKÉ TESTY NA PANELU ZEMÍ OECD

V empirické analýze se zaměříme na verifikaci vztahů výše uvedených hypotéz, tj. vlivu zdanění na hospodářský růst, vlivu zdanění na míru úspor domácností a na testování hypotéz daňové konkurence a zvyšující se globalizace. Konkrétně budeme testovat hypotézu přesunu daňové zátěže z kapitálu na práci a spotřebu, a to v závislosti na velikosti a otevřenosti ekonomiky. V této souvislosti budeme testovat i tzv. kompenzační hypotézu globalizace a daňové konkurence, tj. závislost výdajů na sociální programy na velikosti a otevřenosti ekonomik. Empirická verifikace bude provedena jednak na panelu 24 členských zemí OECD za období 1970-2002 (PANEL 1) a také na panelu 30 zemí za období 1993-2002 (PANEL 2). Pro každý panel bylo provedeno několik odhadů panelové regrese. Výsledky těchto odhadů jsou zachyceny ve sloupcích příslušných tabulek, v nichž tyto sloupce představují zápis odhadnutých regresních rovnic. Odhady byly provedeny ve statistickém programu E-Views 3.1.

Při empirické verifikaci vícerozměrných ekonomických časových řad je nutné mezi řadami rozlišovat krátkodobé a dlouhodobé vztahy. Krátkodobé vztahy mezi časovými řadami existují pouze v relativně krátkém období a po čase mizí. Proti tomu dlouhodobé vztahy mají dlouhodobé trvání a s postupujícím časem nemizí. Dlouhodobé vztahy pak přímo souvisí s problematikou nastolení a udržení rovnovážného stavu (ekvilibría), což chápeme jako stav, ke kterému je systém neustále přitahován. V naší empirické verifikaci vztahu daní a ekonomické výkonnosti by nás měly zajímat jen kointegrované časové řady, protože pouze u nich lze analyzovat charakter vzájemné závislosti. Nekointegrované časové řady neobsahují žádný společný element a jejich zkoumání je bezpředmětné, neboť se dlouhodobě vyvíjejí nezávisle na sobě. Dodejme, že při modelování vztahů mezi ekonomickými časovými řadami je respektování principu

kointegrace časových řad nutné zejména z důvodu odlišení mezi regresí pravou a zdánlivou.

Za účelem zjištění charakteru časové řady jsme před zahájením ekonometrické analýzy u všech časových řad zkoumali jejich stacionaritu, tj. přítomnost jednotkového kořene. K tomuto účelu jsme použili nejvíce využívaný test výskytu přítomnosti jednotkového kořene - rozšířený Dickeyův-Fullerův test (ADF test). Připomeňme, že stacionarita časových řad je vyžadována z toho důvodu, že jakákoli proměnná, která se permanentně stochasticky odchyluje od své střední hodnoty, nemůže být v dlouhém období ovlivňována proměnnou, která se ke své střední hodnotě vrací (efekt může být pouze krátkodobý).

Námi provedené ADF testy naznačovaly různé výsledky stacionarity u různých časových řad. Výsledky testů se navíc lišily i mezi zeměmi. Nicméně můžeme tvrdit, že všechny časové řady byly integrovány nejméně stupněm jedna, tj. jejich první diference byly stacionární. V této souvislosti jsme si vědomi problému, že pokud do panelové regrese byly zahrnuty časové řady s nestejným stupněm integrace, tak výsledek regresní analýzy může být zkreslený. Avšak i přes hrozbu tohoto možného zkreslení jsme přistoupili k provedení panelové regrese nejen na diferencovaných časových řadách, ale i na jejich úrovních. K tomu nás vedly následující tři skutečnosti:

1. Znaménka statistické závislosti a velikost regresních koeficientů ve většině odhadů vyšla velmi podobně jak při použití diferencovaných časových řad, tak i při použití úrovnových časových řad.
2. Při použití panelové regrese byl vždy použit rozsáhlý soubor zemí s relativně dlouhým časovým obdobím. V některých případech bylo dokonce použito více než 700 pozorování. V takto rozsáhlém souboru případný výskyt nestacionární časové řady snad nebude představovat příliš významné zkreslení výsledků.
3. Stacionarizováním všech časových řad bychom ztratili významné ekonomické informace umožňující popis závislosti

ekonomické výkonnosti na výši (tj. úrovních) daňového zatížení ekonomiky.

Ještě než přejdeme k popisu výsledků jednotlivých testů, tak je nutné uvést, že v naší empirické analýze jsme nehledali ideální model popisující chování vysvětlované proměnné (vyjádřeno koeficientem determinace), ale statisticky významnou závislost mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnnou. Vzhledem k tomu, že zkoumáme závislost ekonomického vývoje na daních, tak lze předpokládat, že testovaný model by měl být doplněn autoregresním členem AR(1), který pomůže modelovat „setrvačnost“ časové řady ekonomického vývoje. V případě zařazení autoregresního členu však nelze pro testování reziduí použít standardní Durbinův-Watsonův test. Z tohoto důvodu chování reziduí bylo ověřeno Breuschovým-Godfreyovým LM testem,

který hypotézu existence autokorelace a heteroskedasticity zamítl.

Vliv daňového břemene na hospodářský růst

První test charakterizuje vliv daňové kvóty na dlouhodobou růstovou výkonnost ekonomik. V tabulce 1 jsou znázorněny výsledky rovnic panelové regrese pro PANEL 1 (rovnice 1 až 4) a pro PANEL 2 (rovnice 5 až 7). Regresní odhady jsme provedli jak pro úrovně data, tak pro jejich diference. Analýza na úrovních datech byla provedena za účelem zjištění závislosti hospodářského růstu na výši zdanění. Analýza na diferencovaných časových řadách byla provedena za účelem zjištění závislosti hospodářského růstu na změnách daňového zatížení ekonomiky.

Tabulka 1: Závislá proměnná je tempo růstu reálného HDP

Proměnná/Rovnice	PANEL 1				PANEL 2		
	1	2	3	4	5	6	7
Konstanta	5,079 (8,4)	2,931 (21,2)	3,807 (6,9)	2,991 (21,8)	4,429 (6,1)	2,850 (3,0)	3,280 (16,3)
TAX	-0,063 (-3,8)				-0,037* (-1,9)		
LABTAX			-0,144 (-5,3)			-0,109 (-2,6)	
CORPTAX			0,241 (3,0)			0,203* (1,7)	
SOCTAX			-0,122 (-4,8)			-0,153 (-4,1)	
CONSTAX			0,087 (2,2)			0,202 (3,2)	
Dif TAX		-0,305 (-4,6)					
Dif LABTAX				-2,556 (-2,1)			
Dif SOCTAX				-1,212 (-7,3)			-0,801 (-2,8)
AR(1)	0,330 (9,6)	0,353 (10,3)	0,289 (8,2)	0,363 (10,6)		0,181 (3,0)	0,259 (4,5)
Počet pozorování	744	744	744	744	300	261	270
F-Test	58,7	62,4	30,0	56,7	3,7	9,4	13,0
R ²	0,14	0,14	0,17	0,19	0,01	0,16	0,09

Poznámka 1: TAX – složená daňová kvóta, LABTAX – kvóta daní z osobních příjmů, CORPTAX – kvóta daní z korporátních příjmů, SOCTAX – kvóta příspěvků na sociální pojištění, CONSTAX - kvóta daní ze spotřeby, Dif – meziroční diference proměnné.

Poznámka 2: Hodnoty t-testu jsou uvedeny v závorkách.

Poznámka 3: V tabulce jsou uvedeny všechny regresní koeficienty, které byly statisticky významné na hladině významnosti 5%. Koeficienty statisticky významné na hladině významnosti 10% jsou označeny hvězdičkou.

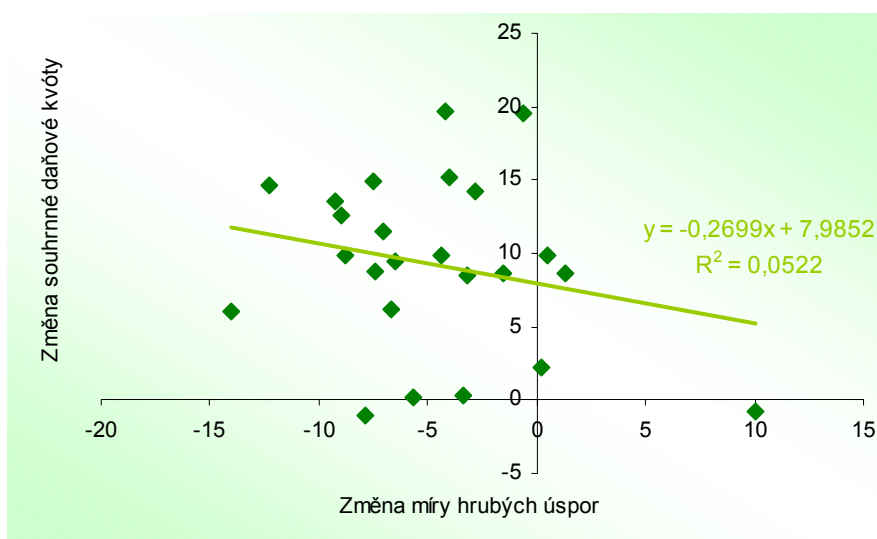
Poznámka 4: Kvůli nedostupnosti dat o kvótě daní z příjmu osob a korporací chybí v rovnicích 6 a 7 Mexiko.

Výsledky panelové regrese ukazují statisticky významnou negativní závislost mezi růstovou výkonností ekonomik a výší daňové kvóty či změnou této kvóty. Regresní koeficient závislosti je však poměrně nízký: jeden procentní bod daňové kvóty snižuje průměrný hospodářský růst o 0,06 procentního bodu. Při regresi hlavních součástí daňového systému vidíme statisticky významný negativní vliv jak kvóty daní z příjmu osob, tak i kvóty plateb sociálního pojištění. To naznačuje, že vyšší daňové zatížení práce (resp. rychlejší růst tohoto zatížení) zpomaluje hospodářský růst. Poněkud překvapující je pozitivní závislost kvóty korporátních daní a hospodářského růstu. Podle teorií daňové konkurence bychom naopak očekávali negativní závislost. Tento výsledek lze vysvětlit tak, že vlády sice snižují statutární sazby korporátních daní, avšak redukovat možnosti snižovat daňový základ, čímž udržují fiskální příjmy (podrobněji viz Devereux, Griffith, Klemm 2003). Jiným vysvětlením může být i to, že vyšší tempo růstu HDP je zpravidla provázeno zvýšením podílu hrubého provozního přebytku (proxy proměnná daňového základu korporací) na HDP. V takovém případě může růst podíl skutečného příjmu veřejných rozpočtů těchto daní na HDP, i když podíl těchto daní na hrubém provozním přebytku (tj. efektivní daňová sazba) stagnuje či klesá.

Vliv daňového břemene na úspory

Míra úspor je jednou z klíčových proměnných ekonomického růstu. Samotnou míru úspor ovlivňuje celá řada faktorů – např. demografický vývoj, kulturní faktory, skutečná i očekávaná inflace, úrokové míry a v neposlední řadě výše a struktura zdanění. Z teoretického hlediska by se rostoucí zdanění jak příjmů, tak i zdanění spotřeby mělo projevit v poklesu míry úspor. Rozdíl ve vlivu obou typů daní na míru úspor by měl záviset výhradně na úrokové elasticitě úspor. Je-li úroková elasticita úspor kladná (to závisí na převaze důchodového a substitučního efektu - viz Stiglitz 1997), poté daně z příjmu ovlivňují negativně míru úspor výrazněji než daně ze spotřeby. Rozdílnost vlivu daní z příjmu a daní ze spotřeby na úspory ovlivňuje i důchodová elasticita spotřeby. Zvýší-li vláda daně (ať již z osobních příjmů či ze spotřeby), ovlivní to disponibilní příjem domácností, tj. čítec i jmenovatel míry úspor. Je-li důchodová elasticita spotřeby menší než jedna, spotřeba domácností poklesne proporcionálně méně než je pokles disponibilního důchodu. Z toho vyplývá, že proporcionálně více poklesne míra úspor (podrobněji viz OECD 1994).

Obrázek 3: Změna míry úspor a změna daňové kvóty v období 1970-2001 (v procentních bodech)



Pramen: OECD Revenue Statistics; OECD National Accounts

V analýze dále testujeme statistickou významnost vlivu jak celkového daňového zatížení, tak i zatížení daní z příjmů a daní ze spotřeby na míru hrubých úspor (výsledky shrnuje tabulka 2) Regresní rovnice PANELU 1 jsou odhadnuty jak

pro úrovně data míry úspor i daňové kvóty (rovnice 1 až 3), tak i pro jejich meziroční difference (rovnice 4 až 6). Stejně odlišení je i u regresních rovnic pro PANEL 2 – úrovně data (rovnice 7 a 8) a difference (rovnice 9 a 10).

Tabulka 2: Závislá proměnná je míra úspor

Proměnná / Rovnice	PANEL 1						PANEL 2			
	LEVEL			DIF			LEVEL		DIF	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Konstanta	29,0 (13,0)	27,9 (15,7)	27,9 (13,4)					32,5 (11,5)	0,160*	
TAX	-0,164 (-3,6)		-0,095*	-0,210 (-4,6)		-0,146 (-2,8)	-0,153 (-2,1)		-0,151 (-2,1)	
INCTAX		-0,410 (-4,0)			-0,270 (-3,2)					
CONSTAX		-0,221 (-2,8)	-0,320 (-2,7)		-0,473 (-4,3)	-0,316 (-2,5)		-0,651 (-3,6)		-0,719 (-4,0)
AR(1)	0,944 (81,3)	0,942 (80,6)	0,943 (81,0)	0,134 (3,4)	0,133 (3,4)	0,137 (3,5)	1,004 (308,9)	0,949 (53,9)		
Počet pozorování	682	682	682	660	660	660	234	234	234	234
F-Test	3409,6	2314,2	2296,4	30,6	19,8	18,7	2560,5	1406,8	4,3	-
R²	0,91	0,91	0,91	0,04	0,06	0,05	0,92	0,92	0,02	0,06

Poznámka 1: TAX – složená daňová kvóta, INCTAX – kvóta daní z příjmů, CONSTAX - kvóta daní ze spotřeby.

Poznámka 2: LEVEL – testy jsou na provedeny na úrovně datech. DIF – testy jsou provedeny na meziročních diferencích.

Poznámka 3: Hodnoty t-testu jsou uvedeny v závorkách.

Poznámka 4: V tabulce jsou uvedeny všechny regresní koeficienty, které byly statisticky významné na hladině významnosti 5%. Koeficienty statisticky významné na hladině významnosti 10% jsou označeny hvězdičkou.

Poznámka 5: Kvůli dostupnosti dat jsou časová období obou panelů zkrácena do roku 2001. Rovněž vzorek zemí v obou panelech musel být zkrácen kvůli dostupnosti dat. V PANELU 1 není zahrnuto Lucembursko a Turecko; v PANELU 2 je vynecháno Maďarsko, Mexiko, Lucembursko a Polsko.

Testy na PANELU 1 potvrdily negativní závislost míry úspor nejen na souhrnné daňové kvótě, ale i na daních z příjmů a daních ze spotřeby. Na úrovně datech lze pokles míry úspor lépe vysvětlit výší kvóty daní z příjmu než kvótou daní ze spotřeby. Při testech na meziročních diferencích míry hrubých úspor a daňové kvóty se opět ukazuje negativní vztah závislosti růstu daňové kvóty a míry úspor. Tyto testy jsou však pouze indikativní, protože jejich vypovídací schopnost měřená koeficientem determinace nepřesahuje 10%. Nicméně naším cílem nebylo nalezení modelu, který by co nejlépe popsal míru úspor, ale cílem bylo zjistit vliv daňové zátěže na míru úspor.

Podobné závěry přinesly i testy provedené na PANELU 2.

Vývoj daní z příjmů korporací

V analýze se následně pokoušíme testovat hypotézu daňové konkurence „závod až na dno“, tj. zda snižování daňové zátěže korporátních zisků vede k postupné eliminaci tohoto druhu daňových příjmů a k přesunu daňového břemene na méně mobilní výrobní faktor práci a na spotřebu. Empiricky je verifikována hypotéza, že malé a otevřené ekonomiky musejí snižovat daňové zatížení kapitálu výrazněji než velké a uzavřenější ekonomiky, protože na globálním finančním trhu tyto země čelí vyšší elasticitě

nabídky kapitálu; navíc malé země oproti velkým zemím mají aglomerační nevýhody (viz Baldwin, Krugman 2002). Tyto nevýhody musejí malé a otevřené země kompenzovat snížením daňové zátěže.

Pro tyto testy jsme použili kvóty daní z korporátních příjmů, daní z příjmů osob, platby na sociální pojištění a daní ze spotřeby. Pro druhý test jsme použili relativní ekonomickou velikost

zemí vůči průměru celého panelu. Otevřenost ekonomiky jsme určili nejen jako poměr exportu a importu k hrubému domácímu produktu, ale z důvodu odlišení velikosti země a její otevřenosti jsme vypočítali i tzv. korigovanou relativní míru otevřenosti.

V tabulce 3 jsou znázorněny výsledky regresních rovnic PANELU 1 (rovnice 1 až 6) a PANELU 2 (rovnice 7 a 8).

Box: Korigovaná míra otevřenosti ekonomiky

Chceme-li testovat změny jednotlivých typů daní vzhledem k rostoucí globalizaci ekonomik (tedy k otevřenosti ekonomik) a současně posoudit vliv velikosti zemí jako nezávisle proměnné, je třeba si uvědomit nepřímou úměrnost velikosti zemí a otevřenosti podle ukazatele $(Ex+Im)/HDP$. Existuje několik důvodů pro zobecnění této nepřímé úměrnosti. Malé země se v mezinárodním obchodu obvykle více specializují, což se odráží ve větším poměru obchodu v ekonomice. Nižší možnost vnitrostátního obchodu a proměnná prostoru je rovněž mnohem důležitější u malých zemí. Navíc čistě statisticky, stejný objem obchodní výměny znamená vyšší váhu zahraničního obchodu na HDP v malé zemi než ve velké. Standardní ukazatel otevřenosti tedy ukazuje jak otevřenost, tak i velikost země.

Bretschger, Hettich (2002) proto navrhuje korigovat tuto skutečnost pomocí panelové regrese. Standardní míra otevřenosti je závislá proměnná a poměrná velikost ekonomiky v USD (měřeno v PPP ve s.c.) vůči průměru sledovaných zemí je nezávisle proměnná. Rezidua regresní funkce jsou ukazateli relativní otevřenosti.

Regresní rovnice pro panel 24 zemí v období 1970-2002 (hodnoty t-statistiky parametrů jsou uvedeny v závorkách):

$$\text{Otevřenost} = 75,47 - 0,08834 * \text{Velikost} \\ (47,2) \quad (-9,7)$$

Regresní rovnice pro panel 29 zemí v období 1993-2002 (hodnoty t-statistiky jsou uvedeny v závorkách):

$$\text{Otevřenost} = 88,10 - 0,09082 * \text{Velikost} \\ (48,1) \quad (-11,8)$$

Tabulka 3: Závisle proměnná je kvóta daní z korporátních příjmů

Proměnná / Rovnice	PANEL 1						PANEL 2	
	LEVEL		DIF				LEVEL	DIF
	1	2	3	4	5	6	7	8
Konstanta	5,041 (5,2)	3,405 (7,7)	0,036* (1,7)	0,044 (2,4)	0,070 (3,1)		3,735 (8,2)	
OPEN		0,014 (4,2)	0,014 (3,5)	0,013 (3,3)			0,008 (1,6)	0,017 (2,7)
SIZE					-0,0001 (-1,6)			
GROWTH						0,018 (3,5)		
SOCTAX	0,067 (-2,0)			-0,064 (-1,8)				
AR(1)	0,969 (85,5)	0,953 (71,9)	0,086 (2,1)		0,077 (1,9)	0,067 (2,0)	0,907 (32,1)	0,278 (22,4)
Počet pozorování	720	720	696	720	696	696	232	203
F-Test	3326,5	3391,0	8,0	8,0	3,3	9,0	641,1	10,8
R²	0,90	0,90	0,02	0,02	0,01	0,01	0,85	0,05

Poznámka 1: OPEN – korigovaná relativní otevřenost, SIZE – relativní velikost, GROWTH – míra růstu HDP, SOCTAX – kvóta příspěvků na sociální pojištění.

Poznámka 2: LEVEL – testy jsou na provedeny na úrovnových datech (s výjimkou růstu HDP - GROWTH). DIF – testy jsou provedeny na meziročních diferencích.

Poznámka 3: Hodnoty t-testu jsou uvedeny v závorkách.

Poznámka 4: V tabulce jsou uvedeny všechny regresní koeficienty, které byly statisticky významné na hladině významnosti 5%. Koeficienty statisticky významné na hladině významnosti 10% jsou označeny hvězdičkou.

Výsledky panelové regrese nepotvrzují hypotézy daňové konkurence o přesunu daňového břemene z kapitálu na práci a spotřebu. Statistická závislost kvóty daní z osobních příjmů a daní ze spotřeby se ukázala jako nevýznamná.

Ani druhý test nepotvrdil výše nastíněné hypotézy o souvislosti velikosti a otevřenosti zemí na nastavení daňové politiky. Příjmy z daní korporací jsou pozitivně korelovány s ukazatelem otevřenosti jak na úrovnových datech, tak i na jejich diferencích (zde se však opět objevuje problém nízké vypovídací schopnosti modelu). Výsledek je opakem závěrů vlivu aglomeračních efektů na daňové zatížení kapitálu.

Co se týká vlivu velikosti ekonomiky na nastavení podnikových daní, modely neposkytly výsledky s dostatečnou vypovídací hodnotou. Pouze indikativní je rovnice 5, podle které existuje negativní závislost mezi změnou relativní velikosti a změnou kvóty korporátních daní. To by potvrdovalo závěry teorií daňové konkurence.

Avšak vypovídací hodnota tohoto modelu je opět nízká a testy na úrovnových datech neposkytovaly žádné statisticky významné výsledky.

Výdaje na sociální programy

Na závěr jsme provedli empirickou verifikaci kompenzační hypotézy globalizace a daňové konkurence. Podle této hypotézy (podrobněji např. v Garrett 1995) vlády kompenzují vyšší zapojení národní ekonomiky do globální ekonomiky a z toho plynoucí ekonomická rizika vyššími výdaji na sociální zabezpečení a programy sociální soudržnosti.

U těchto testů jsme jako nezávisle proměnné použili korigovanou míru otevřenosti, relativní velikost země, růstovou výkonnost ekonomiky a míru nezaměstnanosti. S ohledem na potřebu dostatečně dlouhých časových řad byly testy provedeny pouze na PANELU 1 a to navíc pouze za období 1980-1999.

Tabulka 4: Závisle proměnná jsou výdaje na sociální politiku (v % HDP)

Proměnná / Rovnice	LEVEL				DIF		
	1	2	3	4	5	6	7
Konstanta	33,1 (8,9)	35,6 (8,7)	34,8 (9,5)	32,9 (6,7)	0,251 (4,1)	0,247 (5,1)	0,704 (9,5)
OPEN		-0,059 (-5,7)	-0,049 (-4,8)	-0,045 (-5,0)	-0,055 (-5,2)	-0,054 (-5,4)	-0,043 (-4,2)
SIZE	-0,020 (-2,5)	-0,020 (-2,6)	-0,014 (-2,0)		-0,032 (-2,0)		
GROWTH			-0,111 (-6,5)	-0,098 (-6,4)			-0,161 (-8,7)
UNEMPL				0,374 (10,2)		0,377 (8,4)	
AR(1)	0,956 (136,1)	0,977 (158,5)	0,975 (158,2)	0,982 (185,3)	0,300 (6,5)	0,166 (3,3)	0,253 (5,2)
Počet pozorování	437	437	437	437	414	414	414
F-Test	9853,1	7080,2	5823,4	7178,2	28,2	53,6	56,8
R ²	0,98	0,98	0,98	0,99	0,17	0,28	0,29

Poznámka 1: OPEN – relativní otevřenost ekonomiky, SIZE – relativní velikost ekonomiky, GROWTH – míra růstu reálného HDP, UNEMPL – míra nezaměstnanosti.

Poznámka 2: LEVEL – testy jsou na provedeny na úrovních datech (s výjimkou růstu HDP - GROWTH). DIF – testy jsou provedeny na meziročních diferencích.

Poznámka 3: Hodnoty t-testu jsou uvedeny v závorkách.

Poznámka 4: V tabulce jsou uvedeny všechny regresní koeficienty, které byly statisticky významné na hladině významnosti 5%. Koeficienty statisticky významné na hladině významnosti 10% jsou označeny hvězdičkou.

Poznámka 5: Oproti původnímu souboru zde kvůli nedostupnosti dat chybí Island.

Provedené regresní testy naznačují platnost kompenzační teorie globalizace a daňové konkurence pouze částečně. Vlády menších zemí mají tendenci zvyšovat výdaje na sociální programy. Tento vztah se však nepotvrdil v případě testů otevřenosti ekonomik. Negativní vztah výdajů na sociální programy a hospodářského růstu indikuje, že rostoucí ekonomika poskytuje dostatečnou kompenzaci vyššímu ekonomickému riziku, které plyne z globalizace. Tato negativní korelace rovněž naznačuje negativní vliv příliš vysokých či příliš rychle rostoucích výdajů na sociální programy na dlouhodobou růstovou výkonnost ekonomiky.

SHRNUJÍCÍ POZNÁMKY

Empirické testy na panelu členských zemí Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj potvrdily statisticky významnou negativní závislost úrovně (resp. změny této úrovně) a výkonnosti ekonomiky (růstu reálného HDP). Podle regresních rovnic odhadnutých na 24 zemích v období 1970-2002 znamenal nárůst

daňové kvóty o jeden procentní bod snížení tempa HDP o 0,06 procentního bodu. Růst HDP byl negativně ovlivněn jak růstem kvóty daní z příjmu, tak i kvóty příspěvků na sociální pojištění. Poněkud překvapivě byl však vyšší růst HDP korelován s kvótou daní z příjmů korporací. To by naznačovalo, že oblíbený „recept“ nastartování hospodářského růstu pomocí snížení daní z podnikových zisků nevede dlouhodobě k vyšší růstové výkonnosti, ale naopak. Nicméně při interpretaci těchto dat musíme být opatrní, protože vyšší výběr daní z podnikových zisků v poměru k HDP může znamenat i změnu poměru hrubého provozního přebytku (proxy proměnná ziskovosti podnikového sektoru) na HDP. Interpretace těchto závěrů tedy může být zkreslena tím, že kvóta korporátních daní není vhodným ukazatelem implicitního zatížení korporátních zisků. Druhá sada testů potvrdila rovněž statisticky významný negativní vliv souhrnného daňového zatížení na míru hrubých úspor. Při testech vlivu jednotlivých hlavních součástí daňového zatížení (kvóta daní z příjmů a

daní ze spotřeby) se však nepotvrdil předpoklad, že daně z příjmů mají nejvýraznější negativní vliv na míru úspor.

Ve druhé části analýzy jsme na stejných datech testovali platnost závěrů teorií daňové konkurence, tj. zda dochází ke snižování daňové zátěže kapitálu na úkor méně mobilního výrobního faktoru práce a spotřeby, a zda je tento trend závislý na velikosti a otevřenosti jednotlivých národních ekonomik. Testy úrovně ani změny daňových kvót však teorie přesunu daňového břemene z kapitálu na práci a spotřebu nepotvrdily. Testy ani nepotvrdily negativní závislost mezi otevřeností ekonomiky a daňovým zatížením kapitálu. Podle provedených testů naopak otevřenější ekonomiky více zatěžují kapitál. Možným vysvětlením tohoto výsledku může být použitý ukazatel daňové zátěže podniků, který nemusí plně vystihovat jejich implicitní daňové zatížení. Poslední řada testů pouze částečně potvrdila kompenzační teorii globalizace. Testy prokázaly, že objem výdajů lze vysvětlit velikostí země (podle kompenzační teorie globalizace), avšak opačně působí faktor otevřenosti. Větší otevřenost ekonomiky se podle provedených testů projevuje negativně na objemu sociálních výdajů vlád zemí OECD.

LITERATURA

Baldwin, R. E., Krugman, P.: Agglomeration, Integration and Tax Harmonization. NBER Working Paper No. 9290, Cambridge MA, 2002.

Brechtschger, L., Hettich, F.: Globalization, Capital Mobility and Tax Competition: Theory and Evidence in OECD Countries. *European Journal of Political Economy*, Vol. 18, 2002, str. 695-716.

Bucovetsky, S.: Asymmetric Tax Competition. *Journal of Urban Economics*, 30, 1991, str. 67-181.

Bucovetsky, S., Wilson, J. D.: Tax Competition with Two Tax Instruments. *Regional Science and Urban Economics*, 21, 1991, str. 333-350.

Devereux, M. P., Griffith, R.: Evaluating Tax Policy for Location Decision. *International Tax and Public Finance*, 10, 2003, str. 107-126.

Devereux, M. P., Griffith, R., Klemm, A.: Corporate Income Tax Reforms and International Tax Competition. *Economic Policy*, 2002, str. 450-495.

Garrett, G.: Capital Mobility, Trade, and the Domestic Politics of Economic Policy. *International Organization*, Vol. 49, No. 4, 1995, str. 657-687.

Mendoza, E. G., Razin, A., Tesar, L. L.: Effective Tax Rates in Macroeconomics: Cross-country Estimates of Tax Rates on Factor Income and Consumption. NBER Working Paper No. 4864, Cambridge MA, 1994.

Oates, W. E.: Fiscal Federalism. Harcourt Brace Janovitch, New York, 1972.

OECD: Tax Burdens: Alternative Measures. Organization for Economic Cooperation and Development, Tax Policy Studies No. 2, Paris, 2000.

OECD: Taxation and Household Saving, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 1994.

OECD: Effective Tax Rates: A Critical Survey. Organization for Economic Cooperation and Development, Tax Policy Studies No. 5, Paris, 2000.

OECD: Revenue Statistics of OECD Member Countries 1965-2002. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 2004.

OECD: National Accounts, Detailed Tables, Volume II. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 2004.

OECD: Main Economic Indicators. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, 2004.

Stiglitz, J. E.: Ekonomie veřejného sektoru. Grada Publishing, Praha, 1997.

Swank, D.: Funding the Welfare State: Globalization and Taxation in Advanced Market Economies. *Political Studies*, XLVI, 1998, str. 671-692.

Wilson, J. D.: Theories of Tax Competition. *National Tax Journal*, No. 52, 1999, str. 269-304.

Zodrow, G. R., Mieszkowski, P.: Pigou, Tiebout, Property Taxation, and the Under-provision of Public Goods. *Journal of Urban Economics*, No. 19, 1986, str. 356-370.

Volně přístupné ekonomické analýzy týmu makroekonomických analýz společnosti NEWTON Holding, a. s. naleznete na internetové adrese:

<http://www.newton.cz/makroanalzy>

4/2004	Daně a ekonomická výkonnost: empirické testy na panelu zemí OECD
1/2004	Konvergence transformujících se zemí k EU pohledem vnitřní a vnější rovnováhy
12/2003	Podniky pod zahraniční kontrolou v české ekonomice
11/2003	Příliv přímých zahraničních investic do zemí střední a východní Evropy: Vývoj proti globálním trendům?
10/2003	Makroekonomický vývoj Polska: Dlouho očekávané oživení a role měnové politiky NBP
9/2003	Přizpůsobivost strukturálním změnám na evropském trhu
8/2003	Přímé zahraniční investice a měnové krize
7/2003	Konkurence ve zdanění podniků: Prospěšná válka nebo je třeba koordinace?
6/2003	Makroekonomický vývoj Slovenska: Další tygr?
5/2003	Strategie a vazby nadnárodních společností
4/2003	Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci
3/2003	Chování hospodářské politiky a racionalita
2/2003	Investiční pobídky v České republice
1/2003	Investiční pobídky a jejich efektivnost – výzvy a pasti hospodářské politiky vůči PZI
7/2002	Reinvestovaný zisk nabývá na důležitosti. Měli by investoři reagovat na deficit běžného účtu?
6/2002	Konvergence zemí střední a východní Evropy k Evropské unii pohledem makroekonomických n-úhelníků
5/2002	Proces konvergence zemí střední a východní Evropy k Evropské unii pohledem makroekonomických čtyřúhelníků
4/2002	Měnový vývoj v České republice v období transformace
3/2002	Vývoj české ekonomiky v roce 2001 a výhled na období 2002-2003
2/2002	Adaptační schopnost zpracovatelského průmyslu zemí střední Evropy v období
1/2002	Strukturální změny střeoevropských tranzitivních ekonomik v období transformace
12/2001	Měl by být vstup České republiky do eurozóny hubdou vzdálené budoucnosti?
11/2001	Zahraniční obchod a vnější rovnováha České republiky
10/2001	Možnosti a omezení měnové politiky ČNB
9/2001	Konvergence k EU: Vyšší životní úroveň za vyšší ceny?
9/2001	Vývoj HDP a platební bilance České republiky ve II. čtvrtletí 2001
8/2001	Současná měnová politika v České republice
7/2001	Přímé zahraniční investice a vnější rovnováha České republiky
6/2001	Vývoj HDP a platební bilance České republiky v I. čtvrtletí 2001
6/2001	Konkurenceschopnost České republiky v globální ekonomice
5/2001	Cílovat inflaci anebo rovnováhu?

III. EKONOMICKÝ VÝVOJ V ZAHRANIČÍ

MAĎARSKO

Měsíční ukazatele		07/03	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04
Inflace	%, m/m	0,3	-0,3	0,6	0,8	0,6	0,2	2,1	1,2	0,5
Inflace	%, y/y	4,7	4,7	4,7	4,9	5,6	5,7	6,6	7,1	6,7
Jádrová inflace	%, m/m	0,3	0,0	0,3	0,7	0,4	0,1	1,7	0,6	0,5
Jádrová inflace	%, y/y	4,7	4,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,9	6,1	6,1
Geny v průmyslu	%, y/y	2,7	3,7	3,2	3,5	5,8	6,2	5,4	4,5	n.a.
HDP	%, y/y		2,9			3,5				n.a.
Průmyslová produkce	%, real.	5,6	6,6	9,0	10,6	6,8	12,0	7,2	12,5	n.a.
Nezaměstnanost ¹⁾	%	5,7	5,7	5,7	5,6	5,5	5,5	5,8	6,0	n.a.
Obchodní bilance	EUR mil.	-457	-375	-196	-330	-158	-454	-108	-323	n.a.
Saldo státního rozpočtu ²⁾	HUF mld.	-425	-481	-589	-609	-701	-728	-219	-341	-435
BUBOR 3M	průměr	9,90	9,55	9,53	9,54	10,59	13,15	12,57	12,58	n.a.
HUF/EUR	průměr	264,04	259,64	255,51	255,47	259,41	264,84	264,60	262,97	253,36
HUF/USD	průměr	232,11	232,84	227,79	218,46	221,68	215,82	209,76	207,94	206,58

Pramen: NEWTON Holding databáze (podle národních statistik).

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Pozn. 1: 3-měsíční klouzavý průměr.

Pozn. 2: Kumulovaný údaj od začátku roku (údaj nezahrnuje privatizační příjmy).

• Výzkumný ekonomický institut GKI vydal novou prognózu vývoje maďarské ekonomiky. **GKI předpovídá pro letošní rok hospodářský růst na úrovni 3,7%. Tento růst by měl být tažen zejména investiční a exportní poptávkou. Růst průmyslové produkce je očekáván na úrovni 10%.** Inflace by se v polovině roku měla pohybovat kolem úrovně 7%, avšak na konci roku díky vysokému statistickému základu by měla poklesnout. GKI očekává, že základní úroková sazba NBH na konci roku poklesne na úroveň 9,50%.

• **Guvernér Maďarské národní banky (NBH) Zsigmond Jari uvedl, že NBH bude moci k výraznějšímu snížení sazeb přistoupit až v situaci, kdy finanční trh začne výrazněji nakupovat dlouhodobé vládní dluhopisy,** což bude signál zvýšení důvěry makroekonomickému vývoji v Maďarsku. Prozatím však investoři poptávají zejména krátkodobé vládní dluhopisy.

• Ministr financí Tibor Draskovics po setkání s guvernérem ECB Claudem Trichetem uvedl, že ECB podporuje rozhodnutí Maďarska odložit původně ohlášený vstup do eurozóny z roku 2008

až na období 2009-2010. Draskovics zároveň dodal, že mezi ECB i Ministerstvem financí Maďarska panuje shoda, že Maďarsko by nemělo uspěchat svůj vstup do ERM-II.

• Devizové rezervy Maďarské národní banky na konci března dosáhly 10,099 mld. eur. Jejich výše tak ve srovnání se stavem na konci roku 2003 poklesla o 490 mil. eur. Snížování devizových rezerv pokračuje již několik měsíců v řadě za sebou, když rekordní výše těchto rezerv byla zaznamenána v lednu 2003 vlivem intervencí NBH za účelem odvrácení spekulativního útoku na „nepovolenou“ apreciaci forintu mimo pásmo v rámci fiktivního ERM-II.

• **Premiér Peter Medgyessy při hodnocení dvou let působení své vlády uvedl, že většina předvolebních slibů již je splněna.** Premiér dále uvedl, že ministerstvo financí dokončuje návrh na zjednodušení daňového systému.

• Podle výzkumu agentury Median Poll by opoziční strana Fidesz získala největší počet křesel ve volbách do Evropského parlamentu, kdyby tyto volby proběhly již v dubnu. Strana Fidesz by získala 12 míst a strana socialistů míst 11.

		POLSKO									
Měsíční ukazatele		07/03	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04	
Inflace	%, m/m	-0,4	-0,4	0,5	0,6	0,3	0,2	0,4	0,1	0,3	
Inflace	%, y/y	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,7	1,6	1,7	
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,7	0,3	0,5	0,7	0,4	0,1	0,8	0,7	1,3	
Ceny v průmyslu	%, y/y	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,6	
HDP	%, y/y		4,0			4,7			n.a.		
Průmyslová produkce	%, real.	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,8	
Stavební výroba	%, real.	1,7	-2,9	-3,8	-4,8	-5,0	-0,5	-16,8	-6,4	6,3	
Nezaměstnanost	% e.o.p.	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	
Obchodní bilance	PLN mil.	-4,24	-4,35	-4,66	-4,58	-4,06	-6,07	-3,96	-4,51	n.a.	
Saldo státního rozpočtu ¹⁾	PLN mld.	-27,63	-29,56	-33,08	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	
PLN/EUR	průměr	4,44	4,37	4,47	4,59	4,63	4,65	4,71	4,85	4,77	
PLN/USD	průměr	3,91	3,92	3,98	3,92	3,95	3,79	3,73	3,85	3,89	

Pramen: NEWTON Holding databáze (podle národních statistik).

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Pozn. 1: Kumulovaný údaj od začátku roku.

• **Premiér Leszek Miller oznámil svoji rezignaci na 2. května**, tj. den po vstupu Polska do Evropské unie.

Odchod Millera z čela vlády následuje po několika měsíčním hlubokém propadu volebních preferencí vládní Strany demokratické levice (SDL), několika korupčních skandálech (např. Rywingate) a neschopnosti podniknout nezbytné ekonomické reformy. Hlasy uvnitř SDL se Miller snažil uspokojit svým březnovým odchodem z postu předsedy strany. Krize uvnitř vládní SDL vyvrcholila, když se skupina poslanců v čele s maršálkem Sejmu Markem Borowskim rozhodla opustit stranu a založit vlastní Sociální demokracii Polska.

• **Ihned po oznámení rezignace Millera prezident Aleksander Kwasniewski inicioval jednání vládní SDL s ostatními parlamentními stranami o dohodě na novém premiérovi do doby parlamentních voleb, ať již předčasných či řádných na podzim příštího roku. Jako nejvhodnějšího kandidáta prezident navrhl Marka Belku**, který byl již dvakrát ministrem financí. Belka podle vlastních prohlášení by chtěl sestavit vládu „odborníků“ a zaměřit se na pokračování nezbytných fiskálních reforem. **Během dubna se však Belkovi zatím**

nepodařilo získat dostatečnou podporu.

Nicméně na konci měsíce šance Belky vzrostly, když se vládní SDL rozhodla prosadit Josefa Oleksyho za maršálka Sejmu, který byl do té doby možným konkurentem Belky o premiéřské křeslo.

• Pokud by parlamentní volby byly uskutečněny již nyní, tak podle výzkumů veřejného mínění by zvítězila liberální Občanská platforma s téměř 30% preferencí. S více než 20% hlasů by ji následovala populistická strana Samoobrona. Vládní SDL by skončila čtvrtá s pouhými 8%. Ovšem podle některých výzkumů by se právě Lepperova Samoobrona stala vítězem voleb s 30% hlasů.

• **Výbor pro měnovou politiku NBP prozatím úrokové sazby nezměnil. Jeho členové však vyjádřili obavy z potenciálních inflačních tlaků.** Tyto obavy jsou podpořeny posledními ekonomickými daty – rostoucí inflace, vysoký meziroční růst průmyslové výroby, který indikuje zrychlení dynamiky HDP na 5-6% v prvním čtvrtletí, dále zrychlující se růst mezd a v neposlední řadě politické riziko a možnost zastavení i těch méně důležitých fiskálních reforem. **Lze očekávat, že k prvnímu zvýšení sazeb dojde již v létě.**

		SLOVENSKO									
Měsíční ukazatele		07/03	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04	
Inflace	%, m/m	0,0	1,0	0,5	0,1	0,2	0,2	4,4	0,8	0,1	
Inflace	%, y/y	8,7	9,2	9,5	9,6	9,8	9,3	8,3	8,5	8,2	
Jádrová inflace	%, m/m	-0,1	-0,7	0,4	0,1	0,2	0,1	1,0	0,5	0,1	
Jádrová inflace	%, y/y	3,3	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	3,1	2,8	2,8	
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,3	0,0	1,3	1,0	n.a.	
Ceny v průmyslu	%, y/y	8,2	8,0	8,0	7,9	8,8	8,7	4,4	2,3	n.a.	
HDP	%, y/y		4,2			4,7			n.a.		
Průmyslová produkce	%, real.	1,8	2,1	3,8	6,2	4,2	3,5	1,3	7,8	n.a.	
Stavební výroba	%, real.	5,7	9,1	14,3	8,0	6,1	11,5	0,9	4,1	n.a.	
Nezaměstnanost	%	14,5	14,3	13,9	13,8	14,2	15,6	16,6	16,5	n.a.	
Obchodní bilance	SKK mld.	-4,6	0,6	-0,9	-2,4	-1,3	-5,1	1,9	-0,6	n.a.	
Saldo státního rozpočtu ¹⁾	SKK mld.	-31,2	-33,1	-37,7	-40,4	-42,8	-56,0	-2,7	-4,4	1,2	
BRIBOR 3M	průměr	6,39	6,37	6,28	5,98	6,00	5,81	5,78	5,79	5,71	
SKK/EUR	průměr	41,79	41,93	41,52	41,29	41,13	41,13	40,75	40,58	40,42	
SKK/USD	průměr	36,73	37,49	37,12	35,27	35,23	33,60	32,29	32,08	32,93	

Pramen: NEWTON Holding databáze (podle národních statistik).

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Pozn. 1: Kumulovaný údaj od začátku roku (údaj nezahrnuje privatizační příjmy).

• **Novým slovenským prezidentem se překvapivě stal Ivan Gašparovič, když ve druhém kole voleb porazil svého bývalého přítele Vladimíra Mečiara. Velké překvapení a rozčarování však přineslo již první kolo voleb, ve kterém těsně neprošel hlavní favorit voleb - kandidát vládní koalice Eduard Kukan.**

• **Z pohledu pokračování liberálních reforem však důležitější zprávou byla skutečnost, že paralelně konané referendum o vyhlášení předčasných parlamentních voleb skončilo nezdarem.** Jako u téměř všech doposud konaných referend (s výjimkou toho o vstupu do EU) se totiž nedostavil dostatečný počet voličů. **Reformy současné vlády tak budou pokračovat bez ohledu na prezidenta, který je politicky spjat s opoziční populistickou stranou Smer.** Je pravděpodobné, že nový prezident bude podobně jako jeho předchůdce Schuster velkou většinu zákonů vetovat a vládní koalice bude muset obtížně hledat podporu pro přehlasování těchto vet.

• **Vláda Mikoláše Dzurindy se po dlouhých jednáních dohodla s představiteli Evropské komise o rozsahu povolené veřejné podpory**

ocelářskému podniku US Steel Košice a rovněž jeho povolených výrobních kvótách.

Objem daňových úlev do roku 2009 poklesne z původních 500 mil. amerických dolarů na 430 mil. a společnost navíc na daních vládě zaplatí 32 mil. USD během let 2004-2005.

• **Národní banka Slovenska podle očekávání opět snížila základní úrokové sazby. Místo očekávaného snížení o 25 bazických bodů však NBS snížila sazby o 50 bps.** Podle guvernéra Juska by tento krok měl stabilizovat vývoj kurzu koruny, který se téměř „dotkl“ psychologické hranice 40 SKK/EUR. I přes prohlášení NBS, že je připravena k další akci v případě rychlého posilování, je však prolomení této psychologické úrovně otázkou blízké budoucnosti.

• **Ministerstvo financí revidovalo výsledek hospodaření veřejných financí v letech 2002-2003 podle metodologie Eurostatu.** Podle revidovaných údajů dosáhl deficit veřejných financí v roce 2002 5,7% HDP místo původně oznámených 7,2%. V roce 2003 byl deficit nižší díky nepředpokládaným úsporám a činil 3,6% HDP místo dříve odhadovaných 5%.

EUROZÓNA A USA

Měsíční ukazatele v eurozóně		07/03	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04
Inflace	%, m/m	-0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,7
Inflace	%, y/y	1,9	2,1	2,1	2,1	2,2	2,0	1,9	1,6	1,7
Jádrová inflace ¹⁾	%, m/m	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,0	0,5	-0,7	0,3	0,5
Jádrová inflace ¹⁾	%, y/y	1,6	1,7	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	n.a.
Ceny v průmyslu	%, y/y	1,3	1,4	1,1	0,9	1,4	1,0	0,3	0,0	n.a.
HDP	%, y/y		0,3			0,6			n.a.	
Průmyslová produkce	%, y/y	0,9	-0,2	-1,1	1,4	0,9	2,1	0,7	0,6	n.a.
Nezaměstnanost ²⁾	%	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	n.a.
Obchodní bilance ³⁾	EUR mld.	13,2	7,2	9,2	9,6	5,1	6,1	1,8	5,1	n.a.
Economic Sentiment Ind.	1985=100	94,6	95,0	95,3	95,5	96,0	95,6	96,0	95,9	96,0
Podnikatelská důvěra	index	-14	-11	-9	-8	-6	-8	-6	-7	-7
Spotřebitelská důvěra	index	-18	-17	-17	-17	-16	-16	-15	-14	-14
Mezibankovní IR 3M	průměr	2,13	2,14	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07	2,03
USD/EUR	průměr	1,137	1,114	1,122	1,169	1,170	1,229	1,261	1,265	1,226

Pramen: Eurostat, Evropská centrální banka.

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Pozn. 1: Harmonized indices of consumer prices (HICP) bez cen energií, potravin, alkoholických nápojů a tabáku.

Pozn. 2: Údaj ke konci období.

Pozn. 3: Údaj z platební bilance.

Měsíční ukazatele v USA		07/03	08/03	09/03	10/03	11/03	12/03	01/04	02/04	03/04
Inflace	%, m/m	0,1	0,4	0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,5
Inflace	%, y/y	2,1	2,2	2,3	2,0	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,1	0,4	0,3	0,8	-0,3	0,3	0,6	0,1	0,5
Ceny v průmyslu	%, y/y	3,0	3,4	3,5	3,4	3,4	4,0	3,3	2,1	1,4
HDP	%, y/y		3,6			4,3			n.a.	
Průmyslová produkce	%, y/y	-1,4	-1,0	-0,6	0,6	1,6	2,3	2,4	2,7	3,4
Nezaměstnanost ¹⁾	%	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	5,6	5,6	5,7
Obchodní bilance	USD mld.	-45,0	-44,7	-46,5	-47,4	-44,0	-47,9	-48,5	-47,2	n.a.
Průmyslová aktivita (ISM)	index	51,8	54,7	53,7	57,1	61,3	63,4	63,6	64,1	62,5
Univ. Michigan Sentiment	index	90,9	89,3	87,7	89,6	93,7	92,6	103,8	94,4	95,8
Mezibankovní IR 3M	průměr	1,11	1,14	1,14	1,16	1,17	1,17	1,13	1,12	1,11

Pramen: Národní statistický úřad, FED.

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Pozn. 1: Údaj ke konci období.

Ukazatele ČR a jejich prognóza		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2002				2003				2004
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
									HDP / GDP (běžné ceny / current prices) ⁵⁾	CZK mld. / bln.	1679,9	1837,1	1887,3	2146,2	2323,1	2408,4	
HDP / GDP	%, real	-0,8	-1,0	0,5	3,3	3,1	2,0	2,9	2,6	2,1	1,7	1,5	2,5	2,6	3,4	3,1	3,2
Spotř. dom. / Privat Consumption	%, real	2,4	-1,8	1,9	2,3	3,8	3,9	5,5	4,1	4,3	3,6	3,8	5,3	5,5	6,7	4,6	2,8
Spotř. vlády / Government Cons.	%, real	-4,4	2,3	-0,1	-1,0	5,3	5,7	0,0	5,5	3,9	6,0	7,1	-0,1	1,3	-2,9	1,6	0,0
Fixní kapitál / Fixed Investment	%, real	-2,9	0,1	-0,6	4,2	5,5	0,6	3,7	2,3	0,4	0,4	-0,1	1,5	3,1	4,7	4,8	5,0
Prům. produkce / Industrial Production ³⁾	%, y/y	4,5	1,6	-3,1	5,1	6,6	4,8	5,8	4,2	4,8	5,6	4,8	6,2	5,0	6,0	6,3	6,0
Prům. tržby / Industrial Sales	%, y/y	6,1	0,6	-0,5	7,7	5,4	3,4	5,4	1,5	2,2	4,4	4,8	6,7	5,3	6,5	4,2	6,5
Stavební výroba / Construction Output	%, y/y	-3,9	-7,0	-6,5	5,3	9,6	2,5	8,9	4,5	2,5	0,3	3,9	-1,0	4,7	16,4	11,5	3,5
Maloobchodní tržby / Retail Sales	%, y/y	1,9	-7,2	2,1	4,6	4,5	2,8	5,0	3,8	2,7	2,4	2,2	3,3	5,6	7,5	3,4	3,0
Nezaměstnanost / Unemployment ¹⁾	%	5,2	7,5	9,4	8,8	8,9	9,8	10,3	9,1	8,7	9,4	9,8	10,0	9,5	10,1	10,3	9,9
Inflace / Inflation	%, průměr / average	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	3,8	2,3	0,8	0,6	-0,3	0,2	0,0	0,9	3,3
Inflace / Inflation ¹⁾	%, y/y	10,0	6,8	2,5	4,0	4,1	0,6	1,0	3,7	1,2	0,9	0,6	-0,4	0,1	0,0	1,1	3,7
Ceny v průmyslu / Industrial Prices	%, průměr / average	4,9	4,9	1,0	5,0	2,9	-0,5	-0,4	0,1	-0,5	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,3	0,4	1,6
Ceny v průmyslu / Industrial Prices ¹⁾	%, y/y	5,7	2,2	3,4	5,0	0,8	-0,7	0,9	-0,2	-0,8	-1,0	-0,7	-0,4	-0,9	0,0	0,9	2,0
Nominální mzdy / Nominal Wages	%, průměr / average	10,5	9,3	8,2	6,6	8,5	7,3	6,8	7,0	7,4	7,4	6,8	7,4	6,8	6,3	7,0	5,0
Reálné mzdy / Real Wages	%, průměr / average	2,1	-0,5	6,0	2,6	3,7	5,4	6,7	3,2	5,0	6,7	6,3	7,8	6,7	6,4	6,2	1,8
Státní rozpočet / State Budget ²⁾	CZK mld. / bln.	-15,7	-29,3	-29,6	-46,1	-67,7	-45,7	-109,1	-15,7	-0,9	-21,4	-45,7	-31,8	-53,6	-80,3	-109,1	-120,0
Státní rozpočet / State Budget ^{2), 4), 5)}	% GDP	-1,0	-1,6	-1,6	-2,1	-2,9	-1,9	-4,5	-3,9	-1,8	-3,0	-1,9	-2,7	-4,2	-4,4	-4,5	-4,5
Státní dluh / Central government debt ¹⁾	CZK mld. / bln.	173,2	194,7	228,4	289,3	345,0	395,9	492,3	358,4	390,8	406,3	395,9	429,1	452,3	476,8	493,2	620,0
Státní dluh / Central government debt ^{1), 5)}	% GDP	10,3	10,6	12,1	13,5	14,9	16,4	20,4	16,3	17,6	18,2	17,4	18,7	19,5	20,2	20,4	23,5

Ukazatele ČR a jejich prognóza		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2002				2003				2004
									Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
									Vývoz / Exports	%, y/y	20,0	17,7	9,2	23,3	13,1	-1,2	
Dovoz / Imports	%, y/y	15,3	7,5	7,5	28,2	11,7	-4,4	8,7	-6,6	-5,2	-3,5	-2,3	4,9	7,1	11,4	11,4	9,0
Obchodní bilance / Trade balance	CZK mld. / bln.	-144,0	-82,4	-65,8	-120,8	-119,0	-71,3	-69,4	-9,2	-13,2	-18,4	-30,6	-4,2	-13,3	-18,4	-33,5	-80,0
Obchodní bilance / Trade balance ⁵⁾	% GDP	-8,6	-4,5	-3,5	-5,6	-5,1	-3,0	-2,9	-1,7	-2,3	-3,2	-5,2	-0,8	-2,2	-3,1	-2,9	-3,0
Běžný účet / Current Account	USD mld. / bln.	-3,2	-1,3	-1,6	-2,7	-3,3	-4,2	-5,7	-0,6	-0,8	-1,5	-1,4	-0,3	-1,3	-1,7	-2,4	-6,5
Běžný účet / Current Account ⁴⁾	% GDP	-6,0	-2,3	-2,9	-4,9	-5,4	-6,0	-6,5	-5,3	-4,9	-5,4	-6,0	-5,3	-5,8	-5,8	-6,5	-6,5
Finanční účet / Financial Account	USD mld. / bln.	1,1	2,6	2,5	3,8	4,5	10,6	5,8	1,5	5,5	2,6	1,0	1,2	0,7	1,4	2,5	6,8
Finanční účet / Financial Account ^{4), 5)}	% GDP	2,1	4,6	4,6	6,9	7,4	15,3	6,8	8,6	14,5	17,3	15,3	14,3	7,1	5,4	6,8	6,8
Přímé zahr. investice v ČR / FDI Inflow	USD mld. / bln.	1,3	2,6	6,2	5,0	5,5	8,4	2,6	0,8	5,1	1,8	0,8	0,9	0,9	1,3	-0,6	6,0
Přímé zahr. investice v ČR / FDI Inflow ^{4), 5)}	% GDP	2,5	4,6	11,4	8,9	9,3	12,2	3,0	8,8	13,3	13,9	12,2	12,0	5,7	4,9	3,0	6,0
Měnová zásoba M2 / Money Supply M2 ¹⁾	%, y/y	10,1	5,2	8,1	6,5	13,0	3,2	7,0	9,8	4,4	4,8	3,2	2,5	4,2	5,5	7,0	5,5
PRIBOR 3M	%, průměr / average	16,00	14,33	6,85	5,36	5,18	3,55	2,28	4,38	3,93	3,14	2,74	2,50	2,41	2,06	2,07	2,20
IR z nových úvěrů / IR on New Credits	%, průměr / average	16,18	14,69	8,60	6,88	6,31	4,80	3,73	5,36	5,01	4,50	4,31	3,92	3,93	3,46	3,63	4,50
Hrubý zahr. dluh / Gross Foreign Debt	USD mld. / bln.	21,6	24,3	22,9	21,6	22,4	27,0	34,9	21,9	25,4	24,8	27,0	26,9	27,9	29,6	34,9	32,0
Hrubý zahr. dluh / Gross Foreign Debt	% GDP	44,6	39,5	43,2	41,2	37,3	35,7	37,1	35,0	33,3	33,8	35,7	34,3	33,1	34,2	37,1	35,1
Devizové rezervy / FOREX Reserves ¹⁾	USD mld. / bln.	9,8	12,6	12,9	13,1	14,5	23,7	27,0	14,8	21,4	22,5	23,7	24,7	25,5	25,7	27,0	27,0
CZK/EUR	průměr / average	35,75	35,85	36,88	35,61	34,08	30,81	31,84	31,75	30,41	30,25	30,85	31,63	31,47	32,17	32,09	32,00
CZK/USD	průměr / average	31,71	32,27	34,60	38,59	38,04	32,74	28,23	36,24	33,10	30,74	30,88	29,48	27,73	28,61	27,01	26,50

Pramen/Source: ČSÚ, ČNB a MPSV; Predikce/Forecasts: NEWTON Holding, a. s.

Obecná poznámka/General Note: y/y znamená meziroční změnu ukazatele / y/y indicates year-on-year changes.

Poznámka 1/Note 1: Údaj ke konci období / End of the period.

Poznámka 2/Note 2: Údaj zahrnuje operace státních finančních aktiv (včetně bývalé KoB) / Including operations with state financial assets.

Poznámka 3: Do roku 2001 (včetně) průmyslová produkce podle stálých vah roku 1995; rok 2002, 2003 a prognózy na rok 2004 podle stálých vah roku 2000.

Note 3: Until 2001, according to the weighting scheme of 1995. Data for 2002, 2003 and projections for 2004 according to the weighting scheme of 2000.

Poznámka 4/Note 4: U čtvrtletních údajů podíly za kumulované údaje / Quarterly ratios are calculated on annualised base.

Poznámka 5/Note 5: Roční údaje za roky 2000-2002 jsou založeny na revidovaných údajích HDP / Yearly data are based on revised data of GDP.



NEWTON Holding, a. s.

Makroekonomické publikace, analýzy, prognózy a komentáře (včetně tohoto dokumentu) pro Vás vytváří tým makroekonomických analýz ve složení:

VLADIMÍR TOMŠÍK	hlavní ekonom	222 192 304 Vladimir.Tomsik@newton.cz
MIROSLAV PLOJHAR	analytik	222 192 345 Miroslav.Plojhar@newton.cz

Produkty týmu makroekonomických analýz naleznete na internetové adrese:
<http://www.newton.cz/makroanalzy>

Informace o produktech procesu Strategické investování a službách Corporate Finance Vám poskytneme:

PETR ŠEDÝ	předseda představenstva NEWTON Management, a. s.	222 192 250 Petr.Sedy@newton.cz
-----------	---	---

Informace o produktech procesu Působení v podnicích Vám poskytneme:

LIBOR LAICHMAN	ředitel NEWTON Management, a. s.	222 192 371 www.newton.cz/management Libor.Laichman@newton.cz
----------------	----------------------------------	--

Informace o produktech NEWTON Treasury Teamu Vám poskytneme:

JOSEF BRČÁK	NEWTON Treasury Team	222 192 280 www.newton.cz/treasury Josef.Brcak@newton.cz
-------------	----------------------	--

Informace o dalších aktivitách skupiny NEWTON Vám poskytneme:

RADEK KLIMENT	Prorektor pro vztah s veřejností NEWTON College	222 192 372 Radek.Kliment@newtoncollege.cz
MIROSLAV ŠAFAŘÍK	předseda představenstva NEWTON Consulting, a. s.	222 192 360 Miroslav.Safarik@newton.cz
PETR KRAUS	předseda představenstva NEWTON Holding, a. s.	222 192 500 Petr.Kraus@newton.cz

© NEWTON Holding, a. s., Politických vězňů 10, 110 00 Praha 1, CZ, IČ 26167158
Do tisku dáno dne 26. dubna 2004.

Upozornění:

Tento dokument byl připraven v dobré víře. Všechny údaje, prognózy, komentáře a názory obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní. NEWTON Holding, a. s. neručí za úplnost a správnost těchto informací. Veškeré informace mohou být měněny bez předchozího upozornění. NEWTON Holding, a. s. nepřebírá odpovědnost za jakékoliv škody způsobené dalším osobám použitím předložených informací. NEWTON Holding, a. s. a jeho zaměstnanci mohou mít odlišné pozice, investice nebo být jinak angažováni v mezích zákona (včetně nákupu nebo prodeje klientům, poradenství, správy podniků aj.) než je uvedeno v této publikaci. Další informace jsou k dispozici na požádání.