

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49

120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, I. 6141

Fax: (02) 253 728

Séfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House Economia, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Růžena VINTROVÁ: Makroekonomická analýza ČR a SR po rozdělení 49

Vladimír KADERA—Václav REJTHAR: Makroindikátory a měnové agregáty v ekonomice ČR 60

Aleš BULÍŘ: Modely oceňování aktiv 77

Jaroslav BRADA: Konstrukce burzovních indexů pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (1. část) 89

Informace

Miroslav HÁJEK: Úloha fondů životního prostředí v období transformace ekonomiky 105

Milena HORČICOVÁ: Ke knize „Finanční reforma ve střední a východní Evropě“ 108

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR, No 1

CONTENTS

Růžena VINTROVÁ: Macro-Economic Analysis of the Czech and Slovak Republics after the Split 49

Vladimír KADERA—Václav REJTHAR: Macroeindicators and Monetary Aggregates in the Czech Economy 60

Aleš BULÍŘ: Models of Assets' Assesment 77

Jaroslav BRADA: The Constructions of Stock Market Indices with a Capital Asset Pricing Model — Part I 89

Information

Miroslav HÁJEK: Environmental Funds in Economies in Transition 105

Milena HORČICOVÁ: To the book "Financial Reform in Central and Eastern Europe". 108

In the middle of this issue:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR, No 1

Opakovaně upozorňuje všechny čtenáře na změnu v distribuci našeho časopisu: od 1. 1. 1995 převzala distribuci časopisu a. s. Economia. Prosíme Vás proto, abyste se se svými požadavky týkajícími se odběru časopisu obraceli buď na obchodní úsek a. s. Economia (tel. 02/282 23 13), nebo úsek předplatného (tel. 02/282 37 54, 282 22 16, 282 23 16; fax pro oba úseky: 02/24 21 49 27). Na Slovensku zajišťuje distribuci a. s. Ecopress, Pribinova 25, 810 11 Bratislava, tel.: 07/321 688, fax: 07/210 36 08.

Redakce

OPRAVA Prosíme čtenáře, aby omluvili chybu v článku Kinkor—Vašková „Analýza působení standardních...“ v č. 1/95: pod správnými nadpisy jsou zde zaměněny graf 1 a graf 2. Děkujeme Vám.

Redakce

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovcák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Makroindikátory a měnové agregáty v ekonomice ČR

Vladimír KADERA—Václav REJTHAR*

Hladký průběh transformačního období české ekonomiky v oblasti monetární politiky předpokládal zásadní změnu přístupu k její tvorbě jak v institucionálním, tak i v obsahovém smyslu. V prvním případě se jednalo o rozbití monopolu „monobanky“ a vytvoření dvousložkového bankovního systému; a druhý případ připomíval nezbytnost obnovení „tradičního“ chápání monetární politiky s využitím základních měnových aggregátů tržní ekonomiky. Obě nedílná opatření se podařilo naplnit a v současné době nás získávání specifických zkušeností, jejich zevšeobecnění i poučení z nich může rychleji posunout na dlouhé transformační cestě.

Cílem této statě je přispět k objasnění základních kauzálních vztahů vybraných ekonomických makroukazatelů a měnových aggregátů a částečně naznačit optimalizaci jejich vzájemného poměru i připadného vlivu. Pozornost je především soustředěna na nejdůležitější z makroindikátorů, tj. na HDP (ve s.c. i b.c.) a na inflační faktor, které především charakterizují rozvojovou kvalitu ekonomiky. Toto hledisko je doplněno i zhodnocením aktivní úlohy monetární politiky bankovního sektoru v transformačním období ČR. V praktickém slova smyslu to znamenalo posoudit účelnost tvorby v současné době používaných měnových aggregátů a jejich eventuální přínos pro plynulý a nedestabilizovaný vývoj české ekonomiky. Celá problematika je rozebrána praktickým přístupem s velmi stručným doplněním nezbytné míry teoretických postulátů a vymezením nejasných bodů.

Rozbor je rozšířen také o získané poznatky ze zahraničí (u nejbližších vyspělých sousedů), které slouží bezprostředně i jako základ pro další ověřovací propočty (SRN). Pro širší informaci jsou uváděna také data za USA.

Teoretická východiska a změny v praktickém zaměření monetární politiky v ČR

Původně byly do roku 1991 využívány jen přímé nástroje měnového mechanizmu odvozené ze strany aktiv bilance centrální banky (limity úvěrů, refinanční půjčky, stanovení maxima úrokové odchylky). Od roku 1992 je v ČR využívána metodika nepřímých a různě široce pojatých monetárních aggregátů spjatých se stranou pasiv rozvahy ČNB, jichž existuje celá řada. Praktický a vcelku ustálený význam mají monetární souhrny M_2 , M_1 a monetární báze MB^1 . Agregát „úzké“ peníze M_1 je zpravidla využíván ve vazbě na ukazatel HDP (b.c.), agregát „široké“ peníze M_2 je účelově vypracován pro ověřování vztahu k průběhu inflačního

* Ing. Vladimír Kadera, Ing. Václav Rejthar, pracovníci Komerční banky, a. s., Praha

Příspěvek redakce obdržela 23. června 1994.

faktoru. Sledováním dlouhodobých řad i křivek těchto (a dalších) monetárních pojmu včetně jejich korekcí by se měl stimulovat vývoj peněžní zásoby v ekonomice v souladu s perspektivními trendy makroukazatelů.

V tomto směru existuje řada teoretických názorově dosti odlišných studií o vzájemném kauzálním vztahu těchto jevů a jejich vlivu na stabilitu ekonomiky. Tak např. značně používaným (a pro naši stát i vybraným) základním vzorcem vztahu makroukazatelů a monetárních úhrnů je

$$v = \frac{V \cdot P}{M}$$

po úpravě $M = V \cdot \frac{P}{v}$ a za předpokladu $V \cdot P = HDP$ platí konečně vztah

$$M = \frac{1}{v} \cdot HDP$$

kde: v = obrátka peněz

V = počet transakcí

P = průměrná cena transakcí

M = měnový agregát

$V \cdot P \cong HDP$ (v praxi používaná substituce)

Tato konečná závislost platí jak pro vztah absolutních veličin, tak po zderivování na

$$dM = d\left(\frac{1}{v} \cdot HDP\right)$$

i pro relativní změny veličin.

Z těchto vzorců vyplývá, že změny v úrovni a citlivosti měnových agregátů by měly nacházet velmi podobné trendy v makroukazatelích. Uplatňuje se zásada, že národní hospodářská konjunktura prezentovaná vzestupem HDP je doprovázena vzrůstem poskytovaných úvěrů a transakčních, resp. investičních peněz. Z druhé strany omezování pohotových platebních prostředků předznamenává recessi a eventuálně úpadek. Současně existuje zjevně vztah mezi účinkem růstu peněžní zásoby v hospodářství a inflačním faktorem.

Celkově shrnuto: zřejmě existuje dlouhodobá závislost peněžní zásoby na vývoji vybraných makroukazatelů. Základním východiskem měnové politiky je odhad vývoje poptávky po penězích. K tomu se emisní banka snaží využívat různých monetárních nástrojů, které mohou stimulovat buď rozvoj ekonomického růstu včetně zaměstnanosti, nebo stabilitu cenové hladiny včetně dobré platební pozice státu, a to pomocí $M1$ či $M2$ (ev. MB a dalších). V dlouhodobějším horizontu podpora prvého aspektu zpravidla ztěžuje druhé pozitivum a obráceně.

Z hlediska ČNB se to konkrétně projevuje v přímé regulaci dílčích složek i objemu tzv. měnové báze, která je současně orientačním ukazatelem sloužícím především k analýze multiplikační vazby mezi celkovou výši peněžní zásoby (vč. jejich složek) a dalšími měnovými nástroji či ekonomickými ukazateli. Tato státní neklade za cíl kvantifikovat (a vyjadřovat se k) vzájemné vztahy mezi jednotlivými nástroji měnové politiky prezentovanými tzv. *multiplikátory*

¹ struktura aggregátů:

$M0$... oběživo

$M1$... oběživo + depozita na požádání

$M2$... oběživo + depozita na požádání + terminovaná depozita + depozita v cizí měně

MB ... (měnová báze) = oběživo - rezervy bank

$$m1 = M1/MB \quad a \quad m2 = M2/MB$$

kde MB = měnová báze,

ale její obsah je zaměřen jen na ozřejmění praktických kauzálních vztahů měnových úhrnů $M1$ a $M2$ mezi sebou a jejich vztahu k vybraným makroukazatelům.

Základní poznatky rozboru

Celkové tendenze ukazatelů

V tabulce č. 1 jsou uvedeny za období 1987 až 1992 údaje za vybrané ukazatele (HDP, inflace, $M1$, $M2$) ve 4 zemích včetně ČR.

TABULKA č. 1 — část 1.1: Hlavní makroukazatele a měnové agregáty

| ČSFR / ČR ^a [mld. Kčs (Kč)] | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | | 1992 | | 92/91 | 92/87 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|---------------|------------|
| | ČSFR | ČSFR | ČSFR | ČSFR | ČSFR | ČR | ČSFR | ČR | | |
| HDP (s.c. 1985) meziroční index | 701,7 102,6 | 719,9 101,4 | 730,0 99,6 | 727,0 84,1 | 611,4 85,8 | 432,1 92,9 | 568,0 93,4 | 403,6 112,1 | 93,4 112,1 | — × |
| HDP (b.c.) meziroční index | 711,1 104,1 | 740,0 102,5 | 758,7 106,9 | 811,3 120,5 | 977,8 126,3 | 716,6 103,1 | 1 008,2 112,1 | 803,3 112,1 | 112,1 × | 141,8 × |
| $M1$ meziroční index | 270,7 103,6 | 309,5 114,3 | 317,7 102,6 | 308,1 97,0 | 343,4 111,5 | 256,0 · | 430,5 125,4 | 306,9 119,9 | 119,9 × | 159,0 × |
| inflace (index, 1985 = 100) meziroční index | 100,6 100,1 | 100,7 100,1 | 102,1 101,4 | 112,3 110,0 | 177,2 157,9 | 172,2 156,7 | 196,2 110,7 | 194,1 112,7 | 112,7 × | 195,0 × |
| $M2$ meziroční index | 474,6 106,0 | 529,4 111,5 | 554,4 104,7 | 553,1 99,8 | 650,4 117,6 | 487,3 · | 839,9 129,1 | 599,4 123,0 | 123,0 × | 177,0 × |
| $M1/HDP$ (b.c.) [%] | 38,1 | 41,8 | 41,9 | 38,0 | 35,1 | 35,7 | 42,7 | 38,2 | 107,0 | 112,1 |

^a údaje za roky 1987—1992 ČSFR; v letech 1991 a 1992 uvedeny údaje za ČSFR i ČR

prameny: pro ČSFR / ČR: statistiky ČSÚ a ČNB; pro ostatní země: International Financial Statistics, IMF, dec. 1993

poznámka: Výběr konkrétních ukazatelů — makroekonomických i měnových — je přizpůsoben jejich standardnímu použití a využití jak u nás, tak i v zahraničí.

Ze všech 4 částí výchozí tabulky č. 1 vyplývá, že obrátku peněz začleněných do měnových souhrnnů a obsluhujících makroukazatele se skutečně příliš nemění. Neprímo to lze zjistit z podílu $M1$ na celkovém objemu HDP (b. c.), který se za 5 let vyvíjel dosti setrvačně — viz tabulka č. 2.

To platí i pro $M2$ vzhledem k obdobné relativní stabilitě termínovaných depozit i vkladů v cizí měně.

Dále je zřejmé, že v západních zemích k obsluze makroindikátorů postačují monetární agregáty ve výši zhruba necelé 1/5 objemu HDP, zatímco v ČR je to přes 30 %. Tato diference ukrývá — vyjma nevýrazných metodických odchylek ve výpočtu a aplikaci $M1$ a $M2$ — podstatné rezervy v racionalizaci peněžního objemu a současně podtrhuje objektivní nutnost zvýšení obrátky peněz v ČR.

Je určitou nepřesnosti, že se v české bankovní praxi při odhadech $M1$ a $M2$ vychází pouze z předpokladu jakési neměnné rychlosti obrátky peněz v ekonomice.

TABULKA č. 1 — část 1.2

| Německo [mld. DM] | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 92 / 91 | 92 / 87 |
|--|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------|
| HDP (s.c. 1985) meziroční index | 1 902,3 · | 1 971,8 103,7 | 2 050,3 104,0 | 2 149,8 104,9 | 2 226,8 103,6 | 2 244,5 100,8 | 100,8 × | 117,9 × |
| HDP (b.c.) meziroční index | 1 990,5 · | 2 096,0 105,3 | 2 224,4 106,1 | 2 417,8 108,7 | 2 612,6 108,1 | 2 772,0 106,1 | 106,1 × | 139,2 × |
| M1 meziroční index | 355,1 · | 389,8 109,9 | 414,3 106,2 | 432,8 104,5 | 547,7 126,5 | 586,0 107,0 | 107,0 × | 165,0 × |
| inflace (index, 1985 = 100) meziroční index | 100,1 · | 101,4 101,3 | 104,2 102,8 | 107,0 102,7 | 110,7 103,5 | 115,2 104,1 | 104,1 × | 115,1 × |
| M2 meziroční index | 606,2 · | 644,5 106,3 | 703,0 109,1 | 789,8 112,4 | 991,8 125,6 | 1 108,8 111,8 | 111,8 × | 182,9 × |
| M1 / HDP (b.c.) [%] | 17,8 | 18,6 | 18,6 | 17,9 | 21,0 | 21,1 | 100,5 | 118,5 |

TABULKA č. 1 — část 1.3

| Rakousko [mld. ATS] | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 92 / 91 | 92 / 87 |
|--|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------|
| HDP (s.c. 1985) meziroční index | 1 387,0 · | 1 443,4 104,0 | 1 498,4 103,8 | 1 567,0 104,6 | 1 613,6 103,0 | 1 638,1 101,5 | 101,5 × | 118,1 × |
| HDP (b.c.) meziroční index | 1 481,4 · | 1 566,6 105,8 | 1 671,5 106,7 | 1 798,4 107,5 | 1 914,8 106,5 | 2 028,6 105,9 | 105,9 × | 136,9 × |
| M1 meziroční index | 222,2 · | 240,9 108,6 | 249,2 102,4 | 262,7 105,4 | 284,2 108,2 | 301,8 106,2 | 106,2 × | 135,8 × |
| inflace (index, 1985 = 100) meziroční index | 103,1 · | 105,1 101,9 | 107,8 102,6 | 111,3 103,2 | 115,0 103,3 | 119,7 104,1 | 104,1 × | 116,1 × |
| M2 = M1 + kvazipenize meziroční index | 1 305,2 · | 1 380,6 105,8 | 1 483,5 107,5 | 1 626,6 109,6 | 1 749,3 107,5 | 1 869,1 106,8 | 106,8 × | 143,2 × |
| M1 / HDP (b.c.) [%] | 15,0 | 15,4 | 14,9 | 14,6 | 14,8 | 14,9 | 100,7 | 99,3 |

TABULKA č. 1 — část 1.4

| USA [mld. USD] | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 92 / 91 | 92 / 87 |
|--|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------|
| HDP (s.c. 1985) meziroční index | 4 284,3 · | 4 452,8 103,9 | 4 565,6 102,5 | 4 602,7 100,8 | 4 549,5 98,8 | 4 645,4 102,1 | 102,1 × | 108,4 × |
| HDP (b.c.) meziroční index | 4 539,9 · | 4 900,4 107,9 | 5 250,8 107,2 | 5 522,2 105,2 | 5 677,5 102,8 | 5 950,7 104,8 | 104,8 × | 131,1 × |
| M1 meziroční index | 767,2 · | 811,7 105,8 | 823,8 101,5 | 853,5 103,6 | 923,3 108,2 | 1 058,6 114,7 | 114,7 × | 137,9 × |
| inflace (index, 1985 = 100) meziroční index | 105,7 · | 109,9 104,0 | 115,2 104,8 | 121,4 105,4 | 128,6 104,3 | 130,4 103,0 | 103,0 × | 123,4 × |
| M2 = M1 + kvazipenize meziroční index | 2 923,0 · | 3 083,8 105,5 | 3 245,1 105,2 | 3 357,0 103,4 | 3 457,9 103,0 | 3 511,1 101,5 | 101,5 × | 120,1 × |
| M1 / HDP (b.c.) [%] | 16,8 | 16,6 | 15,7 | 15,5 | 16,3 | 17,8 | 109,2 | 105,9 |

TABULKA č. 2

v %

| M1/HDP | 1987 | 1992 | % |
|----------|------|------|-------|
| ČSFR/ČR | 38,1 | 42,7 | 112,1 |
| Německo | 17,8 | 21,1 | 118,5 |
| Rakousko | 15,0 | 14,9 | 99,3 |
| USA | 16,8 | 17,8 | 105,9 |

S přechodem na obvyklé parametry peněžního trhu zemí s tržní ekonomikou je toto pojetí dlouhodobě neudržitelné, a to proto, že:

- rychlosť obrátky peněz by se v ČR měla v delším časovém horizontu zvyšovat, a tím postupně překonávat uvedenou dosti výraznou diferenci (to by měl být základní vývojový trend);
- po dobu transformačního období (ne přesně časově vymezeného) se naopak rychlosť obrátky peněžní zásoby musí objektivně snižovat pod vlivem nestandardních inovačních činitelů v našem hospodářství (viz dále);
- razance změnových pohybů monetárních agregátů je tedy dáná kombinací objektivní nutnosti „pasivního“ peněžního obohloužení reformních pohybů v hospodářství a aktivního přístupu centrální banky; regulaci peněžní zásoby je tedy třeba se pokusit stimulovat progresivní trendy v ekonomice ČR;
- i z tohoto zorného úhlu je nutné docenit prozírávost zavedení tvrdé monetární politiky, která na počátku transformačního období v krajně nepřehledné situaci zamezila neúměrně velkému zpomalení obrátky peněz kumulovaných do měnové báze.

Statisticky lze vzájemné a bezprostředně operativní ovlivňování peněžních souhrnných typů *M* a ekonomických makroukazatelů prokázat jen z části, ke stejnemu výsledku pak lze dospět i z hlediska dlouhodobějších trendů.

Zřejmě je to z přehledu ukazatelů v časových obdobích 1991–1992 a 1987–1992, který obsahuje *tabulka č. 3*.

Je zřetelné, že kvantitativně se objem makroukazatelů mění daleko méně než výše monetárních agregátů, a to v různorodé intenzitě. V tabulce není zachována ani kvalitativní kauzalita v naznačených trendech – tak např. v Německu a Rakousku je růst *M2* > inflační faktor, v USA je tomu přesně obráceně.

- Přírůstkově jsou změny agregovaných údajů za ČR a ostatní státy do značné míry nesrovnatelné s logickým poukázáním na jejich jinou pozici a význam v přechodném období našeho hospodářství. Změny objemu v agregátech (jak makroekonomických, tak i měnových) jsou v současné době zřejmě přechodně mimořádné a dosvědčují, že mezi nimi stále probíhá vztahový optimalizační proces.
- Praktické zkušenosti z uplatňování monetární politiky v zemích s tržním hospodářstvím naznačují, že i zde se dosti obtížně optimalizuje aktivní vzájemné

TABULKA č. 3

v %

| země | změny v období 1992/1991 | | | | změny v období 1992/1987 | | | |
|----------|--------------------------|-------|---------|-------|--------------------------|-------|---------|-------|
| | HDP (b. c.) | M1 | inflace | M2 | HDP (b. c.) | M1 | inflace | M2 |
| ČSFR/ČR | 112,1 | 119,9 | 112,7 | 123,0 | 141,8 | 159,0 | 195,0 | 177,0 |
| Německo | 108,1 | 107,0 | 104,1 | 111,8 | 139,2 | 165,0 | 115,0 | 182,9 |
| Rakousko | 105,9 | 106,2 | 104,1 | 106,8 | 136,9 | 135,8 | 116,1 | 143,2 |
| USA | 104,8 | 114,7 | 103,0 | 101,5 | 131,1 | 137,9 | 123,4 | 120,1 |

(obopolkné) působení měnových a neměnových ekonomických agregátů. I renowané zahraniční bankovní domy a jiné, např. vládní instituce ve svých prognózách a hodnocení v minulosti neodhadly zcela přesně nezbytnou míru *M*-agregátů vůči *HDP* či inflaci. Ani několikaprocentní nepředvídaná odchylka však nebyla důvodem k zásadní revizi hospodářské či měnové politiky v příslušné zemi, neboť celková stabilita její ekonomiky i značná váha důvěryhodnosti příslušné autorské instituce (např. Bundesbank) daleko převáží signalizovanou nepřesnost ukazatelů. Ukazuje se totiž, že jak při vlastní konstrukci různých predikcí na toto téma, tak i v hodnocení vykazovaných výsledků je třeba postupovat uvážlivě a velmi obezřetně.

Nesoulad teoretických východisek a praktických poznatků o vztahu citovaných agregátů v čase také není zanedbatelný. Podle dílčích informací o vývoji vyspělých ekonomik bylo ověřeno, že dochází k určitému časově diferencovanému zpoždění vzájemného ovlivňování měnového a ekonomického vývoje. „Standardní“ časový posun se pohybuje okolo 1 roku, často i více. Tyto disparity, týkající se standardně jak časové, tak i rozsahové dimenze vztahu agregátů, jsou v ekonomice ČR znásobeny i jinými zřetelohodnými aspekty. Proto naše současná praxe, jež omezuje faktory pro tvorbu *M*-agregátů *jen* na změny *HDP + míru inflace + obrátku transakčních prostředků* a současně vymezuje tyto faktory *jen* v krátkodobém (převážně v ročním) rámci, není plně dostačující. Naznačený problém je totiž v podmínkách transformačního období ČR velmi ztěžený zakalkulováním dalších činitelů. Pro ilustraci uvádíme podrobněji nejdůležitější fakta:

- Existující *platební neschopnost* v ČR uměle snižuje potřebu transakčně pohotových peněz; její odstranění by pravděpodobně znamenalo mimořádný vznik obsluhové peněžní zásoby (i když ne v plném rozsahu platební neschopnosti). Pracovní hrubý propočet ukazuje, že odstranění 50 % odhadované platební neschopnosti by znamenalo zvýšení peněžní zásoby v hospodářství — při ostatních nezměněných podmínkách — v relaci k HDP na cca 50 % objemu HDP.
- Obdobným způsobem se projevuje i *privatizační proces* v ČR. Různé formy privatizace (nekuponové) vyžadují větší pohyby transakčních prostředků buď v úvěrové, či pohotovostní formě.

Kromě těchto dvou nejdůležitějších vlivů existuje celá řada dílčích příznivých i nepříznivých faktorů, jež přechodně deformují obrátku i objem měnových agregátů ve sledovaném období. Jejich verbální rozsah i kvantitativní ohodnocení včetně kompenzace jsou uvedeny v další části této statě.

Vývoj struktury ukazatelů

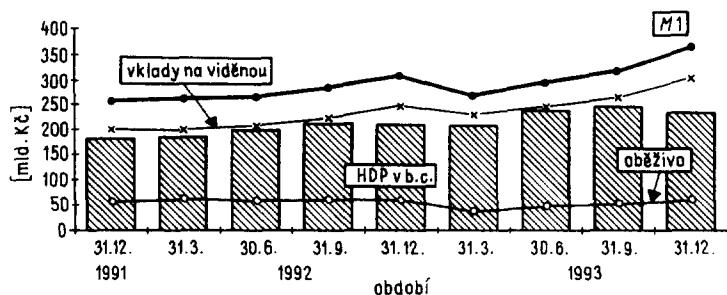
Podrobnějším zkoumáním nejenom celkového vývoje ukazatelů, ale i jejich struktury se ještě zvýrazní závěry z předchozího bodu této analýzy, ale současně lze dospět k dalším pozoruhodným závěrům. To dokazují *tabulka č. 4* a *grafy č. 1 a 2 o čtvrtletním vývoji struktury čtyř ekonomických agregátů v transformačním období ČR*.

Z kvantifikace v tabulce č. 4 (a obou grafů) plynou tyto hlavní poznatky:

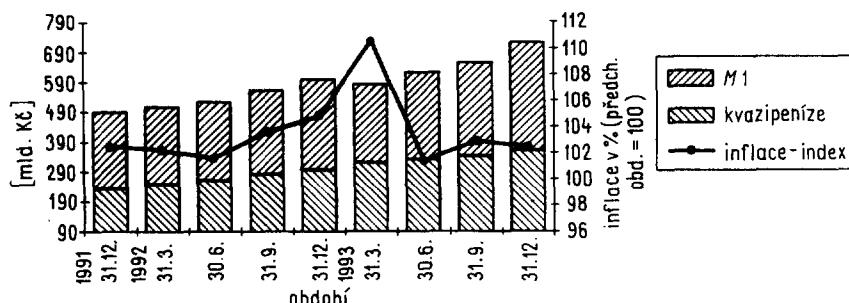
1. Čtvrtletně je dokumentován nerovnoměrný změnový vývoj *HDP, inflace a měnových úhrnů*. Je to zřejmé z rozdílů mezi čtvrtletních přírůstků (úbytků) v letech 1992 a 1993, jak ukazuje *tabulka č. 5*.

Rozdílová řada *M1* je značně nesourodá, a to jak „znaménkově“, tak i mírou odchylek. Zde lze těžko statisticky dostopovat číselné potvrzení uvedených teoretických předpokladů z úvodu této stati. Na druhé straně rozdílová řada *M2* se již chová ukázněji — dokládá převážně plusovou „znaménkovou“ převahu údajů, ale také současně s dosti výraznými odchylkami.

GRAF č. 1 Vývoj HDP, M1 a jeho složek



GRAF č. 2 Vývoj inflace, M2 a jeho složek



Tato fakta znamenají jediné — monetární politika ČR se zvolna propracovává ke své vlastní objektivní úloze, tj. k podpoře uchování ekonomické rovnováhy udržením přijatelné míry inflace (při stabilním měnovém kurzu) a k náležitému povzbuzování hospodářského růstu.

2. Částečně se mění závislost vývoje M1 a M2, která naznačuje i širší společenské souvislosti:

- vývoj celkové peněžní zásoby v ekonomice ČR v roce 1992 byl vcelku stabilizovaný, čtvrtletní přírůstky stavu M2 se pohybovaly v pásmu 3–7 %. Odchylný vývoj v 1. čtvrtletí 1993 (pokles M2 o 2,6 %) byl výsledkem souběhu obtížně předvídatelných jevů v podnikové sféře: splátky úvěrů, daňové doplatky z roku 1992, platební vztah k SR. Tyto jevy mimořádně odčerpaly zejména likvidní prostředky a znamenaly celkový pokles peněžní nabídky mimo rámec měnového programu. Počátkem 2. čtvrtletí 1993 se růst peněžní zásoby opět obnovil a v celoročním vyjádření znamenal přírůstek peněžních prostředků v ekonomice o 20,5 %;
- v rámci těchto celkových tendencí sledovaného období došlo k významným změnám ve vzájemné proporce vývoje M2 a M1, a to v závislosti na vývoji struktury peněžní zásoby — viz tabulka č. 6.

Z počátku roku 1992 převažoval růst dlouhodobě deponovaných prostředků nad růstem držby horkých peněz (oběživo + vklady na viděnou). V druhé polovině roku 1992 byla tato celková relace opačná, v závěru roku pak rostly všechny formy korunových depozit (nejrychleji vklady na viděnou) při absolutním a relativním poklesu stavu oběživa. Tyto tendenze v podstatě pokračovaly i na počátku

TABULKA č. 4

v mld. Kč a %

| | 1991 | | 1992 | | | | | | | | 1993 | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 30. 9. | | 31. 3. | | 30. 6. | | 30. 9. | | 31. 12. | | 31. 3. | | 30. 6. | | 30. 9. | | 31. 12. | |
| | stav | podíl |
| HDP – b. c. index (předch. obd. = 100) | 180,7 99,6 | | 184,5 102,1 | | 198,0 107,3 | | 210,8 106,5 | | 210,0 99,6 | | 207,0 98,6 | | 237,4 114,7 | | 244,7 103,1 | | 234,0 95,6 | |
| M1 index (předch. obd. = 100) v tom: OBĚŽIVO index (předch. obd. = 100) VKLADY NA VIDĚNOU index (předch. obd. = 100) | 256,0 · | 100,0 102,3 | 261,8 101,3 | 100,0 106,9 | 265,1 108,3 | 100,0 86,5 | 283,5 109,9 | 100,0 108,4 | 306,9 109,9 | 100,0 114,7 | 285,5 108,4 | 100,0 100,0 | 291,9 318,5 | 100,0 100,0 | 318,5 362,9 | 100,0 100,0 | 318,5 362,9 | 100,0 100,0 |
| INFLACE (leden 1989 = 100) index (předch. obd. = 100) | 55,3 · | 21,6 112,7 | 62,3 23,8 | 58,1 93,3 | 21,9 104,5 | 60,7 97,0 | 21,4 19,2 | 58,9 61,1 | 19,2 13,6 | 38,0 46,9 | 16,1 16,1 | 53,1 113,2 | 18,8 18,8 | 59,8 112,6 | 18,8 112,6 | 59,8 112,6 | 18,8 112,6 | 59,8 112,6 |
| M2 index (předch. obd. = 100) v tom: M1 index (předch. obd. = 100) KVAZIPENÍZE index (předch. obd. = 100) v tom: TERMÍNO- VANÁ DEPO- ZITA CEL- KEM index (předch. obd. = 100) VKLADY V CIZÍ MĚNĚ index (předch. obd. = 100) | 200,7 · | 78,4 99,4 | 199,5 103,8 | 76,2 103,8 | 207,0 107,6 | 78,1 111,3 | 222,8 80,8 | 78,6 229,5 | 248,0 86,4 | 80,8 245,0 | 229,5 83,9 | 86,4 283,4 | 245,0 83,2 | 245,0 303,1 | 283,4 83,5 | 245,0 83,5 | 245,0 83,5 | 245,0 83,5 |
| roku 1993 a byly odrazem plně racionálního chování obyvatelstva i podnikové sféry v očekávání měnové odluky. Po její realizaci se opět obnovil růst celkové peněžní zásoby v ekonomice s tendencí vyššího růstu M1 před M2. | 181,2 102,4 | | 185,2 102,2 | | 188,1 101,6 | | 194,8 103,6 | | 204,2 104,8 | | 225,8 110,6 | | 228,9 101,4 | | 235,5 102,9 | | 241,3 102,5 | |
| 3. Ve struktuře peněžní zásoby totiž opět logicky vzrostl podíl oběživa, ne však již na proporce dosaženou před rozdělením společné měny (16,5 % proti až 23,8 % v 1. čtvrtletí 1992). Je zjevné, že část volně likvidních prostředků byla deponována v termínovaných vkladech. Vývoj ve struktuře M2 podle primárních složek dokumentuje tabulka změn podílů těchto složek proti relativní struktuře peněžní zásoby na konci roku 1991 — viz tabulka č. 7. | 487,3 · | 100,0 104,1 | 507,5 103,1 | 100,0 107,3 | 523,1 107,3 | 100,0 108,7 | 561,5 97,4 | 100,0 108,5 | 599,4 105,3 | 100,0 110,3 | 583,7 105,3 | 100,0 100,0 | 621,7 654,5 | 100,0 100,0 | 621,7 654,5 | 100,0 100,0 | 621,7 654,5 | 100,0 100,0 |
| Z této tabulky je patrné, že posun ve struktuře M2 se odehrál na úkor oběživa ve prospěch deponovaných prostředků. Pozitivem je pak relativní růst pomalu- | 256,0 · | 52,5 102,3 | 281,8 101,3 | 51,6 106,9 | 265,1 106,9 | 50,7 108,3 | 283,5 86,5 | 50,5 109,9 | 308,9 108,4 | 51,2 114,7 | 285,5 114,7 | 45,5 114,7 | 291,9 316,5 | 47,0 48,4 | 316,5 362,9 | 48,4 50,3 | 316,5 362,9 | 48,4 50,3 |

roku 1993 a byly odrazem plně racionálního chování obyvatelstva i podnikové sféry v očekávání měnové odluky. Po její realizaci se opět obnovil růst celkové peněžní zásoby v ekonomice s tendencí vyššího růstu M1 před M2.

3. Ve struktuře peněžní zásoby totiž opět logicky vzrostl podíl oběživa, ne však již na proporce dosaženou před rozdělením společné měny (16,5 % proti až 23,8 % v 1. čtvrtletí 1992). Je zjevné, že část volně likvidních prostředků byla deponována v termínovaných vkladech. Vývoj ve struktuře M2 podle primárních složek dokumentuje tabulka změn podílů těchto složek proti relativní struktuře peněžní zásoby na konci roku 1991 — viz tabulka č. 7.

Z této tabulky je patrné, že posun ve struktuře M2 se odehrál na úkor oběživa ve prospěch deponovaných prostředků. Pozitivem je pak relativní růst pomalu-

TABULKA č. 5

rozdíly dynamik v procentních bodech

| ukazatel | 1992 | | | | 1993 | | | |
|--------------------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| M1 (HDP = 100) | +0,2 | -6,0 | +0,4 | +8,7 | -12,1 | -4,8 | +5,3 | +19,1 |
| M2 (inflace = 100) | +1,9 | +1,5 | +3,7 | +1,9 | -13,2 | +5,1 | +2,4 | + 7,8 |

TABULKA č. 6

rozdíly dynamik v procentních bodech

| ukazatel | 1992 | | | | 1993 | | | |
|--------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| M2 / M1 (M1 = 100) | +1,8 | +1,8 | -0,4 | -1,6 | +10,9 | -3,4 | -3,1 | -4,4 |

TABULKA č. 7

| | výchozí struktura 31. 12. 91 v % M2 = 100 | přírůstky podílů v bodech proti struktuře k 31. 12. 1991 | | | | | | | | | struktura v % k 31. 12. 93 | |
|--|--|--|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|----------------------------------|--|
| | | 1992 | | | | 1993 | | | | | | |
| | | 31. 3. | 30. 6. | 30. 9. | 31. 12. | 31. 3. | 30. 6. | 30. 9. | 31. 12. | | | |
| oběživo vklady na viděnou terminovaná depozita vklady v cizí měně | 11,3 41,2 39,6 7,9 | +0,1 -1,9 +0,8 +0,1 | -0,2 -1,8 +0,9 +0,9 | -0,5 -1,5 +0,3 +1,7 | -1,5 +0,2 -0,1 +1,4 | -5,1 -1,9 +5,1 +1,9 | -3,8 -1,8 +3,6 +1,9 | -3,2 -1,0 +2,7 +1,9 | -3,1 -1,0 +2,2 +1,4 | +0,8 +0,8 +0,1 +0,1 | 8,3 42,0 41,8 8,0 | |

brátkových depozit umožňujících bankovnímu sektoru poskytovat dlouhodobější úvěrové zdroje. Jednoznačný je pak předstih růstu korunových depozit před vklady v cizí měně, což signalizuje růst důvěry v tuzemskou měnu (v roce 1991 a částečně ještě v roce 1992 trvale nejrychleji rostly právě vklady v cizích měnách) a preferenci hlediska úrokového profitu. V širším kontextu to znamená změnu chování obyvatelstva od nedůvěřivého postoje k vykávacímu vztahu až k pozitivnímu přijímání transformace hospodářství.

Praktické důsledky současných a budoucích problémů

Diference mezi teorií a praxí uskutečňované měnové politiky jsou — jak bylo již dříve poukázáno — zmnoženy rozsahově pestrými momenty týkajícími se oblastí:

1. plné neověřenosti nejednoznačných teoretických přístupů,
2. dostupnosti běžné měnové dokumentace a všední analytické práce s ní,
3. respektování specifických podmínek transformačního období ČR (také v důsledcích již realizovaných systémových kroků hospodářské reformy),

4. připravovaného uplatnění dalších nezbytných a zásadních metodických kroků ekonomických změn,

5. ostatních.

Pro úplnost je nutné zdůraznit, že řada zmiňovaných diferenci teorie a praxe vyplývá jednak ze „standardních“ a jednak z specificky českých obtíží.

Momentálně se tedy lze setkávat především s těmito hlavními překážkami:
ad 1: Přístup autorů je rámcově vymezen zde v partií „Teoretická východiska a změny v praktickém zaměření monetární politiky v ČR“.

ad 2: Objektivně nedostatečně dlouhé databázové řady měnové statistiky ČR; málo zkušeností odborné práce s těmito veličinami apod.

ad 3: Není jasné, jaký rozsah českých specifik je nutné v současné době i perspektivně brát v úvahu, jakou mají váhu a časový dosah; existuje „nevzorevé“ transformační období s neopakovatelnými vlivy (rozdělení státu a měn, nové daně, změna vlastnických vztahů apod.); krátkodobá nereprezentativnost tohoto období vylučuje zevšeobecnění specifických zkušeností; vnější prostředí působí odlišně na „vnitřní“ vývoj apod.; zřejmě nejsou precizována (předem) přesná kritéria pro hodnocení kvantitativních změn výkonových a měnových úhrnů a kauzální postup při odstraňování podstatných diferencí mezi nimi (od nezávislého odhadu HDP a inflace přes jejich hodnocení pomocí měnových úhrnů k optimalizaci peněžní zásoby a potom zpět k relacím a úrovni makroukazatelů) apod.

ad 4: Jedná se mimo jiné především o diskutovaný termin zavedení plné konvertility české koruny, a to v horizontu několika let. Nejde ani tak o prověrění všeobecně ekonomických (např. stav platební bilance, ztráta kurzových „výhod“, vliv na nezaměstnanost, záplava dovozu) či technických předpokladů tohoto opatření (např. organizace trhu cenných papírů) — v těchto směrech lze jen spolehat na prozírávost odpovědných orgánů, že toto opatření bude provedeno po důkladné a všeestranné analýze.

Z hlediska obsahu této statě je důležitější sledovat připravenost centrální banky na zavedení tohoto titulu do praxe a hlavně na jeho nezbytné projevy v měnové politice. Lze očekávat dosti radikální změnu hledisek pro její tvorbu ztrátou rozhodovací „uzavřenosti“ ČNB a plně odkrytým tlakem liberálního prostředí tržních zemí (úroky, daně, příliv zahraničního kapitálu v různých formách). Padne preferenční hranice mezi tuzemskými a zahraničními zdroji a dílčími formami jejich uplatnění. To vše povede nezbytně k modifikaci skladby používaných měnových agregátů a částečně i jejich celkových trendů.

ad 5: Objevují se dílčí nevyjasněná fakta jako např.:

— Ve vztahu *agregátu M2 a inflace* je značně obtížné predikovat jejich kauzalitu:

— jednak proto, že se jejich část vyvíjí na základě mechanizmů *mimo usměrňující dosah centrální banky*: v *inflačním faktoru* se projevuje její regulující vliv jen u „*klasické inflace*“ tvořící součást tzv. inflačního jádra (tj. bez zvýšení cen z titulu vyšší užitné hodnoty výrobků) a dalších složek inflačního faktoru — odhadem může být přímo ovlivňováno cca 40–50 % předpokládané roční inflace. V *agregátu M2* přímý vliv centrální banky — projevující se v regulaci prostřednictvím měnového instrumentária (např. výše refinančního úvěru, reeskont směnek, státní dluhopisy apod.) — dosahuje zhruba pětiny celkového rozsahu tohoto měnového agregátu;

— dále proto, že nehledě na poněkud nízký podíl regulovatelné částky z celkového objemu obou agregátů (*inflace do 40 až 50 %, M2 cca 20 %*) probíhá na druhé straně přibližně v takto vymezeném zbytkovém rozsahu jakási *vnitřní samoregulace* bez vnějších zásahů.

- Obdobný závěr lze učinit u vztahu *agregátů HDP a M1*. Dále je-li prozatím vcelku konstantní podíl *M1* na *M2*, tj. relativně stabilizovaná výše terminovaných depozit a vkladů v zahraniční měně, pak se stejným procentem přírůstkově monitoruje jak *HDP*, tak i inflace (i když v opačné reaci).

Autoři článku se pokusili v následující části *zpracovat orientační prognózu vývoje měnových a vybraných ekonomických agregátů do r. 1998, a to s přihlédnutím k předběžným verbálním závěrům*. Obsahová omezenost dokumentace znemožnila v určitých směrech podrobnější propracování problematiky. Tuto predikci je vhodné považovat jen za informativní, neboť zčásti pracuje s hrubými odhady, uvažuje ne zcela komplexní trvající či přechodné vlivy a plně nepřihlíží k časovému faktoru (až několikaletý posun) při působení měnových úhrnů na makroukazatele či obráceně. Proto je možné ji považovat i za jeden z diskuzních příspěvků na dané téma.

Je zřejmé, že *praktická činnost ČNB v monetární politice je zaměřena pozitivně*. Byla stanovena (prozatím) osvědčená míra vybavenosti chodu ekonomiky transakčními penězi. To současně zajišťuje i proporcionalní rovnováhu vnitřních segmentů ekonomiky bez prudkých otřesů i sociálního neklidu. Počáteční tvrdá restrikce tuto míru vybavenosti správně posunula do nezbytné *minimální polohy dispoziční peněžní zásoby* v ekonomice.

Učelem této studie je proto jen doplnit ji o dílčí postřehy v souvislosti s důsledky transformačního období v ekonomice ČR a poukázat v tomto směru na existující „slabá místa“. Hlavní dilema spočívá v nalezení optimálního vztahu vývoje měnových agregátů k aktivní hospodářské politice, tj. k podpoře trendů *HDP* při udržení kontroly nad inflací.

Prognóza vývoje měnových agregátů *M1* a *M2* do roku 1998

Tato prognóza je konstruována na podkladě predikčních hodnot *HDP ČR* (b.c. a s.c.) i inflace a kvantifikovaných souvislostí *M1* a *M2* k těmtu makroukazatelům. Rovněž bylo přihlédnuto k retrospektivnímu vývoji struktury měnových agregátů do roku 1993 a měnovým expektacím v příštím období. Naznačuje také určitá hodnoticí kritéria pro působení bankovního sektoru v tomto období včetně objemové a strukturální pohyblivosti vybraných bankovních produktů, zvláště poskytovaných úvěrů.

*Komplexní prognóza vývoje *M1* a *M2* v letech 1991–1998* je uvedena v tabulce č. 8.

Postup výpočtu:

a) Výpočet měnového agregátu *M1*:

Na podkladě stanoveného objemu a temp *HDP* (b. c.) a dosažené obrátky *HDP/M1* v roce 1993 a její nezměněné rychlosti do roku 1998 je vypracován celkový objem *M1* pro každý rok — viz tabulka č. 8, část 8.2.

Dalším krokem je výpočet *M1* za předpokladu zvýšení obrátky peněžní zásoby s cílem dosáhnout její úrovni v západních zemích v horizontu přes 10 let (např. obrátka v roce 1992: SRN 4,73; Rakousko 6,72, USA 5,62). Byla stanovena pracovní premisa, že v predikovaném pětiletí 1994 až 1998 by se měla obrátka zvýšit alespoň o 50 % současně diference mezi obrátkou ČR a SRN roku 1992: SRN 4,73 – ČR 2,62 = 2,11 : 2 = 1,1 : 5 ≈ 0,22 ročně — viz tabulka č. 8, část 8.3.

Takto odvozený objem *M1* je v dalším postupu korigován o vliv *neopakovatelných transformačních jevů*. Vychází se z kompenzace faktorů zrychlujících

TABULKA č. 8 — část 8.1: Prognóza vývoje M1 a M2 do r. 1998 v ekonomice ČR
v mld. Kč a %

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | index 1998/93 |
|---|--|--|--|--|--|---|--|---|---------------------------------------|
| | skuteč. | skuteč. | skuteč. | prognóza | | | | | |
| HDP (s. c. 1984) index v % (předch. obd. = 100) | 432,1 85,8 | 403,8 93,4 | 402,3 99,7 | 412,3 102,5 | 430,9 104,5 | 454,8 105,5 | 481,9 106,0 | 515,6 107,0 | 128,2 |
| HDP (b. c.) meziroční index | 718,6 126,3 | 803,3 112,1 | 923,1 114,9 | 1044,0 113,1 | 1172,4 112,3 | 1317,8 112,4 | 1481,2 112,4 | 1676,7 113,2 | 181,6 |
| M1 celkem index v % (předch. obd. = 100) | 256,0 · z toho: oběživo vklady na viděnou | 306,9 119,9 55,3 200,7 | 362,9 118,2 59,8 303,1 | 406,9 112,1 65,9 341,0 | 480,8 118,2 78,4 404,4 | 498,0 103,8 77,7 420,3 | 418,1 84,0 71,8 346,5 | 405,6 97,0 68,3 337,3 | 111,8 · 114,2 111,3 |
| inflace (index, 1985 = 100) index v % (předch. obd. = 100) | 152,0 | 112,7 | 118,2 | 110,3 | 107,5 | 106,5 | 106,0 | 105,8 | 141,6 |
| M2 celkem index v % (předch. obd. = 100) z toho: M1 termínované vklady vklady v cizí méně | 487,3 · 256,0 193,0 38,3 | 599,4 123,0 306,9 236,6 55,9 | 722,0 120,5 382,9 301,7 57,4 | 801,8 111,0 406,9 332,3 62,4 | 987,1 123,1 480,8 427,3 79,0 | 1018,1 103,1 498,0 439,5 80,8 | 971,3 95,4 418,1 425,7 127,5 | 984,1 101,3 405,6 447,6 130,9 | 136,3 · 111,8 148,4 228,0 |

TABULKA č. 8 — část 8.2

v mld. Kč

| | 1993 | 1994 | ... | 1998 |
|-----------------------------|------------------------|-------------------------|-----|-------------------------|
| | očekávaná skutečnost | prognóza | | prognóza |
| HDP obrátku HDP/M1 M1 | 923,1 2,54 362,9 | 1044,0 2,54 411,0 | ... | 1876,7 2,54 680,1 |

TABULKA č. 8 — část 8.3

v mld. Kč

| | 1993 | 1994 | ... | 1998 |
|----------------------|----------------------|---------------|-----|---------------|
| | očekávaná skutečnost | prognóza | | prognóza |
| obrátku HDP/M1 M1 | 2,54 362,9 | 2,77 376,9 | ... | 3,68 455,6 |

obrátku peněžní zásoby v ekonomice a faktorů působících opačně a z toho, že v nejbližším období převáží livil „zpomalujících“ činitelů. Mezi kladné faktory patří rychle se zvětšující počet obchodních transakcí v ekonomice, zdokonalování platebního styku, nové finanční produkty, inovace technických prostředků, tlak na omezování hotovostních operací apod. Mezi záporné faktory pak patří vysoká platební neschopnost, značně rozšířené platby „na ruku“ (odhad cca 1 % objemu M1), privatizační proces, důsledky bankrotů, špinavé peníze, start prodeje bytů, výnosy šedé a černé ekonomiky apod. Číselné vyjádření jejich vzájemné kom-

penzace je uvedeno dále s tím, že vlivy privatizace a platební neschopnosti jsou mimořádně vysoké a jsou proto vyčísleny samostatně. Rovněž jsou níže naznačeny principy pro stanovení struktury M1:

- *platební neschopnost*: v souvislosti s výše uvedeným odhadem (viz závěrečná část pasáže „Celkové tendenze ukazatelů“) se do M1 promítá v roce 1994 10,0 mld. Kč, v letech 1995 až 1997 každoročně 20,0 mld. Kč s tím, že ke konci období by platební neschopnost měla klesnout na obvyklou míru;
- *privatizace*: 1. vlna privatizace z hlediska tvorby peněžní zásoby již nebude nárokovat její zvýšení (spíše obráceně: poskytnuté úvěry by se měly splácat);
2. vlna privatizace by naopak měla být zčásti pokryta nárůstem měnových agregátů, což by se mělo projevit v nejbližších letech s tímto kvantitativním odhadem: bude privatizováno nekuponově cca 250 mld. Kč majetku, z toho cca 50 % bude pokryto poskytnutými úvěry a jinými zdroji s časovým rozložením: r. 1995 a 1996 každoročně 50,0 mld. Kč;
- *ostatní vlivy*: zahraniční zdroje, rozvoj kapitálového trhu, důsledky bankrotů, start prodeje bytů, špinavé peníze, výnosy šedé a černé ekonomiky apod. jsou nesporně působící přechodné faktory, které je nemožné stanovit bez podrobnějších dokladů. Obecně lze předpokládat, že se jejich vliv bude částečně eliminovat jinými činiteli (shodnými či opačnými) včetně splátek závazků z titulu jiných transformačních akcí na objem: rok 1994 až 1997 každoročně cca 20 mld. Kč;
- *stanovení struktury M1*: bude se prosazovat zájem na bezhotovostním placení na úkor vydávání oběživa. V relativním vztahu to předpokládá velmi mírný podílový růst bezhotovostních plateb v rámci M1, který však nemůže nikdy dosáhnout mimořádných proporcí poklesu oběživa jako v období měnové odluky. Srovnej: tabulka č. 8, část 8.4.

Závěrečným krokem výpočtu M1 je vyhodnocení působení aplikace plné konvertibility měny.

Obecně lze říci, že:

- časově budou výše uvedené neopakovatelné transformační vlivy působit cca do r. 1996 a zhruba od tohoto data se naopak objeví důsledky plné směnitnosti (za předpokladu jejího zavedení asi v tomto období);
- předmětně se proto zřejmě budou zčásti modifikovat vnitřní proporce měnových agregátů, aniž by se však nezbytně měnil absolutní objem zásoby obslužných finančních prostředků (M2) vzhledem k vývoji HDP. Z toho vyplývá, že se částečně sníží měnový aggregát M1, na jehož úkor se bude rozvíjet složka kvazipeněz.

Východiskem této úvahy je předpoklad, že vklady na viděnou — jako podstatná složka M1 — budou klesat v důsledku snižujícího se jejich úročení a stav oběživa zůstane relativně nezměněn. Dále odstranění úrokového „zvýhodnění“ mezi vklady v tuzemské a zahraniční měně povede pravděpodobně na druhé straně k růstu zahraničních depozit. Pracovně tento přesun ve složkách struktury M2 lze ohodnotit cca à 50 mld. Kč ročně v letech 1997 a 1998, čímž se poměr M1

TABULKA č. 8 — část 8.4

v mld. Kč

| | 1993 | 1994 | ... | 1998 |
|----------------------|-------|-------|-----|-------|
| neopakovatelné vlivy | | | | |
| celkem M1 | 362,9 | 406,9 | ... | 455,6 |
| v tom: oběživo | 59,8 | 65,9 | ... | 68,3 |
| vklady na viděnou | 303,1 | 341,0 | ... | 387,3 |

TABULKA č. 8 — část 8.5

v mld. Kč

| | 1993 | 1994 | ... | 1998 |
|---------------------------|-------|-------|-----|-------|
| <i>M2 celkem</i> | 722,0 | 801,6 | ... | 984,1 |
| v tom: <i>M1</i> | 362,9 | 406,9 | ... | 405,6 |
| v tom: oběživo | 59,8 | 65,9 | ... | 68,3 |
| vklady na viděnou | 303,1 | 341,0 | ... | 337,3 |
| kvazipenize | 359,1 | 394,7 | ... | 578,5 |
| v tom: terminované vklady | 301,7 | 332,3 | ... | 447,6 |
| vklady v zahraniční měně | 57,4 | 62,4 | ... | 130,9 |

a kvazipeněz v *M2* ČR r. 1998 ve výši cca 41 % : 59 % částečně přiblíží obdobné proporce SRN v r. 1993, a to 33 % : 67 %

Výsledkem je konečná kvantifikace *M1* v přehledné tabulce č. 8.1 (viz rok 1997 a 1998).

b) Výpočet měnového agregátu *M2*

Řídícími předpoklady jsou:

- návaznost na *M1* s příslušnými výše uvedenými poznámkami o perspektivních změnách jeho výše i struktury;
- pokračující dobrá tendence mezi *M1* a kvazipenězi;
- ve struktuře kvazipeněz bude zatím trvat pozitivní vliv vyšší úrokové výhodnosti tuzemských korunových vkladů;
- zhruba od roku 1997 (resp. v přípravě již v roce 1996) za předpokladu zavedení plné konvertibility české měny se zhruba vyrovnaný vliv úrokových sazeb u korunových vkladů a vkladů v cizí měně. Přetravávající rozdíl by měl odpovídat zhruba differenci v inflačním vývoji jednotlivých měnových okruhů.

Všechny tyto tendenze *M1* budou probíhat plynule v nejbližších cca 3 letech a později nastane částečný zlom, a to již v podmírkách plné konvertibility měny. Vliv mimořádných a přechodných transformačních změn u *M2* nebude tak intenzivní jako u *M1*. Dlouhodobějším cílem v oblasti měnových agregátů ČR — a to v celkovém jejich objemu a struktuře, včetně jejich všeestranného vztahu k ekonomickým makroindikátorům — zřejmě bude postupné dosažení proporcí a úrovně téhoto pojmu obvyklých v tržní ekonomice.

Definitivní kvantifikaci *M2* (kompletní výpočet pro všechny roky viz tabulka 8.1) uvádí tabulka č. 8, část 8.5.

Předpokládaný vývoj úvěrového „prostoru“ v ekonomice ČR

Návazně na výše uvedenou prognózu vývoje peněžní zásoby v ekonomice byl zvažován možný, resp. potřebný vývoj masy úvěrů emitovaných do ekonomiky (včetně podniků a obyvatelstvu) k nezbytné úvěrové obsluze předpokládaného celkového rozvoje ČR.

Při konstrukci vývoje úvěrů se vycházelo z následujících předpokladů:

- vývoj podílu čistých zahraničních aktiv na celkové peněžní zásobě se bude postupně přibližovat jejich úroveň ve vyspělých otevřených tržních ekonomikách (v sledovaném časovém horizontu je zvažováno „odstranění“ poloviny diferenze proti poměru v SRN). Z hlediska vlivu zavedení konvertibility měny se předpokládá kompenzace akceleračního vlivu liberalizace pohybu kapitálu

TABULKA č. 9

v mld. Kč a %

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | index 98/93 |
|--|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| HDP b. c. | 716,6 | 803,3 | 923,1 | 1044,0 | 1172,4 | 1317,8 | 1481,2 | 1676,7 | 181,6 |
| M2 | 487,3 | 599,4 | 722,0 | 801,6 | 987,1 | 1018,1 | 971,3 | 984,1 | 136,3 |
| úvěry celkem (podnikům a obyvatelstvu vč. úvěrů v zahraniční méně) | 498,9 | 584,3 | 698,2 | 790,0 | 971,0 | 1007,0 | 974,0 | 991,0 | 141,9 |
| poměr v % | | | | | | | | | |
| — úvěry/HDP | 69,6 | 72,7 | 75,6 | 75,6 | 82,8 | 78,4 | 65,8 | 59,1 | x |
| — úvěry/M2 | 102,4 | 97,5 | 96,7 | 98,6 | 98,4 | 98,9 | 100,3 | 100,7 | x |

a brzdícího efektu případného revalvačního kroku vůči volně směnitelným měnám;

- předpokládá se neměnná výše čistých zahraničních aktiv ve vztahu ke Slovensku (současně se předpokládá anulování vlivu clearingového zůstatku při účtování obchodních vztahů se SR po r. 1995);
- fixního objemu čistého úvěru vládě;
- postupného poklesu refinancování ekonomiky z prostředků FNM po skončení 2. vlny kuponové privatizace.

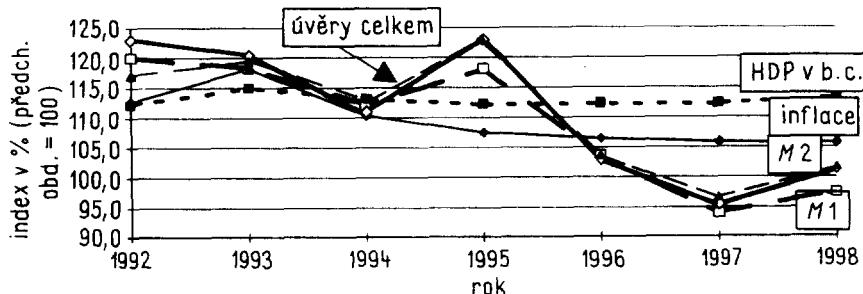
Na základě výše uvedených výchozích lze předpokládat vývoj úvěrů celkem (vč. úvěrů v zahraniční méně) do ekonomiky ČR, jak to uvádí *tabulka č. 9*.

Z tabulek vyplývá, že náročnost HDP (výkonu ekonomiky) na úvěrovou obsluhu by měla logicky vrcholit na přelomu let 1995 a 1996, kdy by měl nastat závěr úvěrově enormně náročné etapy masivní privatizace. Poté by se relace úvěrů k HDP měla postupně snižovat do pásma obvyklého v rozvinutých zemích.²

Úvěry z domácích zdrojů by se tak měly stát — vedle přílivu zahraničních zdrojů — relativně nejdynamičtějším směrem užití peněžní zásoby v ekonomice. Přitom však není vyloučeno, že tento úvěrový prostor bude — vzhledem k možné a postupně vzrůstající potřebě úvěrových zdrojů na rekonstrukci a modernizaci hospodářské sféry po nastolení reálných vlastnických vztahů — přesto značně „úzký“. Tato „obava“ může být zesilena i tím, že v nominálním růstu objemu úvěrů bude podle propočtu autorů za 5 let absorbována více než 40% inflace, což v tomto pětiletém intervalu prakticky představuje reálnou stagnaci celkového objemu úvěrů. Faktickým výsledkem však je, že absolutní úroveň úvěrů se od r. 1995 příliš zřejmě nebude měnit, přitom však úvěry účelově vázané na přechodné transformační tituly (privatizace, zadluženost apod.) zůstanou i nadále v ekonomice, takže pro obsluhu jejího normálního chodu bude dostatečné množství prostředků domácí provenience v jakémkoliv jejich podobě včetně úvěrové formy. Tato úvaha rovněž zohledňuje i očekávanou tvrdou razanci vstupu zahraničních zdrojů, které po celou predikovanou dobu představují nejdynamičtější pramen peněžní obsluhové nabídky v ČR. Tím se ovšem nevyloučuje možnost, že v určitém období bude zřejmě nevyhnutelné, aby ČNB poměr domácích a cizích úvěrových zdrojů svými měnovými nástroji (např. úvěrovými sazbami) přechodně také regulovala, a to s přihlédnutím k žádoucímu vývoji celkové peněžní zásoby.

² Přitom však je třeba zdůraznit, že ekonomicky významná relace poskytnutých úvěrů vůči HDP se v jednotlivých zemích velmi výrazně liší; tak např. v r. 1992 byl tento poměr v Rakousku 77,2 %, SRN 100,5 %, USA 61,6 %, Dánsku 42,8 %, Španělsku 67,5 %.

GRAF č. 3 Prognóza vývoje M1 a M2 do roku 1998 v ekonomice ČR



Celková výsledná predikce makroekonomických i měnových agregátů

Celková výsledná predikce makroekonomických a měnových agregátů je zachycena v grafu č. 3 a její celkový výsledek udává tabulka č. 10.

TABULKA č. 10

údaje v %

| | index 1996/1993 | index 1998/1993 |
|--------------|-----------------|-----------------|
| HDP (b. c.) | 142,8 | 181,6 |
| M1 | 137,2 | 111,8 |
| inflace | 126,3 | 141,6 |
| M2 | 141,0 | 136,3 |
| úvěry celkem | 144,2 | 141,9 |

Hlavní závěry predikce:

Během budoucího pětiletí by se měl makroekonomický vývoj hospodářství ČR (a v něm monetární složka) postupně zklidňovat, a tím dosahovat obvyklé parametrové relace tržních ekonomik. Na této cestě bude nutné ještě dořešit obtíže spojené se zaváděním zbytkových systémových kroků a ev. i dopady českých transformačních zvláštností. V předložené predikci jsou zřetelně ohrazena dvě období lišící se důsledky ev. zavedení plné konvertibility české měny v průběhu období 1993–1998. Realizací tohoto předpokladu zřejmě dojde k částečnému přerušení kontinuity vývoje především měnových úhrnů (zejména M1), přičemž tento vliv však rovněž představuje „nezbytné“ přiblížení se plnohodnotným tržním poměrům.

Ve vývoji peněžní zásoby lze předpokládat plynulý růst oběživa a vysokoobrátkových depozit v souladu s nominálním růstem HDP, což bude zřejmě přechodně zrychlováno nezbytností pokrýt dočasně vyšší poptávku po peněžní obsluze v transformačním období. Stejný vývoj lze očekávat i ve vztahu celkové peněžní zásoby a inflace. Dlouhodobě by se měla prosazovat tendence postupného zrychlování obrátky obslužných peněžních prostředků v ekonomice.

V úrovni a struktuře měnových úhrnů dojde k hodnotovým posunům, které jsou promítány výpočtovým postupem do celkové predikce ukazatelů v tabulce 8.1. Jedná se o:

- změnu relací strukturálních i úrovnových proporcí měnových agregátů ve dvou časových etapách do r. 1998. Tyto změny by se však neměly podstatně dotknout perspektivního vývoje ekonomických makroukazatelů ČR na toto

- období a naznačená měnová opatření by měla „volně“ proběhnout v tolerančním rámci utvářejícího se vztahu makroukazatelů i měnových agregátů;
- v detailnějším pohledu se prosazuje:
 - rychlejší růst vkladů na viděnou než růst hotovostí v oběhu,
 - zvýšení podílu kvazipeněz proti podílu $M1$ ve struktuře $M2$ vč. předstihu růstu termínovaných vkladů před vklady na viděnou,
 - v 1. etapě předstih růstu váhy vkladů v tuzemské měně oproti vkladům v cizích měnách (výhodnější úročení), ve 2. etapě pak postupné vymízení působení vlivu tohoto faktoru;
 - v oblasti úvěrových zdrojů lze předpokládat, že vázanost úvěrových prostředků na nestandardní transformační účely pozbude postupně platnost a že celkový objem těchto úvěrových prostředků bude i nadále fungovat v ekonomice k zajištění jejího běžného potransformačního chodu. Tím zůstanou domácí úvěry spolu s narůstajícími zahraničními zdroji i nadále rozhodujícím činitelem financování národního hospodářství.

SUMMARY

Macroindicators and Monetary Aggregates in the Czech Economy

Vladimír KADERA, Václav REJTHAR — Komerční banka, a. s., Praha

This article seeks to clarify the basic causal relations between selected macroindicators (such as GDP and inflation) and applied monetary aggregates such as the money supply (M) within the environment of the transformed Czech economy. The authors tried to define distinct problem groups and at the same time find possible ways of solving these problems with regards to retrospective trends and present experiences. This were presented as objective possibilities stemming from the impact of monetary instruments on the transition process.

The outlook for this selected problem isn't uniform and there are varied elements to its practical solution in the western market economies. These problems also exist in transitional economies which are changing from a system of central planning to its liberal alternatives. This is why the authors don't endeavor to clarify and definitely solve the relationships between macroindicators and monetary aggregates in the Czech economy or to present additional points of view into the discussion of this problem.

The comprehensive numerical documentation helps show precisely the trends in the development of the main macroindicators extending to 1998 along with the essential indicators of the money supply (in the form of M aggregates) including the creation of their internal structure.