FINANCE A ÚVĚR 3/1995
ročník 45

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, l. 6141
Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Jiří POSPÍŠIL: Měnová politika pro rok 1995 109

Jiří JONÁŠ: Měnový kurz a platební bilance (1. část) 118

Jaroslav BRADA: Konstrukce burzovních indexů pomocí modelu oceňování kapitálových aktivit (2. část) 128

Recenze

Václav KLAUS—Dušan TŘÍSKA: Recenzní zamyšlení nad knihou Jánose Kornaie „Socialistický systém: Politická ekonomie komunizmu" 137

Aleš BULÍŘ: Učebnice, která na českém trhu chyběla (R. Dornbusch — S. Fischer) . . 143

Přehled-Survey

Přehled nejdůležitějších opatření hospodářské a finanční politiky v roce 1995 146

Review of the Most Important Economic and Financial Policies in 1994 151

Uprostřed čísla:
Petr ZAHRADNÍK: **Investiční možnosti individuálních investora** — 3., poslední část: ss. 29—44

FINANCE A ÚVĚR 3/1995
Volume 45

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

CONTENTS

Jiří POSPÍŠIL: Monetary Policy for 1995 . 109

Jiří JONÁŠ: Foreign Exchange Rate and Balance of Payments (1st Part) 118

Jaroslav BRADA: The Constructions of Stock Market Indices with a Capital Asset Pricing Model (2nd Part) 128

Book-Review

Václav KLAUS—Dušan TŘÍSKA: Review Article of János Kornai's: "The Socialist System: The Political Economy of Communism" . 137

Aleš BULIŘ: The textbook which was missing at the Czech market (R. Dornbusch — S. Fischer) 143

Survey

Review of the Most Important Economic and Financial Policies in 1994 (in Czech) . . . 146
(In English). . . . 151

In the middle of this issue:
Petr ZAHRADNÍK: **Investment Opportunities for an Individual Investor** — 3rd., the last part: pp. 29—44

Opakovaně upozorňuje všechny naše 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 22 23), 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

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 Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

FINANCE A ÚVĚR

3/95

DT: 338.23:336.74 (437)

Měnová politika pro rok 1995

Jiří POSPÍŠIL*

Na rozdíl od předchozích let v roce 1994 neprocházela česká ekonomika zásadními transformačními „šoky" ani nebyla vystavena dramatickým změnám vnějších podmínek. Došlo k upevnění makroekonomické stability a míra inflace významně klesla. Dosažený pokrok v privatizaci se projevil v začínajícím zlepšení výkonu ekonomiky.

V roce 1995 budou podmínky podobné, s tím rozdílem, že dojde ke zrychlení růstu ekonomiky. Vnější vlivy nebudou pravděpodobně významným zdrojem inflačních tlaků, protože se nepředpokládají silnější cenové pohyby základních surovinových a energetických komodit a inflace zůstane v hospodářsky nejsilnějších oblastech na nízké úrovni.

Z hlediska možností našeho exportu se situace na začátku roku vyvíjí pozitivně. Recese byla překonána a růst v rozhodujících oblastech se zvětšuje. Praktická realizace tzv. uruguayského kola GATT dává významný podnět pro rozvoj světového obchodu, a tím pro rychlejší růst i dlouhodobější výhled. Pro nás je důležité i naplňování asociační dohody s EU a zlepšení situace v zemích CEFTA.

Jakým vnitřním inflačním tlakům čelí měnová politika v roce 1995?

Zdroje inflace

Při pohledu zpět na období mezi roky 1991—1994 se ukazuje, že inflace má své „jádro" — viz *graf č. 1.* Bylo to období, kdy ceny nikdy neklesly pod určitou úroveň (většinou pod úroveň cca 0,4 % měsíčně), a to ani v období restriktivní fiskální a měnové politiky. Avšak i tato minimální úroveň inflace byla vyšší než v zahraničí (přitom v období let 1993 a 1994 došlo dokonce k poklesu dovozních cen).

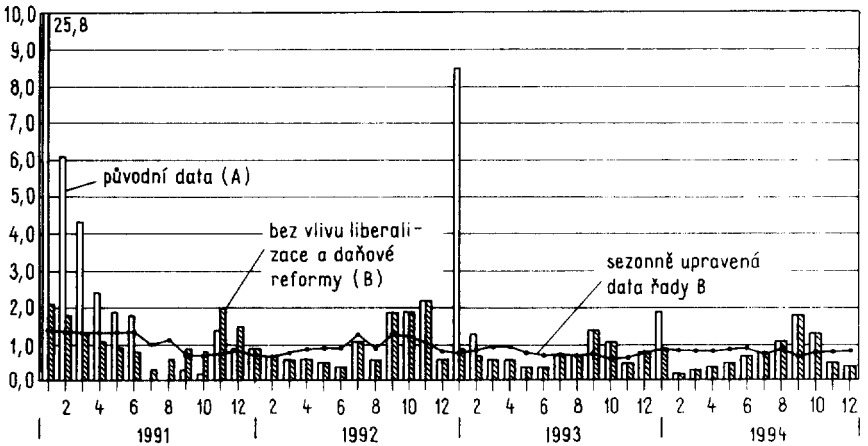
Hlavní důvod lze spatřovat v přizpůsobování relativních cen a v řadě strukturálních rigidit doprovázejících transformaci naší ekonomiky.

---

* Ing. Jiří Pospíšil, CSc., člen Bankovní rady a vrchní ředitel ČNB

Redakce příspěvek obdržela 24. 1. 1995, autorská korektura provedena 6. 2. 1995.

GRAF č. 1 Index spotřebitelských cen (změny k předchozímu měsíci v %)



pramen: Český statistický úřad

Proces přizpůsobování relativních cen struktuře obvyklé ve světě nebyl zdaleka dokončen. Při pevném měnovém kurzu se nejvíce přizpůsobily ceny zboží, které je předmětem zahraničního obchodu (tradeables) s výjimkou zboží, u kterého jsou uplatňována dovozní či vývozní omezení či ochranná cla. Proto také ceny průmyslových výrobců rostou zřetelně pomaleji než spotřebitelské ceny zahrnující výrobky a složky, které nejsou předmětem zahraničního obchodu.

Největší rozdíly naopak přetrvávají u zboží, které není předmětem zahraničního obchodu (nontradeables) a u kterého některé produkty a služby jsou i nadále kontrolovány státem (energie, nájemné, doprava, ale i školné, zdravotní služby apod.). Tento okruh výrobků dosud působí a bude působit na vývoj inflace v rozsahu, v jakém budou ceny těchto výrobků liberalizovány či postupně zvyšovány. Míra vyrovnání (tedy růst cen) zboží ze skupiny „tradeables" je dána dalším pronikáním tuzemských výrobců tohoto zboží na zahraniční trhy, kde jsou ceny vyšší.[1]

Do budoucna lze předpokládat diferencovaný pohyb cen:

— pomalejší u „tradeables", kde prostor „dotažení se" na světovou úroveň značně pokročil (limitem růstu je vývozní a dovozní konkurence);
— rychlejší u komodit zboží a služeb, u kterých se podíl zahraniční směny zvýší, a u „nontradeables", kde cenový růst závisí na cenové deregulaci.

Tento diferencovaný vývoj cen dosud znamenal, že cenová konkurenceschopnost našeho vývozu v posledních dvou letech i s ohledem na zlepšování směnných relací (cca o 3—4 % ročně) reálným zhodnocováním české koruny příliš netrpěla.

Úroveň inflace je však ovlivňována i řadou strukturálních rigidit.

Na trzích produktů jsou na straně vstupu do odvětví překážkou především přetrvávající složitost zakládání firem — administrativní bariéry, nedostatek tuzemského kapitálu a know-how. Tyto skutečnosti ovlivňují ekonomický výstup a prů-

[1] Pokud to bude spojeno se zvyšováním kvality parametrů zboží, resp. služeb, nelze považovat růst ceny za inflační.

běh soutěže. Na straně výstupu z odvětví působí hlavně zdlouhavé soudní procedury. Z předreformního období přetrvává vzájemná provázanost některých dominantních firem při jejich značné kapitálové slabosti, což zvyšuje možné ztráty ostatních účastníků na těchto trzích, deformuje cenové relace, snižuje transparentnost firem, a tím i blokuje vstup zahraničního kapitálu (přímých investic).

Trh pracovní síly se vyznačuje disproporcemi mezi strukturou poptávky a nabídky, značnou pracovněprávní ochranou pracovníků a sociálním přístupem k zaměstnanosti.

Na trhu kapitálu je charakteristickým znakem nízká transparentnost některých segmentů tohoto trhu. Významným omezením je i malý rozsah tohoto trhu a zcela převažující alokace celkových úspor prostřednictvím bank. Převaha poptávky po kapitálu na tomto trhu, jež vyplývá z podkapitalizace firem, zvyšuje cenu kapitálu, snižuje likviditu na kapitálovém trhu, tlačí ceny akcií dolů a spolu s řadou nejistot činí v současnosti tento trh málo atraktivním pro přesun domácích úspor a výraznější příliv úspor zahraničních. Zesilování přílivu kapitálu (formou investic na domácím kapitálovém trhu) při převaze alokace dočasně volných zdrojů přes banky činí agregátní výsledky přílivu kapitálu vysoce závislými na kvalitě alokace úvěrů bankovním systémem.

Na druhé straně rizikové úvěry zatěžující bilance bank činí průměrné náklady zprostředkování vysokými, což se odráží ve výši úrokové marže. Značná úvěrová angažovanost bank v řadě firem s nejasnými perspektivami, ale značnou politickou váhou často motivuje banky k preferování strategie vyčkávání před aktivní finanční podporou či radikálním odpisem pohledávek.

Společné působení těchto faktorů (mikroekonomické povahy) bude i do budoucna určovat *spodní hranici míry inflace*, která se bude nutně pohybovat nad úrovní běžnou ve stabilizovaných ekonomikách. Překonávání těchto faktorů nebude jednoduché a není otázkou krátkého období. Horní hranici budoucí míry inflace ovlivní vývoj agregátní poptávky a nabídky a makroekonomická regulace.

Vztah agregátní poptávky a nabídky

Zhruba od poloviny roku 1993 jsme svědky zasíleného přílivu kapitálu, což při existenci fixního kurzu vede k růstu peněžní zásoby. V posledním období se projevuje i růstem deficitu obchodní bilance, který v roce 1994 dosáhne cca 700 mil. UDS; vyšší deficit se předpokládá i v roce 1995 (až 1,5 mld. USD). Růst peněžní zásoby (vyjádřené agregátem *M2*) rostl v posledních třech letech o něco více než 20 % ročně. Vzhledem k poklesu inflace v roce 1994 se tempo růstu peněžní zásoby dostalo nad úroveň růstu nominálního HDP[2], jak ukazuje *graf č. 2*.

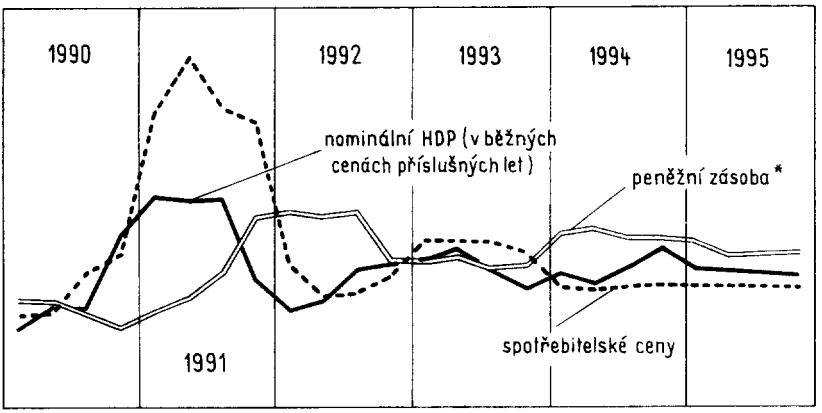
Z grafu č. 2 je patrné, že zhruba v období zesíleného přílivu kapitálu je růst nabídky peněz rychlejší než růst poptávky (vyjádřené nominálním HDP). Na otázku úrovně poptávky po penězích není jednotný názor. Někteří ekonomové spíše zdůrazňují, že je významně ovlivňována transformačním procesem, kterým ekonomika prochází, a že je tedy z řady důvodů vyšší než úroveň, která je běžná ve stabilizované ekonomice.

Pohled na vývoj úrokových sazeb uvedený v *grafu č. 3* dává těmto ekonomům za pravdu. I když v roce 1994 došlo k poklesu nominálních průměrných úrokových sazeb z úvěrů (na cca 13 %) proti roku 1993, staly se úrokové sazby v roce 1994 v reálném vyjádření (po zohlednění inflace) pozitivními.[3] Došlo tedy k reálnému růstu

[2] Nominální HDP je použit jako charakteristika poptávky po penězích a *M2* jako charakteristika nabídky peněz.

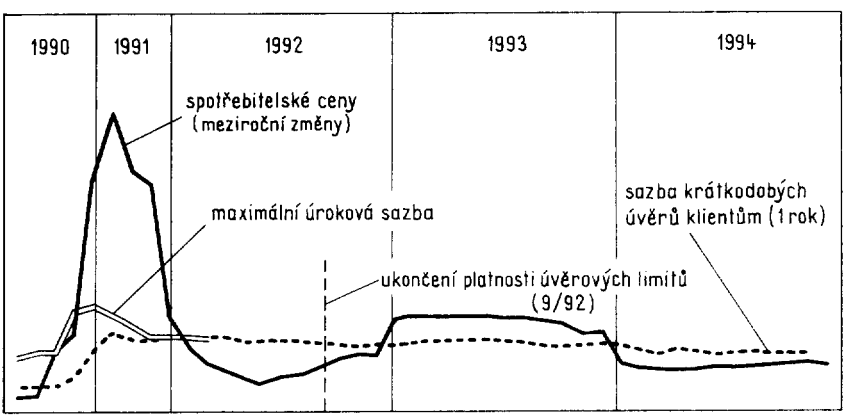
[3] Úroveň deflátoru v r. 1994 zhruba koresponduje s indexem spotřebitelských cen.

GRAF č. 2 Poptávka po penězích a nabídka peněz (meziroční změny v %)



vysvětlivka: * agregát *M*2 = oběživo, vklady na viděnou, terminované vklady, vklady rezidentů v cizí měně

GRAF č. 3 Vývoj úrokových sazeb z úvěrů (v %)



úrokových sazeb. Přestože jsou průměrné úrokové sazby z vkladů výrazně nižší (cca 7 %), významná část termínovaných a úsporových vkladů (cca 45 %) již také přináší reálný výnos. Nepřímo to ukazuje na vyšší poptávku po penězích (ve smyslu šířeji diferencovaných peněz, tj. *M*2). Vzhledem k poklesu inflace a k vývoji cen ve struktuře, k situaci na kapitálovém trhu (výrazný pokles cen akcií a většinou malý nominální výnos akcií) i vzhledem k pravděpodobnému růstu pojistných motivů držby peněz (u obyvatelstva) je poptávka po penězích pravděpodobně vyšší než růst nominálního HDP, jenž odráží spíše transakční poptávku po penězích. Nicméně i vládní ekonomové považují současný růst peněžní zásoby za růst na horní (resp. mírně za) hranicí střednědobě akceptovatelného tempa.

Ve struktuře nabídky peněz se v průběhu posledních let měnily podíly jejich složek. Zatímco dynamika růstu vnitřní nabídky (úvěrů) v průběhu let klesá, nabídka vnějších zdrojů roste.

Pokles vnitřní nabídky odráží nižší poptávku po úvěrech obsluhujících privatizaci, postupné oddlužování firem, ale i opatrnější přístupy bank.

TABULKA č. 1 Vývoj kapitálového účtu a jeho struktury mezi roky 1992—1994

v mld. USD

	1992 (federace)	1993	1994 (očekávaná skutečnost)
kapitálový účet celkem (netto)	0,0	2,6	1,5 (vč. předčasných splátek závazků 1,1 vůči MMF)
z toho:			
a) přímé investice (brutto)	1,1	0,6	0,8
b) portfoliové investice (brutto)	0,0	1,1	1,0
c) přímé úvěry (brutto)	1,4	1,4	1,7
celkem	2,5	3,1	3,5
objem soukromého kapitálu z celkového přílivu (a, b, c)	1,6	2,4	3,5
podíl přílivu soukromého kapitálu na celkovém přílivu	64 %	77 %	100 %
odhad podílu dlouhodobého kapitálu			70—80 %

Motivem rostoucího přílivu kapitálu na straně zahraničních investorů (nabídky) je především pokračující privatizace, růst kredibility České republiky zvyšující atraktivnost hmotných i finančních aktiv a dále úrokový diferenciál. Na straně domácích firem (poptávky) je to: značná zadluženost a kapitálová slabost firem, omezená dostupnost dlouhodobých zdrojů financování v tuzemsku (resp. dostatečně velkých zdrojů kapitálu) a úrokový diferenciál (levnější zdroje v zahraničí — ovšem při akceptování kurzového rizika) — viz *tabulka č. 1.*

Z tabulky č. 1 vyplývá, že převažuje kapitál soukromý a dlouhodobý. Tabulka dále ukazuje, že struktura kapitálového přílivu je poměrně stabilní, značná část je spojena přímo či nepřímo s výrobními aktivitami (část portfoliových investic lze považovat za přímé investice).

Tato struktura kapitálu je dosti odlišná od zemí, které čelily po dlouhé období zesílenému přílivu kapitálu, ale následně ho velmi rychle ztratily a utrpěly značné ekonomické škody (naposledy Mexiko).[4]

Vývoj agregátní poptávky

Při zpětném pohledu naznačují pokles dynamiky růstu spotřebitelských cen na 10,2 % (proti konci roku 1993), další snížení dynamiky pohybu cen průmyslových výrobců na 5,5 % (tj. na méně než polovinu) a obdobný vývoj cen stavebních prací a materiálové spotřeby rovnováhu agregátní poptávky a nabídky. Jedinou výjimkou je oblast zemědělských výrobků. I zde však dochází k postupné stabilizaci, avšak se silným sezonním průběhem.

Ani tempo ekonomického růstu nenaznačuje přehřátí ekonomiky. Dosažený reálný růst HDP v roce 1994 je skromný a prudké zrychlení dynamiky se nepředpokládá. Lze se však ptát, zda kromě dosud teprve nedávno dokončené systémové privatizace a probíhající restrukturalizace ekonomiky neexistují i další limity rychlejšího růstu — viz *tabulka č. 2.*

[4] Podobnost s těmito zeměmi je však (mimo faktor silného přílivu kapitálu) při bližším zkoumání ve většině ekonomických i jiných charakteristik velmi malá!

TABULKA č. 2 Odhad agregátní poptávky a její struktury v roce 1995 (s. c. r. 1984)

změna v %

použití HDP	1994/1993	1995/1994
spotřeba domácností	10,5	4,5
spotřeba vlády	—7,5	1,0
tvorba fixního kapitálu	6,0	8,0
domácí užití HDP	8,0	5,0
+ vývoz (vč. služeb)	1,0	7,5
= agregátní poptávka	5,0	6,0
dovoz (vč. služeb)	8,5	9,0

Z tabulky č. 2 je zřejmá výrazná dynamika soukromé spotřeby a dynamizace fixního kapitálu. Zahraniční poptávka byla v minulém roce postižena poklesem obchodní výměny se Slovenskem, v tomto roce se předpokládá zlepšení. Přírůstek veřejné spotřeby byl záporný, což vytvářelo prostor pro rychlejší růst ostatních komponent agregátní poptávky.

Vyrovnaný (v dobách federace) a v posledních dvou letech přebytkový státní rozpočet byl významným garantem makroekonomické rovnováhy. Zcela jistě zde chybí — jinde obvyklý — zdroj nerovnováhy. Zbývající komponenty agregátní poptávky mají dynamičtější vývoj, i když u některých, např. u investic, se zdá, že by měly růst rychleji. To nás vede k úvaze o možných omezeních na straně nabídky.

Vývoj agregátní nabídky

Rychlejší růst některých (prorůstových) komponent poptávky (zejména investic a vývozu) bez dopadu na rovnováhu je možný jen za předpokladu, že při jejím předpokládaném růstu bude odpovídajícím způsobem reagovat nabídková strana ekonomiky, resp. že ekonomika má dostatečnou dluhovou kapacitu pro případné krytí odpovídajícího zvýšení importu (to je v našem případě splněno jak rostoucím přílivem kapitálu, tak nízkým stavem zadlužení).

Nejzávažnějším limitem na straně nabídky dosud byl neukončený proces privatizace, i když s rostoucím podílem soukromého sektoru se v jednotlivých letech tento vliv zmenšoval. Stejným směrem působil a působí proces restrukturalizace, který na privatizaci navazuje. O složitosti tohoto procesu a o řadě problémů, které zde musejí být překonávány, není pochyb — a asi by si zasloužily podrobnější analýzu. Nicméně, jak již dosažený značný podíl nestátního sektoru na tvorbě HDP (80 %), tak zejména i růst průmyslové a ještě silnější růst stavební výroby v minulém roce ukazují, že dochází k obratu. Problémem je spíše tempo růstu, protože i když očekáváme zrychlení, nebude pravděpodobně příliš výrazné — viz *tabulka č. 3.*

Otázka tedy zní, jaké mohou být základní překážky rychlejšího růstu nabídky po ukončení systémové privatizace.

Nízká úroveň nezaměstnanosti (úroveň nezaměstnanosti se obvykle chápe jako ukazatel vztahu potenciálního a skutečného produktu) může signalizovat určité napětí na trhu práce a z toho plynoucí potíže pro zvyšování výroby v rozvíjejících se odvětvích ekonomiky. Vzhledem ke skutečnosti, že v naší ekonomice došlo a dochází i při nízké nezaměstnanosti ke značnému přesunu pracovníků

TABULKA č. 3 Odhad HDP (s. c.) a jeho struktury na rok 1995

změna v %

	1994/1993	1995/1994
průmysl (výroba zboží)	2,0	2,5
stavebnictví (stavební výroba)	7,0	4,5
zemědělství (hrubá zemědělská produkce)	−5,5	2,0
služby vybrané (tržní)	10,0	6,0
HDP v s. c. (roku 84)	2,5	3,5

mezi sektory, že v průmyslu dochází k soustavnému poklesu zaměstnanosti i při obnově růstu výroby a že ve firmách stojících (po privatizaci) před restrukturalizací musí dojít k dalšímu snížení zaměstnanosti, nemusí být současná situace na trhu práce významnou bariérou. Předpokládá se naopak postupné *zvýšení míry nezaměstnanosti* i jako důsledek dalšího růstu mezd (po jejich deregulaci). Situace může být ovšem regionálně rozdílná a nízká mobilita pracovních sil může přispět k určitému napětí.

Další možnou bariérou silnějšího růstu může být *zadluženost soukromého sektoru.* Ta je výsledkem jak zděděné míry zadlužení podnikové sféry z doby před ekonomickou reformou, tak zadlužeností z privatizace (pokud bylo použito tradičních metod). Ve srovnání s velmi malým veřejným dluhem (cca 16 % HDP — vnější i vnitřní) je dluh soukromého sektoru značný. To je situace nesporně zdravější, než kdyby tomu bylo naopak. Zadlužení podléhá kontrole soukromých vlastníků a snižování dluhu v soukromém sektoru znamená růst čistých aktiv soukromého sektoru. Naproti tomu snižování veřejného dluhu nutně znamená snižování příjmů některých ekonomických skupin (buď vyššími daněmi, nebo nižšími výdaji) a zvyšování dluhu je pod velmi volnou kontrolou „veřejnosti".

Nicméně vysoký dluh soukromého sektoru představuje značné nákladové břemeno v podobě dluhové obsluhy a může omezovat (v jednotlivých případech i zcela eliminovat) investiční rozvojové aktivity firem, a tím oslabovat jejich růstové možnosti. Je v obecném zájmu, aby daňová zátěž soukromého sektoru byla únosná. Úvaha o úrovni zadlužení se však musí primárně odvíjet od úrovně veřejných výdajů (při jejich omezení na nezbytný rozsah a při maximální efektivnosti jejich vykládání), nikoliv od jakési optimální úrovně zdanění. (Případně vyšší daňové zatížení v mezinárodním srovnání je důsledkem buď vyšších priorit sociální politiky, resp. jiných politik, nebo nižší efektivnosti státních výdajů). Je také velmi nežádoucí jakékoliv selektivní řešení (velmi negativní by byl zejména zvláštní přístup ke státem kontrolovaným či státním podnikům). Optimálním řešením je tedy postupné všeobecné snižování daňové kvóty (daňového zatížení) soukromého sektoru.

Zbavit se dluhů však musejí soukromé firmy v principu samy. Některé v tomto úsilí zřejmě neuspějí. V takové situaci neuhradí své závazky bankám a ostatním věřitelům.

V obecném zájmu tedy je, aby proces „vylučování" těchto firem z hospodářského života probíhal *dostatečně rychle* (přežívající firmy zvyšují budoucí náklady svých obchodních partnerů) a aby byly řešeny důsledky takto vzniklých nedobytných pohledávek (většinou) u bank a ostatních věřitelů s minimálním dopadem na fungování celkového hospodářského systému. Zejména banky tedy musejí mít dostatečný *prostor pro tvorbu odpovídajících rezerv.*

Dále je v obecném zájmu podpořit konkurenceschopnost firem případně i tím, že stát ovlivní jejich současné rozhodování ve prospěch investic, které jsou

v dlouhodobém období většinou podmínkou růstu produktivity, a tím i mezd a životní úrovně. Tato stimulace může být vhodná zejména v situaci, kdy se vliv soukromého vlastnictví teprve prosazuje (netradiční metody privatizace). Nejde zde ani tak o samotné snižování daňové kvóty, jako spíše o možnost motivovat strukturou tohoto snižování žádoucí chování firem.

V souvislosti s vysokou zadlužeností soukromého sektoru se tedy nabízí do budoucna úvaha:

— o dostatečnosti tempa snižování daňového zatížení,
— o rychlosti a legislativní exekutivní průchodnosti konkurzního řízení,
— o dostatečnosti prostoru pro nezdaňovanou tvorbu rezerv a odůvodněný odpis pohledávek zejména bank (které mohou potom následně oddlužit své věřitele, a tím dynamizovat jejich rozvoj).

Zlepšené perspektivy výkonu ekonomiky v tomto a v příštích letech a dlouhodobě dosahovaný přebytek rozpočtu vytvářejí prostor pro zásadnější kroky *na nabídkové straně ekonomiky.* Měly by být preferovány, protože znamenají významnější přínosy pro dlouhodobý růst (a tím i pro mzdovou a sociální oblast) než stimulace na poptávkové straně, jejíž efekty jsou spíše krátkodobé.

Nabídková strana ekonomiky tedy představuje do budoucna řadu příležitostí pro aktivnější fiskální politiku. Zde je i spojitost se změnou jejího příspěvku k řešení měnových důsledků sílícího přílivu kapitálu: od dosavadního vytváření rozpočtového přebytku k využití rozpočtových prostředků k odbourávání úzkých míst na podporu rychlejšího růstu ekonomiky.

Závěry pro měnovou politiku

Tlaky na cenový růst budou v příštích letech generovány do značné míry v mikrosféře; jejich hlavním zdrojem bude pokračující přizpůsobování relativních cen a rigidity na jednotlivých trzích. Další vývoj inflace bude záviset na jejich překonávání. Proto lze do budoucna očekávat jen mírný pokles míry inflace v rozmezí 1—2 % ročně. Pro příští rok považujeme za odpovídající cíl pokles inflace pod 10 %.

Rychlejší pokles míry inflace bude brzdit i dynamizace růstu ekonomiky, zejména růst soukromé spotřeby (postupné opouštění mzdové regulace), investic a vývozu. Příspěvek veřejné spotřeby k agregátní poptávce bude malý. Bylo by však žádoucí, aby se fiskální politika orientovala na rychlejší snižování daňového zatížení a na eliminaci nákladů vyplývajících z minulosti a z rychlé privatizace.

Z tohoto hlediska je zejména důležité zprůchodnit odpisy nedobytných úvěrů proti vytvořeným rezervám v bankách, což zvýší finanční podporu rozvíjejícímu se soukromému sektoru. Toto opatření posílí konkurenceschopnost českého bankovnictví; to je nutné i v souvislosti s rozšiřováním směnitelnosti koruny na běžném účtě v tomto roce, která dále otevře zejména finanční sektor intenzivnější vnější konkurenci.

I když konvertibilita na běžném účtě, a zejména plné uvolnění některých položek kapitálových investic v zahraničí rozšíří možnosti odlivu kapitálu, předpokládáme, že v roce 1995 a dalších letech výrazně převáží příliv kapitálu. Pro tento rok odhadujeme přebytek na kapitálovém účtě na cca 3,5 mld. USD. Je to tendence žádoucí. V rozporu s tím není ani vyšší úroveň deficitu obchodní bilance za předpokladu, že se udrží odpovídající dynamika vývozu, resp. že se dále zvýší.

Dopady na růst reálného výkonu ekonomiky závisejí na struktuře importovaného kapitálu a ta zase na schopnosti ekonomiky tyto prostředky absorbovat. Opatření na zlepšení situace v mikrosféře je tedy i důležitou podmínkou budoucí

stability na makroúrovni. Podmínky pro její zachování i do budoucna jsou dobré, neboť naše ekonomika není zatížena břemenem státního dluhu.

Cíle ČNB se v tomto roce nemění. Dalšímu poklesu míry inflace s minimální zátěží pro zrychlování ekonomického růstu odpovídá i cílový růst peněžní zásoby v rozmezí 14—17 % (tedy snížení z letošních 20 %), který je stanoven za předpokladu, že dojde ke konsolidaci dosud klesající rychlosti oběhu peněz.

Cílový růst peněžní zásoby je spojen s požadavkem stabilní úrovně měnového kurzu, která je klíčová i pro další stabilizaci cenového vývoje. O její změně se v daném okamžiku neuvažuje. Naše dosavadní zkušenosti a analýzy zatím spíše potvrzují těsnou závislost mezi kurzem a cenami. Ne zcela jasná (z pochopitelných důvodů) je závislost mezi peněžní zásobou a cenami. Proto nominální zhodnocení kurzu připadá v úvahu jen v případě, pokud by následný vývoj dával záruku další stability kurzu ve středním období. Pro prevenci reálného zhodnocení české koruny budou do té doby využívány jiné nástroje. Angažovanost centrální banky a nasazení jejích nástrojů v tomto směru budou i v roce 1995 nezbytné. Budou přednostně využívány nástroje tržní kontroly jako v minulém roce, nelze však vyloučit i určité přímé regulační zásahy.

SUMMARY

Monetary Policy for 1995

Jiří POSPÍŠIL, member of Bank Council and director general of the CNB

This article deals with the conditions and targets of the monetary policy of the Czech National Bank in 1995.

It is assumed that this year will also be calm since the decisive reform steps have already been taken and the situation abroad has also been developing favourably.

The central bank's target is a further decline in inflation which, however, will not be as striking as in the past year. This is being hampered by the still unfinished adaptation of relative prices and a number of rigidities in the ecenomic mechanism, which takes some time to overcome. The decline in inflation will also curb ecenomic recovery accompanied by an strengthening foreign capital inflow resulting in pressure for revoluation of the crown.

Also this year the main task of the central bank is to eliminate its monetary consequences in a short period, while maintaining a stable exchange rate. The central bank will prefer to use indirect market instruments. Further liberalisation of the capital account for investments by residents abroad can be expected, as well as a certain type of regulation especially of short-term investments by non-residents.

Last year, the state budget surplus contributed significantly to disinflation and prevention of pressures for appreciation. With regard to the relatively moderate pace of growth, the central bank recommends that more decisive steps be taken in order to improve the economic performance by way of stimuli on the supply side such as reducing taxation of the strongly indebted private sector. This and other steps in this direction can significantly contribute to increasing the absorption of the economic capacity and thus moderate the unfavourable effects of the still strengthening capital inflow.