

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) 24 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 21 59 32 03

Šéfredaktor: **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

Tomáš HOLUB: Peněžní multiplikátor a měnový vývoj v ČR129

Milan GUBA – Vladimír STILLER – Josef ARLT: Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v I. 1993–96 (1. část) 143

Petr MUSÍLEK: Změny makroekonomických veličin a akciové kurzy150

Marek KAPIČKA: Vývoj obchodní bilance v letech 1993–96163

Robert MURÁRIK: Analýza spotřeby domácností a vlády ČR v I. 1989–95 (2. část) 176

Informace

Jana DUCHOŇOVÁ – Alexandr ČESTNĚJŠÍ: Finančné plánovanie a zvládanie rizika v operáciách Slovenskej poisťovne, a. s.185

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 4–5/97188

CONTENTS

Tomáš HOLUB: Money Multiplier and Monetary Development in the Czech Republic.129

Milan GUBA – Vladimír STILLER – Josef ARLT: Relation between the Development of the Money Supply and the Development of Inflation in 1993–1996 (1st Part)143

Petr MUSÍLEK: Changes in Macroeconomic Variables and the Stock Prices150

Marek KAPIČKA: Development of the Czech Foreign Trade in 1993–96163

Robert MURÁRIK: An Analysis of Household and Government Consumption in the CR in 1989–1995 (2nd Part)176

Information

Jana DUCHOŇOVÁ – Alexandr ČESTNĚJŠÍ: Financial Planing and the Risk Management in the Slovak Insurance Company185

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No 4–5/97188

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1996 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

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., Prof. Jan Švejnar, PhD., Prof. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v l. 1993–96

Milan GUBA – Vladimír STILLER – Josef ARLT*

1. část

Úvod

Jedním z nejzávažnějších úkolů každé společnosti je boj s inflací. Ve své knize „Ekonomický styl myšlení“ (s. 345) americký ekonom Paul Heyne k otázce inflace výstižně říká: „Inflace znamená růst životních nákladů a všechno, co činí život lidí nákladnější, představuje zřejmý problém.“

Hledání a analýza faktorů působících na inflaci je předmětem soustavně analytické činnosti jak teoretických pracovišť, tak i centrálních bank. K faktorům analyzovaným v této souvislosti patří i peněžní zásoba, i když různé ekonomické teorie přikládají tomuto faktoru ve vztahu k inflaci různý význam.

Největší váha je peněžní zásobě ve vztahu k inflaci přikládána v monetaristických teoriích, jejichž autoři (M. Friedman, K. Brunner, A. Schwartzová aj.) vycházejí z prioritní úlohy peněz ve vztahu k inflaci i k celkovému ekonomickému vývoji. Kvantitativní teorie peněz, kterou monetaristé zastávají, ve své nejsilnější verzi tvrdí, že cenová hladina je úměrná peněžní zásobě; méně striktní, novější varianty připouštějí i vliv jiných faktorů; peněžní zásobu však považují za faktor dominantní. Podle monterizmu nadměrný růst peněžní zásoby zvyšuje poptávku po zboží a službách a tlačí ceny směrem vzhůru. Naopak v případě pomalého růstu peněžní zásoby dochází ke snižování výdajů a nákupů zboží a služeb a ceny klesají. Tato přímá závislost je spojována s existencí „žádoucího“ reálného peněžního zůstatku (reálný peněžní zůstatek = soukromá držba peněz/cenový index). Pokud růst peněžní zásoby zvyšuje držbu peněz nad úroveň tohoto „žádoucího“ zůstatku, prosazuje se u jednotlivců držících peníze tendence k jejich zvýšenému vydávání; ceny potom rostou, což vede ke snížení reálného peněžního zůstatku na „žádoucí“ úroveň. V případě pomalého růstu peněžní zásoby se jednotlivci snaží držbu peněz zvýšit, aby úroveň „žádoucího“ zůstatku udrželi, což se přenáší do pomalejšího růstu inflace. Peněžní zásobu pokládají monetaristé za veličinu regulovatelnou centrálními bankami; od jejího vývoje vede pozitivní vazba k vývoji cen. Regulací vývoje peněžní zásoby lze proto ovlivňovat inflaci. Zastánci monetarizmu považují z hlediska ekonomické rozvoje za optimální takovou měnovou politiku, která zajišťuje stabilní míru růstu peněžní zásoby v delším období.

* Ing. Milan Guba, CSc. a Mgr. Vladimír Stiller – Česká národní banka, Praha, Ing. Josef Arlt, CSc. – Vysoká škola ekonomická Praha

V praktickém řízení měnové politiky začaly centrální banky v boji proti inflaci uplatňovat peněžní zásobu, resp. peněžní agregáty kvantifikující její vývoj, jako nejdůležitější mezicíl od 70. let. V důsledku tzv. „rovných šoků“ začaly tehdy selhávat dřívější způsoby řízení měnové politiky, založené především na využívání úrokových sazeb. Využívání peněžní zásoby jako mezicíle měnové politiky v 70. letech přineslo pozitivní výsledky. Centrální banky získaly opět kontrolu nad měnovým vývojem a podařilo se řádově snížit inflaci. S určitým uklidněním ekonomické situace ve světě přešla řada centrálních bank od počátku 90. let k jiným mezicílům, popř. ke kvantifikaci pouze základního měnového cíle – tempa růstu inflace.

Systémy peněžních agregátů vytvořené těmito bankami v 70. a 80. letech však i nadále existují a slouží jako indikátory vývoje měnové politiky. Významným mezicílem jsou v současné době peněžní agregáty, resp. peněžní zásoba, v italské měnové politice a v měnové politice SRN.

Především v měnové politice Deutsche Bundesbank zaujímá peněžní zásoba zcela mimořádné postavení a její využívání je teoreticky i prakticky dobře propracováno. Teoretický přístup Deutsche Bundesbank odráží výše uvedené zásady monetarizmu, avšak – jak Deutsche Bundesbank zdůrazňuje – nikoli v jejich akademické podobě, ale s prvky „pragmatického monetarizmu“. Z monetarizmu převzala Deutsche Bundesbank především následující principy:

- Friedmanovu představu, že inflace je dlouhodobě monetární jev,
- Brunnerův a Metzgerův názor, že jako mezicíle měnové politiky jsou peněžní agregáty vhodnější než úrokové sazby, kurz měny a úvěrové agregáty,

- přesvědčení, že vyhlášený měnový cíl bude stabilizovat expektace v ekonomice, a tak umožní snížit národohospodářské náklady boje s inflací.

Od monetaristických představ se koncepce měnové politiky Deutsche Bundesbank liší ve čtyřech oblastech:

- orientací na delší časový horizont, a nikoli na krátkodobou kontrolu peněžní zásoby,
- zahrnutím diskrétních prvků, např. každoroční nové stanovování peněžního cíle znamená nespojitost (diskrétnost) měnové politiky,
- odmítnutím myšlenky měnové politiky spojené s konstantní mírou růstu peněžní zásoby,
- odmítnutím zajišťovat plnění mezicíle prostřednictvím řízení měnové báze a přijetím zásady zabezpečovat tento mezicíl nepřímou – regulací podmínek peněžního trhu.

Názor, že „inflace je konečkonců monetární jev“ [Salmon 1995, s. 53], zastává i Bank of England a další centrální banky v zahraničí, i když peněžní zásobu jako mezicíl nevyužívají.

Obdobné principy jako Deutsche Bundesbank odráží i koncepce peněžní zásoby jako mezicíle měnové politiky uplatňovaná ČNB. U jejího zrodu nestály sice bouřlivé podmínky ropné krize, ale rychle se vyvíjející transformace ekonomiky. V podmínkách transformace nebylo možné při řízení měnové politiky využívat úrokových sazeb ani měnového kurzu. Odmítnutí ukazatele růstu objemu úvěrů, který se tehdy jevil jako určitá alternativa k peněžní zásobě, se ukázalo jako předvídatelné později, kdy měnovou situaci v ČR začal ovlivňovat rozsáhlý příliv prostředků ze zahraničí. Dosavadní několikaleté zkušenosti s využíváním peněžní zásoby jako mezicíle umožňují podrobnější vyhodnocení vztahu tohoto mezicíle k hlavnímu cíli měnové politiky – k inflaci. Právě *posouzení vztahu peněžní zásoby a inflace*

v období od vzniku ČR, kdy v ekonomice již odezněly největší výkyvy spojené s transformací a s rozdělením Československa a bylo zároveň vytvořeno standardní tržní prostředí, je předmětem této analýzy.

Metodologickým základem této analýzy jsou ekonometrické metody, přičemž kromě běžných metod již dříve užívaných (korelační analýza, regresní analýza aj.) byla pro testování závislosti mezi peněžní zásobou a inflací aplikována i nová netradiční metoda, a to kointegrační analýza ve více-rovnícových modelech. Relativně krátké spolehlivé časové řady, které bylo možné pro analýzu využít, ovšem neumožňují učinit o vztahu peněžní zásoby a inflace zásadní a konečné závěry. Tyto diskuze nejsou ostatně jednoznačné a definitivně uzavřeny ani v centrálních bankách, které mají k dispozici mnohem delší časové řady a působí v dlouhodobě podstatně stabilnějších společensko-ekonomických podmínkách. Podmínky přibližně třech a půl roku, kterých se analýza týkala, se v příštím období mohou změnit, i když pravděpodobně ne v tak širokém rozsahu, jak se měnily na počátku 90. let. V tomto kontextu je také nutné posuzovat všechny předkládané výsledky.

Vývoj inflace a peněžní zásoby v letech 1993–1996

Inflace

Po prudkém vzestupu spotřebitelských cen na počátku roku 1993, způsobeném změnou daňové soustavy a deregulací cen, převažovala do konce roku 1995 tendence ke zpomalení inflačního vývoje, což je patrné především ze srovnání prosincových indexů spotřebitelských cen (1993 – 18,2 %, 1994 – 10,2, 1995 – 7,9 %) – viz graf 1. Tendence k poklesu tempa růstu se v letech 1993–1995 dlouhodobě projevovala i u indexu cen průmyslových výrobců, i když v tomto případě nebyl vývoj v jednotlivých obdobích vždy jednoznačný – viz graf 2. V 1. pololetí 1996 se naopak tempo růstu spotřebitelských cen poněkud zrychlilo. Ceny zemědělských výrobců se v letech 1993–1996 vyznačovaly silnou fluktuací s tendencí ke vzestupu – viz graf 3.

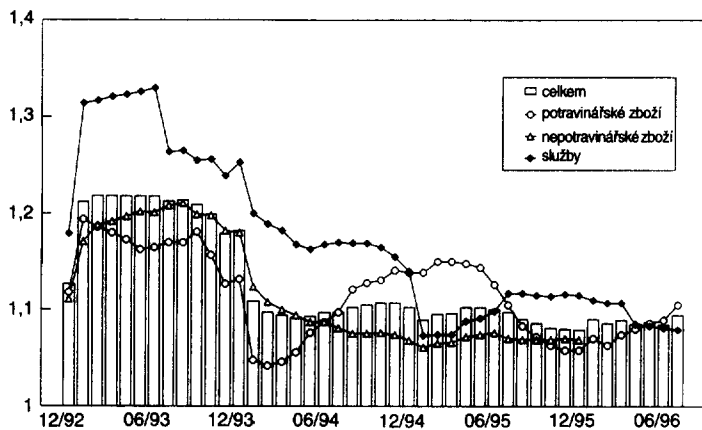
Zpomalování inflace od druhé poloviny roku 1993 do konce roku 1995 souviselo jednak s dosažením již relativně vysokého stupně deregulace cen a s relativně nižší intenzitou dalších deregulačních opatření, jednak s přiblížením cenové hladiny některých obchodovatelných výrobců k zahraniční cenové hladině a zvolňováním tempa růstu cen v této zbožové skupině. Snižování míry inflace bylo dlouhodobě podporováno rovněž stabilitou nominálního a zpevnováním reálného měnového kurzu. Tyto pozitivní tendence se projeví především u obchodovatelného nepotravinářského zboží, jehož ceny rostly dlouhodobě pomaleji než celková hladina spotřebitelských cen.

Proti celkové tendenci k poklesu tempa inflace působila ve sledovaném období hlavně poměrně značná dynamika vývoje cen neobchodovatelných výrobců a služeb, do níž se promítal růst regulovaných cen a růst reálných mezd a příjmů. Tyto faktory se nejvíce projevovaly u služeb, u nichž v letech 1993 a 1996 docházelo k nadprůměrnému růstu cen.

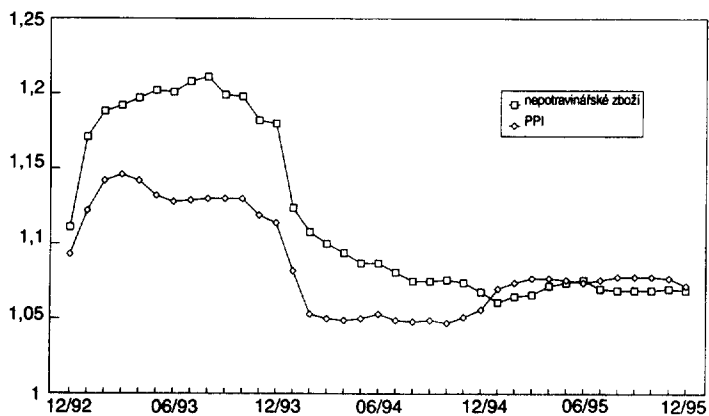
Vliv největší zbožové skupiny – potraviny – na vývoj celkového spotřebního indexu a vztah cen potravin a cen zemědělských výrobců je patrný z grafu 3.

Graf 3 ukazuje především následující charakteristické rysy vývoje sledovaných veličin:

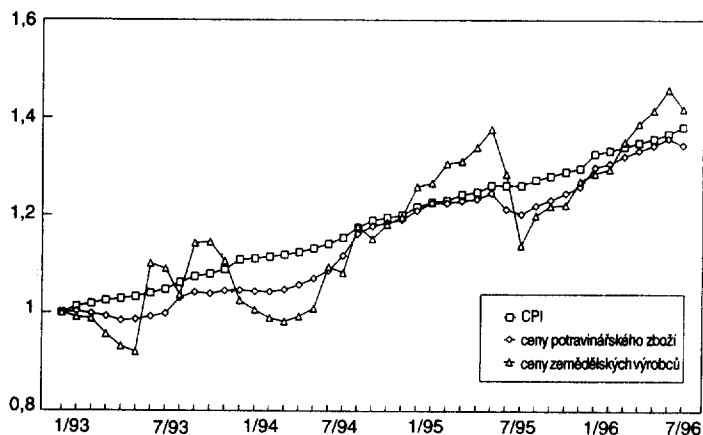
GRAF 1 Vývoj meziročních indexů cen



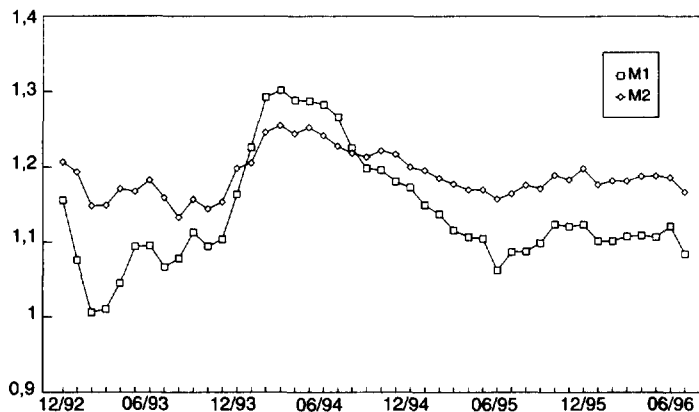
GRAF 2 Vývoj cen průmyslových výrobců a cen nepotravinářského zboží (meziroční indexy)



GRAF 3 Vývoj bazických indexů cen



GRAF 4 Vývoj peněžních agregátů M1 a M2 (meziroční indexy)



- dlouhodobě pozitivní vliv potravin na vývoj celkového indexu spotřebitelských cen;
- index cen potravin vykazuje tendenci k růstu, stejně jako celkový index spotřebitelských cen, jeho variabilita je však vyšší a dynamika růstu se v jednotlivých obdobích vyvíjí odlišně;
- do vyšší variability indexu cen potravin se promítá vysoká oscilace cen zemědělských výrobců, i když se tato oscilace do cen potravin nepřenáší plně a je tlumena jak ve sféře potravinářského průmyslu, tak i obchodu. S vývojem cen potravin je velmi těsně spjat vývoj cen ve veřejném stravování. Původní bezprostřední závislost, charakteristická pro počátek analyzovaného období (r. 1993), se však postupně mění a vliv cen potravin na ceny ve veřejném stravování začíná vykazovat určité zpoždění.

Přes vysokou váhu potravin (32,7 %) v indexu spotřebitelských cen není index spotřebitelských cen vývojem cen těchto zbožových skupin determinován. Výsledný vývoj tohoto indexu je však určován spolupůsobením všech zbožových skupin, tedy bez dominantního vlivu jedné z nich.

Ve vývoji indexu spotřebitelských cen se sezonnost v rámci roku významně neprojevuje. Určitý sezonní vývoj, který se v uplynulých letech projevoval v září a v říjnu u potravin, byl ze statistického hlediska na hranicích významnosti.

Peněžní zásoba

Vývoj peněžní zásoby se v letech 1993–1996 vyznačoval trvalým růstem v jednotlivých měsících a poměrně vysokou úrovní meziročních indexů – viz graf 4 a tabulka 1.

Určitou výjimkou z tohoto dlouhodobého trendu bylo pouze 1. čtvrtletí 1993, kdy ještě dozníval vliv odluky ČR a SR, která se projevila výrazným odlivem devizových rezerv a poklesem objemu peněžní zásoby (ve srovnání s koncem r. 1992 o 1,2 %). Od dubna 1993 však začala peněžní zásoba plynule růst, přičemž od 2. pololetí 1993 se její růst pod vlivem začínajícího přílivu kapitálu zrychlil. Vcelku byl však v uplynulých letech růst peněžní zásoby poměrně plynulý, o čemž svědčí její stabilní meziroční prosincové přírůstky (1993 – 19,8 %, 1994 – 19,9 %, 1995 – 19,8 %). Plynulý růst peněžní

TABULKA 1 Vývoj zdrojů peněžní zásoby v letech 1993–1996
(průměrné měsíční přírůstky)

v mld. Kč

	1993	1994	1995	7/1996	1993–7/1996
čistá zahraniční aktiva	4,7	6,6	8,1	-0,4	5,1
čistý úvěr vládě	-1,3	-1,0	0,2	-0,6	-0,8
čistý úvěr FNM	0,7	-0,1	0,2	-0,6	0,2
úvěry celkem	9,3	9,2	8,9	5,0	9,2
v tom: úvěry v Kč	8,5	7,7	4,5	3,9	7,0
úvěry v cizí měně	0,8	1,5	4,5	1,1	2,2
ostatní čisté položky	-3,6	-2,9	-3,5	0,3	-2,7
peněžní zásoba^a	9,7	11,7	13,9	4,3	11,1

^a očištěno o vliv vkladu Telecomu u ČNB

zásoby pokračoval i v prvním pololetí 1996, kdy meziroční přírůstek peněžní zásoby činil v červnu 18,7 % (v červnu 1995 15,3 %). Vliv přílivu zahraničního kapitálu, který ustal v prosinci 1995, byl v prvních sedmi měsících r. 1996 nahrazen zvýšenou úvěrovou korunovou emisí bank.

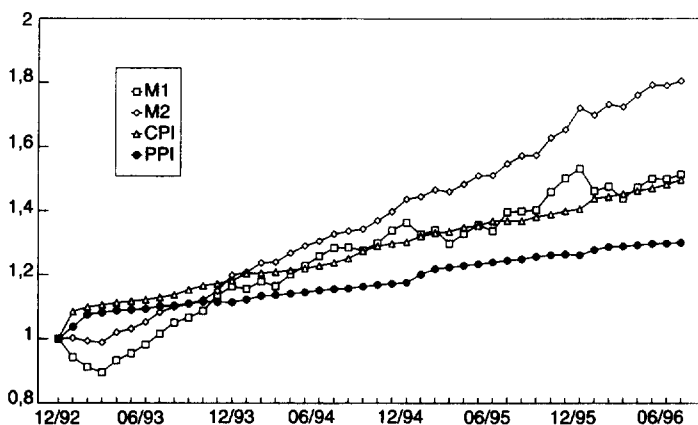
Přes vysoké tempo růstu čistých zahraničních aktiv ve sledovaném období (měsíčně v průměru o 3,7 %), které značně předstihovalo tempo růstu peněžní zásoby (1,4 %), byl růst peněžní zásoby dlouhodobě založen na růstu úvěrové emise. Při průměrném měsíčním přírůstku peněžní zásoby v období leden 1993 – červenec 1996 ve výši 11,1 mld. Kč činil přírůstek úvěrové emise 9,2 mld. Kč, z toho korunových úvěrů 7,0 mld. Kč.

Pouze v r. 1995, kdy vrcholil příliv prostředků ze zahraničí do české ekonomiky, se průměrné měsíční přírůstky čistých zahraničních aktiv přiblížily přírůstkům emise úvěrů, přičemž průměrné měsíční přírůstky úvěrů v domácí a v zahraniční měně byly shodné (4,5 mld. Kč). Vliv vládního sektoru (včetně FNM) na růst peněžní zásoby byl doposud dlouhodobě brzdící, i když ne příliš významně. V rámci jednotlivých let se však vývoj vládního sektoru významně odráží v sezonním vývoji peněžní zásoby. V 1. čtvrtletí roste peněžní zásoba nejméně, v dalších dvou čtvrtletích jsou přírůstky peněžní zásoby vyšší než v prvním čtvrtletí a v posledním čtvrtletí tempo růstu peněžní zásoby vrcholí. Sezonnímu poklesu relativních přírůstků objemu peněžní zásoby v první čtvrtletí odpovídá pravidelný pokles čistého úvěru vlády v tomto čtvrtletí, pravidelný vzestup objemu peněžní zásoby v posledním čtvrtletí roku je doprovázen vzestupem zadlužení vlády.

Z hlediska struktury peněžní zásoby je základem sezonnosti vývoj vkladů na viděnou, především u podniků. Nižší přírůstky těchto vkladů v 1. čtvrtletí souvisejí především se zvýšenými platbami za daně, naopak vyšší tempo růstu vkladů na viděnou na konci roku odráží nárůst finančních prostředků na běžných a kontokorentních účtech podniků v souvislosti se zvýšenými příjmy – především v podnicích obchodu a služeb – ke konci roku (vrcholí předvánoční nákupy). Sezonnost vkladů na viděnou obyvatelstva odpovídá sezonnímu vývoji mezd i celkových finančních příjmů obyvatelstva. Kromě toho se do sezonního vzestupu peněžní zásoby ke konci roku (termínovaných vkladů obyvatelstva) promítá i připisování úroků, které jedenkrát za rok – vždy ke konci roku – provádí Česká spořitelna.

Dlouhodobý vývoj transakčních peněz zahrnovaných do agregátu M1 se vyznačuje postupně klesajícími meziročními přírůstky (v prosinci 1993 – 16,3 %, 1994 – 15,2 %, 1995 – 14,3 %), v nichž se při doposud trvale stabil-

GRAF 5 Vývoj peněžní zásoby a spotřebitelských cen (bazické indexy)



ních přírůstcích M2 odráží přesun vkladů na viděnou do vkladů termínovaných, především do vkladů se splatností do 1 roku. Sezonní vývoj dynamiky tohoto agregátu je dán vývojem vkladů na viděnou, jak již bylo uvedeno výše, a zakládá celkovou sezonnost dynamiky peněžní zásoby.

Srovnání dlouhodobého vývoje peněžní zásoby a vývoje spotřebitelských cen

Srovnáme-li dlouhodobý vývoj peněžní zásoby (M2) s vývojem spotřebitelských cen (bazické indexy prosinec 1992 = 1), vidíme (s výjimkou počátku roku 1993) u obou řad vzestupný trend – viz graf 5.

Z vývoje časových řad je zřejmé, že v letech 1992–1996 rostly spotřebitelské ceny pomaleji než peněžní zásoba, což lze vysvětlit rychlým růstem HDP a neustále se zpomalující rychlostí obrátky peněz.

Odchytky ve vývoji spotřebitelských cen a peněžní zásoby v jednotlivých měsících od poměrně stabilního dlouhodobého vzestupného trendu jsou relativně malé, což zdůrazňuje význam trendu ve vztahu obou veličin. V podmínkách významného trendu potom odchytky v jednotlivých měsících (pokud nezpůsobují změnu trendu) nehrají ve vztahu sledovaných veličin velkou úlohu. I když by se mohlo zdát, že odlišný charakter sezonnosti u těchto veličin existenci vzájemného vztahu vylučuje, vzhledem k relativní nevýznamnosti sezonnosti tomu tak být nemusí. Na ověření hypotézy, zda ve vztahu spotřebitelských cen a peněžní zásoby má rozhodující význam vzájemně se podmiňující trend, je zaměřena následující ekonometrická analýza.

(2., závěrečná část příspěvku bude uveřejněna v č. 4/97 FaÚ)