

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelsví *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

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

Jiří JONÁŠ: Měnový kurz a platební bilance — 2. část 157

Josef JÍLEK: Měnové opce jako nástroj zajištění proti kurzovému riziku 165

Miroslav SOUČEK: Makroekonomická predikce české ekonomiky z pohledu Investiční a poštovní banky 177

Jaroslav JÍLEK: Kroky ke kvalitním výsledkům české státní statistické služby — 1. část 186

Lubomír MLČOCH: Privatizace jako problém institucionálního evolucionizmu 198

Jan ZEMAN: Ke kvantifikaci ekologických škod v Československu 208

CONTENTS

Jiří JONÁŠ: Foreign Exchange Rate and Balance of Payments — 2nd Part 157

Josef JÍLEK: Currency Options as a Tool for Hedging Foreign Exchange Positions 165

Miroslav SOUČEK: The Czech Macroeconomic Outlook 1995—1997 from the View of Investiční a poštovní banka 177

Jaroslav JÍLEK: Steps to Good Results of the Czech Statistical Service-1st Part 186

Lubomír MLČOCH: Privatization Seen as a Problem of Institutional Evolution 198

Jan ZEMAN: Quantifying Environmental Damage in Czechoslovakia 208

*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

Zároveň čtenáře prosíme, aby omluvili (tiskárnou zaviněné) chybné umístění (otočení o 180°) tabulky na stranách 132 a 133 čísla 3/95.

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

Makroekonomická predikce české ekonomiky z pohledu Investiční a poštovní banky

Miroslav SOUČEK*

Základní charakteristiky hospodářského vývoje v roce 1994

Hospodářský vývoj v průběhu roku 1994 potvrdil, že i v České republice se začaly trvale zabydlovat nejenom známky zotavení, ale i oživení. Míry růstu produkčních výkonů přešly po čtyřech letech poklesu do plusových hodnot, dynamika zahraničněobchodního obrátu výrazně předstihovala růst výroby a dále se zlepšily reálné směnné relace.

Hlavními nositeli obnovené dynamiky byly stavebnictví a sektor služeb. Jisté, i když zatím skromné reálné přírůstky však vykazala i některá technicky náročná odvětví zpracovatelského průmyslu, která se až do roku 1993 nacházela v pásech hlubokých poklesů. Podíl těchto tří sektorů na celkových výkonech se zvýšil na úkor zemědělství, energetiky a těžebních odvětví. Zdá se tedy, že byly nastartovány zdravé restrukturalizační posuny ve výrobě a že proces celkové strukturální adaptace české ekonomiky nabyl zřetelných kontur.

Co je nejdůležitější — a v tom je česká ekonomika ve smyslu hodnocení autoritativních mezinárodních hospodářských a monetárních organizací skutečně jedničkou v celém souboru tzv. tranzitivních ekonomik zemí střední a východní Evropy — zotavení a oživení probíhá v relativně stabilizovaném makroekonomickém, monetárním a fiskálním prostředí a při zanedbatelné (v mezinárodním srovnání) míře nezaměstnanosti.

Makroekonomická predice na rok 1995

Registrace a analýza makroekonomických i mikroekonomických souvislostí a tendencí, kterými je obklopen hospodářský vývoj ČR v roce 1994 a na počátku letošního roku a které přivádějí celou ekonomiku na dráhu viditelně oživeného růstu, jakož i příznivě se vyvíjející mezinárodní hospodářské prostředí, zejména evropské, opravňuje vyslovit předpověď, že v roce 1995 může intenzita ožive-

* Doc. Ing. Miroslav Souček, CSc., vedoucí oddělení strategie a souhrnného obchodního plánu Investiční a poštovní banky

Redakce příspěvek obdržela 13. 2. 1995.

ní dále zesílit, a to i nadále v hospodářskopolitických podmínkách, za nichž by nemuselo docházet k vážnějším poruchám makroekonomické stability a měnové rovnováhy.

Reálná míra růstu HDP by se měla v roce 1995 posunout z 2,7 % za rok 1994 do rozpětí mezi 3 až 3,2 %. Je to sice o něco méně, než pro ČR předvidá např. prognóza Evropské unie nebo některé „salonní“ prognózy domácí ekonomické fronty, ale i tak pro udržitelné obnovení dynamiky dostačující. Zvýšení míry globálního růstu má být, stejně jako v roce 1994, prioritně „taženo“ vývozem a investiční poptávkou, avšak ani poptávkový efekt soukromé spotřeby nebude zanedbatelný. V rámci výrobních sektorů lze očekávat 3 až 3,5procentní reálný růst průmyslové produkce a téměř 6procentní reálný růst stavební produkce, naproti tomu zemědělská produkce patrně zaznamená další pokles.

Pokračující přísnou monetární a fiskální politikou a mzdovou umírněností bude nutné udržet míru inflace na nanejvýš 10 %. Jde o náročný cíl, neboť v souvislosti s rozšířením konvertibility české koruny zesílí příliv zahraničních peněz, které — nenajde-li se pro ně rychlé uplatnění v objemech výrobních kapacit — zvýší peněžní zásobu s následným generováním inflačních tlaků.

Míra nezaměstnanosti, přestože se počítá s jejím mírným zvýšením, zůstane relativně nízká a pro trh práce nepřinese žádné závažné změny. To ovšem za předpokladu, že se nepoleví v aktivní politice zaměstnanosti, neboť lze očekávat silnější vůli po snižování přebytkové zaměstnanosti ve zprivatizovaných firmách. (Přezaměstnanost ve velkých průmyslových podnicích odhaduje Ministerstvo hospodářství ČR na 30 až 50 %.)

Saldo běžného účtu platební bilance zůstane v rozsahu okolo půl miliardy USD kladné. V důsledku rozšířené konvertibility měny se může významně zvýšit saldo kapitálového účtu — z cca 2 mld. USD v roce 1994 až na 3,5 mld. USD v roce 1995.

Snižující se míra inflace umožní a konkurence zahraničních bank si v prostředí rozšířené konvertibility české měny vynutí pozvolný pokles úrokových sazeb z domácích komerčních úvěrů (z průměrných 12,5 % v roce 1994 na 10,5 až 11 % v roce 1995). Snižování úrokových sazeb z depozit nemůže být tak výrazné, má-li se zabránit dalšímu negativnímu reálnému zúročení vkladů. Riziku poklesu úrokových výnosů budou komerční banky čelit úsilím o zvyšování podílu mimoúrokových výnosů prostřednictvím dalšího rozšiřování a zintenzivňování nabídky jiných bankovních produktů a služeb.

Prosazování faktorů, které budou působit ve směru snižování úrokových sazeb, nebude přímočaré. Spíše půjde o vlnovitý pohyb, v němž se budou vyskytovat i fáze zvyšování sazeb. Určujícím momentem bude vývoj peněžní zásoby a inflace. Potvrzují to události na peněžním trhu na sklonku roku 1994, poznamenané reakcí komerčních bank na zvýšení diskontní sazby, lombardních sazeb a úroků na mezibankovním trhu (PRIBOR).

V kurzové politice jsou vláda a centrální banka odhodlány udržovat ještě v roce 1995, stejně jako doposud, fixní kurz české koruny, a to přibližně v pásmu 28—30 Kč za 1 USD a v pásmu 17—19 Kč za 1 DEM.

Odhad vývoje nejdůležitějších makroekonomických indikátorů na nejbližší období po roce 1995

Oživovací procesy v reálné ekonomice, jež byly nastartovány v průběhu let 1994 a 1995, budou v předpokládaném zlepšujícím se klimatu hlavních center světové ekonomiky a v podmínkách vzrůstající dynamiky světového obchodu dále akcelarovat. To se může projevit v posunu reálného růstu HDP na cca 4 % v roce 1996 a 4,5 % v roce 1997.

Hlavní „tažnou silou“ zůstane investiční poptávka (tvorba fixního kapitálu), generovaná investičními aktivitami soukromého podnikatelského sektoru a naléhavou potřebou vzkřísit velkou bytovou výstavbu.¹ Zanedbatelný nebude ani vzešup růstu spotřebitelské poptávky.

Oproti letům 1993–1995 se očekává pokles dynamiky růstu zahraniční poptávky, což bude souviset s už nyní se projevujícími symptomy snižování konkurenceschopnosti českého zboží na evropském trhu, jeho relativním zdražováním, vyvolávaným spontánní revalvací koruny. Riziko zdražování českého vývozu se plně otevře v závislosti na rozšiřování konvertibility koruny.

V rámci producentůvých sektorů lze opodstatněně očekávat plynulé zvyšování míry růstu průmyslové a stavební produkce. Naproti tomu zemědělská produkce zřejmě roznamená další pokles, i když už v menší míře, než v jaké je projektován na rok 1995.

Měnovou a rozpočtovou disciplínou bude nutné s ohledem na podmínky, do nichž vstoupí česká ekonomika při uplatnění nejzávažnějších charakteristik plné konvertibility své měny, srazit postupnými kroky roční míru inflace na konci devadesátých let na přibližně 5 %. Míra inflace by tak po odhadovaných cca 10 % v roce 1995 měla sestoupit na asi 8,5 % v roce 1996 a 6,5 % v roce 1997.

Nic nenasvědčuje tomu, že by mělo dojít k dramatickým změnám v míře nezaměstnanosti. Pouze vzhledem k restrukturalizaci průmyslových výroby je možné uvažovat s mírným zvýšením z očekávaných 4,5 % v roce 1995 na 5 % v roce 1996 a 5,5 % v roce 1997. Půjde o krátkodobou strukturální nezaměstnanost, v žádném případě by v ní neměla být zastoupena dlouhodobá nezaměstnanost.

Obtížně předvídatelný je vývoj platební bilance, který bude po roce 1995 syntetizovat vzrůstající napětí v obchodní bilanci, možná i jisté kurzové změny a zejména prozatím nevyzpytatelné zvraty v přílivu zahraničních investic a úvěrů v podmínkách plné vnější konvertibility koruny. Běžný účet nejspíše přejde do mírného pasiva, neboť bilance služeb již nebude s to zcela vykrýt nárůst schodku v bilanci zboží. Naproti tomu se zřejmě značně zvýší kladné saldo kapitálového účtu. V důsledku opožďování absorpční schopnosti ekonomiky vstřebat plně příliv zahraničních peněz by tak mohlo dojít k likvidnímu přebytku zahraničních peněz, k přehřívání peněžní zásoby, a tím k zesílení inflačních tlaků. Dá se proto předpokládat přísnější regulace růstu peněžní zásoby, vkladů a domácích úvěrů a také zdražování výpůjček na mezibankovním trhu (PRIBOR) a zvyšování diskontních a lombardních sazeb.

V prostředí snižující se míry inflace a zvyšující se konkurence zahraničních bank v podmínkách uplatnění plné vnější směnitelnosti koruny bude patrně narůstat váha faktorů, jež působí na klesání průměrných úrokových sazeb z domácích komerčních úvěrů, a to až pod 10 %. Vzhledem k očekávanému svírání nůžek mezi kreditními a debetními sazbami se tak bude snižovat úroková marže, a to z odhadovaných 5 procentních bodů v roce 1995 na 4,5, resp. 4 body v letech 1996 a 1997 (v roce 1993 činila úroková marže 7 procentních bodů, v roce 1994 6 bodů). Z toho vyplývající pokles úrokových výnosů bude muset být v ještě větší míře než v roce 1995 kompenzován mimoúrokovými příjmy.

¹ V roce 1993 bylo dokončeno pouze 31,5 tisíc bytů, tj. téměř o 30 % méně než v roce 1990. Počet nově dokončených bytů byl nižší ve všech formách výstavby kromě výstavby rodinných domků. Počet bytů, jejichž výstavba byla zahájena v roce 1993, dosáhl necelých 7,5 tisíc, což ve srovnání s rokem 1990 znamenalo snížení o 88 %. Rozestavěno zůstalo 72,4 tisíc bytů, což představovalo pokles od roku 1990 o 55 %. Ministerstvo hospodářství očekává, že v letech 1994 a 1995 bude každoročně dokončeno nanejvýš 35 tisíc bytů, tedy jen o cca jednu desetinu více než v roce 1993. Naléhavost urychleného „nasazení“ instituce hypotečních úvěrů a rozvoje stavebního spoření je tedy více než zřejmá.

TABULKA č. 1 Hlavní makroekonomické indikátory

		1993	1994 odhad	1995 výhled	1996 prognóza	1997 prognóza
HDP ve stálých cenách	(a)	-0,3	2,7	3,1	3,9	4,5
soukromá spotřeba	(a)	1,5	6,1	4,5	4,9	4,6
veřejná spotřeba	(a)	1,1	-1,5	-0,9	2,1	2,2
hrubá tvorba fixního kapitálu	(a)	-7,9	9,6	5,2	5,8	6,2
vývoz zboží a služeb	(a)	10,6	6,9	6,2	2,8	2,9
dovoz zboží a služeb	(a)	9,3	14,2	7,9	8,3	6,5
průmyslová produkce ve s. c.	(a)	-5,3	2,3	3,3	4,0	4,7
stavební produkce ve s. c.	(a)	-7,5	7,7	5,8	6,2	6,6
zemědělská produkce ve s. c.	(a)	-1,5	-5,6	-5,5	-5,5	-3,3
maloobchodní prodej ve s. c.	(a)	1,0	5,5	4,1	4,4	4,2
inflace (ze spotřebitelských cen)	(a)	18,2	10,2	10,0	8,3	6,6
nezaměstnanost	(b)	3,5	3,2	4,5	5,0	5,5
platební bilance						
běžný účet	(c)	+0,3	+0,6	+0,5	-0,9	-1,4
kapitálový účet	(c)	+2,6	+2,1	+3,6	+4,5	+6,0
hrubá zahraniční zadluženost	(c)	8,7	9,5	10,0	10,5	11,0
peněžní zásoba M2	(a)	17,6	18,0	17,5	13,6	10,0
vkłady	(a)	22,2	17,7	17,0	12,4	8,7
domácí úvěry	(a)	19,4	13,0	12,0	10,7	10,0
úrokové míry						
z vkladů	(d)	6,9	6,5	6,0	6,0	5,5
z úvěrů	(d)	13,9	12,5	11,0	10,5	9,5
saldo veřejných rozpočtů	(e)	0,1	0,1	0	0	0
kurz CZK/USD	(f)	29,15	29,10	29,00		
PRIBOR (3měsíční)	(d)	13,2	8,6	8,7	9,0	9,5

(a) průměrná roční míra růstu v %

(b) ke konci příslušného roku v %

(c) ke konci příslušného roku v mld. USD

(d) roční průměr v %

(e) % HDP

(f) kurz devizy střed

V kurzové politice bude nutné se v podmínkách plné vnější konvertibility koruny smířit s opuštěním ukotvení nominálních (peněžních) veličin ekonomiky na pevný, stabilní kurz. Vystane nutnost značně rozšířit povolená oscilační pásma, ne-li opustit režim pevného kurzu. Přestože nepříznivé tendence v zahraničně-obchodní bilanci budou nahraovat „devalvačním iniciativám“ vývozců, převáží zřejmě v důsledku přebytků na kapitálovém účtu platební bilance a v devizových rezervách opačné hledisko — motivace k oficiálním revalvacím.

Kvantitativní údaje k hlavním makroekonomickým indikátorům jsou shrnuty v tabulce č. 1.

Předpokládaný vývoj hospodářskopolitické, fiskální a monetární situace

Hospodářská politika vlády bude i nadále založena na udržování konsolidované a disciplinované rozpočtové politiky, na kontrole růstu peněžní zásoby a inflace, na omezování ohnisek růstu míry nezaměstnanosti prostřednictvím aktivní politiky zaměstnanosti a na ochraně stability měnového kurzu. Stimuly hos-

podářského růstu a restrukturalizace budou vycházet zejména z proexportní politiky, ze završení základní části privatizačního procesu, z opatření k vyšší mobilitě pracovních sil, ze zdokonalení systému sociálního zabezpečení a ze státní podpory bytové výstavby (např. subvencováním zvýhodněného úročení hypotečních úvěrů, příspěvky ke stavebnímu spoření apod.). Vyšší frekvenci opatření ke stimulaci růstu lze předpokládat i proto, že se budou přibližovat nové parlamentní volby.

Vzhledem ke zvolené ekonomické a privatizační strategii probíhá v ČR převážně makroekonomická restrukturalizace, prosazující se v radikálních změnách vlastnické struktury. Teprve po uzavření druhé vlny kuponové privatizace, kdy se očekává, že minimálně 80 % HDP bude vznikat v soukromém sektoru, lze počítat s tím, že získá na intenzitě také vnitřní restrukturalizace firem, tj. restrukturalizace mikroekonomická. Vláda nepěstuje a nebude pěstovat selektivní *strukturální politiku* ve prospěch určitých odvětví nebo podniků a spoléhá na to, že výlučně trh bude určovat, která odvětví, resp. podniky v jejich rámci jsou perspektivní.

Střednědobá strategie rozpočtové (fiskální) politiky vlády vychází z potřeb postupného dosažení tzv. konvergenčních kritérií vymezených v Dohodě o přidružení k EU (poměr rozpočtového deficitu a státního dluhu k HDP, míra inflace a úrokové sazby v bankovní soustavě), neboť se tím bude podmiňovat přijetí ČR za člena EU. Jde o koncept vzájemně provázaných cílů a úkolů, zejména pak o pokrok ve snižování rozpočtové a daňové kvóty, o střednědobou konsolidaci státního rozpočtu a o stabilizaci výše státního dluhu.

Ústředním cílem měnové politiky zůstane udržování vnitřní a vnější stability kupní síly koruny, a to prostřednictvím regulace peněžní zásoby. Tento úkol bude v roce 1995 pro ČNB náročnější, než byl dosud, neboť k zachování rovnováhy už nebude přispívat pokles čistého úvěru vládě. Jako velmi citlivý (a rizikový) faktor se ukazuje příliv zahraničních zdrojů, jehož podíl na růstu peněžní zásoby se již vyrovnal s vnitřní úvěrovou emisí. Pokud bude tento vývoj pokračovat, bude ČNB nucena přikročit ke sterilizaci části volných peněz v bankovním systému. Refinanční úvěry patrně zůstanou omezeny.

Příliv zahraničních zdrojů v podobě přímých úvěrů zahraničních bank a portfoliových investic vytváří nebezpečí nadměrné likvidity. Přitom jde o příliv nestabilní, obtížně regulovatelný a obtížně předvídatelný. K jeho posílení může vést při zachování dosavadního režimu kurzové politiky i oživení růstového potenciálu ekonomiky. Tento model se však patrně s rozšířením konvertibility koruny změní. Nicméně převažují argumenty ve prospěch předpokladu, že příliv zahraničních zdrojů bude v roce 1995 i po roce 1995 dále pokračovat a silit. Během 1. pololetí 1994 činil čistý příliv zahraničního kapitálu ve formě přímých investic 300 mil. USD, ve formě portfoliových investic 530 mil. USD a ve formě přímých finančních půjček zahraničních bank českým firmám 510 mil. USD. Struktura přílivu zahraničního kapitálu se tedy vyvíjí ve prospěch portfoliových investic a finančních půjček, které — na rozdíl od přímých zahraničních investic — bezprostředně nezvyšují produkční výkony ekonomiky (nabídku), zato bezprostředně ovlivňují růst peněžní zásoby (poptávku), a tím posilují inflační tlaky. Proto bude ČNB zřejmě přijímat opatření k restrikci peněžní zásoby (sterilizaci části peněžní zásoby) prostřednictvím povinných minimálních rezerv komerčních bank, diskontními a lombardními sazbami a úvěrovými limity. Nedají se vyloučit ani administrativní nástroje.

Přílivem zahraničních zdrojů, jmenovitě přímých úvěrů zahraničních bank, je do značné míry determinován rozsah *emise domácích úvěrů*. Realitě není vzdá-

lená představa, že z hlediska proporcí měnového výhledu by se relativní přírůstek domácích korunových úvěrů měl ve střednědobém horizontu pohybovat v rozmezí 5–10 %. Naopak výrazně vyšším tempem porostou úvěry v cizí měně. Úvěrové nabídky domácích komerčních bank budou kromě toho účinně konkurovat leasing a kapitálový trh (emise akcií a obligací).

Poptávka po úvěrech je nenasytná a v souvislosti s ožíváním hospodářského růstu lze očekávat její kvalifikované zintenzivnění. Avšak pravidla obezřetnosti bank při poskytování úvěrů nastolují parametry, jimž vyhoví jen zlomek „úvěrových potřeb“.

Hlavním nositelem dynamiky úvěrové poptávky budou tudíž investiční a pravděpodobně také hypoteční úvěry. Zřejmě také dojde k obnově dynamiky úvěrů pro sektor domácností (obyvatelstvu a živnostem). Z hlediska časové struktury se těžiště posune k poptávce po dlouhodobých úvěrech.

Úrokové sazby patří k nejobtížněji prognózovatelným veličinám. K současnému poklesu úrokových sazeb dochází pod politickým tlakem, pod konkurenčním tlakem zahraničních bank (resp. úrokového diferenciálu) a z titulu omezení kvalifikované (bonitní) poptávky po úvěrech. Přitom současná úroveň ceny peněz (úrokových sazeb na mezibankovním trhu) je při dané míře inflace extrémně nízká, což dokládá i mezinárodní porovnání v rámci vyspělých zemí. Tlaky na další snižování úrokových sazeb (včetně depozitních) budou zřejmě trvat. Za žádoucí se považuje trend ke stabilizaci sazeb na nižší úrovni. Zůstává však otázkou, zda se nezačnou prosazovat „přirozená“ pravidla úrokové politiky respektující míru inflace. Záporné reálné úrokové sazby (dosud převládající u depozit) jsou delší dobu neudržitelné. Prioritním by se mělo stát úsilí o zužování inflačního diferenciálu.

K poklesu úrokových sazeb dochází zejména na úkor marže, tzn. na účet komerčních bank. Je nutné poznamenat, že tomu tak není při současně probíhajícím poklesu úrokových sazeb v zahraničí. Přitom výše úrokové marže není v ČR v porovnání se stavem v zahraničí příliš rozdílná. Avšak míra rizik, ztrát, a tím potřebných rezerv, pro jejichž tvorbu je úrokové saldo hlavním zdrojem, je v ČR nesrovnatelně vyšší. Úrokové saldo, které představuje rozhodující položku výnosů bank, může zaznamenat už v roce 1995 absolutní pokles a přivodit situaci, v níž mnohým bankám půjde o život. Aktuálním se stane, kromě zvýšeného úsilí o mimoúrokové výnosy, také umísťování disponibilních zdrojů do cenných papírů na úkor poskytovaných úvěrů.

Proměnlivost cen majetku, měnových relací, úrokových sazeb a cen komodit povzbudí *poptávku po derivátech* — termínových obchodech a opcích. Od bank se očekává, že na sebe převezmou rizika uvedených změn a že budou schopny je kvalifikovaně zvládnout. Jde především o deriváty typu OTC (over-the-counter — operace na mimoburzovním trhu) — termínové kontrakty, swapy a opce šité na míru zákazníka. Zapojení bank do obchodu s deriváty (také v roli uživatelů termínových a opčních kontraktů) přitom nabízí slibné příjmy. To by rovněž napomohlo k částečné kompenzaci případného poklesu úrokových výnosů.

Naprosto převažujícím zdrojem *depozit* v bankovní soustavě jsou úspory sektoru domácností. Tyto úspory vykazují zatím příznivou dynamiku. Pozitivní je rovněž skutečnost, že téměř veškeré úspory ukládají domácnosti na korunové vklady. Nedostatečně však vzrůstá podíl termínovaných vkladů. Dosavadní setrvačné tendence ve vývoji míry a forem úspor mohou být v roce 1995 poznamenány nedostatečnou stimulací, neboť hospodářské subjekty stále operují v podmínkách záporného reálného zúčtení podstatné části vkladů a v podmínkách rostoucích možností investovat do cenných papírů.

Predikci situace na *kapitálovém trhu* lze založit jen na hypotézách. Může opět dojít k nečekaným jednorázovým zvrátům. Nenastanou-li, bude opodstatněné předvídat, že v brzkou dobu dojde v důsledku ochabnutí nabídky k zastavení poklesu kurzů, což podníti nákupy akcií, zvětší se obchod a spirálovitě se budou zvyšovat tržní kurzy. Tomuto trendu by mělo napomoci oživení růstu reálné ekonomiky. Zotavení na trhu realit lze očekávat až za 3–5 let.

Dominantní měnovou událostí budou pravděpodobně v roce 1995 další významné kroky na cestě k *rozšíření konvertibility české koruny*.² Probihající liberalizace kapitálových toků může být impulzem pro uplatnění řady podstatných charakteristik plně konvertibility již počátkem nebo v průběhu roku 1995. Bankovní sektor ponese převažující část rizik, jež s příslušnými opatřeními budou spojena. Dojde k internacionalizaci úvěrového trhu a úrokové politiky a v důsledku toho k posílení konkurenčního prostředí, ke zvýšeným nárokům na adaptaci na pronikavě změněné podmínky a k nutnosti osvojit si nové vysoce kvalifikované činnosti ve fungování bankovního systému.

Převažuje názor, že i při uplatnění principů vnější konvertibility bude vzhledem k ekonomickým a monetárním podmínkám žádoucí pokračovat v politice pevného kurzu, nevzdávat se „ukotvení“ nominálních veličin ekonomiky na pevný kurz a nekoketovat v dohledné době ani s oficiální revalvaci, ani s devalvaci. Úspěchy politiky stabilní ceny deviz jsou dokumentovány příznivým vývojem platební bilance. Změny v režimu kapitálových toků však mohou rovnováhu platební bilance náhle zvrátit, a proto je nutné rozmyslet, jak co nejméně kolizními způsoby ustupovat od přísných zásad pevného kurzu — např. stanovením oscilačního pásma přípustných změn a rozevřením povolené odchylky na vnitřním mezibankovním devizovém trhu. Vliv komerčních bank na kurz koruny by se tím přirozeně zvýšil. Zejména by se však pro všechny banky zvýšila náročnost na flexibilitu a pohotovost.

V souvislosti s nepřetržitým rozšiřováním mezinárodněplatebních operací, vyvolaným předstihem růstu zahraničněobchodního obrátu před ukazateli produkčních výkonů, je nutné rovněž počítat se vzrůstající poptávkou vývozců a dovozců po kvalifikovaném bankovním servisu v záležitostech devizových plateb, jakož i v záležitostech negociačních a smluvních. Zkušenosti zahraničních bank prokazují vysokou míru výnosnosti takového servisu.

Avšak především budou banky podněcovány ke vstupu na trh tzv. *derivátů* (swapy, opce, futurity - futures), který se v poslední době v celém bankovním světě neobyčejně rozrostl. Tyto nové finanční instrumenty termínových kontraktů nejenže jistí před náhlými výkyvy kurzů měn, úrokových sazeb a cen, ale slibují — při kvalifikovaném zacházení — také mimořádné výnosy. Současně však, jak ukazují čerstvé zkušenosti zahraničních bank, vyvolávají nadměrně spekulativní chování, které by mohlo na peněžním trhu vést k vážným poruchám.

² V pojetí MMF je plně směnitelná ta měna, která je bez omezení přijímána k mezinárodním platbám a je bez omezení obchodovatelná na světových finančních trzích. Z pohledu platební bilance jde o plnou liberalizaci jak běžného, tak kapitálového účtu. Dosažení všech těchto atributů plně směnitelnosti je pro českou korunu velmi vzdáleným a v kontextu jejího (i perspektivního) postavení vůči hlavním světovým měnám patrně beze zbytku nedosažitelným cílem. To, o čem je možné v krátkodobém horizontu 1–3 let realisticky uvažovat, je ekonomicky a monetárně podložené rozšiřování konvertibility CZK cestou rušení různých devizových omezení a cestou liberalizace kurzu, nikoli vyhlášení plně směnitelnosti. Konvertibilitu lze „vyhlásit“ až poté, co bude „konstatována“.

Kdo jiný než velké univerzální banky, které svými depozitně-úvěrovými a dalšími podnikatelskými aktivitami pokrývají celý trh země a obsluhují jej, by si měl vytvářet a permanentně udržovat své vlastní nezávislé poznávání a představy o stavu a perspektivách formování makroekonomického prostředí, v němž operují. Musejí tak činit jednoduše proto, že toto prostředí generuje výchozí parametry bankovních strategií a souhrnných obchodních plánů, ale také (a zejména) proto, že velké banky jako hlavní subjekty peněžního sektoru ekonomiky jej spoluvytvářejí.

Neznamená to, že makroekonomické analýzy a predikce z pera kterékoli takové banky by měly být ve všech ohledech a za každou cenu originální, resp. jiné než ty, které si například u příležitosti tvorby rozpočtové a měnové politiky pořizují vláda a centrální banka. Stejně, jako je tomu u velkých zahraničních bank, musí však ze svého zřetele, opírajíce se o své vlastní přístupy a zkušenosti z účasti na finančních trzích, analyzovat podmínky, rozměry a rizika makroekonomického vývoje nezávisle (a ve vztahu k vládním prognózám zpravidla s větší dávkou obezřetnosti). Nejde o konkurenční, ale o kooperativní funkci jejich analýz a předpovědí.

To vše platí za předpokladu, že v žádném okamžiku nejsou tyto analyticko-poznávací činnosti bank považovány za uzavřené. Průběžné zpřesňování a rektifikace jsou imanentní vlastností makroekonomických analýz a prognóz. Je to kontinuální proces, který je neustále otevřen začleňování nových okolností a způsobilý adaptovat se na změny. Tak to chápeme v Investiční a poštovní bance.

SUMMARY

The Czech Makroeconomic Outlook 1995—1997 from the View of Investiční a poštovní banka

Miroslav SOUČEK, Head of Division, Investiční a poštovní banka

The 1994 economic development in the Czech Republic has been confirmed by the irreversible beginning of a revival which is evident from the growth in performance and higher dynamic of the foreign trade turnover as well as more advantageous terms of trade. The most remarkable and significant feature of the economic development is that the post-transitional revival and recovery have been backed by a stable macroeconomic environment which is demonstrated by a fixed exchange rate and moderate price fluctuations as well as a low rate of unemployment.

The real growth rate of GDP should increase in 1995 from the forecasted 2.7 per cent in 1994 to a level between 3—3.2 per cent. As in 1994 the main factors of this growth should be exports of goods and services and investment. At most 10 % rate of inflation, will be a significant economic-political goal. The maintaining of a relatively low rate of unemployment (about 4.5 per cent) will largely depend on the consistent pro-employment policy. The current account balance will probably remain unchanged. As for the exchange policy, both the Government as well as the Central Bank are going to continue to maintain the fixed rate of the Czech Crown in 1995, namely approximately in the range of CZK 28—30/USD and CZK 17—19/DEM.

The medium-term forecast of the economic development in the Czech Republic for the period immediately after 1995 assumes the improvement of the climate in the main centers

of the world economy and continuous dynamic growth in world trade. Under such conditions the recovery process in the real Czech economy, which started in 1994—1995 should accelerate, the result of which might be an increment in the GDP growth rate of 4 per cent in 1996 and 4.5 per cent to 1997. Under the fully efficient environment of the convertible currency, the Czech economy will have to face rather exacting conditions. Therefore, by means of currency and budgetary procedures, applied at the appropriate time, it will be necessary to cut the annual rate of inflation by the end of the century to about 5 per cent. This should go down to a maximum of 10 per cent in 1995, 8.5 per cent in 1996 and 6.5 per cent in 1997. There are no signs that the rate of unemployment could dramatically change. Only in compliance with the restructuring of industrial branches it is likely that an increase may occur, namely from the expected 4.5 per cent in 1995 to 5 per cent in 1996 and to 5.5 per cent in 1997. However, such a structural unemployment should be short-term, in any case, any period of higher unemployment should not last long.

The economic policy of the Government will continue to maintain a consolidated and disciplined budgetary policy, to control the growth in money supply as well as the rate of inflation, to restrict the level of unemployment through an active policy of employment and to protect the stability of the exchange rate. The dominant event in the exchange economy will already in 1995 be some significant measures to extend the convertibility of the Czech currency. As a consequence we may see a more competitive environment, mainly in the banking sector, which will necessitate the application of highly sophisticated skills.