



VÝROČNÍ ZPRÁVA

1995

OBSAH:

Úvodní slovo guvernéra

A. HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČR	3
SHRNUTÍ	3
I. VÝVOJ VNĚJŠÍHO EKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ	6
I. 1. Základní trendy vývoje světové ekonomiky	6
I. 2. Mezinárodní obchod a jeho ceny	8
I. 3. Mezinárodní kapitálové pohyby, úroky, finanční trhy a kurzy	9
I. 4. Vztahy ČR k mezinárodním hospodářským a měnovým institucím	10
I. 5. Pozice ČR na mezinárodních měnových a kapitálových trzích	10
II. VÝVOJ EKONOMIKY V ČR V ROCE 1995	11
II. 1. Produkce a poptávka	11
II. 2. Privatizace	15
II. 3. Trh práce, mzdy, produktivita práce	17
II. 4. Ceny	20
III. PLATEBNÍ BILANCE	25
III. 1. Běžný účet	25
III. 2. Kapitálový účet	27
III. 3. Devizové rezervy centrální banky	29
IV. VLÁDNÍ SEKTOR	30
V. MĚNOVÁ POLITIKA A MĚNOVÝ VÝVOJ	35
V. 1. Měnová politika	35
V. 2. Vývoj peněžních agregátů	42
V. 3. Úvěry	44
VI. FINANČNÍ TRHY	47
VI. 1. Peněžní trh	47
VI. 2. Kapitálový trh	50
VI. 3. Mezibankovní devizový trh	55
B. STATISTICKÁ PŘÍLOHA není součástí pdf dokumentu, data jsou dostupná v systému časových řad ARAD na www.cnb.cz > Statistika > ARAD	57
MĚNOVÁ OBLAST	58
I. Hlavní měnové a hospodářské indikátory	61
II. Měnový přehled	63
III. Úvěry klientům	63
A. Celkové stavy úvěrů \	66
B. Nově poskytnuté úvěry	66
IV. Úvěry ČN B	67
V. Vklady klientů	69
VI. Úrokové sazby obchodních bank	70
VII. Úrokové sazby ČNB	71
VIII. Úrokové sazby z mezibankovních vkladů	72
IX. Platební bilance	74
X. Zahraniční aktiva	

XI. Zahraniční závazky	75
XII. Devizový kurz	76
XIII. Platební vztahy se Slovenskou republikou	77
A. Platební bilance	77
B. Clearing	78
XIV. Státní rozpočet	79
XV. Kapitálový trh	80
XVI. Měnové politické nástroje ČNB	81
REÁLNÁ EKONOMIKA	82
I. Makroagregáty	82
II. Outputy	83
III. Agregátní poptávka	84
IV. Ceny	88
V. Nezaměstnanost	88
VI. Zahraniční obchod	89
MEZINÁRODNÍ PŘEHLED	91
A. Hrubý domácí produkt	91
B. Spotřebitelské ceny	92
C. Míra nezaměstnanosti	93
D. Saldo veřejných rozpočtů	94
E. Veřejný dluh	95
F. Devizové rezervy	96
C. Saldo běžného účtu platební bilance	97
C. VÝVOJ BANKOVNÍHO SEKTORU	99
D. HOSPODAŘENÍ ČNB	103
I. Auditorská zpráva k účetní uzávěrce ČNB k 31. 12. 1995	103
II. Účetní výkazy ČNB za rok 1995	105
E. EMISNÍ ČINNOST ČNB V ROCE 1995	106
F. ORGANIZAČNÍ STRUKTURA ČNB	107
Bankovní rada České národní banky	108
Organizační schéma ústředí ČNB	110
Vývoj organizační struktury ČNB	112
Seznam poboček ČNB	112
G. KALENDÁRIUM UDÁLOSTÍ V ROCE 1995	113
H. SEZNAM RESPONDENTŮ	116

ÚVODNÍ SLOVO GUVERNÉRA

Rok 1995 byl pro Českou republiku obdobím dalšího posilování politické a ekonomické stability. Přijetí mezi země OECD je určitým výrazem mezinárodního uznání této skutečnosti a lze je vnímat i jako předstupeň hlubší hospodářské integrace do evropských struktur.

Pro českou ekonomiku bylo v tomto období důležité zvýšení dynamiky hospodářského růstu, určené zejména vysokou investiční poptávkou. To zakládá příznivé vyhlídky růstu do budoucnosti. Jako v minulých letech se i v roce 1995 podařilo viditelně stlačit míru inflace, nově získané zkušenosti však naznačují, že další boj s inflací bude obtížný. V porovnání se světem míra nezaměstnanosti i nadále setrvala na pozoruhodně nízké úrovni.



Z hlediska hospodářsko-politického rozhodování nebyl rok 1995 zdaleka jednoduchý. Připomeňme masivní příliv zahraničního kapitálu, který testoval schopnosti ČNB pružně reagovat měnovými nástroji na rostoucí mobilitu kapitálových toků. Také vývoj na běžném účtu platební bilance stimuloval četná zamyšlení nad příčinami a perspektivami posunu k deficitnímu saldu zahraničně-obchodních vztahů. Prvořadý zájem na posílení konkurenceschopnosti a důvěryhodnosti domácího bankovního sektoru si vynutil ráznější přístup centrální banky k ozdravení sektoru malých bank. Analýza těchto hlavních problémových okruhů stále jasně ukazuje, že se nejedná o zásadní vady či neduhy transformačního procesu, ale že mají spíše povahu nemocí z rychlého pokroku systémových a strukturálních změn.

Významným pro celou českou ekonomiku byl den, kdy Parlament České republiky schválil nový devizový zákon. Tento legislativní akt se stal důležitým mezníkem české měny na cestě k plné směnitelnosti. Byl stvrzením vysokého stupně makroekonomické stability, bez níž by se česká ekonomika nemohla tak dalece otevřít mezinárodním finančním trhům. Učiněný krok k rozsáhlé finanční otevřenosti ovšem znamená též výzvu k ještě vyšší kultivaci hospodářských politik. Prostředí vyspělých tržních ekonomik skýtá České republice dlouhodobou prosperitu pouze za předpokladu, že budou uvnitř ekonomiky zvládnuta jemná pravidla usměrňování tržních procesů a pevně osvojeny vysoké standardy podnikatelské etiky.

Josef Tošovský

A handwritten signature in black ink, which appears to read 'Tošovský'.

A.

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČR

SHRNUTÍ

V roce 1995 podstatně pokročil přechod české ekonomiky směrem k funkčně otevřené tržní ekonomice v porovnání s předchozími pěti lety transformace. Tempo hospodářského růstu se proti předchozímu roku téměř zdvojnásobilo, přičemž jeho akcelerace se opírala především o zvýšenou investiční poptávku při současně rostoucí spotřebitelské i vnější poptávce.

Proces otevírání ekonomiky nabyl další důležitou dimenzi schválením nového devizového zákona. Jeho přijetí se stalo mezníkem, kterým byl proces liberalizace vnějších vztahů doveden do stadia, kdy se česká koruna stala plně směnitelnou měnou v oblasti transakcí běžného účtu podle článku VIII. Dohody Mezinárodního měnového fondu; nad rámec této dohody byla výrazně omezena i regulace v oblasti kapitálového účtu. Rozsahem uvolnění v oblasti kapitálových transakcí se tak přiblížila česká měna stavu plné směnitelnosti, což dokládá připravenost České republiky k integraci do struktur vyspělých evropských zemí. Na sklonku roku se ČR stala 26. členskou zemí Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), kam vstoupila jako první z někdejšího bloku východoevropských zemí.

Základní cíl měnové politiky byl v roce 1995 splněn. Skutečně dosažená míra inflace 9,1 % a zejména meziroční index spotřebitelských cen ke konci roku, který dosáhl 7,9 %, byly příznivější než původní předpoklady. Přispěl k tomu zejména vývoj cen potravin, ale i nižší růst cen mezinárodně obchodovatelného zboží a služeb. Příznivě se zde projevila velká otevřenost české ekonomiky a stabilní úroveň kurzu koruny. Naproti tomu u mezinárodně neobchodovatelných služeb, které nejsou státem regulovány (váha v cenovém koši cca 12 %), byl patrný velmi silný růst, v průměru odpovídající růstu nominálních mezd, který tlačil míru inflace vzhůru.

Zrychlující se hospodářský růst zesílil poptávku po dovozech (růst o cca 28 %, vývoz vzrostl jen o cca 10 %). Vzniklá převaha agregátní poptávky nad domácí nabídkou se tak odrazila zejména v deficitu obchodní bilance, který dosáhl hodnoty 104,4 mld. Kč a přiblížil se tak 8 % z HDP. Deficit obchodní bilance byl částečně kompenzován bilancí služeb, takže běžný účet skončil deficitem 50,2 mld. Kč.

Rostoucí přebytek kapitálového účtu byl důsledkem zvyšující se atraktivity domácích aktiv pro zahraniční investory a značného růstu úvěrových toků do ČR, motivovaných vyššími domácími úrokovými sazbami a výnosy proti zahraničí. V závěru roku zlepšilo podmínky zahraničních investic v tuzemsku rozšíření směnitelnosti a přijetí České republiky do OECD. Příliv kapitálu dosáhl mimořádné hodnoty představující cca 18 % hodnoty HDP, srovnatelné s vrcholky zaznamenanými jen zřídka v jiných rozvíjejících se ekonomikách. Celkově tak platební bilance skončila značným přebytkem. Devizové rezervy centrální banky se zdvojnásobily.

Celkový rychlý růst čistých zahraničních aktiv působil na růst peněžní zásoby, který celoročně přesáhl záměry ČNB.

V průběhu prvních čtyř měsíců pokračovala ČNB v dosavadní politice snižování nadměrné likvidity bankovního sektoru sterilizačními opatřeními (emise poukázek, repo-operace a přesuny vkladů FNM z komerčních bank na účty v ČNB). Vývoj peněžní zásoby byl v tomto období v souladu se záměry ČNB, zejména v důsledku snižování zadlužování vládního sektoru.

V dalším průběhu roku se již nedařilo peněžní zásobu udržovat ve stanoveném koridoru zejména vlivem silícího přílivu při zvyšujícím se podílu krátkodobého kapitálu, přechodu státního rozpočtu k expanzivnější politice a zvýšení dynamiky domácí úvěrové emise.

Centrální banka reagovala na nepříznivý vývoj peněžního agregátu a potenciálního rizika mzdových tlaků po zrušení mzdové regulace zpřísněním měnové politiky, přijetím několika opatření v červnu. Došlo ke zvýšení sazeb PMR na 8,5 %, zvýšení diskontní a lombardní sazby shodně o 1 % a byla přijata regulační opatření k tlumení přílivu krátkodobého kapitálu (limitování krátkodobých otevřených pozic bank vůči nerezidentům).

Přijatá opatření vedla ke snížení inflačních expektací v ekonomice. Zpřísnění politiky se odrazilo v růstu sazeb na peněžním trhu a poté i klientských úrokových sazeb. Došlo ke zvýšení výnosů z termínovaných vkladů, což podpořilo další růst domácí míry úspor ve 2. pololetí, ale současně stimulovalo zájem zahraničních investorů. Zavedení regulace na příliv krátkodobého kapitálu neomezilo celkový příliv, došlo však ke zlepšení jeho struktury ve prospěch střednědobého kapitálu. Bylo zřejmé, že režim fixního kurzu oslabuje účinnost měnové politiky.

V posledním čtvrtletí příliv kapitálu zesílil v důsledku zlepšeného ratingu ČR. Přední české firmy s dobrou ekonomickou situací pokračovaly ve financování aktivit z levnějších zahraničních zdrojů. Rozšíření směnitelnosti umožnilo zejména velkým tuzemským bankám čerpat značné finanční zdroje na zahraničních trzích. Současně očekávané rozšíření flukтуаčního pásma koruny zesílilo příliv krátkodobého kapitálu, neboť bylo spojeno se spekulací na nominální zhodnocení koruny, podpořené zlepšením ekonomických vyhlídek a poklesem inflace v 2. pololetí. Tato situace zkomplikovala rozšíření flukтуаčního pásma koruny. Jeho zavedení v tomto období vedlo k dalšímu zesílení přílivu kapitálu a buď k výraznějšímu jednorázovému nominálnímu zhodnocení koruny, nebo zvýšení nákladů ČNB na sterilizaci. Politika ČNB zůstala nezměněna. V závěru roku expektace pomínyly v důsledku informací o vyšším deficitu obchodní bilance a přílivu spekulativního kapitálu se zastavil.

Přijatá měnová opatření neoslabila hospodářský růst. Ten naopak zesílil a HDP vzrostl ve 2. pololetí o 5,6 %. Hybnou silou růstu byla především velmi silná investiční poptávka, dynamika vývozu se zvýšila jen mírně a spotřebitelská poptávka si udržela zhruba stejné tempo jako v předcházejícím roce. Na straně domácí nabídky došlo k akceleraci stavební výroby a obchodu. Nárůst výkonu služeb, který byl nejdůležitějším faktorem tlumícím pokles HDP na počátku reformy, byl již mírnější. Došlo ke zvýšení národohospodářské produktivity o 3,8 %, nejvyšší od počátku transformace. Nezaměstnanost v podstatě stagnovala na velmi nízké úrovni kolem 3 %, pozitivním projevem restrukturalizace bylo snižování zaměstnanosti v průmyslu. Tlak poptávky na pracovním trhu zmírnil růst zaměstnanosti.

Celkový růst peněžní zásoby dosáhl hodnoty 19,6 %, avšak předstih dynamiky peněžní zásoby před vývojem produktu se tak ve srovnání s předcházejícím rokem snížil (z více než 5 % na cca 3 %). Ani vývoj úrokových sazeb nesignalizoval uvolnění měnové politiky, neboť sazby z úvěrů i vkladů nominálně proti začátku roku v podstatě stagnovaly, při přechodném snížení sazeb z nově poskytnutých úvěrů ve 2. čtvrtletí, přičemž reálné sazby z úvěrů i vkladů ve druhé polovině roku rostly.

Měnová politika tak vytvořila podmínky pro pokračování stabilního ekonomického růstu v roce 1996. Mezinárodní postavení koruny se dále zlepšilo díky přijetí liberalizačních kroků umožňujících její mezinárodní obchodovatelnost, plné liberalizaci běžných transakcí a významné liberalizaci operací na kapitálovém účtu, zlepšenému ratingu ČR a zvýšení devizových rezerv. Potvrzením zlepšujícího se postavení české koruny v mezinárodním měřítku byly historicky první emise cenných papírů denominovaných v Kč významnými zahraničními subjekty na zahraničních trzích.

Silným tlakům bude dosažená makroekonomická rovnováha vystavena i v letošním roce. Rostoucí riziko představuje silná agregátní poptávka, zejména akcelerace celkových reálných příjmů. Potenciální dopady z tohoto pohledu se budou spíše projevovat v narůstání deficitu obchodní bilance než v cenovém pohybu. Inflační implikace však může mít tlak rychle rostoucích nominálních mezd na úroveň nákladů, což může současně oslabovat konkurenceschopnost domácích firem.

I. VÝVOJ VNĚJŠÍHO EKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ

V roce 1995 se tempo hospodářského růstu poněkud zmírnilo a dosáhlo v celosvětovém měřítku průměru 2,6 %, v rozvojových zemích jako celku 5 %. Míra inflace ve vyspělých zemích zůstala nadále nízká. Hospodářský růst zemí SVE zesílil. Soukromý zahraniční kapitál se stal pro země SVE dostupnějším v důsledku stabilizace jejich hospodářského vývoje a pokroku v transformaci ekonomik. V zemích jihovýchodní Asie pokračovala vysoká tempa hospodářského růstu. Většina zemí Latinské Ameriky rychle překonala důsledky krize mexického pesa. Dynamika mezinárodního obchodu poněkud poklesla v důsledku zpomalení růstu v předních ekonomikách OECD a zmírnění nárůstu cen surovin na světových trzích. Dále se zlepšil rating ČR.

1.1. Základní trendy vývoje světové ekonomiky

Země OECD dosahovaly rozdílná tempa hospodářského růstu

Hospodářský vývoj předních ekonomik OECD se vyznačoval značnou nerovnoměrností. USA, Velká Británie a Kanada docílily poměrně vysoké celoroční přírůstky HDP (2,3 až 2,6 %), avšak všechny tři země na značně nižší úrovni než v roce 1994. Japonsko vykazovalo po celý rok velmi nízké čtvrtletní přírůstky, takže jeho celoroční růstový průměr zřejmě nepřesáhl 0,5 %.

Zpomalení temp růstu HDP v EU mělo řadu příčin

Reálná úroveň HDP SRN, Francie a Itálie po nízkých přírůstcích v předchozích čtvrtletích ve 4. čtvrtletí poklesla, což se odrazilo v celoročním tempu především u SRN (o 1,4 %). Ve všech třech uvedených zemích došlo především ke snižování soukromé spotřeby, průmyslové výroby a vývozu v důsledku nadhodnocení DEM a FRF a poměrně vysokých dlouhodobých úrokových sazeb v roce 1994. Dalším důvodem byla úsporná rozpočtová opatření v zájmu splnění kritérií smlouvy z Maastrichtu. Střední a malé západoevropské ekonomiky (s výjimkou Finska a Španělska) vykazaly pokles dynamiky růstu HDP především z důvodu zpomalení jejich průmyslové výroby.

Státy OECD i EU dále snižovaly již tak nízkou míru inflace

Roční míra inflace dosáhla v loňském roce v předních ekonomikách OECD nejnižší úrovně od roku 1986 (USA 2,8 %, Japonsko 0 %, SRN 1,9 %, Francie 1,8 %, V. Británie 3,5 %, Itálie 4,4 % a Kanada 2,2 %). Přes většinou pozitivní vývoj většina středních a malých západoevropských zemí nesplnila limit míry inflace (jedna z podmínek pro účast v měnové unii).

Míra nezaměstnanosti se v USA a v Japonsku udržovala relativně nízkou, v EU však byla podstatně vyšší

Roční míra nezaměstnanosti kolísala v loňském roce v USA kolem 5,6 %, což byl nejlepší výsledek od roku 1990. V Japonsku stoupla nezaměstnanost v návaznosti na pokles průmyslové výroby až na 3,2 % a byla předmětem politických diskusí vzhledem ke své struktuře (především mladí lidé). Pokles tempa hospodářského růstu v předních západoevropských ekonomikách brzdil realizaci záměrů tamních vlád snižovat úroveň nezaměstnanosti (SRN 9,4 %). Poměrně vysoká míra nezaměstnanosti ve většině evropských států klesala, ale jen pozvolna. Pouze v Rakousku došlo k mírnému vzestupu.

Rozpočtové schodky představovaly problém téměř pro všechny země

Rozpočtový schodek USA dále klesal (pod 3 % HDP). Ve 2. pololetí přerostl spor prezidenta s Kongresem o zaměření rozpočtových úspor vnitropolitickou dimenzí a vzhledem k dopadům na USD vyvolával určité napětí na mezinárodních finančních trzích. Rozpočtový schodek Japonska v průběhu roku značně vzrostl (přes 6 % HDP) vzhledem k dodatkovým státním výdajům na oživení ekonomiky a tvorbě rezerv k řešení vysokého objemu problémových bankovních úvěrů. Limit rozpočtového schodku podle smlouvy z Maastrichtu nedodržela navzdory očekáváním SRN (3,6 % HDP) a ještě výrazněji jej překročila většina ostatních členských států s výjimkou Dánska, Lucemburska a Irska.

Země jihovýchodní Asie udržely vysoký růst HDP, vzhledem ke zpevnování JPY se však těmto zemím zdražilo splácení dříve přijatých úvěrů v jenech. Hospodářské výsledky Číny možno hodnotit jako velmi dobré. Podařilo se přibrzdit vysokou dynamiku růstu (HDP cca 10 %), zahraniční obchod meziročně vzrostl o 18 %. Podařilo se vytvořit celočínský mezibankovní trh, postupně se začaly uvolňovat úvěry. Dlouhodobé problémy (zejména na mikroúrovni) však přetrvávaly. Přes opatření, přijatá k liberalizaci svého obchodu, nebyla Čína přijata do WTO.

Mladé tržní ekonomiky JV Asie udržely vysokou dynamiku, Číně se podařilo zabránit přehřátí ekonomiky

Nejpříznivější výsledky mezi zeměmi Afriky dosáhla Jihoafrická republika s téměř 3% růstem HDP, poklesem roční inflace na 6 %, relativně stabilní měnou, přílivem kapitálu a navýšením devizových rezerv. Možné budoucí oživení v oblasti naznačuje nárůst zahraničních investic, v některých zemích subsaharské Afriky až o 40 %.

JAR dosáhla pozitivní hospodářské výsledky

Rok 1995 byl pro země latinskoamerického kontinentu obdobím překonávání důsledků krize mexického pesa. Proti roku 1994 se růst HDP ve většině zemí zpomalil, v samotném Mexiku poklesl o 8,2 %. Naproti tomu v Chile se zvýšil o 7,5 %. Oslabení měn přispělo ke zlepšení obchodních bilancí většiny zemí. Podařilo se navýšit devizové rezervy, avšak zahraniční zadlužení regionu zůstalo přes určitou redukci vysoké (Mexiko 167 mld. USD, Brazílie 151 mld. USD, Argentina 93 mld. USD). Pozitivním rysem vývoje regionu bylo podstatné snížení inflace. Meziročně narostla nejméně v Argentině (1,6 %), Chile (8,2 %) a Peru (10,2 %), nejvíce ve Venezuele (56,6 %) a Mexiku (52 %).

Země LA úspěšně překonaly důsledky krize mexického pesa a výrazně snížily inflaci

Mezi pozitivní rysy vývoje Ruska je možno zahrnout pokračující privatizaci, rozvoj služeb, snižování vojenských výdajů, omezování dotací státním podnikům, uvolnění cen a další liberalizaci obchodu včetně prohloubené orientace směrem k vyspělým zemím. Pokles HDP byl zpomalen na 4 %, průmyslová výroba se snížila o 3 %, v některých odvětvích bylo možno zaznamenat růstovou dynamiku. Rozpočtový deficit nepřekročil 3,5 % HDP (cíl 5 %). Měsíční míra inflace byla v závěru roku stlačena na 3,2 % z lednových 17,8 %. V průběhu roku se podařilo udržet kurz RUR ve stanoveném koridoru 4300 - 4900 RUR/1 USD, překonat krizi likvidity z podzimu a podstatně navýšit devizové rezervy. Dohoda s Pařížským a Londýnským klubem o novém časovém plánu splátek jistiny a úroků z dluhu ve výši 100 mld. USD byla pro Rusko úspěšná, naproti tomu jednání s WTO o členství nepostoupilo. Nepodařilo se přiblížit úroveň podnikového řízení standardům vyspělých zemí, zvýšit kvalitu a transparentnost finančních trhů a odstranit některé obavy potenciálních zahraničních investorů. Nebyly zvládnuty daňové úniky (nedoplatky odhadnuty na 10 - 12 % HDP). Skutečná nezaměstnanost je odhadována na cca 10 %.

Rusko dosáhlo určitých výsledků na cestě k tržní ekonomice, zpomalilo pokles HDP a snížilo měsíční míru inflace

Země Pobaltí dále upevnily hospodářský růst a podařilo se snížit roční míru inflace (Estonsko 26 %, Lotyšsko 30 %, Litva 40 %). Uzavření Asociačních dohod s EU přispělo k dalšímu otevření zemí směrem k rozvinutým tržním ekonomikám (podíl vyspělých zemí na obchodní výměně se pohyboval od 66 % v Estonsku po 40 % v Litvě). Bankovní krize (především v Lotyšsku a Litvě) přispěla k deficitu rozpočtového hospodaření a k zhoršení vnější pozice zemí; nepodařilo se postoupit v restrukturalizaci a výrazně zlepšit infrastrukturu.

Země Pobaltí pokračovaly v hospodářském růstu

Hybnou silou rozvoje nově vznikajících tržních ekonomik střední Evropy byl růst investic, obchodu a v některých zemích nárůst domácí poptávky. Nejlepší výsledky dosáhly země CEFTA včetně Slovinska. To umožnilo rozšířit směnitelnost jejich měn. Růst HDP překročil 6 % na Slovensku a v Polsku, ve Slovinsku byl vyšší než 5 %, v Maďarsku dosáhl vlivem stabilizačního programu pouze 2 %.

Země CEFTA stabilizovaly své postavení a dosáhly výrazných přírůstků HDP

Solidní hospodářský růst byl provázen snižováním inflace. Nejlépe si vedly Slovensko (cca 9 %) a ČR. V Polsku byla míra inflace přes 20 % (pokles o 6 %), v Maďarsku asi 30 % (nárůst o 7 %). Snížení míry nezaměstnanosti nebylo výrazné - s výjimkou ČR

se udržovala nad 10 %. Záměry privatizace státních podniků nebyly z větší části realizovány. Hospodářský růst většiny zemí oblasti proto probíhal v podmínkách zastaralých výrobních struktur, objem použitelného zisku podniků nestačil na investice, celkově zisková byla pouze některá výrobní odvětví. Technický rozvoj byl proto zajišťován především zvýšenými dovozy, krytými zahraničním kapitálem. Na druhé straně poptávka vyspělých zemí po dovozech ze zemí CEFTA se v průběhu roku zpomalovala, což vyústilo v rostoucí obchodní deficity (výjimkou Slovensko). Pozitivním jevem byl pokrok v liberalizaci a rozšiřování vzájemného obchodu zemí CEFTA včetně Slovinska. Např. obchod ČR se zeměmi CEFTA narostl meziročně o 18 %; tyto země se podílely 20 % na celoročním obchodním obratu ČR.

I. 2. Mezinárodní obchod a jeho ceny

Růst světového obchodu se mírně zpomalil

Objem světového obchodu se pod vlivem zpomalení hospodářského růstu, výroby a spotřeby v předních ekonomikách zvýšil pouze o necelých 6 % (v roce 1994 o 7 %). Jeho rozhodujícími účastníky byly nadále země OECD a státy jihovýchodní Asie. Podíl zemí SVE je stále okrajový. V průběhu roku se v návaznosti na pokles hodnoty USD zrychloval vývoz USA. Od 3. čtvrtletí získal výrazný předstih před dovozem. Avšak v celoročním průměru se obě tempa vyrovnala, takže pasivum americké obchodní bilance udrželo svoji vysokou úroveň a dále zatěžovalo kurz USD. Tempo růstu japonského vývozu pokleslo a dynamika dovozu se zvýšila, takže aktivum obchodní bilance země pokleslo o 11,4 % na 107 mld. USD. Také růst německého vývozu ve 2. pololetí výrazně zpomalil. Zároveň však poklesl též růst dovozu do SRN, což zmírnilo dopad na aktivum obchodní bilance.

Světová obchodní organizace zahájila činnost

V roce 1995 začala působit Světová organizace obchodu (WTO). Jako nástupkyně GATT postupně rozvíjela proces odstraňování překážek v mezinárodním obchodu zbožím v souladu se závěry Uruguayského kola. Pokračovala jednání USA a EU s Japonskem o liberalizaci některých segmentů japonského dovozního trhu (mikroprocesory, auta, veřejné investiční zakázky). Do konce roku však nebylo dosaženo konkrétnějších výsledků. Regionální ekonomická seskupení (NAFTA, ASEAN, CEFTA) realizovala postupně dohodnutá opatření, směřující perspektivně k vytvoření zón volného obchodu. V oblasti mezinárodního obchodu finančními službami podmiňovaly USA svůj souhlas k další liberalizaci trhů a všeobecné aplikaci doložky nejvyšších výhod realizací dvoustranných efektivních reciprocit zejména se strany Japonska a EU. V průběhu roku se však nepodařilo dosáhnout dohody, takže je v této oblasti nadále uplatňována doložka nejvyšších výhod jako provizorium. Zejména USA, ale také další přední ekonomiky světa, prosazovaly s dílčími úspěchy uplatňování dohodnutých principů ochrany duševního vlastnictví v zemích, které se dosud nestaly členy WTO (Čína a další).

Světové ceny většiny komodit rostly, i když diferencovaně

V průběhu roku rostly na mezinárodních zbožových trzích diferencovaně průměrné jednotkové ceny téměř všech průmyslových surovin, kovů a většiny potravinářských produktů s výjimkou kaka. Rozdíly v přírůstcích světových cen zboží ovlivňovaly především změny ve vývoji hospodářského cyklu (pokles tempa růstu a úhrnné domácí poptávky v předních tržních ekonomikách), ale též způsob obchodování (spekulace na komoditních burzách, zejména Londýnské burze kovů). Nejvýraznější nárůst zaznamenala celulóza (55 %), následovaná přírodním kaučukem (35 %), niklem (30 %), bavlnou (23 %) a pšenicí (17 %). Umírněné cenové přírůstky byly docíleny u kávy (7,4 %), ropy typu Brent (6,9 %), cukru (6,6 %), brazilské železné rudy (5,9 %) a vlny (4 %). Průměrná cena zlata se v loňském roce prakticky nezměnila.

I. 3. Mezinárodní kapitálové pohyby, úroky, finanční trhy a kurzy

Zdrojem mezinárodních přesunů kapitálu byly i v loňském roce stejně jako v minulosti rozvinuté tržní ekonomiky. Přes pesimistické prognózy z počátku roku (krize mexického peso) zesílil příliv kapitálu do nově vznikajících tržních ekonomik jako celku. Dosáhl objemu 216 mld. USD (rok 1994: 175 mld. USD), soukromý sektor se na něm podílel 81 %. Rozhodující část tohoto přílivu měla formu obligací a přímých zahraničních investic.

Přiliv kapitálu do nově vznikajících tržních ekonomik zesílil

Změnily se teritoriální proporce transferů. Poklesl podíl Latinské Ameriky (na 17 %) ve prospěch jihovýchodní Asie (43 %). Dostupnost soukromých finančních zdrojů zemím SVE se v průběhu roku zejména ve vztahu ke středoevropským státům zlepšila, avšak nadále se oblast podílela na celkovém objemu pouze 10 % (21 mld. USD). Zesílil příliv zahraničního kapitálu do ČR a Polska. Jednou z příčin nízkého podílu oblasti byla nerozvinutost trhu podnikových obligací a pokles cen na akciových trzích. Uvolňování prostředků pro SVE z veřejných zdrojů nadále silně zaostávalo za přísliby vzhledem k nejistotám o dalším průběhu transformace ve východní části oblasti.

Země SVE snadněji získávaly soukromé finanční zdroje

Objem transferů kapitálu soukromého sektoru do rozvojových zemí vzrostl ze dvou důvodů: vcelku příznivá hospodářská situace celé oblasti (krize mexického pesa byla díky masivní úvěrové intervenci USA a MMF překonána mnohem rychleji, než se předpokládalo) a pokles úrokových sazeb v rozvinutých tržních ekonomikách, zejména v Japonsku (nárůst objemu především eurojenových a samurajských obligací).

V návaznosti na zpomalování temp hospodářského růstu, výroby a na stagnaci úhrnné domácí poptávky probíhal v zemích OECD proces snižování základních krátkodobých i dlouhodobých úrokových sazeb. Jeho nejvýznamnějším momentem byla snížení v USA a SRN ve 3. čtvrtletí. Ve 4. čtvrtletí pokračoval pokles sazeb v USA a zintenzivnil v EU. Pokles uvedených sazeb pokračoval až na 5,5 % v USA, 0,25 % v Japonsku, 3,5 % v SRN, 6,5 % ve Velké Británii a 5,5 % ve Francii v prosinci 1995. Také základní krátkodobé úrokové sazby zemí SVE, podstatně vyšší než v OECD, byly pozvolna snižovány.

Úrokové sazby pozvolna klesaly

Pokles úrokových sazeb USD a DEM ovlivnil vývoj úrokového diferenciálu mezi sazbami na korunovém mezibankovním trhu a sazbami v zahraničí. Úrokový diferenciál mezi tříměsíční sazbou Fibor (Frankfurt) a Pribor (Praha) byl v lednu 1995 6,38 % a v prosinci 1995 7,06%.

Aktivita mezinárodních finančních trhů byly v průběhu roku velmi nevyrovnané s růstovou tendencí. Na vedoucích západoevropských finančních trzích došlo především závěrem roku k cenovým vzestupům akcií, které se postupně rozšířily i na další burzy. Příznivý makroekonomický vývoj USA se projevil také výrazným oživením na newyorském finančním trhu. Index Dow Jones dosáhl 29. prosince 1995 5 117 bodů (na konci roku 1994 3 834 body). Na tokijské burze trval po převážnou část roku pokles cen akcií, avšak počátkem prosince na ní došlo k náhlému růstu cen (index Nikkei dosáhl 29. prosince 1995 19 868 bodů, na konci roku 1994 19 723 body). K všeobecnému oživení světových burz došlo po snížení úrokových sazeb v USA.

Finanční trhy kolísaly, koncem roku však cenové indexy posilovaly

USD se začal po dlouhodobějších problémech vymaňovat ze sestupného trendu po řadě intervencí v průběhu 3. čtvrtletí. Ve 4. čtvrtletí se pod vlivem měnové politiky a hospodářské situace dále stabilizoval. Koncem roku se již pohyboval trvaleji nad úrovní 1,44 DEM/USD a 103 JPY/USD (kurzy na konci roku 1994: 1,55 DEM/USD, 99,7 JPY/USD). GBP převážně oslabovala a pozvedlo ji teprve snížení úrokových sazeb. DEM poněkud oslabovala v závislosti na zpevňování FRF, také ITL v průběhu roku spíše oslabovala.

Kurz USD a DEM se koncem roku stabilizoval

Pohyb vzájemného kurzu USD a DEM, které jsou základem měnového koše pro propočtení kurzu koruny, vedly k oslabení Kč vůči DEM o 3 % a současněmu posílení Kč vůči USD o téměř 5 % proti počátku roku. Obdobně se promítaly tyto změny i do stanovení kurzu koruny vůči ostatním měnám.

1.4. Vztahy ČR k mezinárodním hospodářským a měnovým institucím

Byl završen proces vstupu ČR do OECD

V závěru roku 1995 ČR vstoupila do OECD a stala se 26. členskou zemí OECD.

Pokračovala spolupráce ČR s EU

Koncem roku 1995 dospěla Evropská unie ke konsensu o strategii jejího přístupu k žádostem jednotlivých zemí SVE o členství v unii. Jejich projednávání bude zahájeno do 6 měsíců po skončení mezivládní konference členských zemí o úpravách smluvní základny EU. V průběhu roku naplňovala ČNB úkoly, které pro ni vyplynuly z Evropské dohody mezi EU a ČR, účinné od 1. února 1995. Šlo o aplikaci článku 61 o volném pohybu kapitálu v oblasti přímých investic formou opatření ČNB a o pokračování průběžné spolupráce v rámci technické pomoci EU bankovníctví, pojišťovnictví, finančním službám a měnové politice ČR.

I. 5. Pozice ČR na mezinárodních měnových a kapitálových trzích

Rating ČR byl dále zvýšen

V průběhu roku 1995 se dařilo posilovat celkovou důvěryhodnost ČR na mezinárodních finančních trzích z hlediska její schopnosti dostát finančním závazkům vzhledem k nízké míře politických a ekonomických rizik spojených s investicemi do české ekonomiky. To se odrazilo v dalším zlepšování ratingu ČR. V srpnu 1995 udělila londýnská agentura IBCA ČR stupeň **A-**. O měsíc později zvýšila americká agentura Moody's ocenění ze stávající úrovně Baa2 na **Baa1** a japonská JBRI potvrdila stávající úroveň A-. Dosud nejvyšší rating dostala ČR od agentury Standard & Poor's, která zvýšila v říjnu 1995 tehdejší ocenění o dva stupně, tedy na úroveň **A**.

IFC a EBRD emitovaly euroobligace znějící na Kč

V návaznosti na směnitelnost Kč IFC jako první nadnárodní subjekt emitovala v listopadu korunové euroobligace v hodnotě 1 mld. Kč. V prosinci pak proběhla euroemise krátkodobých cenných papírů EBRD denominovaných v české měně v celkovém objemu 1,5 mld. Kč. Kromě toho byly v závěru roku 1995 vydány další tři emise zahraničních subjektů v české měně. Jednalo se o obligace Nordic Investment Bank, General Capital Corporation a Deutsche Bank Finance NV v celkovém objemu 4,5 mld. CZK. Úrokové sazby (kupóny) těchto obligací se pohybovaly v rozmezí 10,0 - 10,6 % v závislosti na době splatnosti.

II. VÝVOJ EKONOMIKY V ČESKÉ REPUBLICE V ROCE 1995

Vývoj české ekonomiky v roce 1995 byl charakterizován výrazným zrychlením ekonomického růstu, snížením míry inflace a přetrváváním nízké nezaměstnanosti při růstu zaměstnanosti. Růst byl stimulován především vývojem domácí poptávky, kde dominovala hrubá tvorba fixního kapitálu, výrazný byl také nárůst zásob. Soukromá spotřeba rostla jen nepatrně rychleji než hrubý domácí produkt. Rostoucí předstih nárůstu domácí poptávky před růstem hrubého domácího produktu (HDP) se promítl do růstu pasivního salda obchodní bilance. Na dynamice růstu investic měl značný podíl příliv zahraničního kapitálu. Rozhodujícím faktorem zvýšení ekonomického výkonu byl růst produktivity práce, zatímco růst zaměstnanosti byl nízký. Pokračovaly strukturální změny v ekonomice ve prospěch zvýšení podílu terciárního sektoru. Průměrné nominální mzdy rostly rychleji než v roce 1994, zmínil se však předstih jejich dynamiky před růstem nominálního HDP. Průměrné reálné mzdy vzrostly výrazněji než v roce 1994. Vysoká dynamika celkových nominálních příjmů (na úrovni roku 1994) znamenala zrychlení růstu celkových reálných příjmů a stimulovala nejen soukromou spotřebu ale i růst míry úspor. Inflace se výrazně snížila. Rozsah poklesu byl ovlivněn zejména příznivým vývojem cen potravin. Rozšiřuje se okruh obchodovatelných položek, jejichž cenový růst již není vyšší než růst zahraničních cen. Podíl úprav cen regulovaných položek na celkové inflaci se zvýšil na cca 30 %.

II. 1. Produkce a poptávka

Tempo hospodářského růstu české ekonomiky se zrychlilo; růst **reálného HDP** dosáhl v roce 1995 4,8 %, což představuje téměř dvojnásobné tempo ve srovnání s rokem 1994.

Hospodářský růst se výrazně zrychlil

Na tvorbě HDP se podle údajů ČSÚ nejvíce podílely zpracovatelský průmysl (26,7 %), ostatní tržní služby (15,8 %) a obchod^{1/} (11,5 %); významný byl i podíl odvětví peněžnictví a pojišťovnictví (10,0 %) a netržních služeb (10,2 %). Rozdíly v meziroční dynamice jednotlivých odvětví se promítl do změny **struktury tvorby HDP**: pokračoval pokles podílu na tvorbě HDP u zemědělství, dobývání nerostných surovin a netržních služeb, poklesl také podíl peněžnictví a pojišťovnictví. Naopak vzrostl podíl obchodu a zpracovatelského průmyslu, jehož podíl na tvorbě HDP zůstal výrazně nejvyšší. Zhruba stejnou váhu ve srovnání s rokem 1994 si zachovalo odvětví ostatních tržních služeb. Výsledkem těchto odvětvových trendů byl pokračující pokles podílu primárního^{2/} sektoru na tvorbě HDP ve prospěch sektoru sekundárního a terciárního.

Pokračovaly strukturální změny v ekonomice

Podíl odvětví národního hospodářství na tvorbě HDP v %

	1993	1994	1995
Zemědělství	6,5	5,8	5,2
Průmysl	37,0	34,8	34,8
z toho: dobývání nerostných surovin	3,7	2,8	2,6
zpracovatelský průmysl	26,7	26,3	26,7
výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody	6,6	5,7	5,5
Stavebnictví	5,2	5,9	6,2
Doprava, skladování, spoje	5,5	5,9	6,3
Obchod	10,1	9,8	11,5
Peněžnictví a pojišťovnictví	8,6	10,7	10,0
Ostatní tržní služby	14,9	15,8	15,8
Netržní služby	12,2	11,3	10,2
Celkem	100,0	100,0	100,0

Pozn. : v roce 1995 se jedná o předběžné údaje

1/ Obchod zahrnuje velkoobchod, maloobchod, opravy motorových vozidel a spotřebního zboží.

2/ Primární sektor = zemědělství a těžba, sekundární sektor = zpracovatelský průmysl, voda, elektřina a plyn, stavebnictví, terciární sektor = služby.

Vývoj jednotlivých odvětví

Růst průmyslové výroby se výrazně zrychlil, v jednotlivých odvětvích však byl nerovnoměrný

Dynamický růst **průmyslové výroby** vyústil v celkový nárůst reálné produkce o 9,2 % v porovnání s rokem 1994; meziroční dynamika růstu tak byla proti předchozímu roku vyšší o 7 procentních bodů. Na rozdíl od předchozího roku se na tomto růstu podílely nejen menší^{3/}, ale poprvé od počátku transformace i větší^{3/} podniky. Zrychlení růstu produkce mělo všeobecný ráz, týkalo se s malými výjimkami téměř všech odvětví; mezi jednotlivými odvětvími ale přetrvávaly rozdíly v dynamice růstu.

Sledované průmyslové podniky (nad 100 zaměstnanců), které představovaly cca 81 % celkové produkce, vykázaly meziroční nárůst produkce ve s.c. o 7,1 %, což představovalo výrazný obrát oproti roku 1994, kdy jejich produkce meziročně poklesla o 0,1 %. Malé organizace do 100 zaměstnanců dosáhly meziroční dynamiku růstu 18,8 % (v roce 1994 21,2 %). V rámci podniků nad 100 zaměstnanců vzrostla meziročně produkce zpracovatelského průmyslu o 8,1 %. Mírnější dynamiku měla výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (meziročně vzrostla o 3,5 %), útlum těžby se projevil v poklesu dobývání energetických surovin (meziročně o 1,3 %). Z odvětvového pohledu nejvíce vzrostla výroba dopravních prostředků (o 23,5 %), elektrických a optických přístrojů (o 21,5 %), výroba gumárenského a plastikářského průmyslu (o 14,5 %) a výroba kovů a kovových výrobků (o 12,4 %). Pokles byl zaznamenán pouze v kožedělném průmyslu (o 10,4 %) a v chemickém a farmaceutickém průmyslu (o 1,1 %).

Růst průmyslové výroby byl založen růstem produktivity práce při poklesu počtu pracovníků

Charakteristickým rysem vývoje ve sledovaných průmyslových podnicích bylo zrychlení růstu produkce na základě vyšší **produktivity práce při poklesu počtu pracovníků**. Při poklesu průměrného evidovaného počtu zaměstnanců ve srovnání s rokem 1994 o 3,1 %^{4/} vzrostla produktivita práce na jednoho zaměstnance ve stálých cenách u těchto podniků o 10,5 %. Dle provedené analýzy ČNB se růst produktivity práce podílel na celkovém růstu výkonů odvětví cca z 90 až 95 %.

Vysoký růst stavebnictví pokračoval

Výrazný meziroční růst reálné produkce **stavební výroby** ve výši 8,5 % byl výsledkem nárůstu poptávky po rekonstrukčních a modernizačních pracích. Dynamiku stavební výroby podpořily růst investic do infrastruktury (telekomunikace, dopravní síť, výroba vody, elektřiny a plynu) a poněkud oživující bytová výstavba. Počet vydaných stavebních povolení se v porovnání s předchozím rokem zvýšil o 14,3 %.

Zrychlení dynamiky stavební výroby (proti roku 1994 o 1,3 bodu) bylo zajišťováno především *většími stavebními podniky*^{5/}, jejichž podíl na celkové stavební výrobě se proti předchozímu roku v podstatě nezměnil (84,2 %). V nich rovněž poklesl ve srovnání s rokem 1994 průměrný počet pracovníků o 0,5 % a současně produktivita práce vzrostla o 8,9 %. Podle provedené analýzy byl meziroční růst produkce celého odvětví z rozhodující části (90 %) výsledkem růstu produktivity práce odvětví.

Došlo k obratu ve vývoji zemědělské produkce

V zemědělství skončil transformační pokles výroby; zatímco v letech 1990 - 1994 se celková zemědělská produkce postupně snížila o 28 %, v roce 1995 došlo poprvé od roku 1989 v meziročním srovnání k jejímu zvýšení o cca 4 % (podle odhadu ČNB).

Pokračoval nárůst služeb

Pokračoval i růst statisticky sledovaných **ostatních tržních služeb**^{6/} i když s nižší dynamikou než v roce předchozím. Podle odhadu ČNB dosáhl růst reálných tržních služeb cca 4,5 %, přičemž nejvyššího růstu bylo dosaženo (podle údajů k 30. 9.) u fyzických osob nezapsaných do obchodního rejstříku, které reprezentují více než 1/4 ostatních tržních služeb.

3/ Menší podniky = podniky s méně než 100 zaměstnanci, větší podniky = podniky s více než 100 zaměstnanci.

4/ Rozumí se u podniků nad 100 zaměstnanců.

5/Většími podniky se rozumí podniky s více než 25 zaměstnanci.

6/Ostatní tržní služby zahrnují prodej nemovitostí, pronájem strojů, zpracování dat, obchodní a daňové služby, reklamní činnost, úklidové a čističské služby, služby pro obyvatelstvo (kadeřnictví, krejčovství apod.).

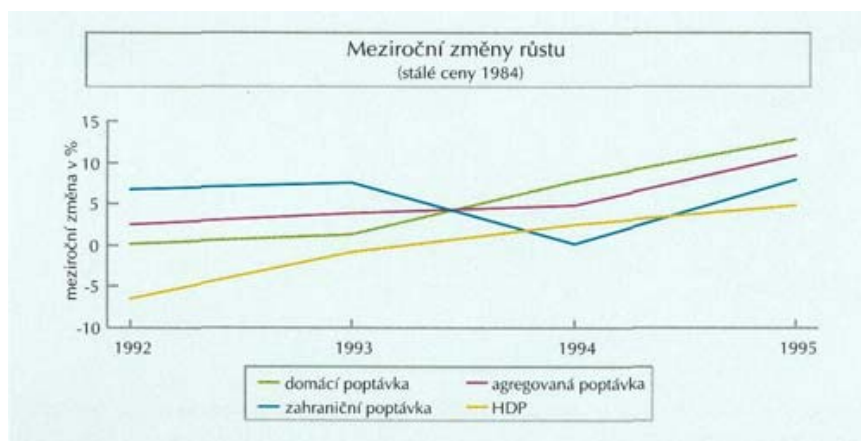
Výsledky **finančního hospodaření** vybraného souboru organizací^{7/} současně naznačují, že hospodářský růst byl spojen se zlepšením efektivity výroby v podnikové sféře; potvrzujete především rostoucí zisk při rychlejšímu růstu výnosů před náklady, růst rentability výkonů i nákladů (zisk/výkony, resp. náklady) shodně o 0,6 bodu a meziroční pokles materiálové náročnosti o 0,5 bodu. Z odvětvového pohledu měl růst zisku všeobecný charakter, pouze v odvětví dopravy byla dosažena ztráta (0,3 mld. Kč).

Zvýšila se efektivnost výroby

Agregátní poptávka (užití HDP)

Růst **agregátní poptávky** (včetně zásob) se proti předchozímu roku výrazněji zrychlil; zatímco v roce 1994 její růst dosáhl 4,8 %, v roce 1995 to již bylo 10,9 %. Hlavním impulzem hospodářského růstu v ČR byla přitom **domácí poptávka** s cca 12,9 % tempem růstu, což znamenalo zrychlení dynamiky proti předchozímu roku o 5,1 bodu. Dynamika **vnější poptávky** byla nižší, ale po stagnaci v roce 1994 relativně vysoká (7,9 %).

Agregátní poptávka výrazně vzrostla



Struktura agregátní poptávky se vyvíjela stejným směrem jako v roce předchozím: v těchto letech již dominoval růst domácí poptávky, zatímco v letech 1992 - 1993 byl růst agregátní poptávky tažen růstem vnější poptávky. Současně se v roce 1995 zvýšil předstih nárůstu domácí poptávky před nárůstem hrubého domácího produktu o 2,9 bodu (z 5,2 bodu na 8,1 bodu).

Dominantní byl růst domácí poptávky

Přitom při zhruba 16,1 % tempu tvorby **hrubého fixního kapitálu** a růstu spotřeby domácností a veřejné spotřeby v rozsahu 3,4 % byla zřetelně vyjádřena preference investic. Míra fixních investic^{8/} (35,8 %) překročila hodnoty, obvyklé v průmyslově vyspělých, ekonomicky stabilizovaných zemích.

Tvorba hrubého fixního kapitálu výrazně předstihla spotřebu

V roce 1995 byl překročen absolutní objem domácí poptávky roku 1989 jako výchozího roku ekonomické transformace. Přestože se proti roku 1994 zvýšil podíl přírůstku HDP na krytí přírůstku agregátní poptávky z 33 % na 35 %, celkový převis domácí poptávky nad vytvořeným HDP - krytí dovozem - vzrostl (viz blíže Platební bilance).

^{7/} Rozumí se nefinanční podniky a korporace s více než 25 pracovníky, resp. 100 pracovníky, tj. cca 55 % všech podniků

^{8/} Míra fixních investic = hrubá tvorba fixního kapitálu / hrubý domácí produkt

Meziroční změny domácí poptávky včetně zásob a jejího krytí ve stálých cenách (mld. Kč)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Domácí poptávka	22,0	-103,6	2,2	3,6	31,9	56,6
HDP	-6,2	-71,6	-27,6	-3,8	10,5	19,9
Čistý dovoz	32,0	-32,0	29,8	7,4	21,4	36,7

Soukromá spotřeba si udržela poměrně vysokou dynamiku

Dynamika spotřeby domácností byla mírně vyšší než v roce 1994. Reálná spotřeba domácností vzrostla o 6,4 %. Její růst byl umožněn růstem reálných příjmů domácností cca o 9,5 % (odhad ČNB) při růstu míry úspor (o 1,3 bodu). Příjmy domácností rostly ve všech jejich základních složkách - mzdách, sociálních i ostatních příjmech. Výdaje byly nadále směřovány především na nákupy zboží a služeb.

Vývoj peněžních příjmů a výdajů domácností (%)

	1994	1995			
	I.-IV. Q	I. Q	I.-II. Q	I.-III. Q	I.-IV. Q
Celkové peněžní příjmy domácností	119,0	117,6	118,3	118,7	119,5
z toho : příjmy z mezd	119,0	117,2	117,9	116,7	118,0
sociální příjmy	114,0	112,7	112,5	115,1	117,2
ostatní příjmy	121,4	120,9	122,1	123,0	122,4
Celkové peněžní výdaje domácností	117,9	118,6	117,1	115,7	116,5
z toho : výdaje za zboží a služby	116,4	115,3	114,4	114,1	114,4
daně, poplatky a příspěvky na soc. zab.	126,3	123,9	119,9	118,7	118,7
ostatní výdaje	117,2	134,1	134,5	123,4	130,0

Maloobchodní obrat reálně vzrostl o 4,8 %

Poněkud mírnější meziroční nárůst reálného **maloobchodního obratu** (o 4,8 %) oproti dynamice soukromé spotřeby (o 6,2 %) signalizoval nárůst těch složek spotřeby, které nejsou zahrnuty do maloobchodního obratu a které mají spíše charakter služeb (cestovní kanceláře, zakázkové služby aj.). Část domácí poptávky byla nadále uspokojována z dovezeného zboží; podíl dovozu spotřebního zboží na reálném maloobchodním prodeji se meziročně zvýšil o 1,6 bodu na 25,4 %. Vyšší podíl dovozů na uspokojování soukromé spotřeby souvisí:

- se změnami ve struktuře nabídky a jí vyvolané změny spotřebních návyků (vyšší podíl tropického ovoce, čerstvé zeleniny, růst počtu automobilů),
- s příjmovou diferenciací společnosti a rostoucím turistickým průmyslem (luxusní a značkové zboží),
- s preferencí vyšší kvality a spolehlivosti u některých skupin zboží.

Pokračoval pokles spotřeby vlády

Stejně jako v předchozích letech transformace **spotřeba vlády** poklesla; celkový meziroční pokles dosáhl 4,3 %. Dynamika poklesu byla tedy výraznější než v roce 1994, i když tento trend byl do určité míry zmírněn vlivem rozpouštění přebytku státního rozpočtu v posledním čtvrtletí. Vliv poklesu spotřeby vlády na agregátní poptávku byl podstatně omezen tím, že byl výsledkem vyjmutí řady organizací z vládního sektoru v důsledku jejich transformace na nerozpočtové subjekty, tedy jejich přesunem do soukromého sektoru. Vedle toho působilo zvyšování příjmů rozpočtových organizací za vlastní činnost.

Relativně vysoké tempo růstu **hrubé tvorby fixního kapitálu** bylo výsledkem celkově příznivého investičního klimatu, restrukturalizací podniků, výrazně oživujícími investicemi do infrastruktury a určitým vzestupem bytové výstavby. Působil zde i rostoucí příliv zahraničního kapitálu a jím stimulovaná poptávka po investicích včetně investic přímo vyvolaných vstupem zahraničních firem do jednotlivých podniků. Investice směřovaly především do podnikatelského sektoru.

Hrubá tvorba fixního kapitálu velmi výrazně vzrostla

Z věcného hlediska byl meziroční růst realizovaných hmotných investic za první tři čtvrtletí (11,2 %) výsledkem výrazného nárůstu strojních investic (o 22 %), zatímco stavební investice vzrostly velmi nevýrazně (o 2,6 %). Rychleji rostly nové investice (13,7 %), zatímco nákup starších investic poklesl o 11,5 % a jejich podíl na celkových investicích se snížil z 10 % na 8 %. Investice směřovaly (podle předběžných údajů za 1. - 3. čtvrtletí) především do podnikatelského nefinančního sektoru (59,4 % všech realizovaných investic), dále do vládního sektoru (18,2 %) a sektoru bank a pojišťoven (13,9 %). Investice domácností tvořily 8,5 % celkových investic. Meziroční dynamika růstu byla sice nejvyšší v sektoru bank a pojišťoven (36,8 %) a domácností (17,1 %), nicméně největší podíl na celkovém meziročním přírůstku investic (který představoval 24,9 mld. Kč ve stálých cenách) připadl na nefinanční podnikatelský sektor (+ 11,5 mld. Kč).

Investice směřovaly především do podnikatelského sektoru

Nejvyššího růstu investic proti předchozímu roku i nejvyšších absolutních přírůstků dosáhly v rámci podnikatelského nefinančního sektoru především odvětví výroby vody, plynu, elektřiny, dopravy a spojů. Podíl investic do zpracovatelského průmyslu na celkových investicích zůstal největší (cca 20 %); meziročně však tyto investice znamenaly pokles o 3,4 %. Předběžné výsledky naznačily výrazné rozdíly v roční dynamice investic v jednotlivých odvětvích zpracovatelského průmyslu (růst investic v textilním průmyslu, koksování a rafinérském zpracování ropy, výrobě strojů a zařízení, naopak nižší investice například do výroby pryžových výrobků).

Mezi velké stavby významné pro příští rozvoj ekonomiky patřily jaderná elektrárna Temelín, výstavba dálnic, odsíření elektráren, přestavba elektrárny Vřesová a výstavba kontilít ve Vítkovicích.

Značný význam při dynamizaci meziročního růstu tvorby fixního kapitálu měl **zahraniční kapitál**. Jeho podíl na celkové tvorbě nepřevyšil dle odhadů v 1. - 3. čtvrtletí 15 %, podíl na meziročním růstu však dosáhl asi 20 - 30 %.

Zahraniční kapitál podpořil růst investic

Přírůstek zásob byl na rozdíl od předchozích tří let kladný. Změny hodnot ukazatele jsou ovšem každoročně ovlivněny statistickými diskrepancemi. Růst zásob byl dále ovlivněn celkovým ekonomickým oživením, a rovněž růstem rozestavenosti, spojeným s investiční dynamikou (nevyfakturované investiční práce a dodávky).

Růst zásob byl spojen především s hospodářským oživením

II. 2. Privatizace

Privatizace české ekonomiky pokračovala standardními metodami velké privatizace jako jsou přímé prodeje, veřejné dražby, veřejné soutěže; přitom docházelo i k postupnému snižování majetkových účastí státu (Fondu národního majetku) na již jen částečně zprivatizovaných subjektech.

Privatizace české ekonomiky pokračovala

Objem zprivatizovaného majetku v rámci realizovaných privatizačních projektů se proti předchozímu roku zvýšil o 5,3 mld. Kč; jeho celkový objem tak ke konci roku činil cca 861 mld. Kč, což představovalo 93 % majetku celkově určeného k velké privatizaci (930 mld. Kč).

*Nesplacené pohledávky
z privatizace poklesly*

Fond národního majetku (FNM) řadou forem (spolupráce s externími firmami, odstoupení od kupní smlouvy, podání návrhů na konkurz) úspěšně usiloval o pokles celkové výše nesplacených pohledávek po lhůtě splatnosti vůči nabyvatelům zprivatizovaných podniků, které tak dosáhly ke konci roku 1995 nejnižší hodnoty v průběhu privatizačního procesu (5,8 mld. Kč, ke konci roku 1994 cca 7,7 mld. Kč). Řada dalších případů (Poldi Kladno) však dosud čeká na řešení.

Privatizace majetku od počátku transformace k 31. 12. 1995

Druh transformace	Objem majetku v mil. Kč
veřejné dražby	6748
veřejné soutěže	18210
přímé prodeje	53382
převod st. podniků na a. s. s využitím kup. privatizace	750143
bezúplatné převody na města a obce	28628
restituce a restituce s dokoupením	4022
celkem	861133

Ke konci roku 1995 držel stát zhruba 25 % majetku ze schválených privatizačních projektů

FNM se podařilo realizovat kromě běžných prodejů majetku a akcií i některé významné prodeje akcií, které dočasně vlastnil a měl připraveny pro **prodej strategickému partnerovi**. Z tohoto pohledu byla největší privatizační akcí roku 1995 veřejná soutěž na minoritní podíl 27 % akcií a.s. SPT Telecom, na 49 % akcií a.s. Česká rafinářská, dále na 51 % Třineckých železáren a pod.

Ke konci roku 1995 držel Fond národního majetku část akcií v 1 119 akciových společnostech, z celkového počtu 1 742 a.s. Hodnota **podílové účasti FNM v a.s.** činila 220 mld. Kč, t.j. 25,6 % z majetku realizovaného podle schválených privatizačních projektů. Kromě doprivatizace majetkových účastí FNM zbývá ještě dokončit privatizační projekty s majetkem 30 mld. Kč a rozhodnout o privatizaci 663 podniků s majetkem cca 40 mld. Kč. Tímto by měl být ukončen masový proces velké privatizace majetku v České republice.

Podíl nestátní sféry na tvorbě HDP dosáhl v roce 1995 63,8 %

Vlivem privatizačního procesu se postupně zvyšoval **podíl nestátní sféry na tvorbě HDP**; podle údajů ČSÚ činil tento podíl 63,8 %. V jednotlivých odvětvích dosáhl přitom podíl nestátní sféry rozdílných hodnot, v zásadě se pohyboval v rozmezí 65 - 95 %. Z hlediska prosperity a dynamiky dosahovaly v průběhu roku 1995 lepších hospodářských výsledků soukromé podniky v porovnání s podniky státními.

Podíl nestátní sféry dosáhl v průmyslu na výrobě zboží cca 65 %, ve stavebnictví na objemu stavebních prací cca 90 %, podobně i u ostatních odvětví české ekonomiky, tj. v obchodě, ve službách i v zemědělství se pohyboval v rozmezí 90 - 95 %. Příznivější výsledky soukromých podniků dokumentuje například vývoj produkce průmyslových podniků: zatímco se u státních průmyslových podniků zvýšila meziročně reálná výroba zboží k 31. 12. 1995 o 2,1 %, u soukromých společností produkce vzrostla o 9,9 %. Rovněž produktivita práce se zvýšila u soukromých podniků více (o 11,3 %) než ve státních podnicích (o 9,3 %). Podobných výsledků dosáhlo i stavebnictví.

Pozitivní byl vliv standardních metod privatizace

Dosavadní zkušenosti ukázaly, že **standardní způsoby privatizace** spojené se získáním konkrétních vlastníků vedly v rozhodující většině případů velmi rychle k efektivní restrukturalizaci (včetně inovace výroby, vytváření nové podnikové strategie, zlepšení technologie a kvality výroby apod.), která se příznivě odrazila ve zlepšení hospodářských výsledků podniku a konkurenceschopnosti výrobků. Složitější je oproti tomu hodnocení investičních fondů, které disponují téměř 70 % majetku (cca 230 mld. Kč) nabízeného v kupónové privatizaci.

Celkový **dosavadní příspěvek investičních fondů** na restrukturalizaci podniků je obtížné vyhodnotit. V řadě podniků byly investiční fondy manažery podniků, aktivně vykonávaly vlastnické funkce, jiné fondy se často spokojují s rolí pasivního správce portfolia cenných papírů podniků.

Role investičních fondů byla ale nejednoznačná

Někde byla dle názoru managementu činnost fondů ve správních radách pozitivním prvkem. Na straně druhé existuje značná část managementu české podnikové sféry, která se domnívá, že zástupci fondů v představenstvech podniků nebyli pro podnik přínosem. Mnohé fondy se samy bránily vykonávat vlastnická práva a povinnosti v rozsahu, v jakém je obvykle vykonávají soukromí vlastníci. Vyplývá to i z faktu, že v tak krátké době nemohly stovky fondů vždy a v plném rozsahu najít potřebné odborníky, které by delegovaly do správních orgánů. V každém případě jsou však investiční fondy určitou protiváhou managementu podniku na rozdíl od jednotlivých drobných akcionářů.

II. 3. Trh práce, mzdy, produktivita práce

Obdobně jako v předchozím roce byl trh práce především pod vlivem zrychlujícího se hospodářského růstu a současně i dosaženého stavu restrukturalizace ekonomiky. Meziroční nárůst **celkové zaměstnanosti** v národním hospodářství se mírně zrychlil (o 0,5 bodu) a dosáhl podle odhadu ČNB 1,3 % (podle odhadu ČSÚ 1,5 %). Přitom pokračovaly změny ve struktuře zaměstnanosti jak z pohledu odvětví, tak velikosti organizací i vlastnických forem.

Již druhým rokem celková zaměstnanost mírně rostla

Zaměstnanost rostla především v malých podnikatelských organizacích (o 5 %), které se ke konci roku podílely na celkové zaměstnanosti zhruba 35 - 39 %. Naopak u větších organizací včetně rozpočtové sféry zaměstnanost podle odhadu ČNB klesla o 0,8 %.

Zaměstnanost rostla u menších organizací

Návazně na předchozí roky transformace rostla dále zaměstnanost v *terciárním sektoru*, zatímco zaměstnanost v primárním a sekundárním sektoru poklesla. Proti předchozímu roku se snížila výrazněji zaměstnanost především v zemědělství a v průmyslu, mírněji v dopravě a ve vnitřním obchodě. Naproti tomu k nárůstu zaměstnanosti došlo v pohostinství a ubytování a ve veřejné správě, velmi výrazný byl meziroční nárůst zaměstnanosti v peněžnictví a pojištnictví. Ve všech uvedených odvětvích tedy pokračoval vývoj, pozorovaný již v roce 1994.

Pokračoval růst zaměstnanosti v terciárním sektoru

Meziroční změny zaměstnanosti podle odvětví (v %)

	1994	I.-III. Q 1995	Podíl na celkové zaměstnanosti
Zemědělství	-6,9	-4,7	6,8
Průmysl	-5,0	-3,2	38,6
Stavebnictví	0,4	0,7	7,6
Vnitřní obchod	-6,7	-1,0	4,3
Doprava	-2,9	-2,0	9,2
Pohostinství a ubytování	5,5	6,2	0,9
Veřejná správa	8,8	6,7	5,1
Peněžnictví a pojištnictví	16,9	10,8	2,5
Ostatní (školství, nemovitosti atd.)	-3,1	0,7	25,0
Národní hospodářství celkem	-2,8	-0,8	100,0

Pozn. : údaje za celou rozpočtovou a podnikovou sféru za organizace nad 25 zaměstnanců, v průmyslu nad 100 zaměstnanců

Zvyšoval se počet pracovníků soukromého sektoru

Míra nezaměstnanosti se trvale pohybovala na velmi nízké úrovni

Z hlediska *vlastnických forem* došlo v průběhu roku 1995 k dalšímu posílení nestátního sektoru na celkové zaměstnanosti; koncem třetího čtvrtletí již dosáhl 66,8 %.

Nezaměstnanost se udržovala trvale na velmi nízké úrovni. Proti roku 1994 se počet nezaměstnaných evidovaných úřady práce snížil o 8,1 % na 153 tis. a celková **míra nezaměstnanosti** se snížila o 0,3 bodu na 2,9 %, přičemž její sezónní výkyvy byly velmi nízké. Obdobně jako v předchozím roce byl trend míry nezaměstnanosti mírně sestupný a byl především ovlivněn hospodářským růstem. Dílčí indikací rostoucí poptávky po pracovní síle byl i rostoucí počet volných pracovních míst (o téměř 1 5 % na 88 tis.); na jedno volné pracovní místo tak připadlo ke konci roku 1,7 osoby proti 2,2 osobám v roce předchozím.

Současně však trval problém nesouladu *struktury volných pracovních míst a struktury nezaměstnaných*; tento problém se projevoval celkově i v jednotlivých regionech jak u kvalifikovanějších profesí tak profesí méně kvalifikovaných a v neposlední řadě i v jednotlivých věkových skupinách. Indikací těchto dílčích nerovnováh na trhu práce byly například přijímání zahraničních dělníků ve stavebnictví, textilním průmyslu, zvyšující se podíl absolventů škol na celkovém počtu evidovaných nezaměstnaných (13 %) aj. Ke změně došlo i v zaměstnanosti mužů a žen: proti předchozímu roku se podíl žen na celkovém počtu nezaměstnaných snížil o 0,4 bodu na 57,6 %.



Míra nezaměstnanosti klesla ve většině regionů

Mírný pokles míry nezaměstnanosti měl všeobecný charakter, neboť byl zaznamenán ve většině **regionů**; pouze v severočeském regionu se nezaměstnanost proti předchozímu roku zvýšila.

Ve všech regionech došlo k mírnému snížení míry nezaměstnanosti s výjimkou Prahy (kde se nejnižší míra 0,3 % nezměnila), severomoravského regionu (kde bylo snížení míry nezaměstnanosti výraznější - o 0,8 procentního bodu) a severočeského regionu, který jediný zaznamenal nárůst míry nezaměstnanosti (meziročně o 0,4 bodu). Vyšší než 5 % míru nezaměstnanosti ke konci roku 1995 vykázaly okresy severočeského (Most 7,4 %, Louny 7,3 %, Teplice 6,5 % a Děčín 5,7 %) a severomoravského (Karviná 6,6 %, Nový Jičín 5,9 %, Přerov 5,4 %) regionu.

Přitom však nadále přetrvávaly v míře nezaměstnanosti značné rozdíly mezi jednotlivými regiony; tento stav lze vidět nejen jako důsledek měnící se struktury ekonomiky, ale i adaptability a nižší mobility jednotlivých profesních skupin. Řešení tohoto problému není jednoduché. Z uvedeného pohledu přijatá opatření vlády přispěla k řešení složité situace v nezaměstnanosti ve vybraných regionech cestou podpory soukromého podnikání a rozvoje místní infrastruktury.

Mzdy, produktivita práce

Celkový vývoj **nominálních příjmů z mezd** (který tvoří cca 46 % celkových příjmů domácností) vyústil během období leden - listopad 1995 v 16,6 % růst v porovnání s rokem předchozím; v absolutních hodnotách tak nominální příjmy z mezd dosáhly hodnoty 405,4 mld. Kč. Podle odhadu ČNB lze očekávat celoroční zrychlení dynamiky nominálních mezd proti roku 1994 o 1 bod na 18 % (tj. na 448,7 mld. Kč). Reálné příjmy z mezd vzrostly o 6,7 %.

Dynamika celkových mezd zůstala vysoká

Na meziročním růstu celkového objemu mezd se v 1. - 3. čtvrtletí 1995 ve výši 45,9 mld. Kč podílela dynamika průměrných mezd ve sledovaných organizacích^{9/} (při současně velmi nízkém poklesu počtu pracovníků) z cca 44 % (20,3 mld. Kč), dále mírně klesající, i když stále vysoká dynamika průměrných mezd u malých organizací (cca 22 %, tj. 10,2 mld. Kč) a konečně růst počtu pracovníků v malých organizacích (+ 15,4 mld. Kč). Z provedené analýzy vyplývá, že malé podniky ve sledovaném období absorbovaly rozhodující část uvolněných pracovníků velkých podniků. Současně v malých podnicích klesá předchozí vysoká dynamika růstu průměrných mezd a přibližuje se dynamice růstu průměrných mezd velkých podniků.

Faktory růstu celkového objemu nominálních mezd

Pro mzdový vývoj, měřený změnou **průměrných nominálních mezd**^{9/}, byl rovněž v průběhu roku 1995 charakteristický trvalý (relativně rychlý) růst. V prvním pololetí mzdy rostly rychleji, přestože ještě trvala platnost podmínek mzdové regulace; ve druhém pololetí se tempo růstu průměrných nominálních mezd poněkud snížilo, jejich celoroční nárůst 17,5 % byl však vyšší než v roce 1994.

Průměrné nominální i reálné mzdy výrazně vzrostly

Meziroční nárůst průměrných nominálních mezd (v %)

	1994	1995
I.Q	14,9	16,5
I.-II.Q	15,3	18,0
I.-III.Q	16,4	17,2
I.-IV.Q	17,1	17,5

Růst průměrných reálných mezd dosáhl 7,7 %

Při jen mírně vyšším tempu růstu průměrné nominální mzdy (za sledované organizace) v roce 1995 proti roku 1994 byl meziroční nárůst **reálných mezd** výrazně rychlejší; zatímco v roce 1994 dosáhl 6,5 %, v roce 1995 to již bylo 7,7 %. Z **odvětvového pohledu** rostly průměrné nominální mzdy v roce 1995 rychleji v podnikatelské (o 18,2 % za 3. čtvrtletí) než v rozpočtové sféře (o 14,4 %).

Při poměrně rychlém růstu průměrných mezd se rovněž dynamizoval **růst produktivity práce v jednotlivých odvětvích**^{10/}; výsledkem bylo zlepšení v porovnání s předchozími lety transformace, i když nepříznivý poměr dynamiky obou veličin zůstává zachován. Podle odhadu ČNB se celkový reálný růst národohospodářské produktivity^{11/} meziročně zrychlil o 1,7 bodu na 3,5 %.

Růst produktivity práce v průmyslu a stavebnictví dynamizoval

9/ Rozumí se u průmyslových a obchodních podniků nad 100 zaměstnanců, ostatních podniků podnikatelské sféry nad 25 zaměstnanců a všech podniků rozpočtové sféry.

10/ Rozumí se produktivita práce na 1 pracovníka propočtená na základě výroby zboží.

11/ Národohospodářská produktivita = hrubý domácí produkt na 1 pracovníka

Produktivita práce (výroba zboží v s.c. na 1 pracovníka) v průmyslu vzrostla v roce 1995 ve srovnání s rokem 1994 (ve sledovaných organizacích) o 10,5 %, přičemž průměrná nominální mzda vzrostla o 17 %, z toho ve zpracovatelském průmyslu vzrostla v tomto období produktivita práce v b.c. o 20,4 % při růstu průměrné nominální mzdy o 17,4 %, v průmyslu dobývání nerostných surovin vzrostla produktivita práce o 10,8 % při růstu průměrné nominální mzdy o 14,2 %, v průmyslu výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody vzrostla produktivita práce o 8,3 % při růstu průměrné nominální mzdy o 18,2 %. K rychlejšímu růstu produktivity práce před růstem průměrných mezd došlo u 9 průmyslových odvětví (ze 17 sledovaných), které se na celkové výrobě podniků nad 100 zaměstnanců podílely v b.c. 48,2 %.

Průměrná nominální mzda ve stavebnictví (ve sledovaných organizacích) vzrostla proti roku 1994 o 14,8 %, přičemž produktivita práce (v s.c.) vzrostla o 8,9 % a reálná mzda vzrostla o 5,2 %.

Snížil se předstih růstu průměrné mzdy před národohospodářskou produktivitou práce

Trend ke zmírnění předstihu růstu průměrných mezd před národohospodářskou produktivitou práce byl vykázan i v reálných hodnotách jak naznačuje níže uvedený přehled. Zlepšení vzájemného vztahu těchto veličin navazovalo na snížení dynamiky jednicových mzdových nákladů v běžných cenách (o 3,4 bodu)^{12/}a vedlo ke snížení nárůstu **jednotkových mzdových nákladů**, které byly použity k hodnocení vývoje konkurenceschopnosti ekonomiky (o 1,5 bodu)^{12/}.

Vývoj produktivity práce a jednotkových mzdových nákladů

	Meziroční změna v %		
	1993	1994	1995
Národohospodářská produktivita práce (HDP ve stálých cenách / počet pracovníků)	0,7	1,8	3,5
Průměrné reálné mzdy	5,0	6,5	7,7
Rozdíl reál. produktivity práce a reál. mezd (v bodech)	-4,3	-4,7	-4,2
Průměrné nominální mzdy	25,0	17,1	17,5
Jednotkové mzdové náklady	24,1	15,0	13,5
Příjmy z mezd na 1 Kč HDP v b. c.	x	4,4	1,3

II. 4. Ceny

V roce 1995 byl dosažen výrazný pokles míry inflace

Inflace, měřená meziročním indexem **spotřebitelských cen**, se výrazně snížila. Ke konci roku 1995 dosáhla 7,9 %, což představovalo meziroční pokles o 1,8 bodu; z pohledu vnitřoročního vývoje inflace kulminovala v dubnu a květnu (+10,2 %), poté v následujících měsících opět směřovala k poklesu. Inflace, měřená jako klouzavý meziroční průměr, dosáhla 9,1 %, což znamenalo proti roku 1994 růst nižší o 0,9 bodu.

Průměrná meziměsíční míra inflace se proti předchozímu roku snížila o 0,15 bodu na 0,66 %. Po odpočtu vlivu zvýšení regulovaných cen, (jejichž celoroční vliv ČNB propočítala na cca 2,4 bodu) průměrná měsíční inflace poklesla na 0,46 % proti 0,63 % v roce 1994.

^{12/} Jednicové mzdové náklady = podíl celkového objemu mezd na HDP v běžných cenách; Jednotkové mzdové náklady - index průměrných nominálních mezd / index reálné národohospodářské produktivity práce.

Vývoj spotřebitelských cen v roce 1995

	Meziměsíční změna v %											
	1/95	2/95	3/95	4/95	5/95	6/95	7/95	8/95	9/95	10/95	11/95	12/95
Růst spotřebitelských cen	1,4	0,8	0,3	1,0	0,4	1,1	0,0	0,0	0,9	0,6	0,7	0,5
Centrální úpravy	0,3	0,1	0,0	0,4	0,0	0,4	0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
Měsíční inflace očistěná o centrální úpravy	1,1	0,7	0,3	0,6	0,4	0,7	-0,5	0,0	0,7	0,5	0,6	0,5
	Meziroční změna v %											
	1/95	2/95	3/95	4/95	5/95	6/95	7/95	8/95	9/95	10/95	11/95	12/95
Růst spotřebitelských cen	8,9	9,5	9,6	10,2	10,2	10,0	9,7	9,0	8,6	8,1	8,0	7,9
Roční inflace očistěná o centrální úpravy	8,1	8,5	8,6	9,0	9,1	8,5	7,9	7,2	6,6	5,8	5,7	5,5

Prohloubila se diferenciace cenového růstu obchodovatelných ("tradables") a neobchodovatelných ("nontradables") výrobků a služeb. Ceny zboží, obchodovatelného se zahraničím, vzrostly o 6 % (v roce 1994 o 8,7 %), zatímco ceny neobchodovatelného zboží o 11,9 % (stejně jako v roce 1994). Tento vývoj ukazuje, že ceny řady obchodovatelných položek se již do značné míry přizpůsobily zahraničním cenám a nyní vykazují pomalejší růst, než ceny položek neobchodovatelných.

Rychleji rostly ceny neobchodovatelného zboží

Zvláštní kategorií ve skupině obchodovatelného zboží jsou potraviny, jejichž cenový vývoj je vzhledem k silnému vlivu klimatických podmínek specifický. Ve skupině neobchodovatelného zboží má obdobné specifické postavení skupina regulovaných cen, kde cenový vývoj není ovlivněn tržními faktory a vlivy. Celkový vývoj spotřebitelských cen je z tohoto pohledu výsledkem cenového vývoje čtyř uvedených skupin výrobků a služeb, t.j. "tradables" v členění na potraviny a ostatní a "nontradables" v členění na regulované a neregulované ceny.

Nejrychleji rostly ceny neobchodovatelného zboží a regulované ceny

Vývoj meziročních indexů cen

	12/94	3/95	6/95	9/95	12/95
Spotřebitelské ceny celkem	9,7	9,6	10,0	8,6	7,9
Potraviny - obchodovatelné	12,0	14,7	12,6	6,8	5,4
Ostatní obchodovatelné zboží	5,6	5,5	6,4	7,0	6,5
Regulované komodity	9,0	4,3	6,2	9,2	9,7
<small>(bez pohonných hmot; jsou zahrnuty v ostatním obchodovatelném zboží)</small>					
Ostatní neobchodovatelné zboží	14,2	15,2	17,7	14,0	12,3

Rozhodující vliv na snížení inflace mělo snížení dynamiky růstu cen potravin z 12 % v roce 1994 na 5,4 % v roce 1995, jako důsledek konsolidace zemědělského trhu (zejména v živočišné výrobě), výrazného cenového nárůstu potravin v roce 1994 a příznivějších klimatických podmínek v roce 1995 proti roku 1994. Vliv pohybu cenové hladiny potravin na celkový vývoj inflace je dán vahou této komodity ve spotřebním koši (cca 1/3). Meziroční růst cen potravin kulminoval v únoru a březnu (+ 14,7 %), od dubna se dynamika růstu cen potravin postupně snižovala.

Výrazný pokles cen potravin ovlivnil pokles inflace

Růst cen byl výsledkem působení řady faktorů

Vývoj cen v jednotlivých komoditách spotřebního koše již nepřímo naznačuje, že celkový inflační vývoj v roce 1995 byl výsledkem působení řady faktorů a trendů nákladového i poptávkového charakteru, z nichž za nejvýznamnější lze považovat:

- přizpůsobování domácích cen cenám ve vyspělých zemích,
- růst nákladů u domácích výrobců, vyvolaný zejména růstem mezd,
- úpravy regulovaných cen,
- rostoucí agregátní poptávkou odrážející růst celkových reálných příjmů.

Poměrně nejlépe specifikovatelný je vliv zvyšování **regulovaných cen** na celkový cenový růst, který stejně jako v předchozím roce představoval významnou položku svým více než 30% podílem na celkovém růstu inflace (cca 2,4 bodu, v roce 1994 2,2 bodu).

Vliv vývoje **cen vstupů (produkčních cen)** na růst inflace byl patrný především u potravinářského zboží, kde zmírnění dynamiky růstu spotřebitelských cen potravin bylo ovlivněno zejména sníženou dynamikou růstu cen zemědělských výrobců. Proti tomu u řady komodit nepotravinářského zboží působil na růst spotřebitelských cen rychlejší růst cen průmyslových výrobců.

Například růst cen papírenského a polygrafického průmyslu (meziročně +21,2 %) ovlivnil růst spotřebitelských cen v komoditě "volný čas" (konkrétně růst cen knih, novin a papírenského zboží o 24,1 %), růst cen textilního a oděvního průmyslu (+7,2 %) a kožedělného průmyslu (+11,7 %) ovlivnil růst spotřebitelských cen ve skupině "odívání" (+10,9 %), konkrétně růst cen textilu a oděvů o 10,4 % a obuvi o 12,3 %.

Dynamika cen obchodovatelného zboží se přiblížila dynamice dovozních cen

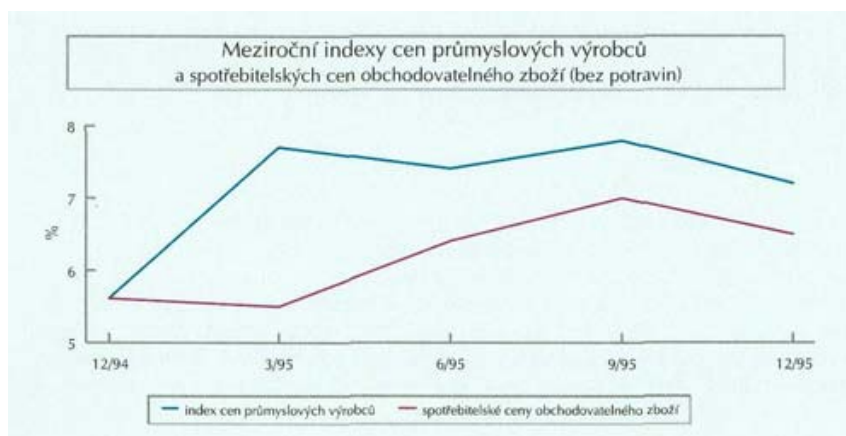
Zahraníční ceny působily na inflaci především prostřednictvím cen obchodovatelných položek ("tradables"), a to jak *zprostředkovaně* (přes růst cen vstupů - produkčních cen) tak *přímo* (růstem cen dovážených výrobků). Přes zrychlení dynamiky růstu dovozních cen proti roku 1994 (v průměru o 5,7 %) zaznamenaly v rámci "tradables" potraviny meziroční zpomalení dynamiky cenového růstu (na 5,4 %) a ostatní výrobky nárůst (na 6,5 %). Obchodovatelné výrobky se pravděpodobně již významně přizpůsobily cenové úrovni zahraničí.

Ceny výrobců

Dynamika růstu cen průmyslových výrobců se zrychlila

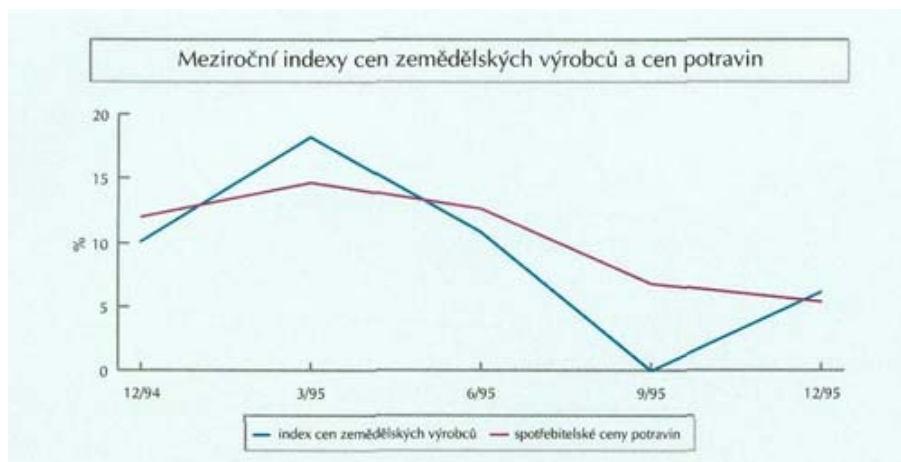
Ceny průmyslových výrobců vzrostly o 7,2 % (v roce 1994 o 5,6 %). Po rychlejším růstu cen v 1. čtvrtletí (meziročně o 7,7 %) se dynamika růstu cen v dalších měsících ustálila. Meziroční růst se pohyboval od dubna do listopadu v rozmezí 7,4 - 7,8 %, v prosinci poklesl na 7,2 %.

Rychlý růst cen na počátku roku reagoval zejména na dynamický růst dovozních cen v prvním čtvrtletí 1995; proti stejnému období roku 1994 vzrostly dovozní ceny v tomto období o 6,5 % (za rok 1995 v průměru o 5,7 %). *Růst dovozních cen* se projevil v řadě odvětví; nejvýrazněji v růstu cen papírenského a polygrafického průmyslu (meziroční růst + 21,2 %), kde růst dovozních cen (buničina, papír, lepenka a výrobky z nich) činil za roku 1995 v průměru 27,3 %.



Tempo růstu cen **zemědělských výrobců** se proti předchozímu roku snížilo o 4 body na 6,1 %. Růst cen byl výraznější v průběhu první poloviny roku, ve druhé polovině roku se tempo zpomalilo. Přitom rychlejší cenový růst zaznamenaly *rostlinné výrobky* (+ 15,6 %) než *živočišné výrobky* (+ 2,8 %); tento cenový vývoj se zásadně liší od vývoje cen v roce 1994, kdy ceny živočišných výrobků zaznamenaly růst o 15,8 % a ceny rostlinných výrobků pokles o 4 %. Změna trendu ukazuje na vyrovnání a stabilizaci poptávky a nabídky v oblasti živočišné výroby a větší citlivost cen v oblasti rostlinné výroby jak na klimatické podmínky (např. nižší úroda brambor), tak na ceny dovážených plodin, především ovoce. Zrychlení dynamiky růstu produkčních cen v průmyslu a jejich zpomalení v zemědělství ovlivnily dynamiku růstu jednotlivých skupin spotřebitelských cen.

Růst cen zemědělských výrobců se zpomalil a dosáhl 6,1 %

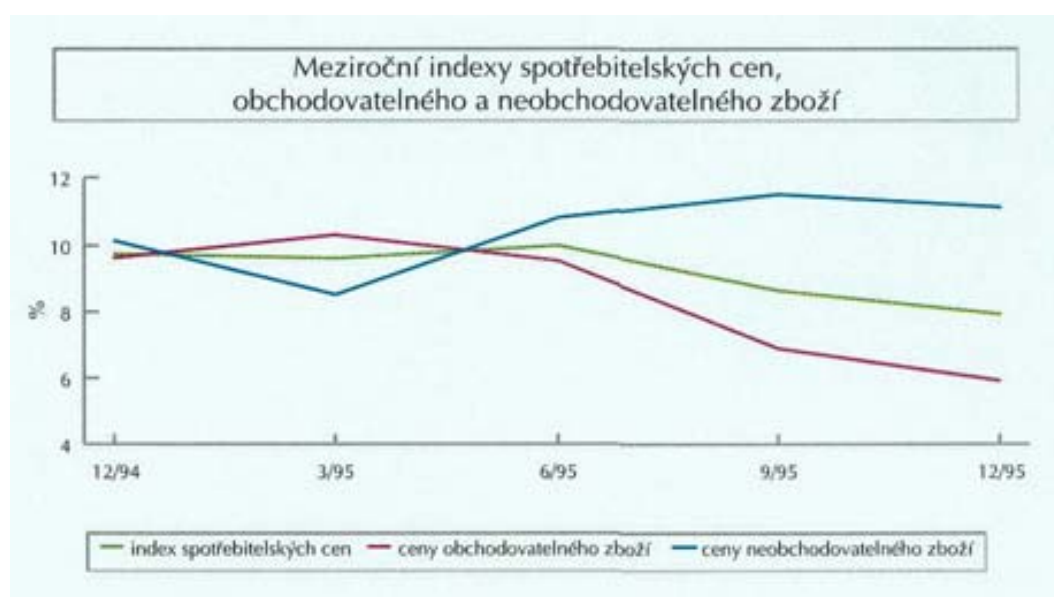


Vliv cen obchodovatelných a neobchodovatelných produktů na inflaci

Vývoj spotřebitelských cen byl ČNB do poloviny roku 1995 analyzován z hlediska vývoje základních komodit výrobků a služeb (od 1.1.1995 10 základních komodit) a z pohledu vývoje regulovaných cen. Od druhé poloviny roku 1995 byla analýza cenového vývoje rozšířena o propočet a hodnocení vývoje cen z pohledu členění zboží a služeb na obchodovatelné (tradables) a neobchodovatelné (nontradables) se zahraničím. Zatímco ceny obchodovatelného zboží jsou bezprostředně ovlivňovány cenami konkurujícího dováženého zboží, u neobchodovatelného zboží tomu tak není a vývoj jeho cen je výsledkem jiných faktorů, především vývoje domácích nákladů (zejména mzdových).

Propočet vychází z rozdělení spotřebního koše na výrobky a služby "tradables" a "nontradables" při použití údajů o vývozu a dovozu výrobků podle klasifikace SITC. Do skupiny "tradables" byly zahrnuty výrobky a služby, které jsou předmětem zahraničního obchodu a to bez ohledu na reálnou výši vývozu a dovozu. U těchto produktů předpokládáme, že ceny, dosahované v zahraničním obchodě, ovlivňují cenovou úroveň na domácím trhu spotřebního zboží a služeb. Do skupiny "nontradables" byly zahrnuty výrobky a služby, které jednak nejsou předmětem zahraničního obchodu vzhledem k jejich obecné neobchodovatelnosti se zahraničím (jejich podíl na spotřebním koši činí cca 12 %, zahrnuje převážně služby), jednak se jedná o převážnou většinu regulovaných cen (podíl cca 20 %). Podle uvedeného propočtu v současnosti činí váha tradables ve spotřebním koši 68 % a váha nontradables 32 %.

Propočty vývoje cen obou sledovaných skupin v letech 1994 a 1995 prokázaly odlišnosti především rostoucí diferenciaci míry cenového růstu (graf). Zatímco ceny obchodovatelného zboží vzrostly v roce 1995 o 6 % (v roce 1994 o 8,7 %), ceny neobchodovatelného zboží o 11,9 % (v roce 1994 o 11,9 %). Dosavadní rozbory tak prozatím prokazují oprávněnost původních předpokladů o rozdílnosti faktorů, ovlivňujících cenový růst v jednotlivých skupinách. Uvedené analýzy tak přispívají ke zlepšení předpovědí vývoje spotřebitelských cen.



III. PLATEBNÍ BALANCE

Celková platební bilance skončila v roce 1995 vysokým přebytkem, což vedlo ke zdvojnásobení devizových rezerv centrální banky. Na českou ekonomiku nezvyklé pasivum obchodní bilance bylo důsledkem zrychlení růstu domácích investic a růstu dovozu pro výrobní a soukromou spotřebu. Zvýšila se i dynamika vývozu, i když její tempo bylo značně nižší než u dovozu (tempo vývozu bylo vyšší o téměř 4 % než v předchozím v roce). Přebytek kapitálového účtu se proti roku 1994 ztrojnásobil a v jeho struktuře došlo k růstu všech základních komponentů: přímé investice se oproti předchozímu roku zvýšily více než trojnásobně, portfoliové investice se zvýšily o 47 % a převažovaly zde nákupy zejména akcií, ostatní kapitál vzrostl o 130 %. Z hlediska časové struktury kapitálových toků došlo ke zvýšení obrátu krátkodobých transakcí, ale podíl salda těchto operací na kapitálovém účtu poklesl (z 20 % na 14 %). Čerpání zahraničních půjček podnikatelskou sférou zůstalo na úrovni minulého roku. Na přílivu zdrojů se významně podílel bankovní sektor. Výsledek na kapitálovém účtě je zřejmým důsledkem zvýšení přitažlivosti české ekonomiky pro zahraniční investory, zlepšené situace na kapitálovém trhu a současně zrychleného růstu ekonomiky. Makroekonomické prostředí pro kapitálové transakce bylo v ČR výrazně atraktivnější v důsledku přijetí nového devizového zákona, který deklaroval širší vnější směnitelnost měny a vstupem ČR do OECD. Méně příznivým aspektem bylo zvýšení přílivu krátkodobého kapitálu motivovaného úrokovým diferencíalem při fixním režimu devizového kurzu. Opatření ČNB v závěru 1. pololetí vedla ke zlepšení situace, celkový trend však pokračoval. S ohledem na převažující příčiny deficitu běžného účtu a soustavně rostoucí přebytek kapitálového účtu lze vnější pozici české ekonomiky hodnotit jako stabilní.

III. 1. Běžný účet

Běžný účet platební bilance se v průběhu roku 1995 vyznačoval zvyšováním deficitu, který podle předběžných odhadů ČNB dosáhl 50,2 mld. Kč (1,9 mld. USD) na rozdíl od vyrovnanosti v předchozím roce. Deficit **běžného účtu** byl především vytvořen ve směnitelných měnách, kde dosáhl částky 38 mld. Kč (1,4 mld. USD). V menší míře byl dále ovlivněn pasivem běžného účtu z clearingového zúčtování se Slovenskem (za 9 měsíců roku) ve výši 8 mld. Kč a v neposlední řadě i deficitem v oblasti nesměnitelných měn, plynoucím z dodávek plynu z Ruska na splátky vládního úvěru (3,7 mld. Kč). Vzniklý deficit obchodní bilance byl částečně kompenzován aktivem bilancí služeb a transferů.

Běžný účet souhrnné platební bilance skončil deficitem v rozsahu 4,1 % HDP

Souhrnné saldo běžného účtu platební bilance (mld. Kč) x)

	1993	1994	1995
Obchodní bilance	-9,1	-25,6	-104,4
Bilance služeb	29,5	21,1	41,3
Bilance výnosů	-3,4	-0,6	-2,8
Jednostranné převody	-13,6	3,6	15,7
Běžný účet celkem	3,3	-1,4	-50,2
Podíl na HDP v %	0,4	-0,1	-4,2

x) Souhrnným saldem se rozumí inkasa mínus platby běžného účtu ve směnitelných a nesměnitelných měnách.

Schodek obchodní bilance se postupně prohluboval

Rostoucí pasívum **obchodní bilance** bylo založeno rychlejším růstem dovozů než vývozu. Více než dvojnásobná dynamika dovozů v roce 1995 (+ 28 %) než v roce předchozím byla ovlivněna především výrazným růstem spotřební a investiční poptávky (zejména pro výrobní spotřebu a investice) v návaznosti na rostoucí hospodářské oživení a rostoucí zahraniční investice v české ekonomice. Na dovozní aktivitu mělo vliv snížení daně z přidané hodnoty a průměrných celních sazeb dovozu, rozšiřující se domácí obchodní sítí zahraničních společností (budování různých specializovaných obchodních středisek atp.) i zpevňování reálného kurzu koruny. Fyzický objem dovozu se zvýšil o 21,7 %.

Zrychlila se dynamika růstu vývozu

Po stagnaci fyzického objemu vývozu v předchozím roce se během roku 1995 zlepšila dynamika růstu **vývozu**: jeho růst dosáhl 10,3 % a z toho fyzický objem se zvýšil o 2,8 %. Na cenový vývoj u vývozu (růst o 7,3 %) působil příznivě i cenový růst na světových trzích; tento vliv se projevil zejména u cen surovin, chemikálií a tržních výrobků. Naopak cenová úroveň např. strojírenské produkce zůstala na úrovni předchozího roku.

Směnná relace se zlepšila

Cenový vzestup na světových trzích ovlivnil do určité míry i vývoj objemu dovozů; jejich cenový nárůst o 5,7 % se projevil u obdobných skupin zboží jako tomu bylo u vývozu. Navíc došlo ke zvýšení cen paliv především v důsledku přechodu dodávek plynu z nesměnitelných měn (dohodnuté ceny v převoditelných rublech) na volnoměnové platby (na úrovni světových cen). Celkově se **směnná relace**^{13/} zlepšila o 1,5 bodu.

Nejrychleji rostl obchod ze zemí s vyspělou tržní ekonomikou

Z teritoriálního pohledu se zvýšil především **obrat** se zeměmi s vyspělou tržní ekonomikou (na 63 %) a dále se státy s přechodovou a státní ekonomikou (na 32 %). Naopak obrat s rozvojovými zeměmi se snížil v důsledku poklesu vývozu do těchto zemí. Vývozní dynamika byla nejvyšší do zemí CEFTA, zejména do Polska (o 54 %) a dále do zemí Evropské unie (zejména do SRN). Nejrychleji rostly dovozy ze zemí Evropské unie, zejména Francie (o 49 %) a dále Itálie a SRN.

U nejvýznamnějších partnerů byla obchodní bilance aktivní

Na vzniklém deficitu obchodní bilance se významně podílel především obchod s Ruskou federací s pasívem v rozsahu 33 mld. Kč, dále s Itálií, USA a Francií. Naopak přebytkem skončila obchodní výměna s Polskem (7 mld. Kč). Mírný přebytek vykázal i obchod s našimi největšími obchodními partnery SRN a Slovenskou republikou.

Ve zbožové struktuře vývozu nedošlo proti předchozímu roku k podstatným změnám, při obdobných trendech v jeho jednotlivých složkách jeho struktura zůstala v podstatě zachována. Růst byl zaznamenán zejména u tržních výrobků (zahrnujících i řadu polotovarů) o 17 % na 32,4 %. Nadprůměrná dynamika byla zaznamenána i u potravin a chemikálií. Strojírenský vývoz s 12% růstem fyzického objemu zvýšil svůj podíl na 26,3 %; jeho produkce vzrostla zejména do zemí OECD při poklesu vývozu do rozvojových zemí. Příznivý trend k poklesu zaznamenal vývoz surovin.

Rychle rostly dovozy pro investice a výrobní spotřebu

Naopak ve **zbožové struktuře dovozu** byly zaznamenány podstatnější strukturální posuny směrem k posílení složky investičního dovozu a dovozů pro výrobní spotřebu. Dovozy strojů a zařízení vzrostly o 30,6 %, čímž zvýšily svůj podíl na celkovém dovozu na 35,6 % a růst polotovarů dosáhl 40 %. Mimoto byl růst dovozů významněji ovlivněn i dovozem surovin a chemických výrobků. Podle propočtů ČNB se investice podílely na dovozech 39 % (123 mld. Kč), výrobní spotřeba 42 % a osobní spotřeba 19 %.

^{13/} Směnná relace je propočtena z výběrových cenových indexů ČSÚ

Podrobnější pohled na strukturu dovozu ukazuje, že dovoz investic ovlivnily dovozy pro objemově významné investiční akce do infrastruktury (Ingolstadt, Telecom, Transgas, Temelín), ekologické dovozy, dovozy pro modernizaci vozového parku a řada dovozů strojních zařízení pro značný počet menších subjektů výrobní a nevýrobní sféry.

Podíl fixního kapitálu na dovozu dosáhl 39%

Na dovozy pro výrobní spotřebu (růst o 32,2 %) působil růst výrobní aktivity Škody Mladá Boleslav, změny cenových podmínek u importovaného plynu z Ruska, dovoz železa a oceli při nízkých cenách z Ruska a Ukrajiny a levnějšího uhlí z Polska. Vzestup cen surovin na světových trzích se promítl do zvýšení objemu dovozů pro výrobní spotřebu (např. ropa, barevné kovy). Dovoz zboží pro osobní spotřebu (růst o 21,6 %) vzrostl zejména u osobních vozů, výrobků z lepenky, korku, dřeva, textilních tkanin, pneumatik, dále u ovoce a zeleniny, léčiv, nábytku, osvětlení, oděvů, obuvi, výrobků z plastických hmot a pod.

Dovozy pro výrobní a osobní spotřebu vzrostly

III. 2. Kapitálový účet

V porovnání s předchozími lety transformace byl **příliv zahraničního kapitálu** vyšší a jeho podíl na hrubém domácím produktu se zvýšil. Rostoucí příliv kapitálu byl ovlivněn především institucionálními faktory a faktory na straně *nabídky*, a to:

Příliv zahraničního kapitálu se dále zvýšil

- zrychlením ekonomického růstu a pokračující privatizací za účasti zahraničních investorů;
- makroekonomickou a politickou stabilitou projevující se zlepšeným hodnocením investorským rizik, které podnítilo i příliv kapitálu krátkodobého charakteru;
- historicky nízkými nominálními kurzy akcií na kapitálovém trhu;
- deklarováním širší směřitelnosti české měny a vstupem do OECD;
- trvajícím vyšší úrovní domácích úrokových sazeb oproti měnám vyspělých tržních ekonomik, při režimu fixního kurzu;
- zesílenými revalvačními expektacemi v závěru roku.

Na straně *poptávky* působila nadále potřeba levnějších a dlouhodobějších zdrojů chybějících v domácí měně při pokračujícím procesu privatizace a restrukturalizace podnikové sféry. Méně příznivým rysem bylo zvýšení přílivu krátkodobého kapitálu v průběhu roku. Opatření České národní banky, přijatá k omezení krátkodobého spekulativního kapitálu, posunula časovou strukturu tohoto kapitálu směrem ke splatnostem nad 1 rok; trend v přílivu kapitálu však pokračoval i po přijetí těchto opatření.

Aktivum **souhrnného kapitálového účtu** dosáhlo (včetně Slovenska) 223,3 mld. Kč.

Souhrnné saldo kapitálového účtu platební bilance (mld. Kč)

	1993	1994	1995
Přímé investice	16,1	21,5	67,0
Portfóliové investice	46,7	24,6	36,2
Ostatní dlouhodobý kapitál	23,8	31,9	87,9
Krátkodobý kapitál	1,6	19,0	32,2
Kapitálový účet celkem	88,2	97,0	223,3
Podíl na HDP v %	9,6	9,2	18,4

Nejvýznamnější byl příliv bankovního kapitálu

Nejsilnějším zdrojem přílivu kapitálu byl **bankovní kapitál** (proudící do ČR zejména přes pobočky a dceřinné společnosti zahraničních bank v České republice); hrubý příliv z tohoto zdroje dosáhl celkově za rok 1995 87,6 mld. Kč, čistý příliv 81 mld. Kč (zahrnuto v položce ostatní kapitál). Většina bankovního kapitálu připlýnula ve formě depozit nad 1 rok (cca 46 %) a ve formě střednědobých a dlouhodobých úvěrů (cca 27 %). Z nich téměř 51 % tvořily syndikátní půjčky.

Čerpání syndikátních půjček mělo stoupající tendenci

Příčinu tohoto rostoucího trendu lze vidět především ve zvyšující se konkurenci mezi tuzemskými a zahraničními bankami a snaze domácích bank snížit svoje nákladové úroky a získat dlouhodobější levnější zdroje ze zahraničí; tento trend byl patrný zejména u větších českých bank. Velká část těchto bankovních úvěrů čerpaných v roce 1995 měla formu **syndikátních půjček**. Jejich výše dosáhla 425 mil. USD, přičemž větší část byla čerpána s pětiletou splatností (350 mil. USD) a menší část s tříletou splatností (75 mil. USD). Úroková přírážka k sazbě LIBOR^{14/} se u těchto úvěrů pohybovala v rozmezí 0,2 % - 0,6 %. Mimořádně nízká úroveň této přírážky je výsledkem přebytku volných prostředků na mezinárodních trzích uvedených půjček a zlepšujícího se stupně hodnocení úvěrového rizika ČR i hlavních obchodních bank. Přijímané zdroje jsou používány na úvěry poskytované zejména na financování zahraničního obchodu.

Přímé zahraniční investice se výrazněji zvýšily

Čistý příliv **přímých zahraničních investic** byl ovlivněn postupem privatizace s účastí zahraničního kapitálu v ČR a celkově v roce 1995 dosáhl částky 67 mld. Kč; jejich celkový objem tak vzrostl za období let 1990 - 1995 na 154 mld. Kč (5,8 mld. USD). Největšími investory byly Švýcarsko (26,5 %), Nizozemí (28,8 %) a Německo (22,2 %). Výrazné zvýšení této formy přílivu kapitálu souvisí se značné míře s investicemi do Telecomu, Škody Mladá Boleslav a podniků vybraných americkou investiční společností Stratton Investment.

Portfóliové investice se podstatně zvýšily proti roku 1994

Vývoj **portfóliových investic** realizovaných na tuzemském kapitálovém trhu byl vedle obecně působících faktorů významně ovlivněn vstupem akcií z druhé vlny kupónové privatizace na tento trh a rozšířením nabídky dluhopisů. Akciový trh byl obohacen o řadu akcií, které podnítily zájem zahraničních investorů. Na oživení aktivity investorů včetně zahraničních působily pravděpodobně i cenové pohyby na kapitálovém trhu vyvolané ve druhém pololetí operacemi Plzeňské banky a aktivity americké společnosti Stratton.

Portfóliové investice směřovaly především do akcií

Souhrnný čistý příliv portfóliových investic dosáhl za sledované období částky 36,2 mld. Kč, což je o 11,5 mld. Kč (o 47 %) více než v roce 1994. Přitom nejvíce bylo investováno do **akcií** (61 %). Tato skutečnost souvisí zejména s oživením trhu akcií ve 3. čtvrtletí a s jejich převážně nízkými cenami, které se stávají pro zahraniční investory potenciálním zdrojem dosahování zisků, které mohou být i vyšší, než z rozdílů úrokových sazeb u obligací.

Nejvíce tuzemských cenných papírů denominovaných v korunách bylo k 31. 12. 1995 vlastněno investory z Velké Británie (50 %), USA (22 %) a SRN (6 %). Oproti roku 1994 se podíl Velké Británie snížil (o 12 %) ve prospěch zejména investorů z USA, SRN a Rakouska. Investovaný kapitál směřoval zejména do peněžnictví včetně státního dluhu (54 %), energetiky (17 %) a dopravy (13 %). V porovnání s rokem 1994 vzrostly nejvíce investice do dopravy, a to téměř o 13 %. Změny u ostatních odvětví byly méně výrazné.

Čisté čerpání peněžních úvěrů zůstalo na úrovni minulého roku

Objem **peněžních úvěrů** čerpaných českými firmami v zahraničí i v roce 1995 dynamicky rostl (o 25 %); čisté čerpání těchto úvěrů se však s ohledem na realizované splátky zvýšilo pouze o 1,2 mld. Kč na 40,9 mld. Kč. Ve struktuře užití těchto zdrojů se zvýšil podíl investic a provozních nákladů při současném poklesu podílu nákupů

^{14/} Nejnížší sazba mezinárodního mezibankovního devizového trhu v Londýně.

nemovitostí. Většina úvěrů byla čerpána od nerezidentů z Velké Británie (32,2 %), SRN (29,8 %), Rakouska (13,7 %) a od mezinárodních finančních institucí (10,9 %).

Největší odliv kapitálu ve sledovaném roce byl vyvolán vyrovnáním překročení clearingů, které zahrnovalo i splacení mezního úvěru se **Slovenskou republikou** ve výši 27,7 mld. Kč.

Byl splacen mezní úvěr Slovenské republiky

Platební dohoda se Slovenskou republikou byla po vypovězení českou stranou ukončena a od počátku října probíhá vzájemné zúčtování ve volně směnitelných a národních měnách obou republik. Při ukončení clearingového zúčtování dosáhlo překročení mezního úvěru 24,5 mil. ECU, které Česká republika uhradila Slovenské republice ve volně směnitelné měně. Podle dohody mezi ministerstvy financí bylo 75 % ze zůstatku clearingového účtu, tj. 98,6 mil. ECU (3,4 mld. Kč) zapláceno v konvertibilních měnách koncem roku. Zbývající část bude v průběhu roku 1996 uhrazena dodávkami strojírenského zboží českými firmami.

III. 3. Devizové rezervy centrální banky

Zesílený příliv zahraničního kapitálu, projevující se převahou nabídky nad poptávkou na mezibankovním devizovém trhu, se odrazil v růstu **devizových rezerv ČNB** (ČNB odkoupila na uvedeném trhu v roce 1995 za 194 mld. Kč deviz). Stav devizových rezerv se zvýšil o 197,9 mld. Kč a dosáhl tak koncem roku úroveň 373 mld. Kč (14 mld. USD). Tato suma by stačila ke krytí zhruba osmiměsíčního dovozu zboží a služeb ve směnitelných měnách.

Pokračoval růst devizových rezerv



Příliv zahraničního kapitálu ovlivnil i růst **hrubé zadluženosti ČR**; její stav se zvýšil o 5,6 mld. USD na 16,3 mld. USD. Současně došlo v časové struktuře hrubé zadluženosti k posílení krátkodobých závazků; přesto ale nadále převažují dlouhodobé závazky nad krátkodobými (69,3 % proti 30,7 %). Dosažený stav hrubé zadluženosti představuje v relativním vyjádření 35,8 % podíl na hrubém domácím produktu.

Dlouhodobé závazky dosáhly 69,3% podíl na hrubé zadluženosti

Stabilitu devizových rezerv dokumentuje skutečnost, že při růstu hrubé zadluženosti o 9,2 mld. USD mezi roky 1993 až 1995 vzrostla aktiva celé bankovní soustavy vůči nerezidentům o 7,8 mld. USD (o 207,3 mld. Kč). Jejich stav dosáhl koncem roku úroveň 456,7 mld. Kč (17,2 mld. USD), která kryje při současném kurzu cca 45 % celkových běžných a termínovaných korunových vkladů.

IV. VLÁDNI SEKTOR

Stejně jako v předchozích letech byly i v roce 1995 finanční a rozpočtovou politikou sledovány cíle ve snížení podílu rozpočtových výdajů na HDP (umožňující snížení daňového zatížení), stabilizaci nominální úrovně vládního dluhu^{15/} a vyrovnanosti běžného hospodaření rozpočtu. Ve skutečnosti skončilo běžné hospodaření rozpočtu přebytkem v rozsahu 7,2 mld. Kč; významnou skutečností proti předchozím rokům bylo, že tento přebytek již nebyl dosažen úsporami na straně výdajů, nýbrž z rostoucích daňových příjmů v návaznosti na vývoj ekonomiky. Pokles podílu výdajů na HDP (o 0,9 bodu) byl současně doprovázen růstem podílu výdajů na investice. Celkově došlo k poklesu podílu celkového vládního dluhu^{15/} na HDP o 2,8 bodu. Ve struktuře zadluženosti byl zaznamenán i nárůst tuzemské zadluženosti a snížení zadluženosti zahraniční návazně na sekurizaci a splácení zbývajících vládního dluhu u ČNB. Měnové působení vládního sektoru však bylo méně příznivé. Zatímco celkový čistý dluh vládního sektoru u bank v 1. pololetí poklesl a kompenzoval tlak na růst peněžní zásoby dynamizované přílivem kapitálu, ve 2. pololetí naopak vzrostl o 21,3 mld. Kč (z toho v posledním měsíci o 12,4 mld. Kč) a násobil tlak na růst peněžní zásoby a celkové agregátní poptávky v ekonomice v závěru roku a tím i ztěžoval provádění měnové politiky.

Cíle finanční a rozpočtové politiky pro rok 1995

Cíle finanční a rozpočtové politiky pro rok 1995 byly konkretizovány především do následujících záměrů

- omezit přerozdělovací procesy snížením meziročního podílu výdajů státního rozpočtu (resp. veřejných rozpočtů) na hrubém domácím produktu v rozmezí 0,5 - 1,5 bodu;
- stimulovat ekonomický růst snížením daňové kvóty o 1 - 1,5 bodu, zejména u přímých daní; v oblasti daně z příjmů právnických osob byla snížena sazba ze 42 % na 41 % a zvýšena hranice pro placení měsíčních záloh. Standardní sazba daně z přidané hodnoty byla snížena z 23 % na 22 %;
- zajistit nominální stabilizaci vládního dluhu a zajistit vyrovnanost státního rozpočtu ve stabilní struktuře.

V srpnu byla odsouhlasena změna úrovně očekávaného salda SR

Proti očekávání vyšší dynamika růstu hrubého domácího produktu byla impulsem pro srpnovou úpravu původního rozpočtového záměru vládou. Tato **změna** Parlamentem schváleného rozpočtu, spočívající v navýšení rozpočtových příjmů a výdajů předpokládala současně vytvoření výsledného rozpočtového přebytku v rozsahu 9,3 mld. Kč; tento přebytek měl současně neutralizovat stejný finanční objem části rozpočtového přebytku z roku 1994, který byl v druhém pololetí postupně rozpuštěn do ekonomiky na základě červencového schválení Parlamentem ČR.

Běžné hospodaření skončilo přebytkem

Běžné hospodaření státního rozpočtu skončilo přebytkem ve výši 7,2 mld. Kč, což představuje v relativním vyjádření ve vztahu k hrubému domácímu produktu 0,6 %; proti předchozímu roku byl dosažený přebytek nižší o 3,2 mld. Kč. Vedle toho byl rozpuštěn přebytek z roku 1994 a 1993. Na rozdíl od předchozích let transformace, kdy byl přebytek dosahován především úsporami na straně výdajů, je přebytek roku 1995 výsledkem hospodářského růstu; to se projevilo jak vyšším inkasem daňových příjmů, tak vyšším čerpáním výdajů (jejich výsledná meziroční dynamika předstihla příjmy o 0,5 bodu).

^{15/} Rozumí se vnitřní a vnější dluh centrální vlády.

Plnění příjmů a výdajů státního rozpočtu v roce 1995 (mld. Kč)

	Upravený rozpočet 1995	Skutečnost 1995	Plnění v %	Index 1995/1994
Příjmy celkem	446,3	439,9	98,6	112,6
Výdaje celkem	437,0	432,7	99,0	113,8
Saldo	9,3	7,2	77,4	x

Pozn. : původně schválený rozpočet počítal s příjmy a výdaji ve stejné výši 411,7 mld. Kč

Proti upraveným rozpočtovým záměrům byly ale skutečně dosažené příjmy i výdaje nižší. Ke splnění rozpočtu na straně příjmů chybělo 6,4 mld. Kč, výdaje nebyly dočerpány o 4,3 mld. Kč; i výsledné saldo nedosáhlo očekávané úrovně o 2,1 mld. Kč.

Příčinou nižšího plnění celkových **příjmů** bylo nesplnění rozpočtové výše *daně z příjmů* (o 3 mld. Kč) a nižší inkaso *pojistného na sociální zabezpečení* (o 7 mld. Kč). S ohledem na vyšší docílenou dynamiku hrubého domácího produktu proti předpokladům (nominálně 116,7 %) je však možno usuzovat na ještě vyšší výpadek rozpočtových příjmů proti vykázané skutečnosti. Z analytického posouzení vývoje nepřímých daní (*daně z přidané hodnoty a spotřební daně*) vyplývá, že hypotetické ztráty na jejich inkasu činí stejně jako v roce předchozím cca 7 mld. Kč. Lze odhadovat, že možnou příčinou tohoto výpadku byly změny struktury daňových sazeb (vyšší objem zdanitelné tuzemské produkce a dovozu v nižší daňové sazbě 5 %) a daňové úniky.

Upravené rozpočtové příjmy nebyly naplněny o 6,4 mld. Kč

Nižší dynamika *daní z příjmů*, jakož i nižší plnění těchto daní ve vztahu k rozpočtu, bylo ovlivněno především složkou *daně z příjmů právnických osob*. Hlavní příčinou tohoto vývoje lze vidět zejména ve snížení daňového základu u právnických osob, která spočívala v možnosti odpisu nedobytných pohledávek počínaje druhým pololetím roku. Dále je nutné vzít v úvahu i snížení základní sazby pro odvod této daně o 1 % (ze 42 % na 41 %). Příjmy z *pojistného na sociální zabezpečení* nebyly sice naplněny, ale jejich dynamika (115 %) byla zhruba v relaci k dynamice mezd.

	Rozpočet 1995	Plnění v mld. Kč 1. - 12. 1995	Plnění v %	Index 1995/1994
Příjmy celkem	446,3	439,9	98,6	112,6
z toho :				
DPH	94,0	94,8	100,9	110,5
Daně spotřební	53,0	56,7	107,0	122,2
Daň z příjmů	75,7	72,7	96,0	103,6
Příspěvky na sociální pojištění	156,6	149,5	95,5	115,0
Clo	17,0	17,4	102,4	100,0

Celkově byly záměry vlády na **snížování daňové kvóty** splněny. Jejich pokles dosáhl 1,5 bodu, takže podíl daní^{16/} na hrubém domácím produktu dosáhl koncem roku 20,7 % (v roce 1993 tento podíl dosáhl 24,7 %, v roce 1994 22,2 %).

Záměry v poklesu daňové kvóty byly splněny

Celkově nižší čerpání rozpočtových **výdajů** proti záměrům bylo způsobeno především nedočerpáním *neinvestičních výdajů*, a to především v položce *transferů domácnostem* a neinvestičních dotací. Naopak u investičních výdajů, navíc výrazně zvýšených úpravou rozpočtu, bylo nedočerpáno pouze cca 0,6 mld. Kč. Nízké čerpání výdajů na *vládní úvěry* bylo způsobeno nesplněním předpokládaného zahájení II. etapy výstavby vybraných integračních akcí na území Ruské federace.

Těžiště nečerpání výdajů státního rozpočtu bylo v neinvestičních výdajích

16/ Rozumí se daně bez příspěvku na sociální zabezpečení.

	Rozpočet 1995	Plnění v mld. Kč 1. - 12. 1995	Plnění v %	Index 1995/1994
Výdaje celkem	437,0	432,7	99,0	113,8
v tom běžné výdaje	372,2	369,5	99,3	108,9
z toho : transfery obyvatelstvu	157,5	151,3	96,1	110,4
neinvest. dotace podnikům	28,9	25,2	87,2	91,6
dotace místním rozpočtům	16,3	16,3	100,0	54,7
kapitálové výdaje	56,2	55,6	98,9	167,0
z toho : investiční výdaje ROPO x)	37,1	36,4	98,1	122,6
investiční transfery podnikům	4,6	4,6	100,0	124,3
vládní úvěry	8,5	7,6	89,4	105,5

x) Rozpočtové a příspěvkové organizace

Dále se snížil objem přerozdělovaných prostředků přes SR

Celkový vývoj výdajů státního rozpočtu (SR) při dosažené tvorbě hrubého domácího produktu potvrdil další omezení **přerozdělovacích procesů** prostřednictvím státních financí. Z pohledu jednotlivých výdajových položek však tento klesající trend nebyl jednotný, neboť podíl *investičních výdajů* vykazoval v souladu se záměry vlády rostoucí trend (o 1,4 bodu). Zvýšené investiční výdaje byly směřovány zhruba v rozsahu 30 % do dopravní infrastruktury, 10 % na školství, 13 % na zdravotnictví a 20 % do ekologie a vodního hospodářství.

Z hlediska běžného hospodaření státního rozpočtu dosažený přebytek ke konci roku 1995 lze hodnotit jako měnově pozitivní aspekt realizace fiskální politiky. Na druhé straně použití přebytku státního rozpočtu do ekonomiky z roku 1994 a 1993 ve výši 10,4 mld. Kč anulovalo měnově pozitivní vliv vykázaného přebytku.

Běžné hospodaření místních orgánů skončilo schodkem

Hospodaření místních rozpočtů dle předběžných údajů skončilo v roce 1995 schodkem 3,2 mld. Kč^{17/}, který byl o 2,1 mld. Kč vyšší než v roce 1994. Rozpočtový schodek místních orgánů byl ovlivněn především zvýšenými výdaji proti předpokladům o 22,3 %; tyto výdaje byly směřovány jednak na nákupy zboží a služeb a jednak byly určeny na investice do místní infrastruktury s cílem podporovat rozvoj v regionech.

Zadluženost místních orgánů se zvýšila o 4,2 mld. Kč

Obdobně jako v předchozím roce se místní orgány snažily posílit svoji finanční základnu půjčkami ve formě přímých úvěrů od bankovní soustavy nebo emisí komunálních obligací mimo bankovní sektor; tyto prostředky byly určeny zejména na rozvoj municipální infrastruktury. Celková hrubá zadluženost se tak v průběhu roku 1995 podle předběžných údajů zvýšila o 4,2 mld. Kč na konečný stav ke konci roku ve výši 17,3 mld. Kč.

Finanční hospodaření místních orgánů, měřené tzv. čistou pozicí u bankovní soustavy^{18/} se vyznačovalo po celý rok značnou převahou vkladů nad úvěry. K jejímu snížení došlo až v závěru roku v důsledku obvyklých výdajů v tomto období, především kapitálových výdajů.

Čistá pozice místních rozpočtů se zhoršila

Podle předběžných údajů dosáhla čistá **pozice u bankovního sektoru**^{18/} koncem roku 15,6 mld. Kč, což je o 2,7 mld. Kč méně než tomu bylo koncem roku předchozího. Tento pokles byl důsledkem vyšší zadluženosti místních orgánů u obchodních bank (o 2,4 mld. Kč proti konci roku 1994) jak ve formě přímých úvěrů (+ 1,9 mld. Kč), tak emisí komunálních obligací umístěných u bank (+ 0,5 mld. Kč). Dále na úroveň aktivní (depozitní) pozice také negativně působil schodek běžného rozpočtového hospodaření, který ke konci roku 1995 dosáhl 3,2 mld. Kč^{17/}a byl o 2,1 mld. Kč vyšší než v roce 1994.

17/ Rozumí se bez zapojení vlastních fondů, výnosů a úvěrů u komunálních obligací.

18/ Čistá pozice místních orgánů u bankovní soustavy - rozdíl mezi celkovými vklady a úvěry místních orgánů.

Ve vztahu k bankovnímu sektoru se celkově vývoj jednotlivých složek veřejných financí odrazil v nárůstu tzv. čisté zadluženosti vládního sektoru u bankovní soustavy o 4,6 mld. Kč proti stavu dosaženému koncem roku 1994; centrální vláda se na tomto přírůstku podílela 1,4 mld. Kč, místní orgány 2,7 mld. Kč, zdravotní pojišťovny 0,6 mld. Kč a ostatní vlivy - 0,1 mld. Kč. Negativním faktorem byl značně nerovnoměrný vývoj v průběhu roku, neboť již tradičně došlo ke kumulaci nárůstu čistého úvěru vládě v závěru roku - ve 4. čtvrtletí v rozsahu 20,9 mld. Kč; tento přírůstek byl založen snížením přebytku státního (7,2 mld. Kč) a místních (4,2 mld. Kč) rozpočtů, užitím přebytku z roku 1994 dle rozhodnutí Parlamentu (6,1 mld. Kč) a zbytek vyrovnaním clearingových účtů.

Proti roku 1994 se čistý úvěr vládě u bank zvýšil

Hrubá zadluženost všeobecné vlády^{19/} se ke konci roku 1995 proti východisku snížila o 3,5 mld. Kč, z toho snížení hrubé zadluženosti ústřední vlády o 7,3 mld. Kč bylo částečně kompenzováno zvýšením hrubé zadluženosti místních orgánů.

Hrubá zadluženost všeobecné vlády se snížila, ale celkový veřejný dluh vzrostl

Příznivý výsledek dosažený snížením hrubého dluhu všeobecné vlády byl však negován zvýšením hrubého dluhu FNM o 7,2 mld. Kč, což ovlivnilo úroveň celkového dluhu, který se zvýšil o 3,7 mld. Kč.

Příjmy FNM z privatizace za rok 1995 (jako samostatného rozpočtu) převýšily výdaje o 4 mld. Kč; tento přebytek byl docílen v tzv. části velké privatizace (+ 7,2 mld. Kč), neboť v části malé privatizace skončilo finanční hospodaření FNM schodkem (3,4 mld. Kč).

Finanční hospodaření FNM skončilo přebytkem

Prostředky z velké privatizace v celkovém rozsahu 28,4 mld. Kč byly v roce 1995 použity zejména na dluhovou službu (10,7 mld. Kč), peněžní vklad do a.s. (nákup akcií 6,1 mld. Kč), splátky krátkodobých dluhopisů (4 mld. Kč) a splátku úvěru u ČNB (3,7 mld. Kč). Z prostředků malé privatizace byly převedeny do školství 3 mld. Kč, do Státního fondu životního prostředí 1,6 mld. Kč, dále byly hrazeny náklady na restituce a náklady likvidace státních podniků.

Celková čistá pozice FNM u bank se zhoršila. Zhoršení čisté pozice FNM vůči bankovnímu sektoru o 3,0 mld. Kč bylo způsobeno především emisí obligací k posílení rezervního fondu Konsolidační banky.

Proti roku 1994 se čistá pozice FNM u bank zhoršila

Závěrem lze konstatovat, že vládní sektor působil z měnového hlediska v průběhu roku 1995 rozdílně. Zpočátku prevažoval pozitivní vliv tvorby přebytku běžného hospodaření na vývoj peněžní zásoby. Ve druhém pololetí se začaly postupně projevovat negativní vlivy - především z důvodu rozpuštění přebytku z roku 1993 a 1994 do ekonomiky, z důvodu nárůstu zadluženosti FNM emisí obligací a růstu zadluženosti místních orgánů (úvěry od komerčních bank a emise komunálních obligací). Expanze výdajů státního rozpočtu se koncentrovala do závěru roku, kdy zesílila tlak na růst peněžní zásoby a celkové agregátní poptávky. Výsledně tedy přešel vládní sektor z pozice obezřetného fiskálního chování v průběhu roku do pozice expanze.

Vládní sektor se choval koncem roku expanzivně

19/ Rozumí se centrální vlády, místních rozpočtů, státních fondů a zdravotních pojišťoven.

Finanční a rozpočtová politika v letech 1993 -1995 z pohledu střednědobých záměrů

Základním východiskem při koncipování finanční a rozpočtové politiky na příslušný rok jsou tzv. střednědobé principy, vymezující základní zaměření této politiky. K těmto principům patří především

- příspěvek zachování makroekonomické stability vyrovnanými rozpočty,
- podpora ekonomického růstu cestou snižování daní, posilování výdajů na infrastrukturní investice,
- působení finanční politikou na transformaci ekonomiky cestou snižování podílu výdajů na hrubém domácím produktu.

Z analýzy výdajů státního rozpočtu provedené Českou národní bankou je zřejmé, že v období let 1993-1995 došlo k

- reálnému snižování přerozdělování prostřednictvím státního rozpočtu, resp. veřejných rozpočtů. Zatímco v roce 1993 podíl výdajů na HDP dosáhl 39,2 %, v roce 1994 se tento podíl snížil na 36,6 % a v roce 1995 dále poklesl na 35,7 %. Snižování se odehrává výhradně v neinvestiční oblasti, zatímco investiční oblast je selektivně posilována s preferencí infrastrukturní složky,
- pozvolnému poklesu výdajů na veřejnou spotřebu proti celkové soukromé spotřebě (1993 - 18,2 %, 1994 - 17,5 %, 1995 - 17,2 %) s tím, že se snižují výdaje na veřejnou spotřebu obyvatelstva,
- poklesu daňové kvóty (podíl daní bez příspěvku na sociální zabezpečení na HDP: 1993 - 24,7 %, 1994 - 22,2 %, 1995 - 20,7 %) s tím, že k rychlejšímu poklesu dochází u přímých daní; nejvýraznější podporu ekonomického růstu tedy představovalo snížení efektivního daňového zatížení podnikatelské sféry;
- reálnému oddlužování vládního sektoru (podíl na HDP: 1993 - 17,6 %, 1994 - 15,6 %, 1995 -12,8 %).

Z komplexního posouzení výsledných tendencí v letech 1993 - 1995 je tedy zřejmé, že jsou splněny rozhodující střednědobé úkoly stanovené pro rozpočtovou oblast. Z měnového pohledu pak lze hodnotit dlouhodobou roli rozpočtového hospodaření pozitivně, neboť vytváření rozpočtových přebytků podporovalo měnovou stabilitu.

V. MĚNOVÁ POLITIKA A MĚNOVÝ VÝVOJ

Cílem měnové politiky v roce 1995 bylo další snížení inflace. Dosažení tohoto cíle bylo komplikováno trvajícím inflačním tlakem a intenzivním přílivem zahraničního kapitálu; ten dynamizoval přímo či zprostředkovaně (jako úvěrový zdroj) růst peněžní zásoby. ČNB pokračovala ve sterilizačních opatřeních. Rozhodnutí o zrušení mzdové regulace a očekávané rozhodnutí Parlamentu o užití rozpočtového přebytku roku 1994 vedlo ČNB k zpřísnění měnové politiky koncem 1. pololetí. Celkový rozsah sterilizace se v průběhu roku zdvojnásobil. Vlivem kumulace více faktorů byl růst peněžní zásoby proti předpokladům vyšší. Byl však nižší než v minulém roce při rychlejším růstu nominálního HDP a nižší míře inflace. Nedošlo k uvolnění měnové politiky, a to jak z pohledu vztahu dynamiky peněžní zásoby a nominálního HDP, tak z pohledu vývoje reálných úrokových sazeb. Index spotřebitelských cen se pohyboval pod spodní hranicí intervalu očekávaného růstu (7,9 %). Tento výsledek je možno považovat s ohledem na dosud neukončené přizpůsobování relativních cen, omezenou úroveň soutěže na některých trzích a rychlý hospodářský růst za úspěch.

V. 1. Měnová politika

Měnová politika České národní banky byla zaměřena k **dalšímu poklesu inflace**. Zajištění tohoto cíle nebylo jednoduché, neboť zde působila řada faktorů ve směru zvyšování cen. Zejména šlo o to, že

Cílem ČNB v roce 1995 bylo dále snížit míru růstu inflace

- zesílil hospodářský růst, který byl spojen s vysokou vnitřní poptávkou, umožněnou i intenzivním přílivem kapitálu; současně pokračoval proces restrukturalizace ekonomiky,
- proti poklesu inflace působil i vzestup světových cen surovin, jakož i intenzivní substituce domácí výroby dovozem,
- zesílily mzdové požadavky,
- zvyšoval se rozsah úprav dosud centrálně regulovaných cen.

Na základě komplexního posouzení všech podmínek očekávaného měnového a hospodářského vývoje byl pro rok 1995 kvantifikován cíl v růstu inflace v intervalu 9 - 11 % při zachování stabilního devizového kurzu. Jako konzistentní s uvedeným poklesem míry inflace byl odhadován růst peněžní zásoby (měřené peněžním agregátem M2²⁰) v koridoru 14 - 17 %.

Cíl v růstu M2 byl stanoven koridorem 14 - 17 %

Mimoto, na rozdíl od předchozího roku, státní rozpočet nepůsobil restriktivně v průběhu celého roku. Rozhodující úlohu při zajišťování desinflace musela za těchto okolností sehrát měnová politika.

Měnovou politikou bylo nutné tlumit potenciální vliv řady inflačních faktorů

Stejně jako v předcházejících čtyřech letech byla významným měnovým faktorem, který napomohl příznivému vývoji inflace, stabilizovaná úroveň měnového kurzu české koruny. Při vysoké míře otevřenosti české ekonomiky právě stabilní úroveň nominálního kurzu (vůči koši tvořenému DEM a USD) brzdila růst cenové úrovně vnějších vstupů (s ohledem na měnovou strukturu dovozu a vývozu a vývoj kurzů DEM a USD) a tak eliminovala vznik jednoho z potenciálních inflačních ohnisek.

Režim fixního kurzu přispěl k příznivému vývoji inflace

Současně ale fixní kurz napomáhal zvýšenému přílivu kapitálu

Na druhé straně ale fixní kurzový režim, připouštějící jen nepatrné kolísání kurzu kolem centrální parity^{21/} měnového indexu, ve spojení s makroekonomickou stabilitou a vysokým úrokovým diferencíálem se stal silným stimulem přílivu zahraničního kapitálu a následně i růstu peněžní zásoby. Za těchto okolností se skutečný kurz pohyboval ve sledovaném období v revalvační polovině fluktuálního pásma (+- 0,5 %). Rostoucí příliv zdrojů na kapitálový účet při současně se prohlubujícím deficitu obchodní bilance vyvolával protichůdné expektace na revaluaci či devaluaci české měny. S ohledem na rostoucí přebytek kapitálového účtu (více než čtyřnásobně převýšil deficit běžného účtu) silily expektace na nominální zhodnocení koruny.

Podstatně se rozšířila směnitelnost české měny

K výraznému přebytku na kapitálovém účtě přispělo i přijetí nového devizového zákona. S platností od 1. 10. 1995 se stala **česká měna směnitelnou**. Tímto zákonem byl liberalizován běžný účet platební bilance a výrazně omezena regulace v oblasti kapitálového účtu. Nadále podléhá regulaci pouze otevírání účtů rezidentů v zahraničí, přímý nákup zahraničních cenných papírů rezidenty, poskytování finančních úvěrů nerezidentům a nákup nemovitostí nerezidenty.

ČNB pokračovala ve sterilizaci volných rezerv

Měnový vývoj v průběhu roku byl tedy silněji než v předchozím roce ovlivňován přílivem **zahraničního kapitálu**. Růst zahraničního kapitálu společně s rostoucí domácí úvěrovou emisí (zčásti zdrojově financovanou rovněž ze zahraničí) vyžadoval zintenzívnění operací na peněžním trhu.

Měnový vývoj v 1.čtvrtletí byl uspokojivý

Na počátku roku probíhal měnový vývoj ještě pod vlivem dosažených příznivých výsledků roku 1994. Dosažená míra inflace, splňující očekávání, vyvolávala pozitivní expektace v ekonomice; potvrzoval to i vývoj výnosových křivek peněžního trhu směřující k poklesu. Vývoj peněžní zásoby byl v tomto období uspokojivý; vedle sterilizačních operací přispěl k tomuto vývoji i sezónní pokles čistého úvěru vládě u bankovní soustavy (o 14,4 mld. Kč) a nižší dynamika úvěrů podnikovému sektoru v 1. čtvrtletí. Sterilizace nadbytečné likvidity v bankovním sektoru byla prováděna pomocí operací na volném trhu s poukázkami ČNB, státními pokladničními poukázkami a poukázkami Fondu národního majetku. V průběhu tohoto čtvrtletí se tak objem těchto cenných papírů v portfoliu obchodních bank zvýšil o 14,2 mld. Kč na 83,3 mld. Kč.

Ve druhém čtvrtletí se růst peněžní zásoby zrychlil především v důsledku zvýšené dynamiky domácí úvěrové emise podnikovému sektoru zčásti financované i ze zahraničních zdrojů. Navíc se i postupně oslaboval "tlumící" vliv pozice veřejného sektoru u bankovní soustavy (během druhého čtvrtletí se čistý úvěr vlády u bank snížil již jen o 2,3 mld. Kč). Mimoto struktura přicházejícího zahraničního kapitálu se začala zhoršovat, když podíl měnově rizikovějšího krátkodobého kapitálu rostl rychleji. Na zhoršující se strukturu přicházejícího zahraničního kapitálu reagovala ČNB v dubnu zavedením rozpětí ve výši 0,25 % při nákupu a prodeji deviz centrální bankou na devizovém fixingu; tím se stávající fluktuální pásmo + - 0,5 % de facto rozšířilo na +- 0,75 %.

Byl proveden další převod vkladů FNM do ČNB

Při rostoucím přílivu zahraničního kapitálu ČNB rozšířila svá sterilizační opatření snižující likviditu obchodních bank. Především bylo dosaženo dohody o převodu vkladů Fondu národního majetku z obchodních bank do ČNB v květnu v rozsahu 6 mld. Kč. Nárůst vkladů FNM u ČNB tak dosáhl za 1. pololetí částky 15 mld. Kč. Zintenzívnila se i sterilizace prostřednictvím operací na peněžním trhu, což se projevilo dalším nárůstem cenných papírů v portfoliu obchodních bank o 12,9 mld. Kč ve druhém čtvrtletí.

V červnu přijala ČNB zpřísnující měnová opatření

Koncem prvního pololetí vláda rozhodla o zrušení mzdové regulace při poměrně rychlém růstu reálných mezd a bylo očekáváno schválení návrhu o využití přebytku roku 1994 v rozpočtovém roce 1995^{22/}. Bylo zřejmé, že realizace těchto rozhodnutí

21/ Centrální parita výchozí úrovně kurzu k 1. 1. 1991 upravená o provedené úpravy struktury měnového koše v mezidobí (vůči které je kurz Kč stanoven).

22/ Tento návrh byl schválen Parlamentem ČR dne 12. 7. 1995.

při očekávané dynamizaci peněžní zásoby vlivem urychlování přílivu zahraničního kapitálu by mohla ohrozit předpokládaný proces desinflace. ČNB proto přistoupila koncem června (22. 6.) k přijetí **zprůšňujících měnových opatření**, která zahrnovala:

- zvýšení diskontní sazby o 1 % na 9,5 % s účinností od 26. 6. 1995,
- zvýšení lombardní sazby o 1 % na 12,5 % s účinností od 26. 6. 1995,
- sjednocení sazeb povinných minimálních rezerv (PMR) z původních 3 % z termínovaných vkladů a 12 % z netermínovaných vkladů na jednotných 8,5 % s účinností od 3. 8. 1995; výjimku tvořily stavební spořitelny a Českomoravská záruční a rozvojová banka, u nichž sazba PMR byla stanovena ve výši 4 %.

Zvýšení povinných minimálních rezerv (důsledek sjednocení sazeb PMR) a zvýšení diskontní a lombardní sazby sledovalo zprůšnění podmínek na peněžním trhu. Protože to však současně znamenalo růst úrokového diferenciálu a tím i potenciální zvýšení přílivu zahraničního kapitálu, bylo navíc přijato regulační opatření v oblasti *devizové likvidity bank*. Maximální limit krátkodobých otevřených pozic komerčních bank vůči nerezidentům byl stanoven ve výši 30 %, max. 500 mil. Kč s účinností od 3. 8. 1995. Přijetí tohoto opatření znamenalo, že krátkodobé závazky (do 1 roku) jednotlivých komerčních bank vůči zahraničním subjektům nemohou převýšit krátkodobé pohledávky o více než 30 %, maximálně však o 500 mil. Kč.

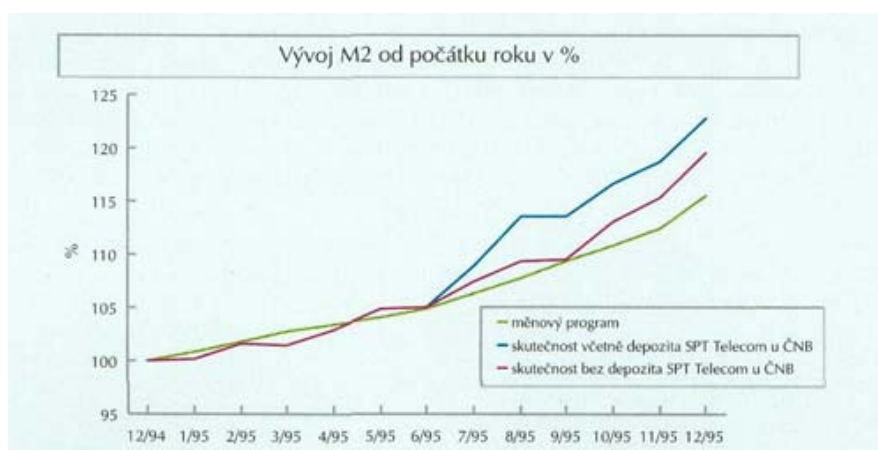
Byla přijata i opatření v oblasti řízení devizové likvidity bank

Na přijetí zprůšňujících opatření měnové politiky ČNB reagoval peněžní trh zvýšením úrokových sazeb a tím došlo k zastavení dosavadního mírného poklesu úrokových sazeb. Návazně reagovaly na tento vývoj i úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů, které se po vzestupu sazeb peněžního trhu vrátily na svoji úroveň z počátku roku. Skutečný dopad přijatých opatření na účastníky trhu při daném inflačním vývoji představoval v ročním vyjádření průměrné zvýšení reálných sazeb u 1 týdenních depozit o 1,2 bodu na 3,3 %; u reálných úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů toto zvýšení dosáhlo 1,7 bodů na 5,2 %.

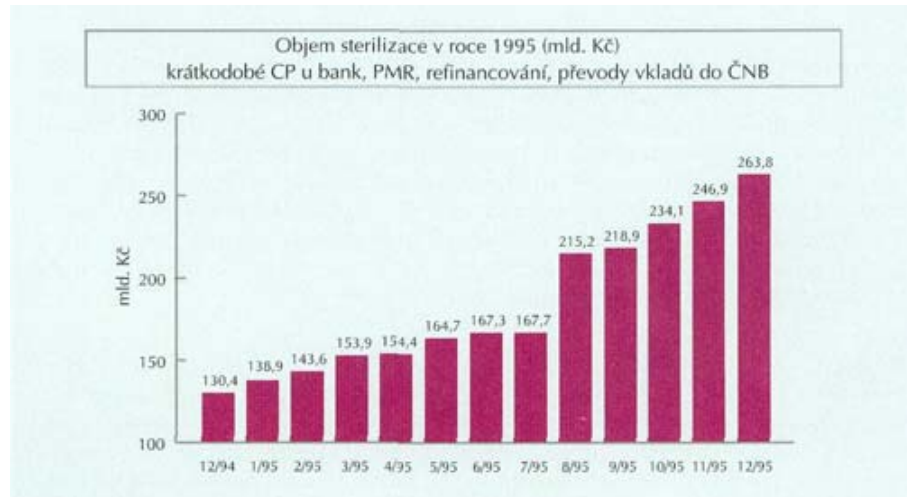
Zprůšnění politiky vedlo k růstu reálných úrokových sazeb

Přes přijatá opatření **růst peněžní zásoby** ve druhém pololetí dynamizoval. Po mírnějším zvýšení dynamiky růstu ve třetím čtvrtletí se rozhodující přírůstky peněžní zásoby koncentrovaly do čtvrtého čtvrtletí. Příčinu tohoto vývoje je nutno vidět především v *kumulaci více růstových, především autonomních, faktorů*. Vedle rostoucí domácí úvěrové emise a přílivu zahraničního kapitálu přispívaly k růstu peněžní zásoby ve druhém pololetí i faktory v předchozím období působící opačným směrem: obnovený růst vládní zadluženosti u bankovního sektoru a výrazný pokles ostatních čistých položek ve čtvrtém čtvrtletí (připsání ročních úroků na účty aj.). Dynamizaci peněžní zásoby v druhém pololetí lze však připsat i výraznému zrychlení hospodářského růstu a tím také poptávky po penězích v tomto období. Přírůstek peněžní zásoby ke konci roku tak byl jen nepatrně nižší než v předchozím roce.

Kumulace růstových faktorů vedla k dynamizaci růstu M2 ve druhém pololetí



Přijatá opatření ke zpomalení přílivu krátkodobého kapitálu se projevila jako účinná, ale intenzita celkového přílivu kapitálu se nesnížila. Vliv přílivu kapitálu na růst peněžní zásoby byl sice neutralizován prohlubujícím se deficitem obchodní bilance a pokračující sterilizací operacemi na peněžním trhu, působení těchto vlivů však nebylo za dané situace zcela postačující a tak v závěru roku dosažený přírůstek M2 převýšil původní záměry o 2,6 bodů (po očištění o sterilizovanou přímou investici do firmy Telecom a přechodné účetní operace obchodních bank k 31. 12. 1994)²³, když dosáhl dynamiky 19,6 %.



Inflace se ale pohybovala pod dolní hranicí očekávaného růstu (7,9 %)

S ohledem na uvedené okolnosti růstu M2 a celkové zpřísnění podmínek pro účastníky peněžního trhu nelze tedy dosažený výsledek hodnotit jako uvolnění měnové politiky. Zpřísnění podmínek potvrzuje nejen růst reálných úrokových sazeb (i v ročním vyjádření), víceméně stagnace úrokového diferenciálu vůči zahraničí v druhé polovině roku, ale i nižší průměrná meziroční změna M2 v porovnání s předchozím rokem (o 5 bodů²⁴). Mimo to stanovený cíl ve vývoji **inflace** byl dodržen; její skutečný nárůst ke konci roku 1995 se dokonce pohyboval pod dolní hranicí proponovaného cíle (7,9 %). Tento fakt nasvědčuje tomu, že překročení peněžní zásoby v předchozím i letošním roce nevytvořilo takový inflační potenciál, který by negativně ovlivnil vývoj cen v roce 1995.

Rok 1995 nebyl jediným rokem transformace, kdy byl růst peněžní zásoby proti očekávání vyšší; cíle v inflačním vývoji však byly dodržovány. Následné analýzy předchozích let transformace dospěly k závěru, že proti očekávání vyšší růst peněžní zásoby v některých letech byl vyvolán charakterem transformačního období, vyvolávajícím vyšší poptávku po penězích. Máme zde na mysli zejména řádový růst počtu soukromých subjektů v ekonomice, vznik a rozvoj kapitálového trhu, rozměr "šedé" ekonomiky ale i další faktory. Tento závěr potvrzují i provedené ekonometrické analýzy, které dosud nepotvrdily jednoznačnou kauzální vazbu mezi vývojem M2 a inflací.

I při jen mírném poklesu růstu peněžní zásoby (M2) proti roku 1994 (19,6 %²⁵/ proti 20 %) došlo k významnému zúžení mezery mezi růstem nominálního HDP a peněžní zásoby, jak ukazuje následující tabulka.

23/S touto firmou bylo dosaženo dohody o uložení depozita ve výši 27,3 mld. Kč k 31. 12. 1995 u ČNB za podmínek mezi-bankovního trhu a tato částka byla ČNB deponována v zahraničí.

24/ Měřeno klouzavou průměrnou meziroční změnou v příslušném roce.

25/ Rozumí se po očištění o vklad Telecomu a výchozího stavu (k 1. 1. 1995) o přechodné účetní operace obchodních bank.

"Gap" mezi nominální změnou M2 a HDP (v %)

	1994	1995
Meziroční změna stavů ke konci roku 1)	5,2	3,2
Klouzavá průměrná meziroční změna v roce 2)	8,9	0,8

1) Rozdíl mezi změnou M2 (prosincové hodnoty) a změnou HDP ve 4. čtvrtletí.

2) Rozdíl mezi průměrnou meziroční změnou M2 a celoroční změnou HDP v daném období.

Pokles tohoto rozdílu ukazuje, že rychleji rostoucí poptávka po penězích vyplývající především z ekonomického růstu byla obsluhována relativně vyšší rychlostí oběhu peněz, což bylo pravděpodobně spojeno s jejich reálně vyšší cenou (úrokovou mírou) proti předchozímu období. Na vyšší rychlost oběhu peněz mimo jiné rovněž působila nižší intenzita faktorů spojených s transformací ekonomiky, které v minulosti působily na zpomalování rychlosti oběhu peněz.

Vztah peněžní zásoby a inflace v ČR

Řada zkušeností v různých zemích dokládá, že nabídka peněz má přímou i nepřímou vazbu na cenovou hladinu. Vzhledem k tomu, že cenová stabilita patří k hlavním cílům měnové politiky ČNB, je zkoumání zmíněného vztahu věnována mimořádná pozornost.

Specifikem ČR zůstává probíhající transformace. Cenová hladina a její struktura jsou dosud vzdáleny stavu ve vyspělých ekonomikách. Postupná konvergence všech ekonomických ukazatelů, a tedy i cen, vnáší do modelu naší ekonomiky prvky naprosto výjimečné a standardními modely neuvažované. Současně probíhá v bankovníctví řada technických změn přibližujících tento sektor světové úrovni, které vedle transformačních změn a nabídky nových finančních instrumentů způsobují podstatné změny v nabídce peněz. Situace je dále komplikována nedostatečnou délkou časových řad, v některých případech lze používat pouze údaje za období posledních dvou let. To odpovídá zpoždění, se kterým se například ve Velké Británii projevuje vliv peněžní zásoby na růst inflace.

V poslední době se objevuje řada studií a analýz, které udávají konkrétní délku zpoždění mezi změnou nabídky peněz a dopadem do inflace - např. šest nebo devět měsíců. Tyto pokusy se snaží obejít výše uvedené problémy modelování zkoumaného vztahu různými zjednodušeními, resp. některé významné okolnosti prostě ignorují. Statistická významnost uvedených závěrů a jejich spolehlivost je proto sporná a omezuje možnost jejich využití pro závažná měnové politická rozhodnutí.

Nicméně existují závažné důvody předpokládat, že tento vztah reálně existuje a dlouhodobě se prosazuje. Výzkumy ve stabilizovaných ekonomikách, kde jsou možnosti sledování a prokázání zmíněných závislostí širší, ukazují na trvalou přítomnost závislosti mezi peněžní zásobou a cenovou úrovní.

Transformační specifika budou ještě určitou dobu zamlžovat a komplikovat zachycení vztahu mezi peněžní zásobou a inflací v České republice, jejich eliminace a nalezení využitelné závislosti je v současnosti předmětem intenzivního, avšak ještě neukončeného výzkumu.

Offset koeficient

Jedním ze základních problémů měnové politiky v roce 1995 bylo udržení vnitřní ekonomické stability v podmínkách masivního přílivu zahraničního kapitálu. Tato situace trvala po celý rok, ale v jeho průběhu se měnila jeho intenzita i struktura.

Tyto masivní kapitálové toky neutralizovala ČNB na volném trhu sterilizací, bez níž by nebylo možno udržet vnitřní měnovou stabilitu. Při těchto operacích vzniká otázka, zda lze vůbec v podmínkách fixního kurzového režimu a velmi liberalizovaného kapitálového účtu provádět tento typ "protioperací". Je tu reálné nebezpečí, že každá operace centrální banky ke snížení likvidity obchodních bank bude mít při fixním kurzovém režimu za těchto podmínek brzy za následek dodatečný příliv kapitálu v obdobně vyšší a celkový dopad drahých sterilizačních opatření bude téměř nulový. Jinými slovy, je nutno předem uvážit, zda v této situaci lze vůbec zmíněnými postupy centrální banky neutralizovat nadbytečný příliv zahraničního kapitálu resp. do jaké míry.

Schopnost centrální banky zajistit přiměřený vývoj peněžní zásoby ukazuje tzv. "offset koeficient" (dále "OK"). Lze jej definovat následujícím způsobem: OK je množství dodatečného kapitálu, který přiteče v určitém období do země jako následek sterilizačních operací centrální banky ke snížení likvidity na mezibankovním trhu. Zde uvažujeme OK pouze jako míru schopnosti centrální banky bránit se nežádoucímu přílivu zahraničního kapitálu, ale obdobně měří OK i opačnou situaci. Výpočet ukazuje schematicky následující rovnice:

$$PZK_t = PZK_0 - b \cdot UCB_t$$

kde PZK_t značí příliv zahraničního kapitálu v čase t , PZK_0 je příliv kapitálu nezávislý na operacích centrální banky, UCB_t je rozsah sterilizačních operací centrální banky a " b " je OK. Hodnota OK se pohybuje obvykle od 0 do + 1. Hodnoty blízké 0 ukazují na téměř úplnou autonomii centrální banky při řízení peněžní zásoby - její operace nevyvolávají žádný významný příliv kapitálu. OK blízký jedné ukazuje na neschopnost centrální banky omezit autonomní růst likvidity na mezibankovním trhu a tedy i následný nárůst peněžní zásoby. OK rovný 0,5 např. říká, že chce-li banka vysterilizovat 1 Kč nadbytečné likvidity, musí provést sterilizační operace ve výši 2 Kč.

Výpočet OK má smysl pouze při režimu fixního kurzu. OK zjišťovaný ve vyspělých zemích v 60. letech dosahoval obvykle hodnot v rozmezí 0,4 - 0,8. Horní hranice tohoto intervalu již ukazovala na velmi omezenou schopnost centrální banky čelit kapitálovým tokům. V případě ČR výpočty za roky 1994 - 95 ukazují na OK v intervalu 0,3 - 0,6. Opakované testy v průběhu roku 1995 ukázaly, že dochází k posunu této hodnoty směrem nahoru. To znamená, že ČNB byla stále ještě schopna realizovat své záměry při řízení měnové politiky, avšak při postupně rostoucích nákladech a ztrátě efektivnosti těchto opatření.

V. 2. Vývoj peněžních agregátů

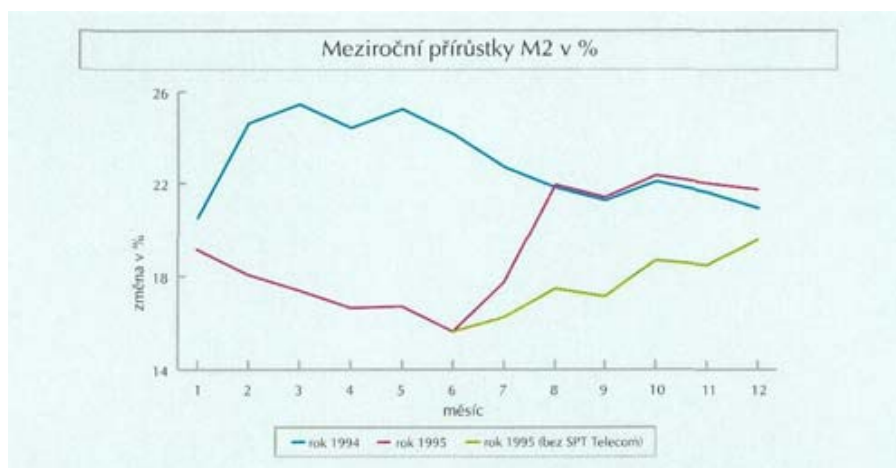
Růst peněžního agregátu M2 byl proti očekávání rychlejší

Celkový přírůstek M2 dosáhl 19,6 %^{26/}

Obdobně jako v předchozích letech byla pro vývoj peněžní zásoby, měřené **peněžním agregátem M2**, charakteristická křivka se sezónním zpomalením v prvních měsících roku a následujícím zrychlením tempa růstu počínaje druhým čtvrtletím.

V prvním čtvrtletí peněžní agregát M2 v porovnání se stavem ke konci roku 1994 zaznamenal pouze mírný růst (+ 1,3 %)^{26/}. Následující přírůstky v jednotlivých čtvrtletích naznačovaly zvyšující se akceleraci růstu: v druhém čtvrtletí 3,7 %, ve třetím čtvrtletí 4,3 %^{26/} a konečně ve čtvrtém čtvrtletí 9,1 %^{26/}. Výsledný přírůstek 19,6 %^{26/} znamenal překročení původních záměrů, které byly vymezeny koridorem 14 - 17 %. Reálný růst M2 dosáhl 11,7 %. Rychlejší růst peněžní zásoby ve druhém pololetí byl ovlivněn i vyšší poptávkou po penězích v souvislosti se zrychlujícím se hospodářským růstem. Mimoto vyšší míra přírůstu ve čtvrtém čtvrtletí byla částečně ovlivněna i sezónním faktorem - připsáním ročních depozitních úroků na účty vkladatelů u některých bank (především u České spořitelny).

Z meziročního pohledu se ale vývoj M2 pohyboval během roku 1995 v nižších hodnotách než v roce předchozím: dosahované meziroční přírůstky M2 v jednotlivých měsících roku již nepřesáhly hodnoty 20 %, což ovlivnilo snížení průměrné hladiny meziročních přírůstků M2 v porovnání s předchozím rokem o 5 bodů.



Až do konce prvního pololetí křivka meziročního vývoje M2 vykazovala trend k poklesu; meziroční růst vykazovaný od druhého pololetí byl především důsledkem rychlejšího růstu zahraničních zdrojů a rovněž také změny vlivu vládního sektoru na vývoj peněžní zásoby ve srovnání s rokem 1994.

Růst M2 byl určován především přílivem zahraničního kapitálu

Příliv *zahraničního kapitálu* s dopadem na peněžní zásobu byl nejdynamičtější složkou na straně **zdrojů růstu M2**, přestože byl částečně absorbován platbami spojenými s rostoucím deficitem obchodní bilance; proti předchozímu roku se jeho objem zvýšil o 63,5 %. V absolutních hodnotách dosáhl jeho příspěvek k růstu M2 již téměř

^{26/} Očištěno o měnově neutralizovaný vklad zahraničního partnera Telecomu jeho uložením u ČNB (počínaje 3. čtvrtletím) a výchozí stav k 1. 1. 1995 očištěn o přechodné účetní operace obchodních bank.

stejných hodnot jako u domácí *úvěrové emise*²⁷, jejíž míra růstu se proti předchozímu roku mírně snížila (o 3,6 bodů na 13,2 %). Přitom byla tato úvěrová emise ve větší míře než v předchozím roce zdrojově kryta z levnějších zahraničních zdrojů, což naznačuje mimo jiné výrazně vyšší růst úvěrů poskytovaných obchodními bankami v devizách (o 123,2 % v roce 1995 proti 67,9 % v roce 1994).

Vládní sektor sehrával v předchozích letech měnové stabilizační úlohu. V tomto směru působil vládní sektor i v první polovině roku, kdy se (především díky sezónně se opakujícím doplatkům daní za předchozí rok) snižoval čistý úvěr vládě u bankovní soustavy (o 16,7 mld. Kč). Ve druhé polovině roku se však zadluženost vlády postupně zvyšovala (zejména ve 4. čtvrtletí) a dosáhla vyšších hodnot než tomu bylo koncem roku 1994.

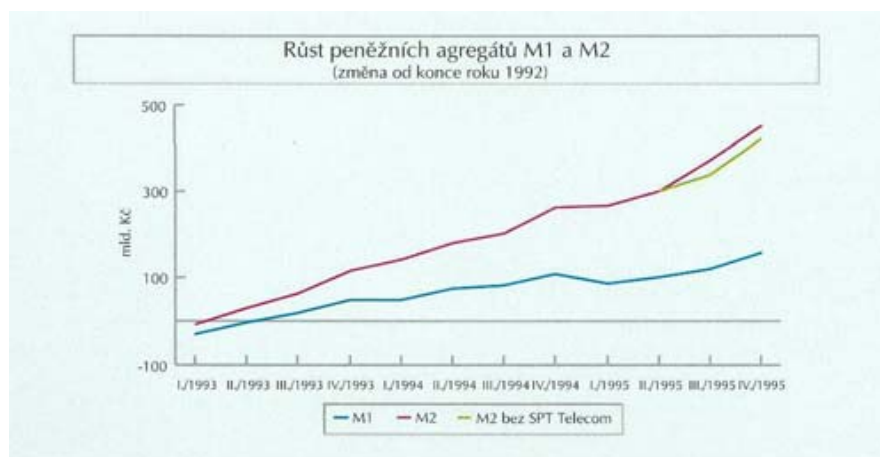
Vliv vládního sektoru na vývoj M2 se ve 2. pololetí změnil

Zdroje růstu peněžní zásoby (mld. Kč)

	I. Q 1995	II. Q 1995	III. Q 1995	IV. Q 1995	1995
Zahraniční zdroje	15,8	17,8	56,6	16,6	106,8
Čistý úvěr vládě	-14,4	-2,3	0,4	20,9	4,6
Čistá pozice FNM	-2,9	-3,3	20,2	-11,0	3,0
Úvěry podnikům	14,9	37,1	33,7	32,2	117,9
v tom : v Kč	5,3	29,2	19,1	10,7	64,3
v cizí měně	9,6	7,9	14,6	21,5	53,6
Úvěry obyvatelstvu	-1,2	-10,2	-0,8	1,3	-10,9
Ostatní čisté položky	-0,7	-7,6	-72,1	24,3	-56,1
Změna M2 celkem	11,5	31,5	38,0	84,3	165,3

I v roce 1995 se při celkovém růstu **peněžního agregátu M2** prosazovala dlouhodobější tendence rychlejšího růstu quasi peněz²⁸ v porovnání s **peněžním agregátem M1**.

Nadále se prosazovala tendence rychlejšího růstu M2 než M1



Proti předchozím letům se růst **quasi peněz** dále zrychlil. Zatímco ještě v roce 1993 byl podíl quasi peněz na celkové peněžní zásobě v podstatě shodný s transakčními penězi (M1) a v roce následujícím se jejich podíl zvýšil o 2,6 bodů, v roce 1995 již quasi peníze představovaly 56,4% podíl na M2.

Podíl quasi peněz na M2 se zvýšil o dalších 3,8 bodů

27/ Rozumí se úvěrově emise ve vztahu k podnikovému sektoru a obyvatelstvu.

28/ Quasi peníze = termínované a úsporné vklady + vklady v zahraniční měně

Přitom již, na rozdíl od předchozího roku, jejich růst nebyl pouze záležitostí korunových termínovaných a úsporných vkladů. Růst zaznamenaly i *devizové vklady* podnikového sektoru v souvislosti s uvolněním pravidel pro zřizování devizových účtů rezidentů.

Převažující část **termínovaných a úsporných korunových vkladů** byla směřována do krátkodobějších vkladů se splatností až do 1 roku. Krátkodobé vklady jsou převažující formou vkladů jak v podnikovém sektoru, tak u obyvatelstva, přičemž se přírůstky vkladů koncentrovaly právě do těchto vkladů.

Ve struktuře korunových vkladů převažují krátkodobé vklady

Časová struktura termínovaných a úsporných vkladů (v %)

	1994	1995
Podniky :		
krátkodobé	60,6	65,6
střednědobé	34,3	30,0
dlouhodobé	5,1	4,4
Obyvatelstvo :		
krátkodobé	47,0	51,2
střednědobé	40,2	37,8
dlouhodobé	12,8	11,0

Faktory posilování krátkodobých vkladů

Naznačený trend posilování krátkodobých termínovaných a úsporných vkladů v obou hlavních sledovaných sektorech lze vidět jako důsledek

- malého rozdílu mezi úrokovým výnosem z krátkodobých a dlouhodoběji uložených vkladů;
- snahy po zhodnocení dočasně volných peněžních prostředků, především v podnikovém sektoru;
- podstatně širší (a měnící se) škály produktů a větší četnosti peněžních institucí než v minulosti, což vede k hledání optimální varianty zhodnocení peněžních aktiv. Je zřejmé, že za těchto okolností není zájmem subjektů v ekonomice ukládat své peněžní prostředky na delší časové období.

V **sektoru obyvatelstva** byly v krátkodobých termínovaných vkladech nejvíce posilovány vklady s roční výpovědní lhůtou; jejich podíl ve struktuře krátkodobých termínovaných vkladů se tak zvýšil na 42 %. Ještě vyšší přírůstky byly zaznamenány v krátkodobých úsporných vkladech tohoto sektoru. V **podnikovém sektoru** převažující část termínovaných krátkodobých vkladů má splatnost do 1 měsíce (cca 52,2 % z krátkodobých vkladů podnikového sektoru); tyto vklady byly také podnikovým sektorem v průběhu roku 1995 nejvíce posilovány (téměř výhradně v rámci krátkodobých vkladů).

V. 3. Úvěry

Domácí úvěry nominálně vzrostly o 14 % (tj. o 114,6 m ld. Kč)

Domácí úvěry dosáhly nominální výše 932,1 mld. Kč, když meziročně vzrostly o 14 %. V reálném vyjádření (po zohlednění růstu cen průmyslových výrobců) vzrostly o 6,4 % proti růstu o 8,6 % v roce 1994.

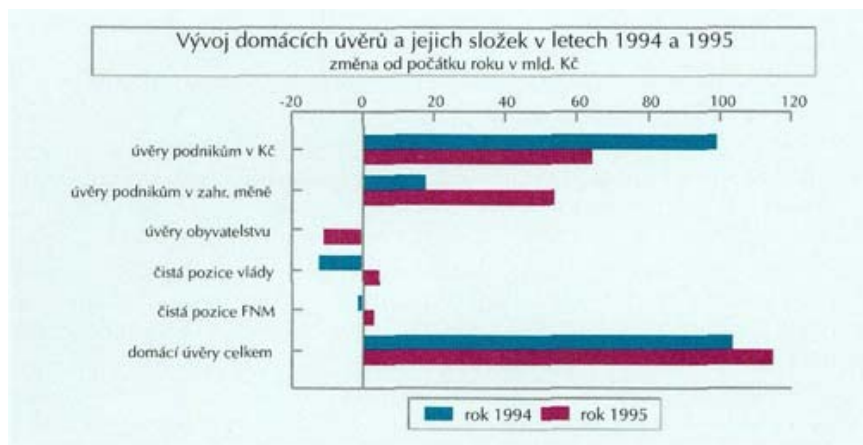
Obdobně jako v předešlých obdobích celková domácí úvěrová emise odrážela vývoj její dominující složky, kterou jsou úvěry podnikové sféry. Jejich nominální růst 15,4 % byl nižší než v roce 1994 (18 %). Uvedený vývoj ovlivňuje i ekonomická situace podniků, když předběžné statistické výsledky naznačují, že hospodářské výsledky nefinančního sektoru vykazují mírné zlepšení. Současně zde působily další vlivy, jako např. obezřetnost bank při poskytování úvěrů vyvolaná nutností předcházet vzniku klasifikovaných úvěrů.

V rámci podnikových úvěrů pokračovala výrazná expanze úvěrů v zahraniční měně (vzrostly o 123,2 %); naproti tomu přírůstek korunových úvěrů 8,9 % zdaleka nedosáhl úrovně roku předešlého (16 %). Na celkovém přírůstku podnikových úvěrů se úvěry v zahraniční měně podílely 45,5 % (proti 15 % v roce 1994).

Expanze úvěrů v zahraniční měně pokračovala

Stagnace úvěrů obyvatelstvu zaznamenaná v předešlých 2 letech byla vystřídána v roce 1995 jejich výrazným poklesem (-10,9 mld. Kč). Tento pokles však byl způsoben jednorázovým faktorem - splacením úvěrů poskytnutých Českou spořitelnou v roce 1994 cca milionu DIKů (akcie DIKů, kteří v jednorozhodnutí lhůtě nesplatili úvěr 10 tis. Kč, byly převedeny do portfolia České spořitelny).

Vývoj jednotlivých položek domácích úvěrů v letech 1994 a 1995 dokumentuje následující graf:



V souladu s transformací vlastnictví a podporou soukromého sektoru rostly dynamicky úvěry v soukromém sektoru při současném poklesu úvěrů státním podnikům. Růst podílu úvěrů soukromého sektoru v roce 1995 dosáhl 8,7 bodu.

V soukromém sektoru je 66,7 % úvěrů

Vzrůst celkového stavu úvěrů vykazaly - až na výjimky - všechna odvětví, jmenovitě v rámci zpracovatelského průmyslu to byl potravinářský průmysl (o 14,2 %, + 5,3 mld. Kč), hutnictví a strojírenství (o 7,0 %, + 6,7 mld. Kč), elektronický a elektrotechnický průmysl (o 5,2 %, + 0,9 mld. Kč), textilní, oděvní a kožedělný průmysl (o 3,2 %, + 0,6 mld. Kč) a dále výstavba a stavebnictví (o 8,6 %, + 2,3 mld. Kč), zemědělství, myslivost a rybolov (o 20,2 %, + 5,2 mld. Kč), výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (o 22,6 %, + 3,6 mld. Kč).

Odvětvová alokace úvěrů

Největší přírůstky úvěrů směřovaly do odvětví obchodu, obdoby, pohostinství a ubytování (+ 15,2 mld. Kč, růst o 7,7 %) a do odvětví zpracovatelského průmyslu (+ 14,9 mld. Kč, růst o 6,2 %).

Úvěrová zadluženost poklesla v lesnictví a těžbě dřeva (o 7,1 %, - 0,1 mld. Kč), dopravě, skladování, cestovním ruchu a spojích (o 6,7 %, - 1,5 mld. Kč), v chemickém a farmaceutickém průmyslu (o 3,2 %, - 0,8 mld. Kč) a v dobývání nerostných surovin (o 2,8 %, - 0,3 mld. Kč).

Nejčastěji jsou poskytovány krátkodobé úvěry

Čtyři pětiny nově poskytovaných úvěrů byly krátkodobé úvěry, struktura bilancí bank se tak přibližuje struktuře obvyklé v tržních ekonomikách.

Časová struktura úvěrů (v %)

	12/94	12/95
Úvěry celkem	100,0	100,0
v tom : krátkodobé	40,7	41,9
střednědobé	30,1	29,1
dlouhodobé	29,2	29,0

Trendy v druhové struktuře úvěrů

V **druhové struktuře úvěrů** (čerpané úvěry dle účelu) lze pozorovat několik trendů

- dominantní a trvale rostoucí podíl *provozních úvěrů* na celkovém stavu korunových úvěrů,
- sestupný trend úvěrů *na privatizaci* vyplývá z ukončení systémové privatizace,
- úvěry na nákup *cenných papírů* akcelerují (jejich výše 5,1 mld. Kč je však z hlediska celkového stavu úvěrů nízká, když představuje podíl 0,6 %),
- v návaznosti na legislativní úpravu poskytování hypotéčních úvěrů bylo zahájeno poskytování úvěrů hypotéčního typu, jejich celkový objem je však zatím malý.

Klasifikované úvěry trvalým problémem bankovního sektoru

I když podíl klasifikovaných úvěrů v úvěrovém portfoliu bank se v druhém pololetí v zásadě stabilizoval vlivem růstu celkových úvěrů a odpisů ztrátových úvěrů ke konci roku, z hlediska objemů pokračuje jejich vzestup. Ve srovnání s předešlým obdobím je zde však patrné zpomalení tempa růstu.

V úvěrech obyvatelstvu převládla sestupná tendence

Úvěry obyvatelstvu reprezentuje blok drobných úvěrů, alokovaný zejména u České spořitelny. Jejich vývoj souvisí s obecným poklesem zájmu obyvatelstva o financování půjčkami, když klienti silně vnímají úroveň úrokových sazeb. Svou roli zde sehrává i náročnost podmínek pro poskytování úvěrů (požadované ručení nemovitostmi, třetími osobami a pod.) a malý zájem bank o jejich poskytování, protože jejich náročnost na práci a čas je stejná, jako u objemově podstatně vyšších úvěrů. Dalším vlivem se jeví větší využívání nabídky leasingových společností při financování koupě např. automobilů a jiných spotřebních předmětů. Privatizace bytového fondu a start hypotéčních úvěrů na bytovou výstavbu zatím tyto úvěry výrazněji neovlivnily.

VI. FINANČNÍ TRHY

Vývoj na finančním trhu byl výrazně ovlivňován především přílivem kapitálu ze zahraničí. Na peněžním trhu se to projevilo tlakem na pokles úrokových sazeb. ČNB intervenovala s cílem odčerpat nadbytečnou likviditu z bankovního systému a působit tak proti poklesu úrokových sazeb. Současně na peněžním trhu narůstal význam tržních instrumentů při implementaci měnové politiky ČNB a tím došlo k dalšímu rozvíjení všech segmentů peněžního trhu - mezibankovního trhu depozit, trhu krátkodobých dluhopisů a repo-trhu. Vývoj úrokových sazeb na peněžním trhu se odrazil do vývoje úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů. Kapitálový trh zaznamenal poměrně značný cenový propad, podstatně se však zvýšily objemy obchodů. Rozšíření nabídky přijetí akcií z 2. vlny privatizace spíše vedlo ke snížení cen. Za růstem objemu obchodů stojí koncentrace vlastnických poměrů. Docházelo k propojování domácích firem i nákupu rozhodujících balíků akcií domácími i zahraničními investory. Příliv zdrojů ze zahraničí se projevil rovněž na mezibankovním devizovém trhu, kde centrální banka trvale odkupovala devizy od obchodních bank. Přes značný rozsah nákupů se však angažovanost ČNB na trhu postupně snižovala, neboť stále větší objem obchodů probíhá mezi bankami.

VI. 1. Peněžní trh

Vývoj na peněžním trhu byl ovlivněn především pokračujícím a postupně se dynamizujícím přílivem kapitálu ze zahraničí. Situaci na peněžním trhu (úrokové sazby na mezibankovní depozita) ovlivňovala především emise likvidity obchodním bankám prostřednictvím nákupů na devizovém fixingu ČNB. Výše takto dodané likvidity (měřeno změnou čistých zahraničních aktiv u ČNB) dosáhla v roce 1995 183 mld. Kč a byla ve srovnání s rokem 1994 téměř dvojnásobná. Obdobný přírůstek emitované likvidity v roce 1994 činil 97 mld. Kč. Příliv kapitálu ze zahraničí se tak stal prostřednictvím nákupů na devizovém fixingu ČNB hlavním faktorem vývoje peněžního trhu, který působil na pokles úrokových sazeb.

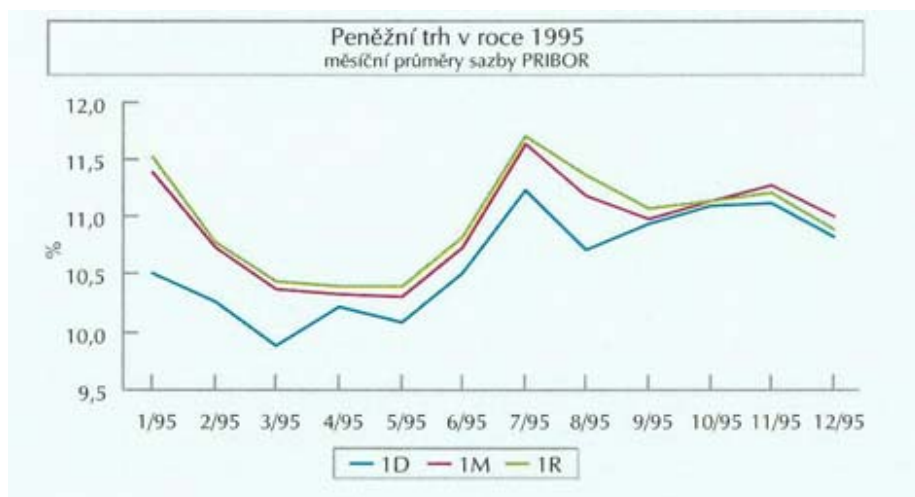
Příliv zahraničního kapitálu působil na pokles úrokových sazeb na peněžním trhu

Po celé období roku 1995 využívala ČNB širokou škálu operací s cílem sterilizovat příliv kapitálu ze zahraničí a tím neutralizovat jeho působení na vývoj peněžní zásoby v ČR. Rozhodující úlohu ve sterilizaci nadbytečné likvidity bankovního systému měly operace ČNB na volném trhu. Operace na volném trhu však neměly standardní podobu, tzn. nebyly prováděny nákupem/prodejem cenných papírů z portfolia vládních cenných papírů u ČNB. Portfolio vládních cenných papírů u ČNB je téměř nulové, a to z důvodu, že zadluženost vládního sektoru u bank je jednoduše velmi nízká a portfolio vládních cenných papírů bylo již dříve použito ke sterilizaci nadbytečné likvidity u bank. ČNB tak byla nucena pokračovat v emisi vlastních krátkodobých cenných papírů a prostřednictvím těchto emisí sterilizovala cca 75 mld. Kč nadbytečné likvidity u obchodních bank. Současně byly prováděny i jiné operace, které neutralizovaly nadměrnou volnou likviditu u obchodních bank. Jedná se například o převody depozit FNM od obchodních bank do ČNB (15 mld. Kč) a sterilizaci přímé investice do SPT Telecom (27 mld. Kč). Na pokles likvidity u obchodních bank působilo i zvýšení PMR v průběhu roku 1995 (20 mld. Kč), vylepšení vládní pozice u ČNB (10 mld. Kč) a zvýšení oběživa (23 mld. Kč). Objem všech těchto operací dosáhl 170 mld. Kč a eliminoval tak téměř celou emisi likvidity prostřednictvím změny čistých zahraničních aktiv u ČNB.

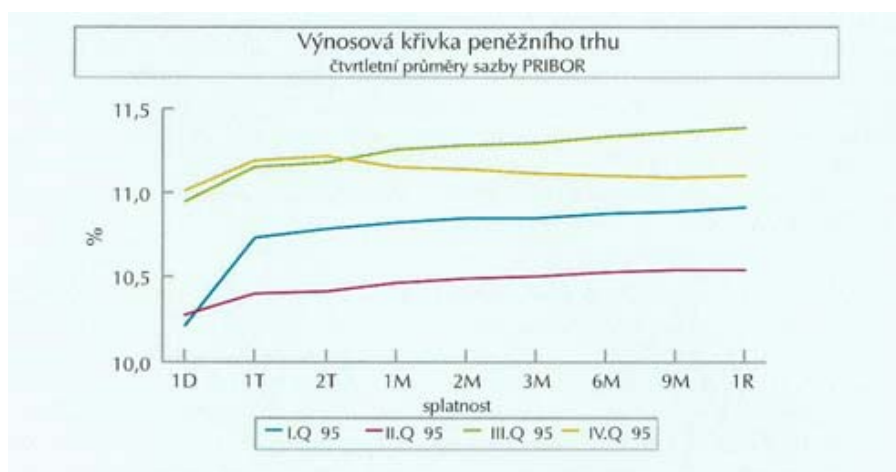
ČNB používala celou škálu sterilizačních operací k omezení dopadu přílivu kapitálu na úrokové sazby na peněžním trhu a tím i na měnový vývoj

Po mimořádném zvýšení úrokových sazeb koncem roku 1994 se úrokové sazby během 1. pololetí vrátily vlivem operací ČNB na původní úroveň. Koncem června ČNB přistoupila k přijetí restriktivních opatření, jejichž výsledkem bylo zvýšení hladiny úrokových sazeb PRIBOR od června do prosince (ve srovnání s lednem až květnem).

ČNB prostřednictvím svých operací účinně ovlivňovala vývoj úrokových sazeb



Pohyb sazeb na peněžním trhu v jednotlivých čtvrtletích je patrný rovněž z výnosových křivek peněžního trhu. Po jejich poklesu v 1. pololetí se ve 3. čtvrtletí výnosová křivka posunula o 1 - 1,5 % směrem vzhůru, což dokumentuje zpřísnění měnové politiky. Na konci roku sazby klesly, ovšem pouze s delší splatností. Důvodem byla skutečnost, že ČNB intervenovala svými operacemi pouze krátký konec výnosové křivky, přičemž kulminující příliv kapitálu působil i na delší splatnosti.



Došlo k rozvoji všech segmentů peněžního trhu

Vlivem rostoucího významu tržních instrumentů při implementaci měnové politiky a v důsledku systematického tlaku ČNB na denní řízení likvidity obchodních bank došlo k rozvoji všech segmentů peněžního trhu - mezibankovního trhu depozit, trhu krátkodobých dluhopisů a repo-trhu.

Mezibankovní trh depozit - nejvýznamnější segment peněžního trhu

Trh mezibankovních depozit je v současné době nejlíkvidnější segment peněžního trhu v ČR vzhledem k vysokým denním objemům obchodovaných prostředků a rostoucímu počtu účastníků těchto operací. Zejména pro kratší splatnosti (cca do 3/M včetně) má dostatečnou vypovídací schopnost. Na PRIBOR začaly obchodní banky postupně vázat rostoucí podíl svých primárních obchodů.

V průběhu roku se prohloubila segmentace tohoto trhu na skupinu velkých českých bank, zahraničních bank a skupinu malých českých bank, která je vyjádřena kreditními linkami. Vedle trhu mezibankovních depozit se však paralelně rozvíjel swapový

trh a repo trh, které umožňovaly chybějící kreditní linky do jisté míry nahradit. Zároveň se postupně začaly vytvářet skupiny malých bank, obchodující zejména s některou z velkých bank, což naznačuje možnost vzniku dvou stupňů v bankovním systému, případně jde o první signály fúzí či vzniku bankovních skupin. Nicméně tento proces svědčí o existenci bonitních malých českých bank, které se tímto způsobem stávají konkurenceschopnými.

Obchodování na trhu mezibankovních depozit bylo trvale soustředěno na kratší splatnosti (90 % obrátů jsou depozita do 2 týdnů, cca 50 % pak O/N), což mělo své příčiny zejména v délce udržovacího období pro PMR, v omezenosti kreditních linek a rovněž v nezbytnosti vytváření dokonalejších procedur pro aktivní použití delších depozit. Při provádění obchodů na delší splatnosti byly častěji využívány mezibankovní úvěry, swapy, a repo-operace. I přes tato omezení došlo v uplynulém roce k nárůstu denních obrátů u referenčních bank v průměru o 2 - 5 mld. Kč, dynamika tohoto trendu se zvyšovala zejména v závěru roku v souvislosti s výrazným přílivem zahraničního kapitálu.

Další rozvoj trhu krátkodobých dluhopisů je patrný jednak v jeho rostoucí likviditě, jednak v postupném zdokonalování technických a organizačních podmínek obchodování. Okruh účastníků tohoto segmentu peněžního trhu, kde hlavní skupinu tvořily subjekty bankovní soustavy, se nadále rozšiřoval rovněž o zahraniční a domácí finanční i nefinanční instituce. Průměrný měsíční obrát mezibankovních obchodů s krátkými dluhopisy dosahoval v druhé polovině roku 1995 objemu cca 13,5 mld. Kč. Zájem nebankovních domácích institucí podnítila i změna emisních podmínek poukázek ČNB, které od 1. 7. 1995 mohou nakupovat i nebankovní rezidenti - právnické osoby.

Další rozvoj zaznamenal rovněž trh krátkodobých dluhopisů

Po technické stránce bylo dosaženo určitých úspěchů při přiblížení se standardním podmínkám zlepšením činnosti systému TKD (systém evidence a vypořádání na trhu krátkodobých dluhopisů), především v oblasti vypořádání obchodů. Po organizační stránce ČNB ve spolupráci s emitenty upravila procedury při primárním prodeji SPP, poukázek ČNB a poukázek FNM, definovala skupiny přímých účastníků pro každý z těchto druhů cenných papírů a jejich aukční limity. Bylo dosaženo i pokroku v etablování skupiny primárních dealerů, jejichž činnost market makerů činí trh krátkodobých dluhopisů více transparentním.

V důsledku přechodu ČNB k dennímu operativnímu řízení měnové politiky na bázi repo-operací a postupnému posilování role těchto operací při sterilizaci přílivu zahraničního kapitálu především v druhé polovině roku došlo postupně k dalšímu rozvoji repo trhu. Vývoj v tomto segmentu peněžního trhu byl pozitivně ovlivněn růstem objemu emitovaných krátkodobých cenných papírů a soustavným tlakem ČNB na nezbytnost denního řízení v obchodních bankách, což podnítilo růst významu mezibankovního repo-trhu. Nezanedbatelný význam mělo rovněž vyřešení některých právních a daňových otázek spojených s repo-operacemi a zpracování české rámcové repo smlouvy.

Posílení repo trhu bylo ovlivněno především růstem objemu emitovaných krátkodobých cenných papírů

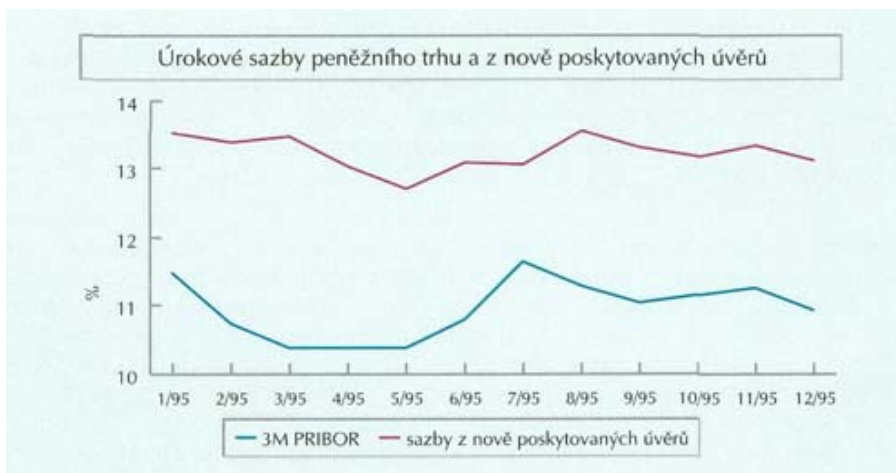
Průměrné měsíční obráty mezibankovních repo-operací v druhé polovině roku dosahovaly objemu cca 20 mld. Kč a doplňovaly omezené kreditní linky na mezibankovním trhu depozit.

Prvním nestátním subjektem, který vstoupil na trh krátkodobých cenných papírů, se v listopadu stala Komerční banka se svou emisí tříměsíčních poukázek. Jednalo se o emisi v objemu 5 mld. Kč v rámci rozsáhlejšího programu. V holandské aukci byl dosažen hrubý výnos 10,85 % (ekvivalentní čistý výnos 8,14 %), tj. méně než výnosy u poukázek ČNB a státních pokladničních poukázek, přičemž objednávky představovaly dvojnásobek emise. Výrazně se tím rozšířily investiční možnosti pro tuzemské i zahraniční subjekty na relativně likvidním trhu.

Komerční banka poprvé emitovala krátkodobé cenné papíry

U úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů se projevoval vliv vývoje sazeb na peněžním trhu

Úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů byly ovlivněny vývojem sazeb na peněžním trhu, tzn., že v období leden - květen poklesly o cca 1 % a od června do konce roku se jejich hladina opět zvedla. V prosinci dosáhla průměrná úroková sazba 13,13 %, z toho u krátkodobých úvěrů do 1 roku 12,9 %, u střednědobých úvěrů od 1 do 4 let 14,23 % a u dlouhodobých nad 4 roky 13,29 %. Vývoj průměrných úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů tak dokládá, že obchodní banky často při poskytování úvěrů váží své sazby k sazbám mezibankovního trhu, které se tak prakticky téměř okamžitě odráží v průměrné výši sazeb z nově poskytovaných úvěrů.



Sazby z celkových úvěrů a vkladů se během roku příliš neměnily

Vývoj klientských sazeb z celkových úvěrů a vkladů byl v průběhu roku velmi vyrovnaný. Sazby z celkových úvěrů se pohybovaly mezi 12,7 - 12,9 %, z celkových vkladů mezi 6,9 - 7,0 %. Zisková marže bank dosáhla ke konci roku 5,8 %, tzn., že v průběhu roku se snížila jen nepatrně - o 0,3 %. výše ziskové marže obchodních bank tak nadále odrážela potřebu obchodních bank vytvářet rezervy na pokrytí značného rozsahu klasifikovaných úvěrů.

Reálné sazby z nových úvěrů i z termínovaných vkladů se zvyšovaly

V důsledku poklesu inflace se v průběhu roku zvyšovaly reálné sazby. Po očištění o inflaci se sazby z termínovaných vkladů pohybovaly v rozmezí 1 - 2 %. Reálné úrokové sazby z nově poskytovaných úvěrů vykazovaly širší rozpětí, v průběhu roku 2,5 - 5 %.

VI. 2. Kapitálový trh

Rok 1995 byl třetím rokem existence českého kapitálového trhu. V jeho fungování a dosažených výsledcích se promítaly zejména tyto faktory:

Vstup akcií z druhé vlny stlačil cenovou hladinu

- podstatné rozšíření dosavadní nabídky akcií o tituly z druhé vlny kupónové privatizace k 1. březnu. To vedlo k prudkému poklesu cen, který se do konce roku nepodařilo eliminovat;

Domácí kapitálový trh pocítil spíše nepřímé dopady v podobě zpomalení či dočasného odložení příchodu zahraničních institucionálních investorů, což se krátkodobě promítlo v lednu a v únoru v nižších akciových obchodech a cenách;

- organizační změny, které byly realizovány s cílem dále se přiblížit standardním podmínkám vyspělých zemí. Na burze došlo
- v září ke zrušení kótovaného a nekótovaného trhu a k jejich nahrazení hlavním, vedlejším a volným trhem. Kritériem pro zařazení cenných papírů na jednotlivé trhy se stal minimální objem emise určený k veřejnému obchodování a striktně stanovený a časově odstupňovaný rozsah informační povinnosti emitenta spolu s minimální délkou jeho podnikatelské činnosti,
- v říjnu k rozdělení cenných papírů do tří obchodních skupin v závislosti na způsobu a frekvenci obchodování s tím, že spuštění obchodů v kontinuálním režimu bylo přesunuto do prvního čtvrtletí 1996.

Burza i RM-Systém realizovaly významné organizační změny

V RM - Systému se v březnu začalo nově obchodovat s bloky akcií, které nabízí Fond národního majetku, od září pak bylo investorům umožněno uskutečňovat přímé transakce mimo automatizovaný systém;

- zahájení činnosti České kapitálové informační agentury, která si dala do vínku zlepšit informovanost investorů a poskytovat jim základní data o emitentech v rozsahu běžných účetních výkazů, případně jim zprostředkovávat další údaje týkající se kapitálového trhu.

Domácí ekonomika vytvářela pro kapitálové investice příznivé klima. Hospodářský růst v průběhu roku akceleroval, míra inflace klesala, míra nezaměstnanosti se po většinu roku držela pod třemi procenty. V mikrosféře stoupala výkonnost firem a při zvyšující se rentabilitě hospodaření se zlepšovala jejich finanční situace. To přispívalo k přílivu zahraničního kapitálu, v jehož přítoku se odrážely rovněž mimoekonomické faktory, zejména zvýšený rating České národní banky udělený agenturou Standard & Poors, přechod k vnější směnitelnosti koruny a přistoupení České republiky ke Konvenci OECD.

Příznivé trendy v domácí ekonomice vytvářely prostor pro kapitálové investice

Nákupy českých cenných papírů byly pro zahraniční investory atraktivní také s ohledem na nízké P/E ratio, které se u řady solidních společností pohybovalo mezi 2 - 8 . To dávalo naději na vysoké budoucí zhodnocení současných investic.

Vývoj cen a obchodů s akciemi v automatizovaném obchodním systému pražské burzy prošel během roku zhruba čtyřmi etapami:

- v první etapě (leden - únor) se obchodovalo pouze s prvovlnovými akciemi. Po krátkém oživení začaly od 10. ledna ceny klesat, v únoru se jejich sestup zpomalil. Index CNB - 120 (se základem k 16. 12. 1993) ztratil za oba měsíce 11,95 %, index celého akciového trhu burzy CNB - GLOBAL (rovněž se základem k 16. 12. 1993) oslabil o 7,75 %.

Čtyři vývojové etapy pražské burzy

Lednový obrát s akciemi byl spolu s dubnovým obrátem nejslabší v roce, v únoru se zvedl mírně nad celoroční průměr. Za oba měsíce byly v průměru na jednu seanci zobchodovány akcie za 76,8 mil. Kč;

- druhá etapa (březen - červen) byla ovlivněna zahájením obchodů s druhovalnovými akciemi, které probíhalo při odlišném nastavení zaváděcích cen v porovnání s RM - Systémem (na burze byly vstupní ceny akcií z druhé vlny v průměru 2,2 krát vyšší) a při maximálně přípustné cenové odchylce mezi seancemi ve výši ± 30 %, a to až do uskutečnění první transakce.

Počínaje březnem se pokles cen akcií výrazně zrychlil. Index ČNB - 120, jehož východiskem se stal 1. březen 1995, spadl do konce června o 43,00 %, index ČNB - GLOBAL (rovněž se základem k 1. březnu 1995) přišel o 45,70 % výchozí hodnoty.

Zájem investorů o druhovlnové akcie vyvolal v březnu vzestup denních obchodů v průměru na 107,4 mil. Kč. Po dubnovém snížení se v květnu dynamika obratu obnovila. V červnu se pak v průměru na jednu seanci prodaly akcie za 80,3 mil. Kč;

Dominantní roli měla koncentrace vlastnictví

- třetí etapa (červenec - září) přinesla růst obchodů i cen, který byl iniciován skupováním významných balíků akcií vybraných společností a investičních fondů. Index ČNB - 120 posílil mezi červencem a zářím o 33,51 % a index ČNB - GLOBAL o 30,02 %.

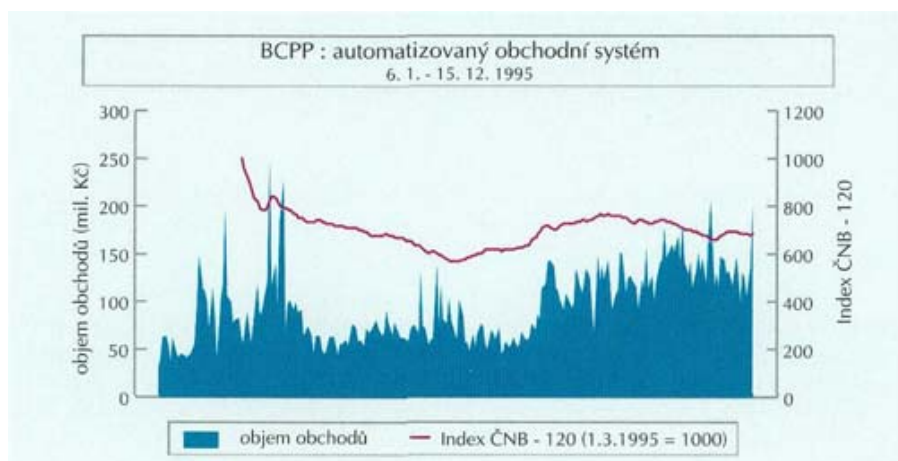
Průměrný denní objem akciových obchodů dosáhl v září 110,5 mil. Kč a překročil tak dosud nejvyšší objem z března;

Prodeje akcií drobnými investory se v závěru roku podílely na cenovém poklesu

- ve čtvrté etapě (říjen - prosinec) pokračoval silný vzestup obchodů s vrcholem v listopadu, kdy se v průměru na jednu seanci uskutečnily transakce za 137,8 mil. Kč. Přetlak nabídky akcií, zejména ze strany drobných investorů, však způsobil cenový pokles, který u indexu ČNB - 120 činil 10,12 % a u indexu ČNB - GLOBAL 8,92 %.

Propad cen v roce 1995 byl hlubší než v předchozím roce

V konečném bilancování uzavřela burza rok 1995 s těmito souhrnnými výsledky: celoroční propad cen dosáhl 39,79 % podle indexu ČNB - 120, resp. 40,68 % podle indexu ČNB - GLOBAL. Propad byl hlubší než v roce 1994, kdy index ČNB - 120 ztratil 24,70 % a index ČNB - GLOBAL 30,30 %. Hlavní burzovní index PX-50, jehož hodnota koncem roku 1994 byla 557,2 bodu, měl po poslední burzovní seanci roku 1995 hodnotu 425,9 bodu, což je ztráta 23,56 %. V automatizovaném obchodním systému se zobchodovaly akcie za 21,4 mld Kč (v roce 1994 za 15,5 mld Kč), což v průměru na jednu seanci představovalo 93,3 mil. Kč (v roce 1994 96,2 mil. Kč). Akcií z první vlny se prodalo za 15,9 mld Kč, s akciemi z druhé vlny proběhly transakce za 5,5 mld Kč. Dvě třetiny obratu se realizovaly s akciemi investičních fondů, peněžních ústavů, energetických firem a společností z dopravy a spojů. K nejprodávanějším patřily akcie Komerční banky, SPT Telecom, ČEZ, IF Komerční banky a Harvardského dividendového fondu.



Z celkového objemu akciových obchodů na burze (124,9 mld. Kč) se v přímých obchodech realizovalo 63,3%, v blokových obchodech 19,6 % a v automatizovaném obchodním systému 17,1 %. Proti roku 1994 se obchody v automatizovaném obchodním systému zvýšily o 38 %, zatímco přímé obchody o 200 %.

Průměrná cena obchodovaných akcií činila v automatizovaném obchodním systému pražské burzy 548 Kč. Průměrná cena realizovaná v přímých obchodech byla 890 Kč a průměrná cena dosažená v blokových obchodech byla 787 Kč.

Objem burzovních obchodů s obligacemi (69,8 mld. Kč) zaznamenal proti roku 1994 nárůst 260 %. Podíl automatizovaného obchodního systému byl zanedbatelný (0,2 %), tedy nižší než podíl v roce 1994 (2,4 %).

Trh s obligacemi zaznamenal výrazný vzestup obchodů

Výnosová křivka měla v průběhu roku jiný trend u zdaňovaných a jiný u nezdaňovaných obligací:

Odlíšný trend výnosových křivek u zdaňovaných a nezdaňovaných dluhopisů

- u zdaňovaných obligací odrážela možnost domácích investorů dosáhnout jejich prodejem přede dnem splatnosti kupónu zahraničním zájemcům a při využití mezistátních smluv o zamezení dvojího zdanění vyššího čistého zisku, než jaký by rezultoval po zaplacení dvacetipětiprocentní daně. Proto se většina investorů spokojovala zpravidla s nižším hrubým ziskem a výnosová křivka měla spíš sestupnou tendenci.

V první polovině roku křivka mírně klesala. Po červnových opatřeních centrální banky (zvýšení diskontní a lombardní sazby) a následném vzestupu mezibankovních sazeb Pribor se výnosová křivka jednorázově zvedla, v poslední čtvrtině roku - po stabilizaci mezibankovních sazeb - pak nabrala opět mírně sestupný trend. Ten byl zesilován zájmem zahraničních investorů o českou měnu po vyhlášení její vnější směnitelnosti, což se projevilo pěti emisemi eurobondů denominovaných v korunách v celkové hodnotě 7,0 mld Kč. Rok 1995 uzavřela výnosová křivka na nejnižší hladině v roce;

- u nezdaňovaných státních obligací, u nichž nelze profitovat na předčasném prodeji do zahraničí, tlačili investoři výnosovou křivku k vyšší hladině. V průběhu roku se její úroveň posunula nahoru zhruba o jedno procento. Závěr roku pak přinesl pokles zájmu investorů o tento typ dluhopisů.

Na burze bylo k 15. 12. 1995 registrováno 1 764 emisí (1 698 akcií, 18 podílových listů a 48 obligací). Na hlavním trhu se obchodovalo s 62 akciemi a 20 obligacemi. Tržní kapitalizace emise akcií a podílových listů na pražské burze dosáhla 478,6 mld. Kč, tržní kapitalizace obligací 87,8 mld. Kč.

V RM-Systému se ceny i obchody s akciemi vyvíjely prakticky shodně jako na burze. Za rok 1995 byly zobchodovány cenné papíry za 25,2 mld. Kč, tj. téměř šestinásobný nárůst proti roku 1994. Pohled na průběh obchodování ukazuje značný růst ve 2. pololetí a od září, kdy započalo na RM-Systému skupování akcií fondů, měsíční objemy překročily miliardu Kč. Markantní byla změna poměru mezi průběžnou aukcí a přímými obchody, které se z počátečního doplňku průběžné aukce staly koncem roku rozhodujícím typem obchodů v RM-S (stejně jako na burze). Proti roku 1994, kdy objem obchodů na RM-S představoval 7 % burzovních obchodů, zvýšil se tento podíl v roce 1995 na téměř 13 %.

Obchody a ceny v RM-Systému sledovaly burzovní trendy



Hladina cen byla v RM-Systému nižší než na burze

Cenová hladina v RM-Systému byla v loňském roce nižší než na burze (průměrné realizační ceny v Kč):

	Burza	RM-Systém
automatizovaný systém	548	314
přímé obchody	890	543
blokové obchody	787	189

Přes nárůst obchodů na burze a RM-S zůstávají hlavním místem obchodování přepážky SCP

Podle počtu převáděných cenných papírů bylo na přepážkách SCP převedeno 65,6 % všech cenných papírů, podle korunového objemu byl tento podíl 61,5 %. Rozhodující podíl přepážek SCP na celkových objemech obchodů při cenách, jaké jsou při převodech uváděny, snižuje transparentnost trhu. Srovnání úplatných převodů veřejně obchodovatelných cenných papírů je uvedeno v následující tabulce:

Objemy a počty převedených cenných papírů v roce 1995

	objem v mlrd. Kč	objem v %	počet v mil. ks	počet ks v %
SCP	356,2	61,7	429,0	65,6
BCPP	195,4	33,9	170,3	26,1
RM-SYSTÉM	25,2	4,4	54,2	8,3
CELKEM	576,8	100,0	653,5	100,0

Ceny akcií se v roce 1995 snížily ve většině "emerging markets"

Pokles cen akcií na pražské burze v roce 1995 měřený indexem CNB-120 o 39,79 % a v dolarovém ekvivalentu o 36,56 % nebyl mezi "emerging markets" nijak výjimečný. K silnému propadu dolarových cen došlo podle indexů IFC (International Finance Corporation) rovněž ve Srí Lance (-39,50 %), v Maďarsku (-35,10 %), v Indii (-34,90 %), v Pákistánu (-33,70 %), ve Venezuele (-32,40 %) a na Tchajwanu (-31,40 %). V Mexiku spadly ceny o 25,50 %, v Brazílii o 20,60 %, v Polsku o 9,20 % a v Chile o 4,60 %. Pouze v osmi z dvaceti pěti sledovaných zemí z Latinské Ameriky, Asie, Afriky, Středního Východu a Evropy se ceny zvedly, a sice v Argentině, v Peru, v Indonésii, v Malajsi, v Řecku, v Jordánsku, v Jižní Africe a v Zimbabwe. V průměru se dolarové ceny akcií na "emerging markets" v loňském roce snížily o 10,30 %.

Ve třetím roce fungování doznal český kapitálový trh řady pozitivních změn. Došlo k posunům v organizační výstavbě, zlepšila se informovanost investorů o emitentech. Zvýšila se citlivost trhu na signály přicházející jak z makro, tak z mikrosféry. Individuálním investorům trh nabídl v krátkodobém horizontu možnost realizovat poměrně vysoké zisky a doplnit své zdroje příjmů. Mnozí z nich této šance využili a prostřednictvím obchodních bank a RM-Systému získali v saldu (jako rozdíl mezi nákupy a prodeji cenných papírů) zhruba 10,5 mld Kč. Další dodatečné příjmy měli z prodeje ve Středisku cenných papírů. Dividendy zatím vyplácí jen omezený okruh firem (12 % všech společností z burzy, 70 % společností z jejího hlavního trhu), výše dividend se však postupně přibližuje průměrným úrokovým sazbám z depozit nabízeným obchodními bankami. U některých společností zabývajících se například zahraničně obchodní, projektovou a stavební činností mohou držitelé akcií očekávat podstatně vyšší výnos z dividend než z depozitních úroků bank.

Celkově přinesl rok 1995 kvalitativní posuny ve fungování českého kapitálového trhu

Určující roli na českém kapitálovém trhu sehrála v loňském roce koncentrace vlastnických poměrů v podobě kapitálového propojování tuzemských firem a nákupu rozhodujících balíků akcií domácími či zahraničními institucionálními investory. Tento proces, ve své podstatě objektivní a zákonitý, vede ke zhoršování likvidity trhu a k zužování reálných příležitostí pro portfoliové investory. Všeobecně proto zesílily požadavky na novou architekturu trhu, především na zakotvení právní ochrany drobných akcionářů v případě, že kontrolu nad společností převezme majoritní vlastník.

Z hlediska objemu obchodů prodělal kapitálový trh ve všech jeho segmentech v roce 1995 bouřlivý rozvoj. Obchody na pražské burze a na přepážkách SCP se proti roku 1994 zvýšily trojnásobně a ještě výrazněji stouply obchody v RM-Systému. Příčinu tohoto vývoje je třeba spatřovat v rostoucím ratingu ČR, promítajícím se do důvěry zahraničních investorů a v urychlujícím se hospodářském oživení.

Pražská burza se rozsahem registrovaných akcií a postupně i objemem obchodů stala významným místem středoevropského kapitálového trhu. Jejím dalšímu rozvoji ovšem nadále brání některé legislativní nedostatky, stále neuspokojivá transparentnost trhu a v některých případech i technicko-organizační potíže.

Dosud nedostatečně plní kapitálový trh úlohu generátora finančních zdrojů pro podnikání a při rozdílnosti cen ve Středisku cenných papírů, v RM - Systému a na burze nedává objektivní informaci o ceně kapitálu. V souhrnu však rok 1995 přinesl ve fungování českého kapitálového trhu pozitivní kvalitativní posuny.

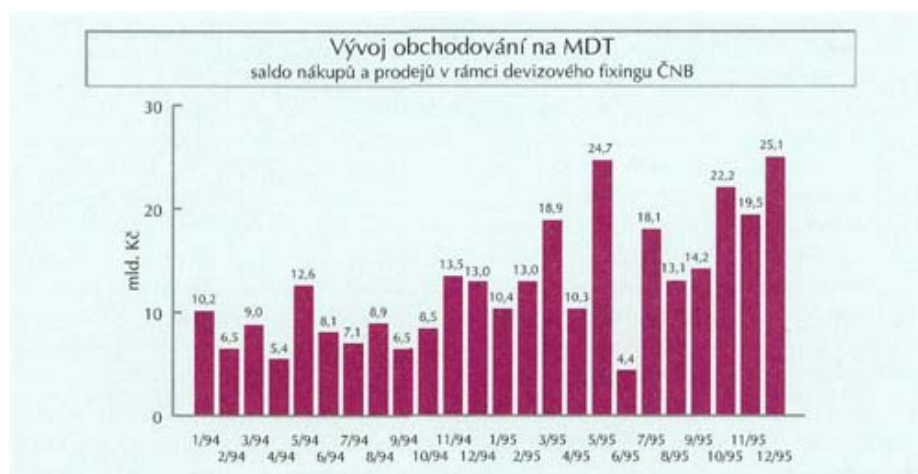
VI. 3. Mezibankovní devizový trh

V roce 1995 došlo k několika změnám (zavedení spreadu a nová pravidla pro obchodování na devizovém fixingu) ve fungování **mezibankovního devizového trhu** (MDT), které se odrazily v rostoucí likviditě. Růst objemu a stanovení nových pravidel obchodování umožnily postupně omezit angažovanost ČNB na tomto trhu. Mezi nejdůležitější účastníky MDT patřily banky a brokerské firmy, a to tuzemské i zahraniční. Aktivity nebankovních finančních institucí a podniků nebyly až na výjimky pro vývoj trhu určující.

Angažovanost centrální banky na devizovém trhu se postupně snižovala

Příliv zahraničního kapitálu se projevoval i v rozsahu nákupů deviz centrální bankou. Saldo nákupů a prodeje v rámci tzv. **devizového fixingu** bylo trvale kladné již od února 1993. Celková hodnota nákupů ČNB v roce 1995 dosáhla 194 mld. Kč (tj. 77% nárůst). Přes značný rozsah těchto nákupů se podíl ČNB na mezibankovním devizovém trhu snížil, neboť stále ve větším rozsahu obchody probíhaly přímo mezi obchodními bankami.

Příliv kapitálu zvýšil rozsah nákupů deviz ČNB na devizovém fixingu



Zavedením spreadu se rozšířilo kurzové rozpětí

Ve snaze zmírnit příliv především krátkodobého kapitálu ze zahraničí bylo od 24. dubna zavedeno rozpětí (spread) ve výši $\pm 0,25\%$ při nákupu a prodeji deviz na devizovém fixingu. Tím se existující flukuační pásmo pro pohyb kurzu $\pm 0,5\%$ vůči volně směnitelným měnám rozšířilo až na $1,5\%$.

Na devizovém fixingu se obchoduje podle nových pravidel

Další **změny na devizovém fixingu** byly provedeny s účinností od 1. prosince, jejich cílem bylo posílit cenotvornou úlohu devizového trhu a postupně snižovat úlohu centrální banky na tomto trhu. Podle těchto nových pravidel mohou banky do devizového fixingu předat maximálně dva požadavky na každou měnu současně s uvedením kurzu, ve kterém chtějí operaci provést. Tyto požadavky se vyhodnocují systémem americké aukce, tj. uspokojené požadavky jednotlivých bank se vypořádají za jimi uvedené individuální ceny (dosud byly limitované požadavky uspokojeny za jednotnou cenu).

Výstupem z devizového fixingu je kurz devizového trhu vyhlášený ČNB, který platí pro následující pracovní den. Na tento kurz se aplikuje rozpětí $\pm 0,25\%$ a výsledný kurz je rozhodující pro stanovení, zda obchodní banka se svými požadavky uspěla či nikoliv. Rovněž byly zvýšeny minimální objemy objednávek z 0,5 mil. USD na 3 mil. USD a z 1 mil. DEM na 5 mil. DEM; požadavky v ECU již ČNB nepřijímá.

Zavedení směnitelnosti Kč bylo impulzem pro MDT

Důležitým momentem pro mezibankovní devizový trh se stalo **zavedení směnitelnosti Kč**, což se projevilo zvýšenou aktivitou zejména zahraničních subjektů tohoto trhu. Výrazná dynamika růstu přímých obchodů mezi obchodními bankami dovoluje ČNB postupně uvolňovat pravidla na tomto trhu s tím, že se do budoucna vytvářejí předpoklady pro tržní stanovení kurzu Kč.

Rozšířily se obchody s deriváty

Devizový trh se dynamicky vyvíjel nejen objemově, ale i rozšiřováním používaných instrumentů. Kromě spotových transakcí se běžně používají měnové forwardy a swapy, méně i opce. Banky je kromě zajištění vlastních devizových pozic a obchodů na vlastní účet využívají také pro své klienty - podnikovou sféru s cílem eliminovat kurzová rizika.

C.

VÝVOJ BANKOVNÍHO SEKTORU

Vývoj bankovního sektoru v roce 1995 probíhal v podmínkách pokračujícího růstu ekonomiky, charakterizovaného růstem hrubého národního produktu v návaznosti na zvyšování národohospodářské produktivity při současném snižování inflace a stabilním vývoji nezaměstnanosti. Z mezinárodního pohledu se významně zvýšila prestiž České republiky, a to především v souvislosti s přijetím do OECD, přidružením k Evropské unii a v neposlední řadě i příznivým hodnocením renomovaných zahraničních ratingových agentur, které postupně České republice přisoudily investiční stupně hodnocení.

Vnější vlivy působící na bankovní sektor

To spolu s rozvojem dalších oblastí podmiňujících dynamický rozvoj bankovní činnosti, jako je např. rozvoj kapitálového a peněžního trhu, přijetí nového devizového zákona a zavedení směnitelnosti koruny, vytváří postupně pro bankovní sektor prostředí, které umožňuje intenzivní vývoj bankovní činnosti v zásadě stabilních tržních podmínkách.

V roce 1995 pokračoval trend ke stabilizaci a konsolidaci jednotlivých bank i bankovního sektoru jako celku, započatý již v roce 1994. Současně se však v návaznosti na zvyšující se konkurenci v rámci České republiky i ve vztahu k zahraničí stále výrazněji diferencoval vývoj v jednotlivých skupinách bank. Nedostatky v činnosti některých bank, jejichž původ byl především v počátečních formování bankovního sektoru a které byly podmíněny jejich nedostatečnou zkušeností i obecně rizikovými podmínkami transformačního procesu, se začaly stále výrazněji negativně projevat ve finanční situaci těchto bank. Na druhé straně byly velké a některé střední banky příznivě hodnoceny zahraničními ratingovými agenturami, přičemž získaný rating byl ve většině případů pouze jeden stupeň pod hodnocením České republiky.

Diferenciace vývoje v jednotlivých bankách

Dlouhodobé problémy v hospodaření, způsobené zejména nebezpečnou úvěrovou politikou (často ve prospěch vlastních akcionářů) a nedostatečným řízením, které vedly ke ztrátě likvidity a insolvenčnímu důvodem pro odnětí licence u České banky a AB banky v závěru roku 1995. Současně byla ukončena odnětím licence nucená správa v Kreditní a průmyslové bance. Vzhledem k již existujícímu systému pojištění vkladů, který byl zaveden v roce 1994, bylo v případě České banky přistoupeno k plnění ze strany Fondu pojištění vkladů. V počátku roku 1996 bylo v obou bankách rozhodnuto o zahájení likvidace.

K 31. 12. 1995 působilo v bankovním sektoru 55 bank a poboček zahraničních bank, které aktivně provozovaly svou činnost pro klientelu. Bankovní sektor v letech 1993 až 1995 opustily postupně 4 banky, z nichž 3 jsou v současné době v likvidaci, u jedné proběhlo mimosoudní vyrovnání a banka nyní již neexistuje.

Struktura bankovního sektoru

V průběhu roku 1995 byla v návaznosti na politiku preferování konsolidace bankovního sektoru před jeho dalším početním růstem povolena pouze Česká exportní banka jako státní instituce specializovaná na podporu exportu. Licenční činnost se v tomto období soustředila především na posuzování žádostí o možnost provozování hypotečního bankovníctví, umožněného schválením příslušných zákonů v roce 1995. V roce 1995 byla rozšířena licence v tomto směru 4 bankám (Českomoravská hypoteční banka, Komerční banka, Vereinsbank CZ, a.s., Česká spořitelna).

Z pohledu původu kapitálu a typu banky byl k 31. 12. 1995 bankovní sektor České republiky tvořen:

- 13 obchodními bankami bez zahraniční majetkové účasti
- 14 obchodními bankami s částečnou zahraniční majetkovou účastí
- 11 obchodními bankami se 100% zahraniční majetkovou účastí
- 10 pobočkami zahraničních bank
- 6 stavebními spořitelny s částečnou zahraniční majetkovou účastí a
- 1 státním peněžním ústavem (Konsolidační banka)

Z hlediska zaměření činnosti působilo v českém bankovním sektoru 46 universálních bank a 9 bank specializovaných, z toho 6 na podporu stavebního spoření a po jedné na podporu exportu, poskytování záruk drobnému podnikání a na správu nekvalitních úvěrů.

Konkurence v bankovním sektoru

Zvýšená aktivita zahraničních bank i liberalizace v devizové oblasti v návaznosti na zavedení vnější směnitelnosti a nový devizový zákon výrazně zvyšují konkurenci, a to především v oblasti úrokových sazeb, kde dochází k jejich postupnému snižování a vyrovnávání úrovně mezi jednotlivými skupinami bank, a okruhu a kvalitě poskytovaných služeb. Nezbytnost vyrovnat se s novými podmínkami na trhu působí pozitivně na činnost především českých bank, které ve větší míře věnují pozornost obezřetnosti svého podnikání i zlepšení své výkonnosti tak, aby obstály nejen na českém bankovním trhu, ale vytvořily si i předpoklady pro vstup do evropského bankovního sektoru.

Vývoj bankovního sektoru je přitom nadále ovlivňován především vývojem ve velkých bankách, které ve struktuře bilanční sumy k 31.12.1995 představovaly 73,7 %. Jejich podíl se však snižuje především ve prospěch zahraničních bank a poboček zahraničních bank, které postupně zintenzivňují svou činnost.

Struktura bilanční sumy a základního jmění

	Bilanční suma		Základní jmění	
	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1994	31.12.1995
Bankovní sektor celkem (mil. Kč)	1498536	1866941	57289	65919
v tom v %:				
velké banky	79,32	73,70	61,41	57,93
malé banky	8,78	9,20	22,08	23,67
zahraniční banky	7,17	9,96	12,67	13,85
pobočky zahraničních bank	4,12	6,03	X	X
stavební spořitelny	0,61	1,11	3,84	4,55

Změny ve struktuře aktivních obchodů

V oblasti aktivních obchodů se v roce 1995 ještě výrazněji akcentovaly změny ve struktuře, související s rostoucím zapojením bank do obchodování s cennými papíry a snahou o posílení objemu rychle likvidních aktiv v portfoliu bank. To se projevilo především v poklesu podílu úvěrové činnosti v celkové struktuře aktivních obchodů o 6,2 bodu na 46,9 %; tento pokles je však částečně způsoben i vyšší tvorbou opravných položek a převodem části rezerv na opravné položky, které snižují hodnotu úvěrů. Objem rychle likvidních aktiv se zvýšil proti konci roku 1994 o 88,7 % na 342,3 mld. Kč, což se promítlo v nárůstu jejich podílu na celkovém objemu aktiv ve stejném období z 12,1 % na 18,3 %.

Struktura aktiv a pasiv bankovního sektoru

	31.12.1994	31.12.1995
Aktiva celkem	100,00	100,00
z toho v %:		
úvěry	53,13	46,90
vklady u jiných bank	20,10	16,98
státní a jiné pokladniční poukázky	4,98	8,35
cenné papíry v zásobě	6,15	8,07
majetkové účasti	1,14	6,53
Pasiva celkem	100,00	100,00
z toho v %:		
zdroje od ČNB	5,15	3,97
vklady bank	18,79	20,93
vklady klientů	55,40	51,00
rezervy	5,11	3,07
rezervní a kapitálové fondy	3,66	3,93
základní jmění	3,82	3,53

Přes určitý pokles podílu primárních vkladů v celkové struktuře pasiv je tento zdroj pro většinu bank při financování obchodních aktivit rozhodující. Výjimkou jsou zatím zahraniční banky a pobočky zahraničních bank působící na českém bankovním trhu, které se refinancují zejména prostřednictvím mezibankovního trhu. To je také jedním z důvodů poklesu podílu primárních vkladů ve struktuře zdrojů v souvislosti s výraznější aktivitou zahraničních bank na trhu. Kromě toho zde stále více působí rozšíření možností pro efektivní zhodnocování volných finančních prostředků obyvatelstva i podnikové sféry prostřednictvím operací na kapitálovém trhu, penzijních fondů apod., což se projevuje ve zpomalujícím se nárůstu primárních vkladů oproti předcházejícím rokům, i samotné banky rozvíjejí další formy získávání finančních zdrojů oproti klasickým vkladům, např. formou vydávání vlastních obligací, přijímání podřízeného dluhu apod.

Změny ve struktuře pasiv

Základní jmění se v roce 1995 zvýšilo o 15,1 % na 65,9 mld. Kč. V souvislosti se snahou bank zabezpečit se proti možným ztrátám významně rostly i všechny typy rezervních zdrojů, jejichž objem ke konci roku 1995 dosáhl 188,7 mld. Kč, tj. o 25,5 % více než na konci roku 1994.

Základním problémem bankovního sektoru byla i v roce 1995 špatná kvalita úvěrového portfolia, která má svůj původ především v počátečních činnostech bank, v období transformace ekonomiky. V roce 1995 byly vytvořeny důležité legislativní předpoklady pro zlepšení situace v této oblasti spočívající především v přijetí novely zákona o rezervách, který změnil koncepci tvorby opravných položek a rezerv a navázal ji přímo na objem klasifikovaných úvěrů v jednotlivých kategoriích. Zároveň novela zákona o dani z příjmu vymezila podmínky použití takto vytvořených opravných položek pro odpis ztrátových pohledávek z vlastního rozhodnutí banky.

Kvalita úvěrového portfolia

Dosavadní výsledky ve vývoji klasifikovaných úvěrů ukazují (rozhodující však bude až detailní revize prostřednictvím externích auditorů v polovině roku 1996), že objem potenciálních ztrát, které nejsou kryty kvalitním zajištěním ani vytvořenými rezervami a opravnými položkami, se ve vztahu k celkovému objemu poskytnutých úvěrů ke konci roku 1995 pohyboval mírně nad 4 %. Současně se potvrzuje, že kvalita portfolia se postupně zlepšuje v návaznosti na vyšší kvalitu nově poskytovaných úvěrů i v souvislosti se začínajícím odpisem pohledávek proti vytvořeným rezervám a opravným položkám. Podíl klasifikovaných úvěrů v nominálním vyjádření na úvěrech celkem se v průběhu roku 1995 snížil z 36,5 % na 34,9 %.

přes celkovou stabilizaci bankovního sektoru ČR, která byla potvrzena i vcelku pozitivním hodnocením ratingu velkých bank a rostoucím podílem zahraničních bank na trhu, se ukazuje jako zcela nezbytné vyřešit problémy subsektoru malých bank.

Přirozenou reakcí České národní banky na vyhodnocení finanční situace uvedeného subsektoru bank bylo vyhlášení programu konsolidace, který se soustřeďuje na stabilizaci a kapitálové posílení těchto bank se záměrem řešit nepříznivé dopady minulého vývoje a současně zajistit jejich konkurenceschopnost v dalším období.

Pro bankovní sektor jako celek bude rok 1996 rozhodující z hlediska úspěšného dokončení procesu konsolidace a vytvoření předpokladů pro nastoupení dalšího rozvoje v již v zásadě stabilním prostředí rozvoje ekonomiky a působení nedeformovaných tržních principů. Podporou procesu konsolidace bude i stále se zostřující konkurence v bankovním sektoru, která nutí banky podřídit se obecným pravidlům bankovního podnikání, jež jim dovolí získat odpovídající místo na trhu a stát se partnerem ostatních bank v domácím i mezinárodním měřítku.

D.

HOSPODAŘENÍ ČNB

I. AUDITORSKÁ ZPRÁVA K ÚČETNÍ UZÁVĚRCE ČNB
K 31. 12. 1995

**Deloitte &
Touche**
spol. s r.o.



Týnská 12/633
110 00 Praha 1
Czech Republic

Telephone: +42 (2) 2481 1456
Facsimile: +42 (2) 232 57 00

Auditorská zpráva pro bankovní radu České národní banky

Provedli jsme audit roční účetní závěrky České národní banky k 31. prosinci 1995 připravené v souladu se zákonem o účetnictví a příslušnými předpisy. Náš audit jsme provedli v souladu se zákonem č. 524/1992 Sb., o auditorech a Komoře auditorů České republiky, auditorskými směrnicemi vydanými Komorou auditorů a mezinárodními auditorskými standardy. Přiložený sumarizovaný výkaz zisků a ztrát a sumarizovaná rozvaha byly připraveny z námi ověřené účetní závěrky, ke které jsme vydali naši zprávu ze dne 15. března 1996 obsahující výrok bez výhrady.

Přestože vydáváme výrok bez výhrad, chtěli bychom upozornit na vysvětlující poznámku v naší zprávě, týkající se částky 26.172 mil. Kč, která představuje pohledávku za Národní bankou Slovenska. Tato částka, která je zahrnuta v rozvaze v pohledávkách za bankami, vznikla z titulu rozdělení aktiv a pasiv původní Státní banky československé a z titulu ztráty z rozdělení federálního oběživa. Návratnost této pohledávky závisí na výsledku jednání mezi oběma stranami a nelze ji v tomto okamžiku přesně posoudit.

Podle našeho názoru jsou přiložené sumarizované výkazy ve všech podstatných aspektech konzistentní s účetní závěrkou, ze které byly připraveny.

Pro lepší porozumění finanční situaci a výsledkům hospodaření ČNB a rozsahu našeho auditu je třeba posuzovat tyto sumarizované finanční výkazy a tuto auditorskou zprávu v souvislosti s nezkrácenou podobou účetní závěrky a ji příslušející auditorskou zprávou.

V Praze dne 15. března 1996

Deloitte & Touche

Auditorská firma:
Deloitte & Touche, spol. s r.o.
Licence č. 79

M. Petřman

Odpovědný auditor:
Michal Petřman
Dekret č. 1105.

**Deloitte Touche
Tomatsu
International**

II. ÚČETNÍ VÝKAZY ČNB ZA ROK 1995

Rozvaha ČNB

k 31.12.1995 (v tis. Kč)

AKTIVA	1995	1994
1. Pokladní hotovosti, vklady u emisních bank, poštovní šekové účty	5 411 397	4 838 024
2. Státní pokladniční poukázky a nakoupené pokladniční poukázky	235 760 976	127 843 036
3. Pohledávky za státním rozpočtem	12 532 179	32 355 572
4. Pohledávky za bankami:	141 288 171	82 830 050
a) splatné na požádání	3 687 237	1 251 892
b) ostatní pohledávky	137 600 934	81 578 158
5. Úvěry bankám	138 946 799	104 439 616
6. Úvěry klientům:	607 558	4 801 560
a) splatné na požádání		35 697
b) ostatní úvěry	607 558	4 765 863
7. Obligace a jiné cenné papíry s pevným výnosem určené k obchodování	68 879 347	36 636 651
8. Akcie a jiné cenné papíry s proměnlivým výnosem určené k obchodování	51 771	49 668
9. Majetkové účasti s podstatným vlivem	1 366 300	1 362 300
10. Majetkové účasti s rozhodujícím vlivem		
11. Nehmotný majetek v zůstatkových cenách	87 477	84 217
12. Hmotný majetek v zůstatkových cenách:	3 437 410	2 815 438
a) pozemky a budovy	1 624 215	837 946
b) ostatní	1 813 195	1 977 492
13. Akcionáři a společníci		
14. Vlastní akcie		
15. Ztráta za účetní období		
16. Ostatní aktiva	6 848 179	4 094 625
AKTIVA CELKEM	615 217 564	402 150 757

PASÍVA	1995	1994
1. Emise oběživa	120 441 015	96 325 517
2. Závazky za státním rozpočtem	36 348 691	47 067 577
3. Závazky k bankám včetně pokladničních poukázek ČNB:	330 823 277	189 036 321
a) splatné na požádání	83 729 164	68 992 119
b) ostatní závazky	247 094 113	120 044 202
4. Závazky ke klientům:	72 328 535	25 677 920
a) splatné na požádání	10 312 702	7 211 946
b) ostatní závazky	62 015 833	18 465 974
5. Vkladové certifikáty a pokladniční poukázky		
6. Emise obligací a obdobných dluhopisů	19 776 534	21 149 625
7. Rezervy	17 731 263	10 186 147
8. Základní jmění	1 400 000	1 400 000
9. Kapitálové fondy	479 929	473 125
10. Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	5 771 535	4 795 256
a) rezervní fondy	5 759 193	4 779 035
b) ostatní	12 342	16 221
11. Převedený hospodářský výsledek		
12. Zisk účetního období		
13. Ostatní pasiva	10 116 785	6 039 269
PASÍVA CELKEM	615 217 564	402 150 757

Podrozvaha ČNB

k 31.12.1995 (v tis. Kč)

	1995	1994
1. Závazky z akceptů a indosamentů, jiných písemných závazků, hodnoty dané jako záruky:		
a) k bankám	8 007 101	9 271 115
b) ke klientům	7 960 380	9 025 024
2. Pohledávky z termínovaných devizových operací	46 721	246 091
3. Závazky z termínovaných devizových operací	9 841 748	12 957 157
4. Pohledávky z ostatních operací	11 211 669	13 243 063
	194 927	1 369 313

Poznámka:

Bilanční suma této bilance je nižší o 68 959 579 tis. Kč (v roce 1994 o 28 032 422 tis. Kč) než bilanční suma v oficiální závěrce. V tomto sestavení jsou evidované repo operace vykázány kompenzovaně. V oficiální závěrce jsou v souladu s opatřením vydaným MF (v ř.104) vykázány nekompenzovaně.

Výkaz zisků a ztrát ČNB

k 31.12.1995 (v tis. Kč)

	1995	1994
1. Přijaté úroky	31 310 790	23 379 564
2. Placené úroky	23 156 929	14 487 039
3. Výnosy z cenných papírů s proměnlivým výnosem	31 934	27 214
4. Výnosy z majetkových účastí	135 320	0
5. Výnosy z poplatků a provizí	448 860	407 980
6. Placené poplatky a provize	49 810	328 843
7. Zisk (ztráta) z finančních operací	1 965 007	- 502 545
8. Výnosy z finančního leasingu	0	0
9. Ostatní výnosy	31 579	55 449
10. Všeobecné provozní náklady	829 717	700 687
11. Odpisy a tvorba opravných položek hmotného a nehmotného majetku	359 885	260 085
12. Náklady na finanční leasing	0	0
13. Ostatní provozní náklady	139 371	175 112
14. Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům	2 731 674	2 806 423
15. Použití rezerv a opravných položek k úvěrům	67 723	104 346
16. Tvorba rezerv a opravných položek k majetkovým účastem	0	0
17. Použití rezerv a opravných položek k majetkovým účastem	0	0
18. Tvorba ostatních rezerv a opravných položek	6 089 455	3 341 611
19. Použití ostatních rezerv a opravných položek	478 796	56 141
20. Mimořádné výnosy	36 483	11 220
21. Mimořádné náklady	147 293	1 353
22. Zisk/ztráta za účetní období *	1 002 358	1 438 216

* Poznámka :

Vykázaný zisk byl použit na dotaci rezervního a sociálního fondu. Zůstatky rezervního fondu a ostatních fondů ze zisku jsou v rozvaze po provedeném přidělu ze zisku v roce 1995. Ostatní fondy ze zisku jsou sníženy o čerpání sociálního fondu v roce 1995.

E.

EMISNÍ ČINNOST ČNB V ROCE 1995

Česká národní banka vydala v roce 1995 do oběhu bankovky 100 Kč (21.6.) a 500 Kč (27.12.) vzoru 1995. Obě bankovky vzoru 1993 byly tištěny v Anglii a před tiskem ve Státní tiskárně cenin bylo nutné provést dílčí změny textů a některé další drobné tiskové úpravy, zejména v barevném provedení a podtisku bankovky. Nové vzory byly rovněž opatřeny na rubové straně doplňujícím rozlišovacím prvkem, stylizovaným grafickým symbolem.

V průběhu roku 1995 byly vydány do oběhu celkem čtyři stříbrné pamětní dvousetkoruny. Dne 26.4. to byla mince k 50. výročí vítězství nad fašismem (autorka Jitka Jelínková) a mince k 200. výročí narození P. J. Šafaříka (autor Mgr. art. Petr Horák), obě v nákladu 25 000 ks v běžné kvalitě a 2 000 ks v kvalitě špičkové (proof). Dne 11.10. byla vydána mince k 50. výročí založení Organizace spojených národů (autor František Skrbek) v nákladu 24 500 ks v běžné kvalitě a 2 500 ks proof a dne 13. 12. mince ke 100. výročí činnosti České filharmonie (autor ak. sochař Vladimír Oppl) ve stejném nákladu jako předchozí mince.

Dne 4.10. vydala Česká národní banka v souvislosti s vyhlášením konvertibility české měny sadu zlatých mincí "KORUNA ČESKÁ". Mince byly vydány v ryzí hmotnosti 1 oz, 1/2 oz, 1/4 oz a 1/10 oz s uvedenými nominálními hodnotami 10 000 Kč (autor ak. sochař Jiří Harcuba), 5 000 Kč, 2 500 Kč a 1 000 Kč (autor ak. sochař Vladimír Oppl) pouze v běžné kvalitě. Oba vyšší nominály byly vydány v nákladu 1 000 ks, oba nižší nominály v nákladu 2 000 ks.

F.

ORGANIZAČNÍ STRUKTURA ČNB

Bankovní rada České národní banky

Prezident republiky jmenoval dne 27.2.1996 nové členy bankovní rady České národní banky. Bankovní rada pracuje ve složení:

Ing. Josef Tošovský
guvernér ČNB

Ing. Jan Vít
viceguvernér ČNB

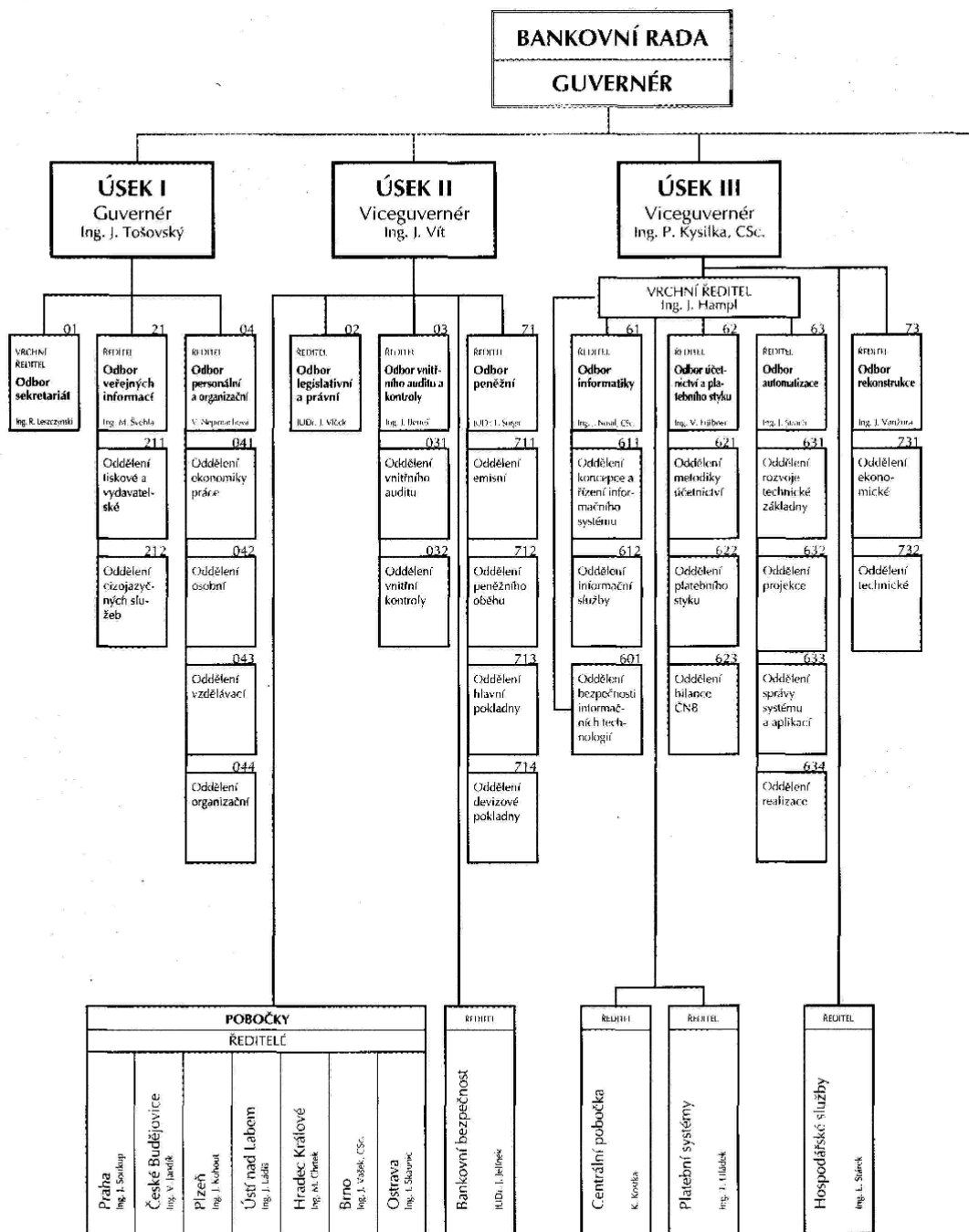
Ing. Pavel Kysilka, CSc.
viceguvernér ČNB

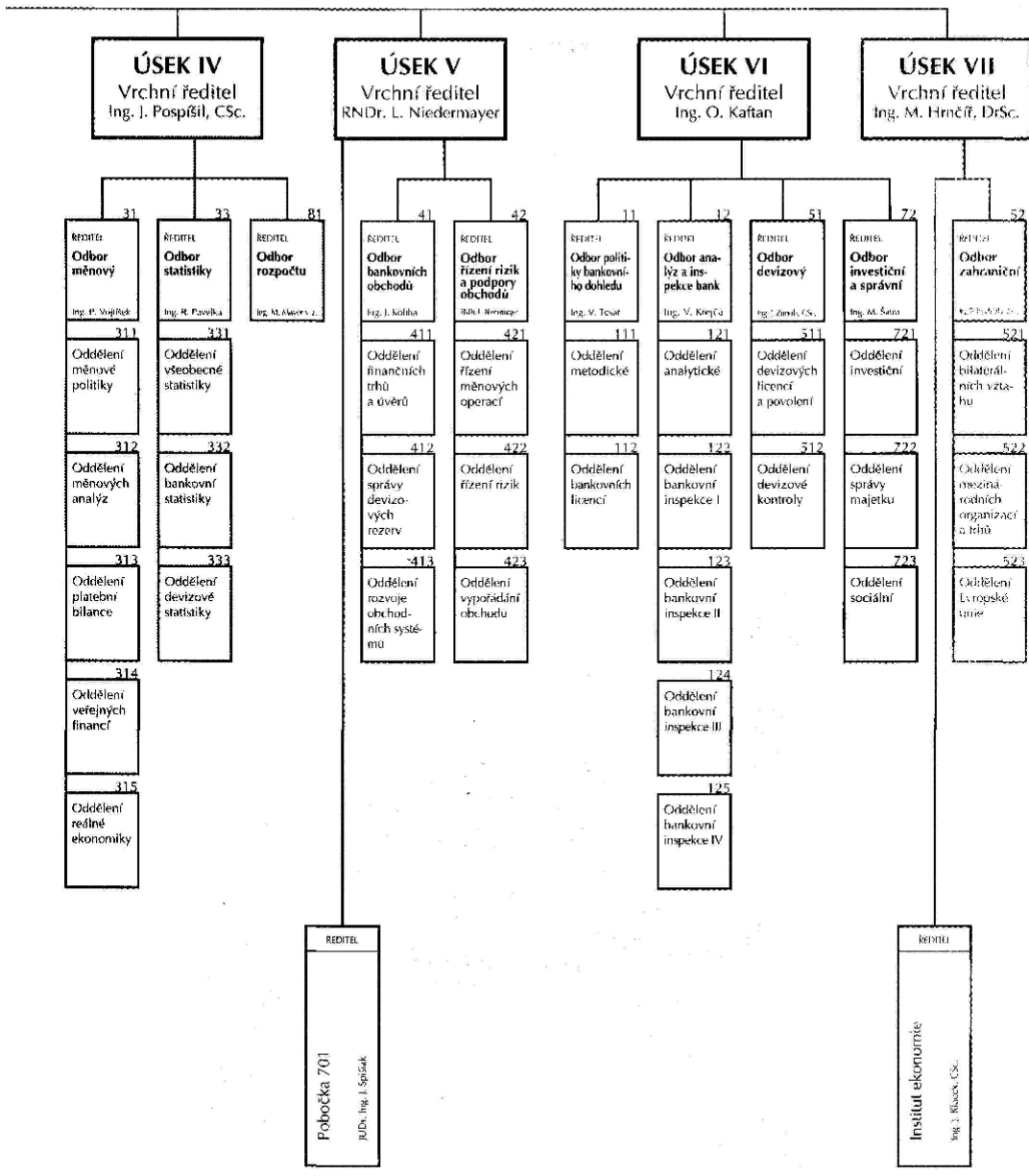
Ing. Miroslav Hrnčíř, Dr. Se.
vrchní ředitel ČNB

Ing. Ota Kaftan
vrchní ředitel ČNB

RNDr. Luděk Niedermayer
vrchní ředitel ČNB

Ing. Jiří Pospíšil, CSc.
vrchní ředitel ČNB





Vývoj organizační struktury ČNB

V roce 1995 pokračoval vývoj organizační struktury ČNB, navazující na uskutečněné legislativní změny a na postupující transformaci české ekonomiky.

Se zavedením směnitelnosti koruny klesla potřeba uplatňování administrativně kontrolních funkcí ČNB v devizové oblasti, proto byla kapacita příslušných útvarů snížena. ČNB omezila činnosti převzaté po zániku SBČS (zejména pokud jde o úvěrování vybraných podniků), což rovněž umožnilo snížit počet pracovních míst na příslušných pracovištích a dokončila přebírání činností, které jí ze zákona přísluší (správa zásob peněz a vedení účtů státního rozpočtu). To si naopak vyžádalo rozšíření kapacit poboček. Úměrně rostoucím potřebám byly posíleny také útvary bankovního dohledu.

Rostoucí význam a objem bankovních obchodů se odrazil v nezbytnosti vytvořit nový samostatný odbor. Jeho úkolem je implementace měnové politiky a instrumentů pro její operativní řízení, uplatňování dokonalejších metod řízení rizik a řízení portfolií, zavedení systému monitoringu charakterizujícího výsledky správy rezerv a zkvalitnění informačních systémů pro podporu obchodů a jejich vypořádání.

Seznam poboček ČNB

Adresa	ředitel	telefon	fax
Pobočka ČNB Praha			
Na Příkopě 28 11003 Praha 1	Ing. Jiří Soukup	02 2441 3674	02 2441 3166
Pobočka ČNB České Budějovice			
Lanova 1 371 35 České Budějovice	Ing. Vladimír Jandík	0387311420	0387311668
Pobočka ČNB Plzeň			
Husova 10 305 67	Ing. Jiří Kohout	019 7174200	019 7174288
Pobočka ČNB Ústí nad Labem			
Klášteří 11 401 22 Ústí nad Labem	Ing. Jiří Ládiš	047 5250200	047 5250270
Pobočka ČNB Hradec Králové			
Hořická 1652 502 00 Hradec Králové	Ing. Milan Chrtek	0495711401	049 611646
Pobočka ČNB Brno			
Rooseveltova 18 631 32 Brno	Ing. Jaroslav Vašek	05 42321246	0542211608
Pobočka ČNB Ostrava			
Nádražní 4 701 01 Ostrava	Ing. Ilja Skaunic	0696151240	069 6114427

G.

KALENDÁRIUM

Přehled významných událostí, které ovlivnily hospodářský a měnový vývoj v ČR v r. 1995

1. ledna	Snížení základní sazby daně z přidané hodnoty z 23 na 22 %, snížení cel na dovoz některých komodit a jednocentní snížení sazby daně z příjmů právnických osob Zvýšení centrálně regulovaných cen tepelné energie pro domácnosti o 10 %
26. ledna	Udělení bankovní licence České exportní bance, a. s. Praha
1. února	Vstoupila v platnost Asociační dohoda mezi Českou republikou a Evropskou unií, shrnující postup při odstraňování bariér v oblasti běžného i kapitálového účtu platební bilance (ke stejnému datu vstoupily v platnost Asociační dohody se Slovenskem, Rumunskem a Bulharskem)
17. února	Česká padesátikorunová mince byla vyhlášena mincí roku 1993 (časopis World Coin News)
<hr/>	
1. března	Zahájeno obchodování na burze s akciemi podniků zařazených do druhé vlny kupónové privatizace (670 nových titulů)
18. dubna	Parlament ČR schválil zákon, umožňující poskytování hypotečních úvěrů a vznik hypotečního bankovníctví
20. dubna	Parlament ČR schválil zákon, umožňující zakládání spořitelních a úvěrních družstev (kampeličky) Česká národní banka vydala opatření, umožňující devizovým tuzemcům (s výjimkou bank) volně uskutečňovat přímé investice v členských zemích EU
24. dubna	Česká národní banka zavedla spread ve výši $\pm 0,25$ % pro své obchody na devizovém fixingu (nákup/prodej)
3. května	Komise EU schválila Bílou knihu definující kroky k postupnému začleňování východoevropských zemí do Unie
17. května	Parlament ČR schválil státní závěrečný účet za rok 1994, vykazující přebytek hospodaření státního rozpočtu ve výši 10,4 mld. Kč
26. června	ČNB zvýšila diskontní sazbu z 8,5 % na 9,5 % a lombardní sazbu z 11,5 % na 12,5 %

29. června Česká republika vypověděla Platební smlouvu a Protokol o vzájemném vypořádání plateb se Slovenskou republikou s účinností od 30. září 1995
- Parlament ČR schválil novelu zákona o daních z příjmů, kterou se od 1. 1. 1996 snižuje daňové zatížení právnických osob ze 41 na 39 %
1. července Vládním rozhodnutím umožněno zvýšení cen nájemného o 22 - 30 %
10. července Komerční banka uskutečnila první prodej tzv. Global Depository Receipts (GDR) na západních trzích
12. července Vláda ČR schválila zrušení mzdové regulace
3. srpna Podle rozhodnutí bankovní rady ČNB se sjednocují a zvyšují sazby povinných minimálních rezerv na úroveň 8,5 % z primárních depozit.
Podle rozhodnutí bankovní rady ČNB se zavádí limitování krátkých devizových pozic obchodních bank vůči nerezidentům (omezení přílivu krátkodobého kapitálu)
18. srpna Podepsána dohoda ministrů obchodu zemí Středoevropské dohody o volném obchodu (CEFTA) o urychlené liberalizaci vzájemného obchodu s nepotravinářskými výrobky
31. srpna Odebrání bankovní licence Kreditní a průmyslové bance, a.s. (konkurz prohlášen 2. října 1995)
- V rozporu se zněním dohody o celní unii zrušila SR dovozní cla na malolitrážní automobily
Agentura Moody's zvýšila ratingové ohodnocení České republiky udělením investičního stupně BBB+
26. září Parlament ČR schválil (s účinností od 1. října 1995) nový devizový zákon zavádějící plnou směnitelnost koruny pro platby na běžném účtu podle čl. VII. dohody o MMF a rozšiřující směnitelnost i v oblasti kapitálového účtu
1. října Platební styk mezi Českou a Slovenskou republikou se začal uskutečňovat standardní mezistátní formou, v konvertibilních měnách
10. listopadu Prezident republiky jmenoval ministrem zdravotnictví J. Stráského a ministrem dopravy VI. Budínského
Agentura Standard & Poor's zvýšila ratingové ohodnocení České republiky udělením investičního stupně A (zvýšení o dva stupně)

28. listopadu Ministr zahraničí podepsal v Paříži dohodu o přístupu ČR ke konvenci Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), která schválila přijetí České republiky za svého řádného člena jakožto první země z transformujících se států Střední a Východní Evropy
12. prosince Parlament ČR schválil zákon o státním rozpočtu na rok 1996, koncipovaný jako vyrovnaný
15. prosince Nabylo účinnosti odnětí povolení působit jako banka České bance, a.s. a AB bance, a.s.

vydává:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA NA
PŘÍKOPĚ 28 11003 PRAHA 1
ČESKÁ REPUBLIKA

kontakt:

ODBOR VEŘEJNÝCH INFORMACÍ
tel.: 02/2441 2061 fax: 02/2441 2179

sazba a tisk: PRÁTR Trutnov