

2 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

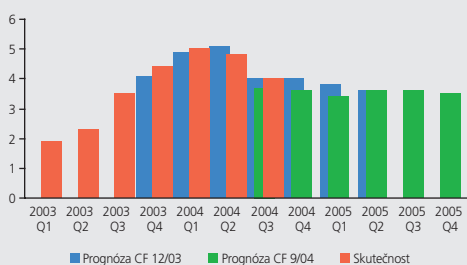
2.1 VÝVOJ SVĚTOVÉ KONJUNKTURY

Z hlediska mezinárodní výměny zboží i finančních toků je česká ekonomika velmi otevřená a zahraniční prostředí je pro ni zdrojem pozitivních i negativních šoků. S ohledem na teritoriální orientaci zahraničního obchodu i vzhledem k tomu, že největší české banky jsou ovládány evropskými bankovními skupinami, je bezprostředně pro českou ekonomiku klíčový vývoj v Evropě. Nicméně pro zdraví bilancí bank, podniků a domácností jsou stejně důležité finanční a měnové podmínky, které jsou určovány celosvětovým vývojem, neboť kapitálové a finanční trhy jsou méně segmentovány než trhy se zbožím. Likvidita a reálné výnosy jsou v globálním měřítku determinovány situací a hospodářskou politikou nejen v Evropě, ale i v dalších regionech. Hlavní rizika pro vývoj těchto veličin se soustřeďují kolem vnitřních a vnějších nerovnováh Spojených států.

Světový hospodářský růst bude v roce 2004 nejrychlejší za posledních 30 let. Podle odhadu Mezinárodního měnového fondu dosáhne míra růstu přibližně 5 %. Hnacími silami světové konjunktury jsou v roce 2004 Spojené státy, Japonsko, Čína a další asijské země. Zatímco oživení v USA bylo očekáváno, japonské hospodářství překvapivě rostlo v první polovině roku 2004 nejrychleji za posledních 14 let. Tento růst byl oproti předpokladu Consensus Forecast z konce roku 2003 více než dvojnásobný. Podstatnou součástí americké i japonské konjunktury byly soukromé investice. Zatímco v Americe byl příspěvek čistých exportů negativní, japonské oživení nejprve odráželo zejména silnou vnější poptávku především ze Spojených států a Číny. Současná japonská konjunktura se zdá být robustnější ve srovnání s posledním oživením v roce 2000, které jen nakrátko přerušilo dlouhou řadu stagnací a poklesů trvající od roku 1998. Silné oživení v Japonsku je také do značné míry plodem zlepšených podmínek pro finanční zprostředkování, protože japonskému finančnímu sektoru se s pomocí vlády podařilo zčásti zbavit dlouhodobého břemena špatných úvěrů a také snížit expozici vůči akciovému trhu. V důsledku lepších ukazatelů kapitálové přiměřenosti zejména u velkých bank odeznívá tzv. credit crunch, a banky začínají opět poskytovat nové úvěry. V neposlední řadě k celkovému světovému růstu velmi významně přispívá Čína, jejíž ekonomika roste více než 9 % p.a. Při přepočtu tržním kurzem nyní představuje ekonomika Číny například přibližně 35 % japonského hospodářství a při prodloužení současných růstových trendů bude větší kolem roku 2015. V paritě kupní síly je ale čínské hospodářství po Spojených státech již nyní druhou největší světovou ekonomikou. Nicméně se předpokládá, že současná produkce Číny se pohybuje nad jejími potenciálními možnostmi. Kladná mezera výstupu se již projevuje rostoucí inflací a panují obavy, že korekce této nerovnováhy nemusí být plynulá. Toho je si vědoma čínská vláda a snaží se použitím především administrativních opatření ekonomickou aktivitu a především investice tlumit. Ke zpomalení by též mohlo dojít, pokud by došlo k významnějšímu zhodnocení asijských měn vůči dolaru, kterému se tamější vlády brání rozsáhlými nákupy dolarů.

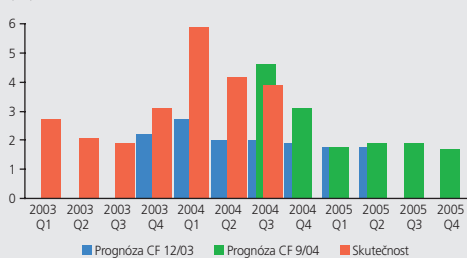
Ekonomiky eurozóny rostly rychleji, než se očekávalo, avšak tato expanze byla pomalejší než v severní Americe a východní Asii. Na růst v Evropě působila celosvětová expanze, když k růstu v prvních dvou čtvrtletích přispěla zejména složka čistého vývozu. Naopak evropské investice de facto stagnovaly. Určitou výjimkou je Francie, kde se domácí poptávka na růstu podílela podstatnou měrou. Náš největší obchodní partner Německo roste v roce 2004 ještě zhruba o třetinu pomaleji než eurozóna jako celek. I to je ale pozitivní překvapení.

GRAF II.1
Skutečný a očekávaný hospodářský růst ve Spojených státech
(% meziročně)



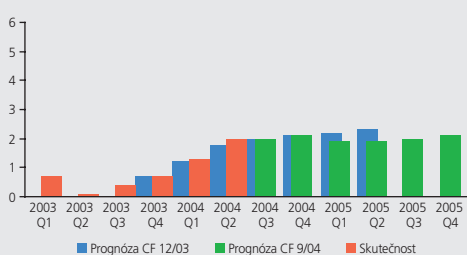
Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.2
Skutečný a očekávaný hospodářský růst v Japonsku
(%)



Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.3
Skutečný a očekávaný hospodářský růst v eurozóně
(%)



Pramen: ČNB, Consensus Forecast

Německo je více než ostatní evropské země závislé na globálním růstu. Jeho podniky jsou kvůli cenám vstupů pod tlakem a nízký růst mezd, stále rostoucí nezaměstnanost a celkově nízká důvěra spotřebitelů nedává dostatečný impuls k oživení domácí poptávky. Naproti tomu hospodářství našich nejbližších obchodních partnerů, kteří nejsou členy eurozóny, tj. Slovenska, Polska a Maďarska, rostlo rychleji, než se čekalo. Tyto země, které v souhrnu představují přibližně 15 % našeho exportního trhu, těžily z globální konjunktury, nicméně na Slovensku byl dosavadní rychlý růst HDP v roce 2004 na rozdíl od předchozího období a jiných evropských zemí tažen také domácí spotřebou. Polský hospodářský růst byl nejrychlejší v regionu a byl určen především růstem čistého exportu. Podobně tomu bylo i v Maďarsku.

Do budoucna naznačují odhady udržení mírného růstu v eurozóně díky pokračující, i když poněkud slabší globální konjunktury. V Německu však předstihové ukazatele a indexy podnikatelské důvěry naznačují zpomalení. Je registrován slabší růst exportu, který není dostatečně kompenzován domácí poptávkou. Slabá poptávka je konzistentní s rostoucí nezaměstnaností. Těž v USA je předpovídáno zpomalení. V Japonsku se očekává, že expanze bude sice slabší, ale bude pokračovat díky nadprůměrné ziskovosti a investiční aktivitě firem, což potvrzují optimistické výsledky konjunkturálních šetření.

2.2 GLOBÁLNÍ NEROVNOVÁHY A RIZIKA

Za na první pohled příznivým obrazem silného globálního oživení se skrývá řada finančních nerovnováh, které představují riziko pro budoucí růst a stabilitu. Bezprostředně je rizikem možné pokračování růstu cen ropy, které mohou přivodit vyšší než očekávanou inflaci, s tím související reakci měnové politiky a turbulentní reakci na trhu dluhopisů. Nynější globální oživení je doprovázeno nízkými reálnými úrokovými sazbami a i střednědobé finanční podmínky, měřené prostřednictvím výnosů indexovaných dluhopisů, jsou v historickém srovnání uvolněné. Je otázkou, jak se světová ekonomika bude schopna vypořádat s návratem sazeb a výnosů na normální úroveň.

Podstatným rizikem je možnost turbulentního vývoje při narovnávání vnější nerovnováhy Spojených států. To by bylo spojeno s oslabením dolaru a poklesem cen dluhopisů s delší dobou splatnosti. S ohledem na dosavadní aktivní kurzovou politiku asijských centrálních bank je pravděpodobné, že americká měna by znehodnotila především vůči euru a ostatním evropským měnám. Posílení eura by negativně ovlivnilo zahraniční poptávku a růst v Evropě. Mezi dlouhodobější pak patří řada fiskálních rizik v USA, Japonsku i Evropě.

Souvislosti uvolněné měnové a rozpočtové politiky

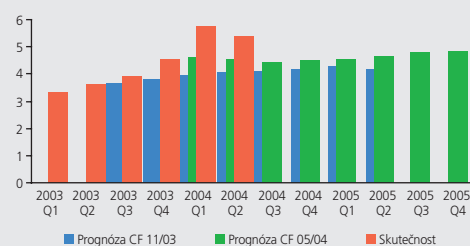
Ze srovnání měnověpolitických sazeb s aktuální i očekávanou inflací vyplývá, že v USA, Číně a již také v Japonsku jsou reálné úrokové sazby záporné, v eurozóně se pohybují kolem nuly.

Stimulativní měnová politika byla důležitým faktorem především amerického oživení. Centrální banka reagovala na hospodářský pokles v roce 2001 a rychle a významně snížila úrokové sazby, které se v polovině roku 2003 dostaly až na dlouhodobé minimum 1,0 % p.a. Teprve v polovině letošního roku začala Fed úroky opět pomalu zvedat. Měnová politika byla také za významným oslabením dolaru v roce 2003, které pomohlo ukončit dlouhotrvající recesi ve zpracovatelském průmyslu a zastavit ztráty pracovních míst v tomto sektoru. Přitom měnová politika byla v souvislosti s obavami z deflačního vývoje uvolněnější než v předcházejících útlumových fázích hospodářských cyklů.

GRAF II.4

Skutečný a očekávaný efektivní hospodářský růst na Slovensku, v Polsku a Maďarsku

(%)

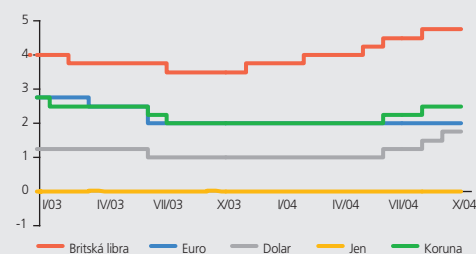


Pozn.: Hospodářský růst na Slovensku, v Polsku a Maďarsku vážený podle podílu na exportech z ČR.
Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.5

Vybrané měnověpolitické sazby

(%)

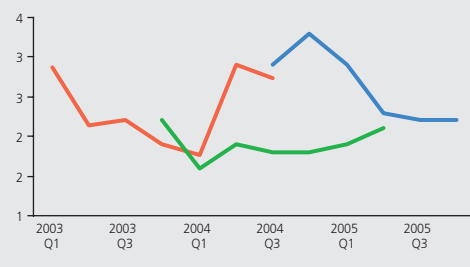


Pramen: ČNB

GRAF II.6

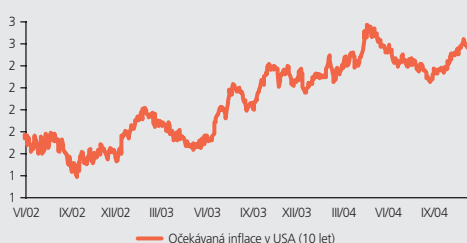
Skutečná a očekávaná inflace ve Spojených státech

(%)



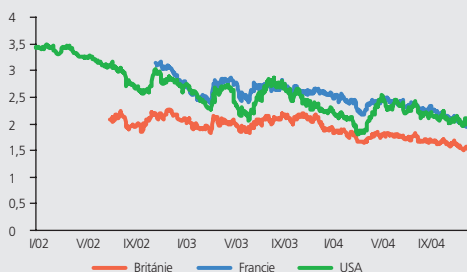
Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.7
Dlouhodobá inflační očekávání podle indexovaných dluhopisů (%)



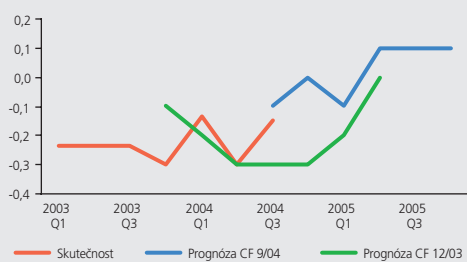
Pozn.: Rozdíl mezi výnosem vládních konvenčních a indexovaných dluhopisů.
Pramen: ČNB

GRAF II.8
Výnos dlouhodobých indexovaných dluhopisů (%)



Pramen: ČNB

GRAF II.9
Skutečná a očekávaná inflace v Japonsku (%)



Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.10
Vývoj akciových indexů



Pramen: ČNB

Aktuální nastavení úrokových sazeb v USA je vzhledem k pokročilé fázi ekonomického cyklu možno považovat za stále uvolněné. V souvislosti s růstem cen komodit, předchozím oslabením dolaru a pokročilou fází hospodářského oživení došlo ke zvýšení ukazatelů aktuální inflace i k růstu inflačních očekávání. To automaticky bude dále uvolňovat měnové podmínky, pokud nominální sazby neporostou dostatečně rychle. Zajištění hladkého přechodu na normální úroveň úrokových sazeb je pro centrální banku obtížným úkolem. Pokud by úrokové sazby zvyšovala příliš pomalu, hrozila by ztráta důvěry trhů v její odhodlání zajistit cenovou stabilitu. Vyšší inflační očekávání a inflační riziková prémie by znamenaly růst výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů. Na druhé straně se při zpřísnění měnových podmínek, ke kterému bude muset dojít, může dostat řada subjektů do finanční tísně. Příliš agresivní přístup by mohl znamenat riziko vlny bankrotů a nestability na trhu hypoték.

Také v Japonsku vytvářela měnová politika předpoklady pro současnou konjunkturu. Japonské centrální bance se podařilo kvantitativním uvolňováním, tj. cílováním rostoucího objemu bankovních rezerv při nulových úrokových mírách, částečně zlomit deflační očekávání. Pokles spotřebitelských cen již téměř ustává a očekávání do budoucna je již mírně inflační. To znamenalo snížení reálných úrokových měr a stimulaci spotřeby i investic.

Nízké dolarové úrokové sazby a fixní kurz k čínskému juanu též přispívají k přehřívání čínské ekonomiky. I přes řadu existujících administrativních omezení dochází díky globálně uvolněným měnovým podmínkám k přílivu investic ze zahraničí a k přebytku likvidity, kterou není její bankovní sektor schopen efektivně alokovat, a roste objem špatných úvěrů. Zejména ze strany USA je Čína vyzývána, aby opustila režim fixního kurzu a přešla na flexibilnější uspořádání, které by pravděpodobně znamenalo zhodnocení měny. Pro USA by to sice znamenalo zlepšení konkurenceschopnosti vlastního zpracovatelského průmyslu, avšak zvýšení dolarové hodnoty špatných úvěrů by představovalo zvýšení rizika pro čínské banky, které jsou považovány za příliš slabé na to, aby byly schopny se vyrovnat se svou expozicí k zadluženému a neefektivnímu vládnímu sektoru.

Nízké reálné úrokové sazby a nadbytek světové likvidity se projevují i na historicky nízkých reálných výnosech odvozených z cen indexovaných dluhopisů. S nízkými výnosy jsou konzistentní vysoké ceny ostatních finančních i nefinančních aktiv včetně nemovitostí. Reálný výnos nižší než přirozená úroková míra stimuluje zadlužování domácností, a to jak pro přímou spotřebu, tak pro investice do bydlení. Mírou toho je globálně se rychle zvyšující podíl hypotečních úvěrů na HDP. Například ve Spojených státech a Británii dosahuje, podle údajů MMF, historicky nejvyšší úroveň kolem 65 % (tyto dvě země mají ukazatel nejvyšší po Nizozemí, které vede s extrémní hodnotou kolem 100 %). Současně rychle rostly ceny nemovitostí, přičemž jak realce ceny a hrubého nájmu, tak vztah průměrné ceny k disponibilnímu příjmu ve většině vyspělých zemí kromě Německa a Japonska dosahuje rekordních úrovní.

Uvolněné měnové a finanční podmínky pomáhaly brzdit pokles cen akcií při jejich kolapsu v letech 2000 a 2001 a přispěly k obratu a růstu na akciových trzích v následujícím období. V roce 2004 byly ceny akcií stabilní a ve vztahu k očekávaným ziskům zůstávaly relativně vysoko. I ceny podnikových dluhopisů jsou relativně vysoko a rozpětí jejich výnosů od bezrizikových aktiv je nízké. Je to odrazem zlepšujících se bilancí podniků, kterým se dařilo pokrývat rostoucí poptávku s existujícími kapacitami, a proto byly schopny tvořit silný tok hotovosti. Navíc v prostředí nízkých úroků a výnosů mohly společnosti rozložit splatnosti svých závazků dále do budoucna. Toto zlepšení finančních výsledků znamená nižší riziko nesplácení závazků a bankrotů. Je ale také možné, že relativně vysoké ceny těchto aktiv odrážejí snahu získat vyšší výnos i za cenu ne-

přiměřenou riziku v prostředí všeobecně nízkých reálných výnosů a nadbytku likvidity.

Podobný cenový vývoj evropských a amerických akcií vyjádřených ve stejné měně, rozpětí podnikových dluhopisů, jakož i paralelní pokles reálných výnosů ve Spojených státech a Evropě ilustruje velkou provázanost finančních trhů v obou klíčových světových regionech.

Existuje riziko, že současné vysoké ceny aktiv a míra zadluženosti nejen přirozeně odráží nízké reálné výnosy na finančním trhu, ale že také vede ke spekulativnímu chování. Tj. že uvolněné podmínky podporovaly vznik finančních bublin různého druhu. Může se jednat o nadměrný růst cen nemovitostí, neopodstatněná očekávání ohledně budoucí výnosnosti akcií a s nimi související nízkou míru úspor, explozi spotřebitelských půjček a nadměrnou spotřebu. Nízká výnosnost standardních aktiv též může stimulovat excesivní investice do rizikových aktiv, jako jsou například dluhopisy spekulativního stupně atp. Tyto problémy nejsou v období nadměrné likvidity viditelné. Jako ohrožení finanční stability se mohou projevit až při návratu reálných sazeb a výnosů na normální úroveň, kdy se pro řadu nevýnosných nebo pochybných projektů zvýší náklady ušlé příležitosti.

Fiskální politika

Do konce 90. let zlepšování bilance veřejných financí ve Spojených státech kompenzovalo dlouhodobý pokles soukromé míry úspor. Nicméně daňové úlevy, dočasné investiční pobídky a růst vládních výdajů v následujícím období vedly k tomu, že ve fiskálním roce 2004 bude zaznamenán běžný schodek federálního rozpočtu ve výši 3,5 % HDP a pro následující rok je schodek plánován v podobném rozsahu. V dalším výhledu je však schopnost rozpočtové politiky stimulovat domácí poptávku omezená. Vyplývá to z nutnosti uskutečnit v relativně krátkém horizontu fiskální reformy, bez kterých by došlo k explozi deficitu kvůli závazkům systému sociálního a zdravotního zabezpečení.

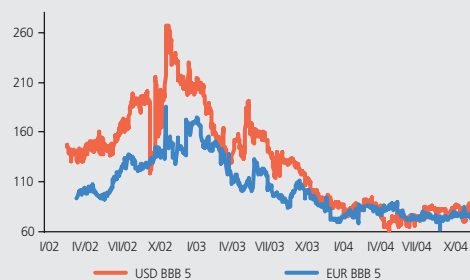
V Japonsku jsou velmi vysoké rozpočtové schodky cenou za boj proti dlouhodobé stagnaci a deflaci. Schodek v letech 2002 a 2003 se pohyboval kolem 8 % HDP, nicméně ve fiskálním roce 2004 klesne pod 7 % HDP a má se dále snižovat. Dlouhá řada vysokých rozpočtových deficitů dovedla japonskou vládu k rekordní zadluženosti kolem 165 % HDP. Rozpočtová politika je na pováženu i v Evropě. Po Německu a Francii se podmínky Paktu růstu a stability porušují ve více zemích, a to i v podmínkách hospodářského oživení. Pokud by nízká rozpočtová disciplína v eurozóně vedla ke zpochybnění projektu společné měny, mělo by to přirozeně závažné důsledky pro makroekonomickou stabilitu.

Rozpočtové problémy v nejdůležitějších ekonomikách se zatím příliš neprojevují na vývoji jejich výnosů. Růst zadluženosti bývá pozitivně svázán s výnosem dlouhodobých dluhopisů, nicméně v současnosti má dominantní vliv dostatek světové likvidity, který vede k určitému setřetí rozdílů. Například Itálii byl v červenci snížen rating S&P z AA na AA- na základě zhoršeného rozpočtového výhledu. Ceny italského vládního dluhu na to však zatím téměř nereagovaly.

Deficit bilance běžného účtu USA

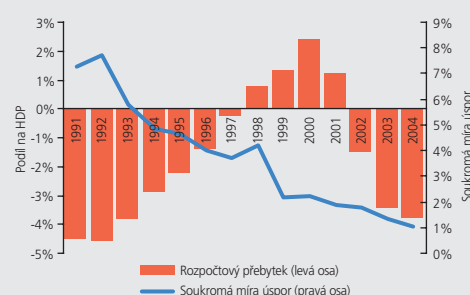
Nízká míra amerických národních úspor se při oživení investiční aktivity projevuje ve schodku běžného účtu, který se na čtvrtletním základě v polovině roku 2004 přiblížil 6 % hrubého domácího produktu. Ke zhoršování běžného účtu došlo i přes reálné efektivní znehodnocení dolaru proti ostatním hlavním mě-

GRAF II.11
Rozpětí podnikových dluhopisů (BBB)



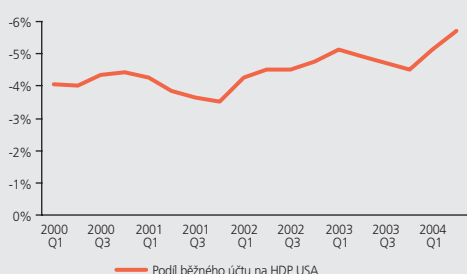
Pramen: ČNB

GRAF II.12
Míra soukromých úspor a rozpočtový schodek v USA



Pramen: ČNB, Federal reserve

GRAF II.13
Vývoj běžného účtu Spojených států (%)



Pozn.: Anualizované sezonně očištěné čtvrtletní hodnoty
Pramen: ČNB

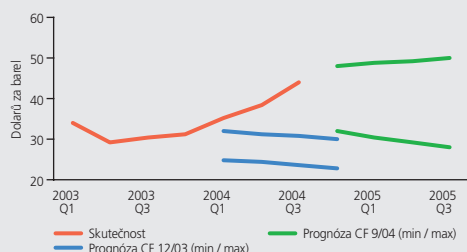
nám, které se zatím v obchodní bilanci nestačilo projevit. Tato úroveň schodku běžného účtu se považuje za dlouhodobě neudržitelnou, nicméně se předpokládá, že v důsledku relativní síly americké ekonomiky, vysokých cen ropy a očekávaného růstu úrokových měr, které povedou ke snížení bilance výnosů, se schodek běžného účtu bude udržovat nad 5 % HDP po delší dobu. To povede k dalšímu zhoršování investiční pozice Spojených států. Pro budoucí stabilizaci zadluženosti bude nutné, aby bilance obchodu se zbožím a službami v budoucnu vykazovala poměrně značné přebytky. K tomu může dojít určitou kombinací rychlejší hospodářské expanze na exportních trzích USA, útlumu domácí poptávky a dalším snížením relativních cen amerického zboží, tj. pokračováním znehodnocování dolaru. Pro světové hospodářství a finanční stabilitu obecně je klíčové, jaká tato kombinace bude. Nejhorší variantou „hard landing“ by bylo turbulentní oslabení dolaru doprovázené růstem dlouhodobých dolarových výnosů. Z toho by vyplývalo jednak relativní utlumení poptávky po importech díky zvýšení jejich ceny a také utlumení americké domácí poptávky obecně v důsledku vysokých výnosů. Riziko pro hospodářství a finanční stabilitu USA i ostatních zemí je proto představováno možným náhlým snížením důvěry zahraničních investorů a jejich ochoty financovat tyto schodky. Při tom je důležitá nejen relativní velikost deficitu vzhledem k velikosti ekonomiky Spojených států, ale i vzhledem ke globálnímu množství úspor.

Vnější pozice východoasijských ekonomik je zrcadlovým obrazem vývoje ve Spojených státech. Zatímco bilance běžného účtu v USA je výrazně deficitní, asijské země zaznamenávají významné přebytky. Celkový přebytek běžného účtu zemí jihovýchodní Asie kryje téměř polovinu schodku USA. Přebytky na běžných účtech a též příliv soukromých zahraničních investic vytvářejí tlak na zhodnocení jejich měn.

Charakteristickým rysem je role zahraničních, především asijských centrálních bank na financování deficitu běžného účtu platební bilance USA. Tyto instituce intervnují na devizovém trhu proti svým měnám, aby pro své ekonomiky udržely konkurenční výhodu. Zatímco ještě do roku 2001 kryly investice zahraničních centrálních bank a vlád méně než desetinu schodku běžného účtu USA, v roce 2003 se podíl asijských centrálních bank zvýšil až na bezmála jednu polovinu. Do jisté míry tyto instituce od roku 2002 zastoupily soukromý kapitál. Většina prostředků nakoupená asijskými centrálními bankami je investována na trhu amerických vládních dluhopisů, případně na trhu hypoték. Tento velký objem prostředků pravděpodobně ovlivnil ceny na tomto trhu ve směru poklesu výnosů, i když je obtížné odhadnout do jaké míry. Tím se kruh uzavírá: slabší devizový kurz umožňuje vyšší odbyt asijského zboží v USA a nákupy tohoto zboží jsou financovány de facto levným úvěrem, který poskytují asijské centrální banky americkým spotřebitelům a vládě.

Vysoké ceny ropy

GRAF II.14
Skutečný a očekávaný vývoj ceny ropy (WTI)



Pramen: ČNB, Consensus Forecast

Ceny ropy se v roce 2004 pohybují vysoko nad nejpesimističtějšími předpověďmi z reprezentativního průzkumu Consensus Forecast. Rizikem je, že nečekaně vyšší nákladovost znamená snížení návratnosti nebo uskutečnitelnosti řady ekonomických projektů, přičemž mnoho z nich je financováno prostřednictvím úvěrů a půjček. Vysoká cena ropy rovněž znamená přesun bohatství od spotřebitelů v importujících zemích k exportérům. Zvýšení ceny o 10 dolarů za barel znamená zvýšení hodnoty roční produkce ropy o přibližně 300 mld. dolarů. Firmy, domácnosti i vlády v importujících zemích tak mají v průměru v souhrnu méně rezerv pro zachycení dalších případných šoků. Nečekaný růst cen komodit pak zesiluje napětí ve finančním systému, který se vyznačuje vyšší než obvyklou finanční pákou.

Velký rozptyl aktuálních predikcí budoucího vývoje ukazuje na nejistotu ohledně příčin vysokých cen ropy a budoucího výhledu. Nezpochybnitelným dlouhodobým trendem je nárůst poptávky po ropě v Číně. Spotřeba ropy na obyvatele je zde zatím přibližně 2-3 barely ročně, zatímco USA spotřebovávají téměř 25 barelů na obyvatele, Japonsko a Jižní Korea mezi 15 a 17 barely na obyvatele. Za předpokladu pokračujícího růstu produkce tak v Číně existuje ještě velký potenciál růstu poptávky. Podle dostupných informací se zdá, že na straně nabídky nemusí být k dispozici dostatečné rezervy. Proto veškeré dočasné výpadky a hrozby pro těžbu způsobené buď počasím, nebo politickým napětím a nepokoji mají velký vliv na cenu. V tomto volatilním prostředí jsou cenové pohyby zesilovány spekulativními nákupy.

Ceny ropy jsou považovány za hlavní riziko pro cenovou stabilitu v Evropě. Nicméně zde, na rozdíl ostatních regionů světa, je vývoj relativně ustálený a nevykazuje zatím významné finanční nerovnováhy. Také inflační vývoj i jeho výhled vykazuje v Evropě významně nižší variabilitu než ve Spojených státech a v Japonsku. Meziroční změny celkového harmonizovaného indexu spotřebitelských cen se již po řadu čtvrtletí pohybují v úzkém pásmu a přes určitý nárůst inflace ve třetím a čtvrtém čtvrtletí roku 2004 v souvislosti s růstem cen energií se nezdá, že by docházelo k nárůstu střednědobých inflačních tlaků.

2.3 DOMÁCÍ MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

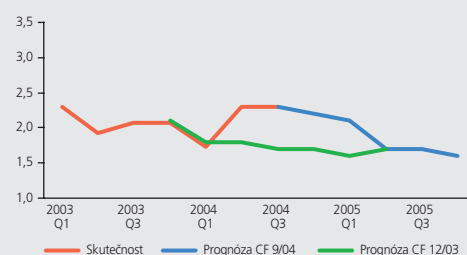
Globální oživení bylo jedním z faktorů, které vedly k příznivému vývoji v českém hospodářství. V roce 2004 došlo k pozitivnímu obratu ve vývoji hospodářského cyklu. Český hospodářský růst překvapil ve srovnání s předpovědí Consensus Forecast, avšak dobře potvrdil předpoklady prognóz ČNB z jara 2004. Ty předpovídaly rychlou akceleraci ekonomického růstu a postupné uzavírání produkční mezery v průběhu letošního roku.

Česká národní banka ve svém hodnocení z října 2004 má za to, že skutečná produkce je stále ještě pod potenciálními možnostmi ekonomiky (tj. mezera výstupu zůstává záporná) a že tento stav i nadále působil protiinflačně. To potvrzuje i měnověpolitická inflace, která byla jen mírná. Dosavadní růst inflace v roce 2004 lze přičíst především na vrub vlivům nákladových šoků. Došlo ke zdražení pohonných hmot, nicméně dramatickému vývoji cen ropy by i při zohlednění vývoje devizového kurzu odpovídal mnohem vyšší růst tuzemských cen benzínu a nafty. Lze však očekávat, že pokračující nárůst cen ropy by již vedl k vyššímu promítání do cen pohonných hmot. Protiinflačně působily díky dobré úrodě ceny zemědělských výrobců a ceny potravin.

Pro další pokračování konjunktury existují dobré vnější i vnitřní předpoklady. Ekonomika pracuje pod svými potenciálními možnostmi a silná poptávka ze zahraničí spolu se stimulačními měnovými podmínkami může vést k pokračování zatím neinflačního růstu. V dalších čtvrtletích předpokládá predikce ČNB z října 2004 udržení dosavadního tempa růstu HDP či jeho mírnou akceleraci a postupné uzavírání mezery výstupu. V souladu s tím jsou i příznivé výsledky konjunkturálních průzkumů mezi podnikateli. Očekává se ale, že v průběhu příštího roku se začnou již projevovat poptávkové inflační tlaky související s přechodem mezery výstupu do kladných hodnot.

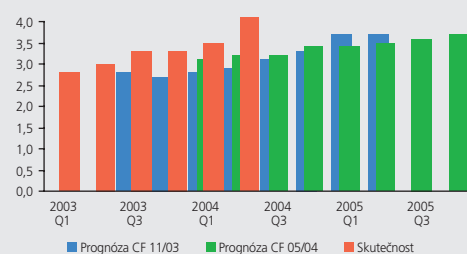
Prognóza inflace ČNB předpokládá, že na horizontu měnové politiky se bude inflace nacházet poblíž středu intervalu inflačního cíle. To bude nejvíce patrné ve zrychlení měnověpolitické složky inflace. Proinflačně bude působit ropa, nicméně to bude přinejmenším krátkodobě kompenzováno vlivem vývoje cen potravin.

GRAF II.15
Skutečná a očekávaná inflace v eurozóně (%)



Pramen: ČNB, Consensus Forecast

GRAF II.16
Růst HDP v ČR, predikce a skutečnost (%)



Pramen: ČSÚ, Consensus Forecast

GRAF II.17
Inflace v ČR, predikce a skutečnost (%)



Pramen: ČSÚ, Consensus Forecast

S budoucím uzavíráním výstupové mezery a rostoucí inflací je v makroekonomické prognóze ČNB konzistentní mírný nárůst úrokových sazeb v delším období. Vyšší úrokové sazby by však neměly znamenat podstatný nárůst úrokového rizika a zhoršení podmínek pro finanční stabilitu. Česká národní banka pracuje v transparentním režimu inflačního cílování a její měnová politika by proto neměla být pro firmy a domácnosti zdrojem překvapení.

Struktura hospodářského růstu

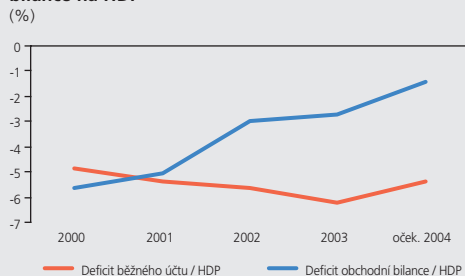
Naplnila se také očekávání ČNB ohledně vývoje jednotlivých složek HDP. K růstu přispívaly fixní investice a především vývoz, jehož meziroční dynamika v roce 2004 téměř dosáhla historického maxima. Vysoký růst vykázaly nejen vývozy zboží, ale i příjmy ze služeb, které po třinácti čtvrtletích stagnace či poklesu opět dosáhly dvouciferného růstu. Hlavní stimul akcelerace exportu představovalo oživení ekonomického růstu v zemích Evropské unie, především v Německu, a příznivě působil také zpožděný efekt uvolňování reálného kurzu.

I do budoucna lze nejspíše očekávat pokračující růst reálného vývozu stimulovalého zahraniční poptávkou. Nicméně vliv investic, které mají vysokou dovozní náročnost, vyvolá pokračování mírného předstihu dovozů před vývozy v roce 2004 a v menší míře i v roce 2005. To se promítne do pokračujícího prohlubování reálného deficitu čistého vývozu v obou zmíněných letech. Nicméně v nominálních veličinách lze očekávat postupné snižování deficitu obchodní bilance. Vzhledem k akumulované zásobě zahraničních investic lze však předpokládat zhoršování bilance výnosů, které bude z pohledu běžného účtu platební bilance působit proti zlepšování bilance obchodu.

Vývoj hrubé tvorby fixního kapitálu odpovídal fázi hospodářského cyklu, kdy v okamžiku uzavírání mezery výstupu investice obvykle rostou rychleji než celková produkce. Růst soukromých investic byl stimulován především předchozím oživením exportní aktivity, společně s trvalým zlepšováním sentimentu evropských a domácích podniků ohledně ekonomického oživení světové ekonomiky. Ve výhledu se sice do investic bude promítat akcelerace konjunktury, avšak dojde nejspíše k částečnému zpomalení hrubé tvorby fixního kapitálu ve srovnání s rokem 2004. Pominuly totiž důvody pro extrémní investiční výstavbu, které souvisely se změnami daně z přidané hodnoty. Hlavními stimuly investiční poptávky budou oživení zahraniční konjunktury, slabší devizový kurz a relativně příznivá úroková složka indexu reálných měnových podmínek. Z hlediska zdrojů financování bude zvýšená tvorba fixního kapitálu podnikového sektoru podporována jeho příznivými hospodářskými výsledky. Signalizují to finanční ukazatele podniků a pokračování přílivu reálně alokovaných přímých zahraničních investic.

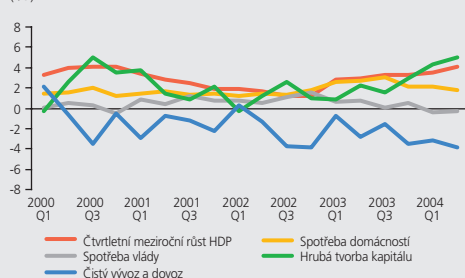
Pozitivní výhled investiční poptávky podporují také údaje o vývoji úvěrové emise. Dochází k jejímu urychlování směrem k nefinančním podnikům. V roce 2004 rostly úvěry investičního charakteru se splatností nad 1 rok a poprvé za několik čtvrtletí byl zaznamenán meziroční růst úvěrů poskytovaných podnikům pod zahraniční kontrolou. Obecně z hlediska finanční stability může být růst podílu dlouhodobých úvěrů, které jsou nejčastěji investičního charakteru, dvojznačný. Dlouhodobé investice především zvyšují potenciální možnosti ekonomiky a jsou proto žádoucí – nicméně znamenají také zvýšení finanční páky v ekonomice a z definice i nárůst rizika. Avšak v současné fázi cyklu, kdy ekonomika operuje pod svými potenciálními možnostmi, lze očekávat, že se bude vyskytovat relativně málo nerentabilních ekonomických projektů.

GRAF II.18
Deficit běžného účtu platební bilance a obchodní bilance na HDP (%)



Pramen: ČNB

GRAF II.19
Příspěvky k růstu HDP (%)



Pramen: ČNB, ČSÚ

Oproti vývoji exportu a investic dojde v roce 2004 ve srovnání s rokem 2003 ke zpomalení růstu reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu. To souvisí s poněkud pomalejším růstem disponibilních příjmů, zejména díky pomalejšímu růstu reálných mezd, který převážil pozitivní nárůst počtu odpracovaných hodin. Pro rok 2005 se předpokládá, že růst spotřeby domácností se udrží na poměrně vysoké úrovni. Dochází k postupnému zlepšování spotřebitelského sentimentu domácností, přičemž příznivý vývoj je patrný u většiny složek spotřebitelského klimatu, což mj. bezprostředně souvisí se zlepšováním podmínek na trhu práce. Pozitivně na růst spotřeby domácností bude působit uvolněná úroková složka měnových podmínek, což se odrazí také v poptávce domácností po externí formě financování, tj. po hypotečních i spotřebních úvěrech. Vedle externích zdrojů také zlepšující se zaměstnanost a zrychlující mzdový růst v roce 2005 vytvoří dostatečné zdroje financování spotřeby a zabrání poklesu hrubé míry úspor.

Na straně nabídky rostla zejména průmyslová produkce, přičemž k nárůstu přispělo zejména zlepšování produktivity práce při pokračujícím poklesu počtu zaměstnanců i jednotkových mzdových nákladů. To se přirozeně odrazilo ve zlepšujících se finančních ukazatelích většiny podniků. Naopak ve stavebnictví je růst dosahován extenzivně růstem počtu pracovníků. Odráží se v tom plně využití kapacit při stavební euforii, která byla spojena se změnami v dani z předané hodnoty i s očekáváním spojenými se vstupem do Evropské unie.

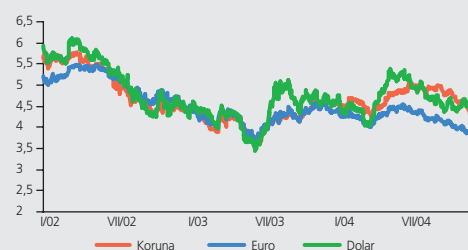
Indikátory finančních trhů

Podmínky pro dlouhodobé financování jsou pod vlivem vývoje na světových trzích. Nárůst rozpětí, které se objevilo v průběhu letošního roku u výnosů korunových dluhových instrumentů s dlouhou dobou splatnosti vůči instrumentům denominovaným v euru, je pravděpodobně reakcí na očekávání vyšší inflace a mírně vyšších úrokových sazeb v ČR než eurozóně.

Pro české domácí subjekty, které se financují v cizí měně, je důležitým novým referenčním údajem cena mezinárodního dluhu České republiky, který je denominovaný v euru. Takový eurový benchmark usnadňuje emise eurových korporátních dluhopisů a na straně podniků tak pomáhá diverzifikovat pasiva. Na straně investorů je to vítané zúplnění trhů, je možné dále snadněji diverzifikovat investice do evropských vládních dluhopisů bez přejímání kurzového rizika. První emise desetiletých vládních eurových dluhopisů byla v prostředí hojné likvidity úspěšně upsána v červnu 2004. Tyto dluhopisy se spolu se srovnatelným slovenským dluhem obchodují s poměrně nízkým rozpětím přibližně 20 základních bodů od výnosu německého dluhu. Obdobné maďarské dluhopisy jsou jen o málo dražší a jsou na stejné úrovni jako italský dluh. Za zmínku stojí zlepšující se status polských eurových dluhopisů, jejichž rozpětí proti evropskému benchmarku se významně snížilo, zejména kvůli zlepšení disciplíny státního rozpočtu. Při posuzování těchto rozpětí je třeba vzít v úvahu, že je obtížné odlišit jednotlivé faktory, které je ovlivňují a mezi které patří kreditní riziko i likviditní prémie.

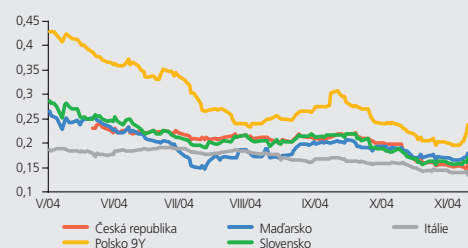
S optimistickým výhledem podnikové sféry je v souladu vývoj na pražské burze, kde ceny dosahují dlouhodobých maxim. Růst domácího akciového indexu byl rychlejší než zhodnocování akcií v okolních zemích i na hlavních světových trzích, a to jak absolutně, tak i po přepočtu do shodné měny. Nicméně význam tohoto indikátoru nelze přeceňovat, protože index pražské burzy málo reprezentuje váhy jednotlivých sektorů v ekonomice a navíc je silně ovlivněn vývojem několika málo specifických titulů (Erste Bank, ČEZ, Komerční banka a Český Telecom představují cca 80 % tržní kapitalizace pražské burzy).

GRAF II.20
Dlouhodobé výnosy
(desetiletá splatnost, %)



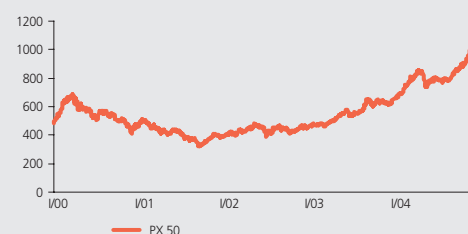
Pramen: ČNB

GRAF II.21
Výnosová rozpětí středoevropských vládních eurových dluhopisů
(%)



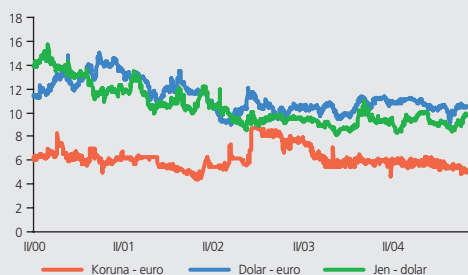
Pramen: ČNB

GRAF II.22
Akciový index pražské burzy



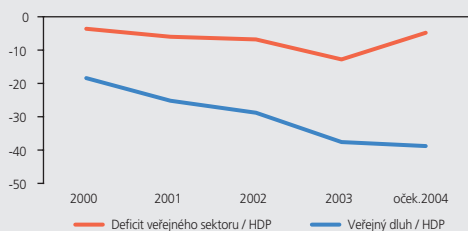
Pramen: BC PP

GRAF II.23
Implikovaná volatilita (jednorocní) na devizovém trhu (podle cen měnových opcí)



Pramen: ČNB

GRAF II.24
Deficit veřejného sektoru a veřejný dluh na HDP (% , metodika ESA95)



Pramen: ČNB

TAB. II.1
Deficit vládního sektoru (ESA95) (% HDP)

	2003	2004	2005	2006	2007
ČR	12,6	4,8	3,9	3,2	3
Maďarsko	5,9	4,6	4,1	3,6	3,1
Polsko	4,1	5,7	4,2	3,3	1,5
Slovensko	5,8	4,8	3,9	3,2	2,1
EU12	2,7	2,3	1,8	1,2	0,7

Pramen: ČNB, EK

Potenciálním rizikem pro finanční stabilitu by mohl být turbulentní vývoj na devizovém trhu. Nicméně podle dostupných indikátorů trh nečeká v nejbližších měsících velké výkyvy. Volatility implikované cenami měnových opcí pro hlavní měnové páry klesaly. Zejména volatilita koruny vůči euru se udržuje na nízké úrovni v historickém srovnání i vzhledem k jiným volně plovoucím měnovým pářům.

Rizika

Rizika pro budoucí rovnovážný vývoj poptávky a měnových a finančních podmínek vyplývají především z nejistého vnějšího vývoje a intenzity protisměrně působících vlivů. Na jedné straně nárůst cen energetických zdrojů a dalších komodit znamená nákladový šok, který se zatím ještě nestačil plně projevit v domácím cenovém vývoji. Tyto inflační tlaky by však mohly být tlumeny efekty souvisejícími s negativními dopady do růstu světové ekonomiky a poptávky po českém zboží a službách. Podobným rizikem by mohlo být zpomalení růstu evropských exportů v případě, kdy by došlo k výraznějšímu zhodnocení eura oproti dolaru. Možným domácím zdrojem nejistoty je předpokládané urychlení mzdového vývoje v nepodnikatelské sféře v roce 2005. Ačkoliv krátkodobý vliv na cenový vývoj vyplývající z tohoto vývoje nemusí být významný, v delším období by mohl vést k růstu poptávkových a mzdovénákladových inflačních tlaků. Růst cen komodit a mzdových nákladů by rovněž nepříznivě ovlivnil finanční situaci podniků a zvýšil tak kreditní riziko v ekonomice. Na lehkou váhu nelze brát ani možné nepříznivé fiskální dopady urychlení mzdového vývoje ve veřejném sektoru.

Ve středně až dlouhodobém výhledu není zaručeno, že rozpětí českých vládních dluhopisů od mezinárodních benchmarků zůstane na současných nízkých úrovních. Díky rozpočtovým schodkům roste rychle vládní dluh a dochází k tomu i v současné růstové fázi ekonomiky. Pokud by nedošlo ke konsolidaci veřejných financí, zejména reformě systému sociálních výdajů, byl by nárůst zadluženosti významným rizikem. I proto je rozpočtová konsolidace jednou z deklarovaných priorit současné vlády, nicméně předpokládané snižování rozpočtového deficitu v několikaletém horizontu je ve srovnání s ostatními novými členy EU pomalé. Kromě toho ještě není známa konkrétní podoba budoucí fiskální reformy. Tento stav se projevuje v ratingu České republiky. Agentura S&P snížila hodnocení korunového dlouhodobého dluhu od roku 1998 již třikrát z původního stupně AA na současnou úroveň A. Poslední snížení, ke kterému došlo v září roku 2004, bylo zdůvodněno velikostí vládních rozpočtových schodků a nedůvěrou v jejich budoucí snižování.

Pokud by tento pohled převládl, vedlo by to pravděpodobně k nárůstu rizikové prémie a zvýšeným nákladům na další financování vlády. Kromě toho by se mohla též zvýšit volatilita devizového kurzu. To by znamenalo zhoršení podmínek pro podnikání, a tedy i zvýšení rizika pro finanční stabilitu. Oddalování nutných reforem má navíc další negativní důsledky, neboť zvyšuje nejistotu ohledně budoucí výše daní a také ohledně velikosti a struktury vládních výdajů a vládou vyvolané poptávky. To dále znesnadňuje dlouhodobé finanční plánování firem i domácností a zvyšuje pravděpodobnost individuálních chybných investičních rozhodnutí. V neposlední řadě nárůst dluhu a nákladů na jeho obsluhu omezuje budoucí možnosti rozpočtové politiky při makroekonomické stabilizaci, což znamená možnou vyšší volatilitu hospodářského cyklu.