

V Praze dne 13. července 1998

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky

Doplňující analýza a prognóza k 6. SZ

:

Stručný obsah - důvod předložení:

Materiál se předkládá na základě usnesení
BR z 2. 7. 1998

Část I.

Návrh usnesení bankovní rady

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II.

Předkládací zpráva

**Zaměstnanci, kteří budou k tomuto
materiálu přizváni na jednání bankovní
rady:**

doc. Ing. Čapek, CSc., Ing. Bárta, CSc.,
Ing. Matalík, Ing. Kalous, Ing. Polák

Část III.

Vlastní materiál včetně příloh

Předkládá: Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc.
Kontroloval: doc. Ing. Aleš Čapek, CSc.
Zpracoval: sekce měnová

N á v r h

U s n e s e n í

bankovní rady České národní banky

⋮

Bankovní rada po projednání předloženého materiálu

**s c h v a l u j e snížení limitní úrokové sazby pro 2T REPO operace ČNB z 15 %
na 14,50 % od 17. 7. 1998.**

Předkládací zpráva

Materiál je předkládán na základě usnesení BR ze dne 2. 7. 1998.

⋮

Obsah

1. Úvod
2. Současný makroekonomický vývoj
3. Prognóza dalšího vývoje inflace
 - 3.1 Expertní prognóza
 - 3.2 Modelová prognóza - modely MMTS II a MMI
4. Úvěry a úroky v hospodaření bank a podniků
 - 4.1 Význam úvěrové emise a úrokových výnosů pro banky
 - 4.2 Efekt snížení úrokové sazby 2T PRIBOR o 0,5 % na vývoj úrokových sazeb a úvěrové emise bank
 - 4.3 Význam bankovních úvěrů a úroků pro podnikový sektor
 - 4.4 Úvěry, úroky a investice
5. Závěr

Příloha 1: Vliv úrovně úrokových sazeb na investiční aktivitu

1. Úvod

Předložený materiál představuje doplňující analýzu a prognózu k 6. SZ. Byl vypracován s cílem upřesnění prognózy inflace a využití dodatečných informací pro posouzení možnosti úpravy úrokových sazeb centrální banky.

Materiál obsahuje tři části a přílohu. V části 2. se vychází z komplexního rozboru aktuálního makroekonomického a měnového vývoje obsaženého v 6. SZ i z posledních statistických údajů o vývoji inflace a je stručně charakterizována současná makroekonomická situace. Část 3. obsahuje aktualizovanou prognózu inflace, vycházející z příznivého vývoje vysvětlujících proměnných a odrážející poslední aktuální údaje o cenovém vývoji. Prognóza je zpracována jednak expertním způsobem a jednak na základě variantních modelových přístupů. Část 4. obsahuje analýzu významu úvěrů a úroků v bilancích a hospodaření podnikové sféry a bank. Tento směr analýzy v SZ dosud nebyl rozvinut. Jedná se však o podstatný prvek transmisního mechanismu měnové politiky. V příloze materiálu jsou popsány vazby mezi výší úrokových sazeb a investiční činnosti a je proveden orientační propočet výše průměrné úrokové sazby, jež by umožňovala dosažení kladného zisku z nově pořizovaných investičních kapacit.

Provedená analýza a prognóza konstatuje příznivý vývoj inflace v posledním období. Charakteristiky současného makroekonomického a měnového vývoje přitom vytvářejí příznivá očekávání pro vývoj inflace v časovém horizontu do konce roku 1998 i v dalším období. Úroková politika v uplynulém období byla nástrojem makroekonomické restrikce a přispěla k obnově rovnovážných tendencí makroekonomického vývoje. Úrokové sazby rovněž vytvářely potřebný tlak na restrukturalizaci na mikroúrovni. Z rozboru významu úvěru a úrokových sazeb pro vývoj podnikové sféry však rovněž vyplývá, že se v současnosti projevují nákladové efekty úrokových sazeb. Vzniká situace, kdy podniky, zvláště v podmínkách nedokonale konkurenčních trhů, jsou motivovány k promítnutí úrokových nákladů do cen. Restrikce prostřednictvím úrokových sazeb se tak poněkud paradoxně odráží v růstu nákladových inflačních tlaků. Z hlediska inflace nepříznivý efekt úrokových sazeb se prosazuje i tak, že odchod některých domácích výrobců z trhu v důsledku výše úrokových sazeb nebo nedostupnosti úvěrů, znamená náhradu jejich produkce dražší produkcí z dovozu.

Na základě provedené analýzy a prognózy je doporučeno snížení REPO 2T sazby ČNB o 0,5 p.b.

2. Současný makroekonomický vývoj

Současný makroekonomický a měnový vývoj charakterizují následující fakta:

- Dochází k poměrně zřetelnému utlumení inflačních tlaků. Jak údaje o čisté tak o celkové inflaci za poslední čtyři měsíce naznačují nízké meziměsíční nárůsty cenové hladiny. Tento vývoj se odráží v meziroční inflaci. Meziroční čistá inflace v červnu dosáhla 6,5 % a celková meziroční inflace 12 %. V obou případech jde o pokles oproti předchozímu měsíci o cca 1 p.b. Další pokles očekáváme i v červenci: mírný v případě čisté inflace, výraznější u celkové inflace s ohledem na rozdílný dopad úprav regulovaných cen v loňském a letošním roce. Uvedené údaje ukazují, že inflace již kulminovala a v současném období se ekonomika nachází ve zřetelné desinflační fázi.
- Pokračuje tendence utlumení domácí poptávky. Pokles domácí poptávky ve všech jejích složkách charakterizuje makroekonomický vývoj od 3. čtvrtletí minulého roku, když ve 2. čtvrtletí uplynulého roku domácí poptávka stagnovala (pokles investic a vládní spotřeby byl kompenzován ještě stále rostoucí spotřebou domácností). Další pokles absorpce očekáváme ve druhém čtvrtletí. Ve druhém pololetí pak lze očekávat její stagnaci příp. pouze velmi mírný růst.
- Jediným faktorem ekonomického růstu tak v posledním období zůstává vývoj čistého exportu. Ve 4. čtvrtletí minulého roku a v 1. čtvrtletí letošního roku reálný export rostl tempem téměř dvojnásobným ve srovnání s reálným importem. Odrazem vysoké dynamiky exportu ve srovnání s importem je zlepšování vnější nerovnováhy ekonomiky. Vývoj exportu byl v uplynulém období příznivě ovlivňován zahraniční konjunkturou i vývojem směnného kurzu. Kurzový vývoj v prvním pololetí letošního roku však vytváří určitá rizika pro vývoj vnější nerovnováhy a v současnosti jsme svědky narůstající dovozní náročnosti ekonomiky. Přetrvávající růst exportu na druhé straně naznačuje (vedle pozitivního vlivu pokračující konjunktury v EU) příznivý vývoj necenové konkurenceschopnosti ekonomiky.
- Uvedený vývoj poptávkových faktorů ekonomického růstu se odráží v sektorové struktuře tvorby HDP. Mzr. pokles HDP v 1. čtvrtletí letošního roku byl dosažen při poměrně dynamickém růstu průmyslové produkce (8,4 %). Naopak dochází k poklesu stavební výroby a produkce služeb, signalizovanému poklesem maloobchodního obrátu v 1. čtvrtletí o 5 %.
- Restrikce poptávky a desinflační proces se odrážejí v měnovém vývoji. Pro vývoj peněžní zásoby jsou i přes určitý výkyv v červnu nadále charakteristické nízké nominální meziroční přírůstky, implikující růst rychlosti obrátu peněz. Výnosová křivka peněžního trhu se postupně zplošťuje (v poslední době dokonce získala inverzní tvar), a ilustruje tak efekt měnové restrikce na inflační očekávání.

Uvedený makroekonomický vývoj odpovídá restriktivnímu charakteru uplatněné měnové politiky. Restrikce domácí poptávky se odráží v poklesu tempa růstu odvětví dodávajících neobchodovatelné komodity na domácí trh (služby a stavební výroba), zatímco odvětví produkující obchodovatelné komodity (zpracovatelský průmysl), jež se do jisté míry domácí restrikci vymykají, pokračují v ekonomickém růstu. I tato odvětví jsou nicméně

restrikcí ovlivněna prostřednictvím apreciacie směnného kurzu, projevující se v uvedené tendenci k růstu dovozní náročnosti.

Vývoj inflace není ovšem determinován pouze působením poptávkových desinflačních tlaků. Jakkoliv důležitý je poptávkový mechanismus, v transformující se ekonomice s mnoha nedokonale konkurenčními trhy je vývoj cen často určován spíše nákladovým mechanismem a řízení poptávky vytváří pro prosazování nákladových inflačních impulsů pouze více či méně prostoru. V tomto smyslu nelze význam poptávkové restrikce při hodnocení cenového vývoje přeceňovat, ale je třeba uvést i některé pozitivní nákladové faktory, které ve sledovaném období působily. Patří mezi ně především vývoj směnného kurzu, vývoj cen komodit na světových trzích, vývoj relace mezi vývojem reálné mzdy a produktivity práce a vývoj cen průmyslových výrobců. Všechny uvedené faktory v posledním období působily na vývoj inflace příznivým způsobem.

Nominální směnný kurz prakticky celé první pololetí postupně aprecioval. Reálný směnný kurz upravený indexem cen průmyslových výrobců se v současnosti blíží své rekordní (apreciované) úrovni ze začátku r. 1997 a kurz upravený indexem spotřebitelských cen již tuto svou rekordní úroveň překonal. Ceny komodit na světových trzích se v uplynulém období vyvíjely velmi příznivě. Cenový index HWWA za období leden - květen 1998 poklesl meziročně o 17,9 %, když ceny energetických surovin poklesly o 24,7 %. Rovněž vývoj mezd v posledním období ovlivňoval nákladovou inflaci příznivým způsobem. Po tom, co v letech 1996-97 jednotkové mzdové náklady rostly rychleji než deflátor HDP a vytvářely tak mzdové nákladové inflační tlaky, v posledním období dochází ve vývoji uvedených proměnných k opačnému vývoji a mzdové tlaky na růst cen se snižují. Tento trend je patrný od 4. čtvrtletí minulého roku (JMN mizr. 2,4 %, deflátor HDP 7,2 %) a pokračuje v letošním prvním čtvrtletí (JMN mizr. 8,6 %, deflátor HDP 11,4 %). Konečně i ceny průmyslových výrobců, ve kterých se promítají výše uvedené faktory a které zpětně nákladově ovlivňují vývoj indexu spotřebitelských cen, se vyvíjejí v posledním období příznivě. Meziměsíční nárůsty PPI v posledních měsících vždy o 0,1 % znamenají stagnaci mizr. PPI v dubnu a květnu na úrovni 6,2 %.

Uvedená charakteristika současné makroekonomické situace naznačuje, že vlivem působení nákladových a poptávkových faktorů dochází ke zřejmému desinflačnímu procesu. Restriktivnost měnové politiky však fakticky vzrůstá. Jednak díky nominální a reálné apreciaci směnného kurzu, jednak díky růstu reálných úrokových sazeb, ke kterému dochází v současnosti s ohledem na pokles meziroční inflace při stagnaci nominálních úrokových sazeb. To do jaké míry takový vývoj měnové politiky je či není adekvátní ovšem nevyplývá pouze z vývoje inflace v současnosti, ale spíše z předpokládaného budoucího cenového vývoje. V následující části proto předkládáme aktualizovanou predikci inflace.

3. Prognóza dalšího vývoje inflace

3.1 Expertní prognóza

V **krátkodobém** horizontu (do konce roku 1998) lze očekávat jednorázový výrazný růst regulovaných cen v červenci t.r. a pokračování příznivého vývoje čisté inflace.

V posledním období se faktory, ovlivňující vývoj inflace, vyvíjejí pro dosažení nízké úrovně růstu cen velmi příznivě a další pokračování jejich vývoje bez výraznějších změn by znamenalo dosažení mizr. čisté inflace v prosinci t.r. na úrovni spodní hranice mezicíle ČNB. Trend časové řady meziměsíčních hodnot čisté inflace od počátku roku plynule klesá. Pro predikci v krátkém období však považujeme za nejisté, zda dosavadní souběh příznivého vývoje všech faktorů inflace bude pokračovat ve stejné míře jako doposud, přestože rizika významnějších změn v krátkodobém horizontu rovněž klesají. Z těchto důvodů predikujeme (přes relativně velmi příznivý cenový růst v posledním období) ke konci roku 1998 meziroční růst celkového indexu spotřebitelských cen 10,2 %, míru inflace 11,6 % a meziroční čistou inflaci 5,8 %. Za nejpodstatnější faktor možných změn v období nejbližších 6 měsíců považujeme kursově změny, částečně i růst cen potravin. Úprava naší predikce čisté inflace z 6,2 % ke konci roku z předchozí situační zprávy na současnou hodnotu 5,8 % je důsledkem:

- nižší čisté inflace v červnu, než jsme predikovali (o 0,1 bodu), potvrzující příznivý trend,
- zkrácením délky predikovaného období, což snižuje očekávaná rizika zrychlení růstu cen,
- zpřesnění naší predikce v následujících měsících, především snížením naší predikce čisté inflace v červenci a srpnu.

Střednědobá očekávání (do konce roku 1999) vycházejí z očekávání výrazně nižšího růstu regulovaných cen v uvedeném roce oproti roku 1998 (dosud nezamítnuté dlouhodobé koncepce deregulací). Predikce čisté inflace vychází z předpokládaného vývoje následujících faktorů :

- Peněžní zásoby. Její vývoj bude na vývoj cen působit příznivě
- Mezd a příjmů. Vzhledem k očekávanému slabému růstu HDP (1-2 %) a očekávanému růstu míry nezaměstnanosti odhadujeme růst nominálních příjmů domácností na cca 7- 8 %. Tento vývoj by změny cenových trendů výrazněji neovlivnil.
- Cen průmyslových výrobců. Očekáváme příznivý vliv na vývoj inflace při absenci kursových výkyvů.
- Cen zemědělských výrobců. Představuje určitá rizika vzhledem ke skutečnosti, že ceny zemědělských výrobců rostly střednědobě pomaleji než ceny potravin. Na druhé straně však růst cen potravin budou účinně omezovat možnosti dovozů, vývoj světových cen obilovin a relativně slabá poptávka domácností.
- Kursu. Dosavadní propočty signalizují zásadní roli kursu pro cenový vývoj (velký podíl obchodovatelných komodit ve spotřebním koši). Tento faktor považujeme za zásadní riziko udržení trendu poklesu čisté inflace. Očekáváme vliv depreciace v průběhu roku.
- Státního rozpočtu. Po zvážení možných dopadů očekáváme mírně proinflační působení deficitu.
- Světových cen surovin a potravin. Očekáváme příznivý vývoj.

Při souhrnném pohledu na všechny uvedené vlivy volíme prognózu mírného klesajícího trendu. Výraznější snižování trendu čisté inflace vzhledem k uvedeným rizikům

dalšího vývoje neočekáváme. Naopak výraznější zvyšování cen by bylo důsledkem buď opětovného vzniku nerovnovážného stavu v naší ekonomice, nebo zcela zásadních kursových změn. Ke konci roku 1999 predikujeme meziroční růst celkového indexu spotřebitelských cen cca 6,8 %, meziroční růst regulovaných cen cca 10,5 %, míru inflace cca 7,3 % a meziroční čistou inflaci 5,5 %.

Vývoj inflace v roce 1998

1998	Státní váha ve spoř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	předch.m.=100													
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.		
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	4,0	0,8	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,3	2,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	18,32	23,93	9,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,1	0,1	0,1	8,9	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	X	X	2,16	0,09	0,03	0,13	0,01	0,03	0,01	0,03	2,13	0,10	0,04	0,05	0,03	0,03
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	81,68	76,07	0,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(podíl na růstu sp.cen)			1,5	0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,00	0,1	0,2	0,5	0,8	0,8
z toho: ceny potravin (podíl na růstu sp.cen)	32,71	30,69	1,7	0,8	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,0	0,6	0,7	0,8	0,8
korrigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	48,98	45,38	0,52	0,24	0,08	0,10	0,03	0,12	0,03	0,12	0,12	0,00	0,18	0,21	0,23	0,23
			1,4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
			0,62	0,30	0,02	0,06	0,04	0,04	0,16	0,16	0,20	0,10	0,10	0,24	0,21	0,25
1998	Státní váha ve spoř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	konec m.r. = 100													
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.8.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.		
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	4,0	4,7	4,8	5,1	5,2	5,5	7,8	8,1	8,6	8,1	8,8	8,8	10,2	
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	18,32	23,93	9,4	9,8	10,0	10,7	10,7	10,8	20,7	21,2	21,5	21,7	21,8	21,8	22,0	
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	X	X	2,16	2,25	2,29	2,43	2,43	2,46	4,71	4,82	4,88	4,93	4,95	4,95	4,99	
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	81,68	76,07	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	
(podíl na růstu sp.cen)			1,5	2,2	2,3	2,5	2,6	3,0	3,1	3,3	3,0	3,3	3,4	3,5	3,7	
z toho: ceny potravin (podíl na růstu sp.cen)	32,71	30,69	1,7	2,4	2,7	3,0	3,1	3,5	3,1	3,1	3,7	3,7	3,7	4,5	5,3	
korrigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	48,98	45,38	0,52	0,76	0,81	0,91	0,95	1,07	0,82	1,08	1,08	1,08	1,08	1,44	1,82	
			1,4	2,0	2,1	2,2	2,3	2,7	3,1	3,5	3,0	3,5	3,0	4,5	5,0	
			0,62	0,94	0,99	1,05	1,10	1,27	1,69	1,99	1,47	2,06	2,06	2,41	2,88	
1998	Státní váha ve spoř. koši v %	Přepočtená váha ke konci ledna	Rok 1998													
			31.1.	28.2.	31.3.	30.4.	31.5.	30.6.	31.7.	31.8.	30.9.	31.10.	30.11.	31.12.		
Spotřebitelské ceny cel.	100,00	100,00	13,1	13,4	13,4	13,1	13,0	12,0	10,7	10,2	10,0	10,1	10,1	10,2		
Regulované ceny (podíl na růstu sp.cen)	18,32	23,93	30,8	30,9	31,0	30,3	30,0	29,9	21,0	22,2	21,8	22,0	22,0	22,0		
Vliv růstu nepř. daní v nereg. cenách *)	X	X	6,39	6,41	6,42	6,30	6,24	6,16	0,06	0,09	0,09	0,03	0,03	0,02		
Čistá inflace (podíl na růstu sp.cen)	81,68	76,07	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70		
(podíl na růstu sp.cen)			6,00	6,31	6,32	6,08	6,07	6,18	6,4	6,4	6,7	6,5	6,7	6,7		
z toho: ceny potravin (podíl na růstu sp.cen)	32,71	30,69	6,0	6,8	7,2	7,2	7,5	5,8	5,4	5,7	5,7	5,7	5,7	6,1		
korrigovaná inflace (podíl na růstu sp.cen)	48,98	45,38	1,87	2,40	2,40	2,45	1,96	1,66	1,61	1,61	1,62	1,61	1,62	1,62		
			8,5	8,6	8,4	7,9	7,7	6,9	6,3	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5		
			4,03	4,09	3,92	3,63	2,82	3,22	3,31	3,29	3,27	3,27	3,29	3,29		
Rozní klauz. průměr	X	X	8,9	9,5	10,0	10,5	11,1	11,5	11,0	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6		
Průměr od počátku roku	X	X	13,1	13,3	13,3	13,3	13,2	13,0	12,7	12,4	12,1	11,9	11,7	11,6		

3.2 Modelová prognóza - modely MMTS II a MMI

V návaznosti na Přílohu č. 4 6. SZ je znovu provedena prognóza inflace. Důvodem nové prognózy je kurzový vývoj v období posledních měsíců. Ve světle tohoto vývoje se ukazuje, že předpokládaná deprecie nominálního efektivního kurzu (endogenní proměnná modelu MMTS II) v r. 1998 a 1999 (4,5 % resp. 5 %) je příliš výrazná. V současné prognóze doplňujeme předpoklady obou modelů o 3 % deprecii v r. 1998 a udržení konstantního reálného kurzu, definovaného pomocí čisté inflace a zahraničních cen PPI, pro roky 1999 a 2000. Odhad 3 % deprecie v r. 1998 vychází z předpokladu zachování průměrné nominální úrovně kurzu vůči DEM a USD z posledních 3 měsíců.

Scénář 1 - základní

Základní scénář měnové politiky použitý pro prognózu vychází z předpokladu neměnné politiky pro roky 1998 - 2000. Tuto politiku definujeme průměrnou úrovní PRIBORu ve výši 15 %, 14 % a 13 %.

MMTS II

Souhrn výsledků obsahuje Tabulka 1 a Graf 1. Podle prognózy bude inflační cíl ČNB pro roky 1998 a 2000 splněn. Výsledky jsou na dolní hranici intervalu pro inflační cíl v obou horizontech.

MMI

Oproti minulé prognóze přibylo 1 čtvrtletí nových dat, takže prognóza začíná od dubna 1998 a lze provést srovnání se skutečnými hodnotami za čtvrtý a pátý měsíc. Výsledky jsou uvedeny v Tabulce 3 a popsány v Grafu 3. Odhady čisté inflace jsou pro roky 1998 i 2000 pod úrovní intervalu pro inflační cíl ČNB. Zatímco minulé prognóza byla oproti skutečným hodnotám spíše pesimistická, tato prognóza skutečnost spíše podhodnocuje.

Scénář 2 - vliv snížení nominální úrokové sazby o 1 procentní bod

Ve druhém kroku jsme simulovali vliv změny měnové politiky - snížení PRIBORu o 1 proc. bod proti základnímu scénáři v celém období 1998 až 2000.

MMTS II

Souhrn výsledků obsahuje Tabulka 2 a Graf 2. Vliv této změny na kurz jsme odhadli v souladu s parametry modelu na 0,5 proc. bodu (vyšší deprecie). Také predikce čisté inflace se posunula výše - z 5,6 % na 5,9 % v r. 1998 a z 3,9 % na 4,6 % v r. 2000. Odhad čisté inflace se tedy posunul do středu intervalu pro cíl ČNB. Vliv uvolnění politiky na HDP je také patrný - rozdíl 0,5 proc. bodu.

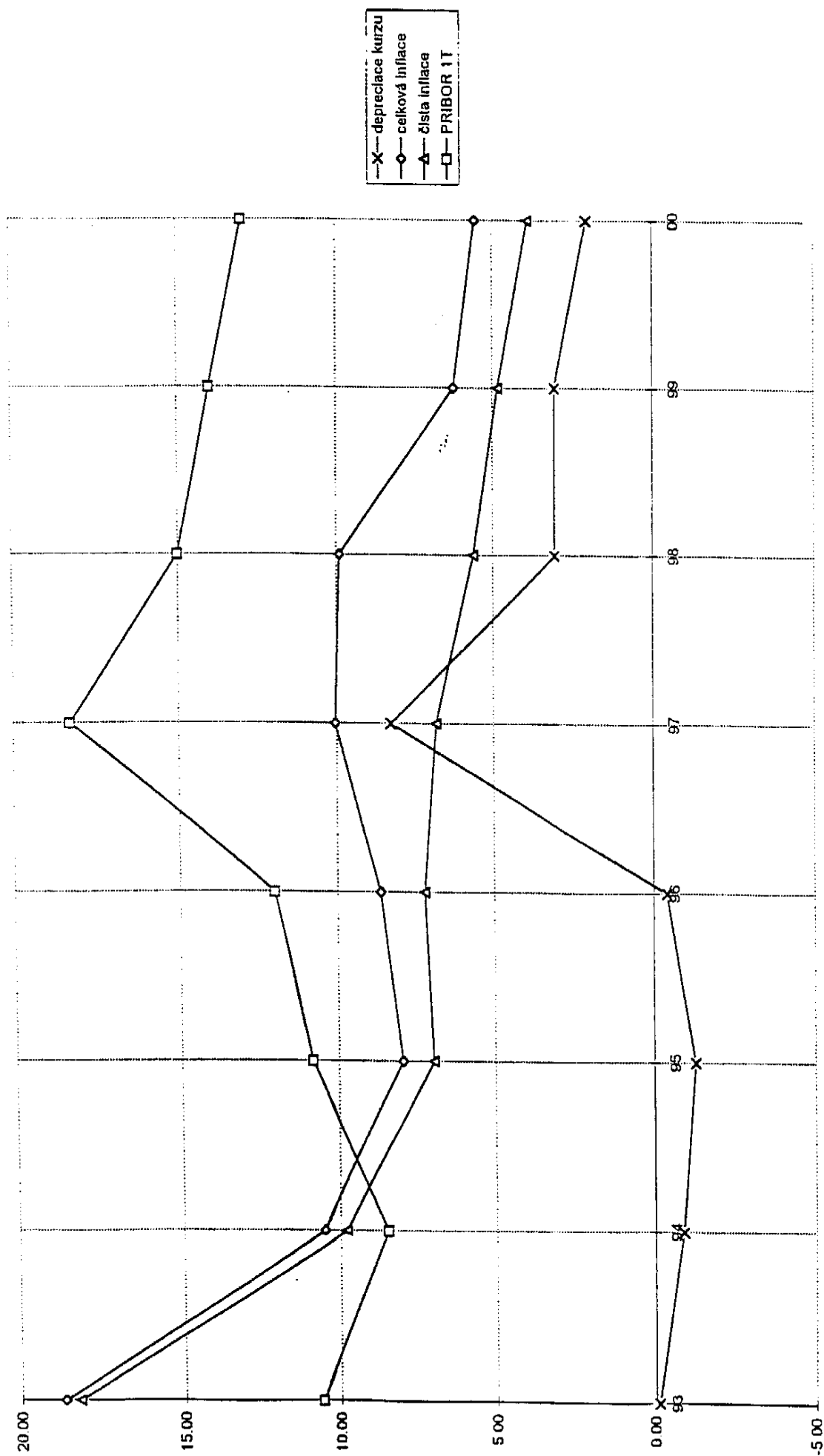
MMI

Výsledky obsahuje Tabulka 3 a Graf 4. Uvolnění měnové politiky zvýší významně odhad vývoje inflace, ale i tak bude čistá inflace v r. 1998 pod intervalem inflačního cíle a v r. 2000 v jeho dolní polovině.

Tabulka 1 Prognoza inflace a HDP - bez změny měnové politiky

rok	depreciace kurzu	celková inflace	čista inflace	inflace reg. cen	odchyka produk. od pot. růstu	real. sazb.	PRIBOR 1T
93	-0.11	18.70	18.26	30.12	-2.90	-8.10	10.60
94	-0.90	10.54	9.79	18.49	-0.80	-2.10	8.44
95	-1.31	7.94	6.94	12.30	2.90	2.93	10.87
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	0.40	3.45	12.05
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.50	8.27	18.31
98	3.00	9.89	5.60	22.00	-2.53	5.11	15.00
99	3.00	6.21	4.82	10.50	-2.42	7.79	14.00
00	2.00	5.54	3.88	10.40	-2.62	7.46	13.00

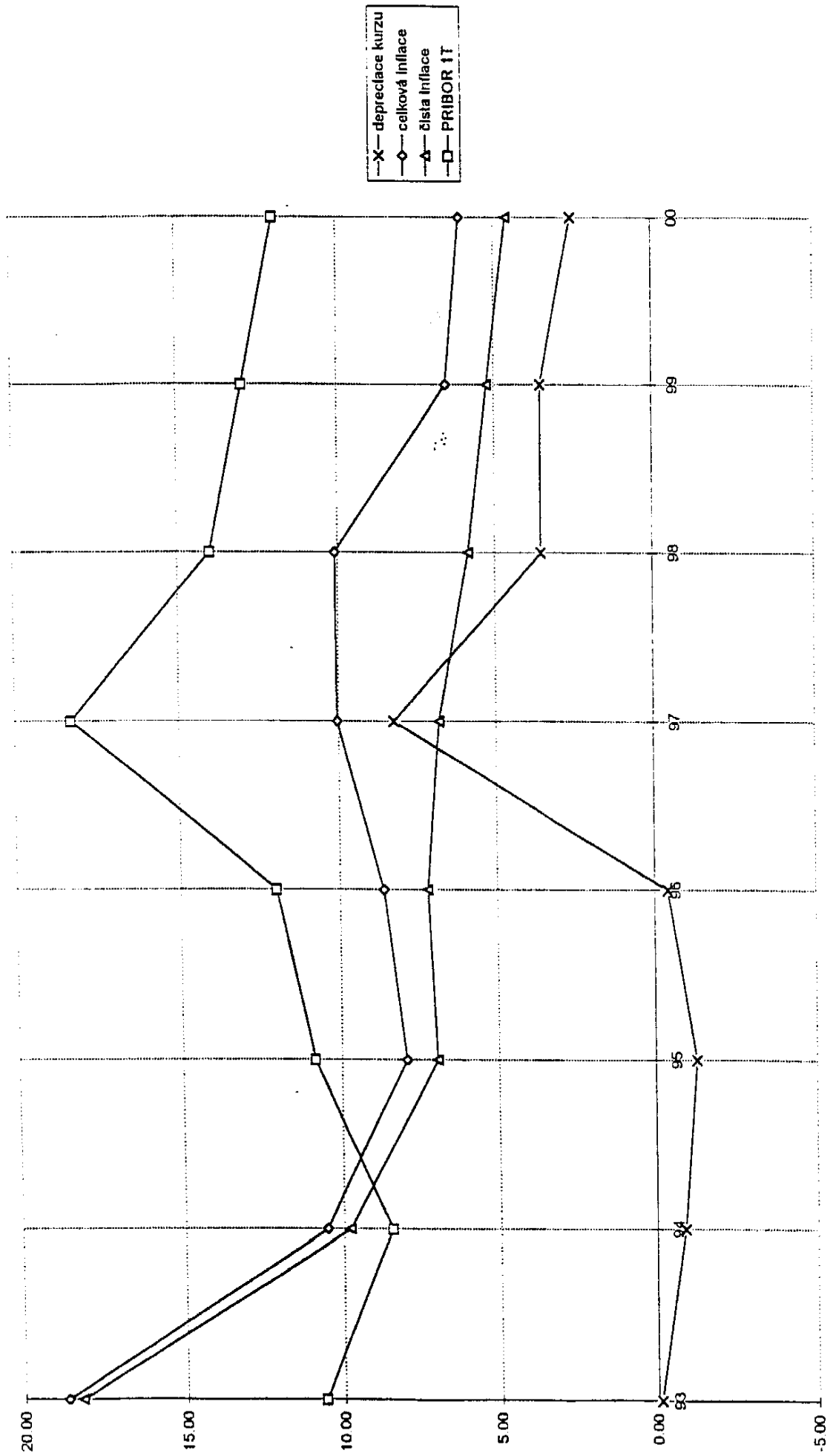
Graf 1 Prognóza inflace a HDP - bez změny měnové politiky



Tabulka 2 Prognóza inflace a HDP - snížení PRIBORu o 1pr. bod

rok	depreciace kurzu	celková inflace	čista inflace	inflace reg. cen	odchytka produk. od pot. růstu	real. sazba.	PRIBOR 1T
93	-0.11	18.70	18.26	30.12	-2.90	-8.10	10.60
94	-0.90	10.54	9.79	18.49	-0.80	-2.10	8.44
95	-1.31	7.94	6.94	12.30	2.90	2.93	10.87
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	0.40	3.45	12.05
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.50	8.27	18.31
98	3.50	10.09	5.85	22.00	-2.53	3.91	14.00
99	3.50	6.52	5.23	10.50	-1.99	6.48	13.00
00	2.50	6.08	4.60	10.40	-2.18	5.92	12.00

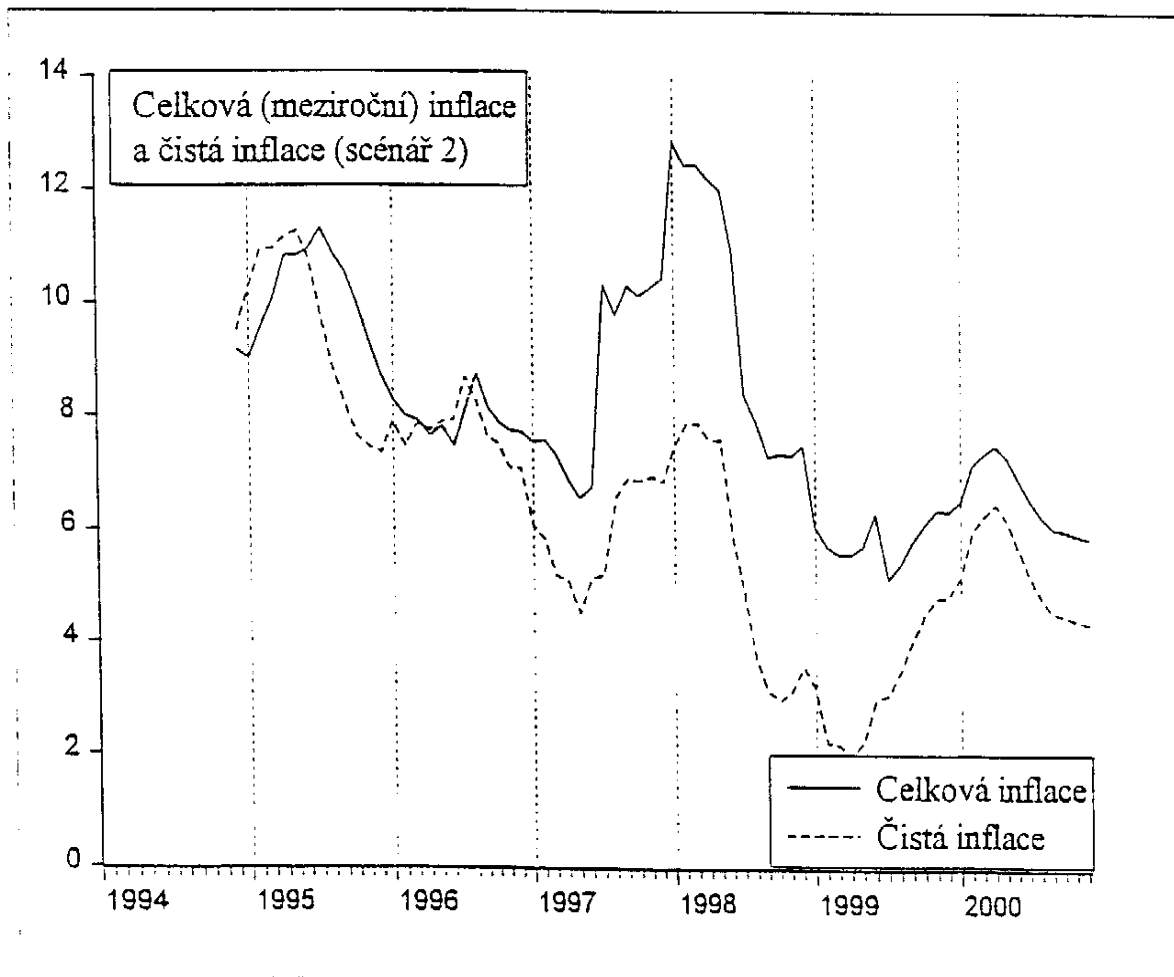
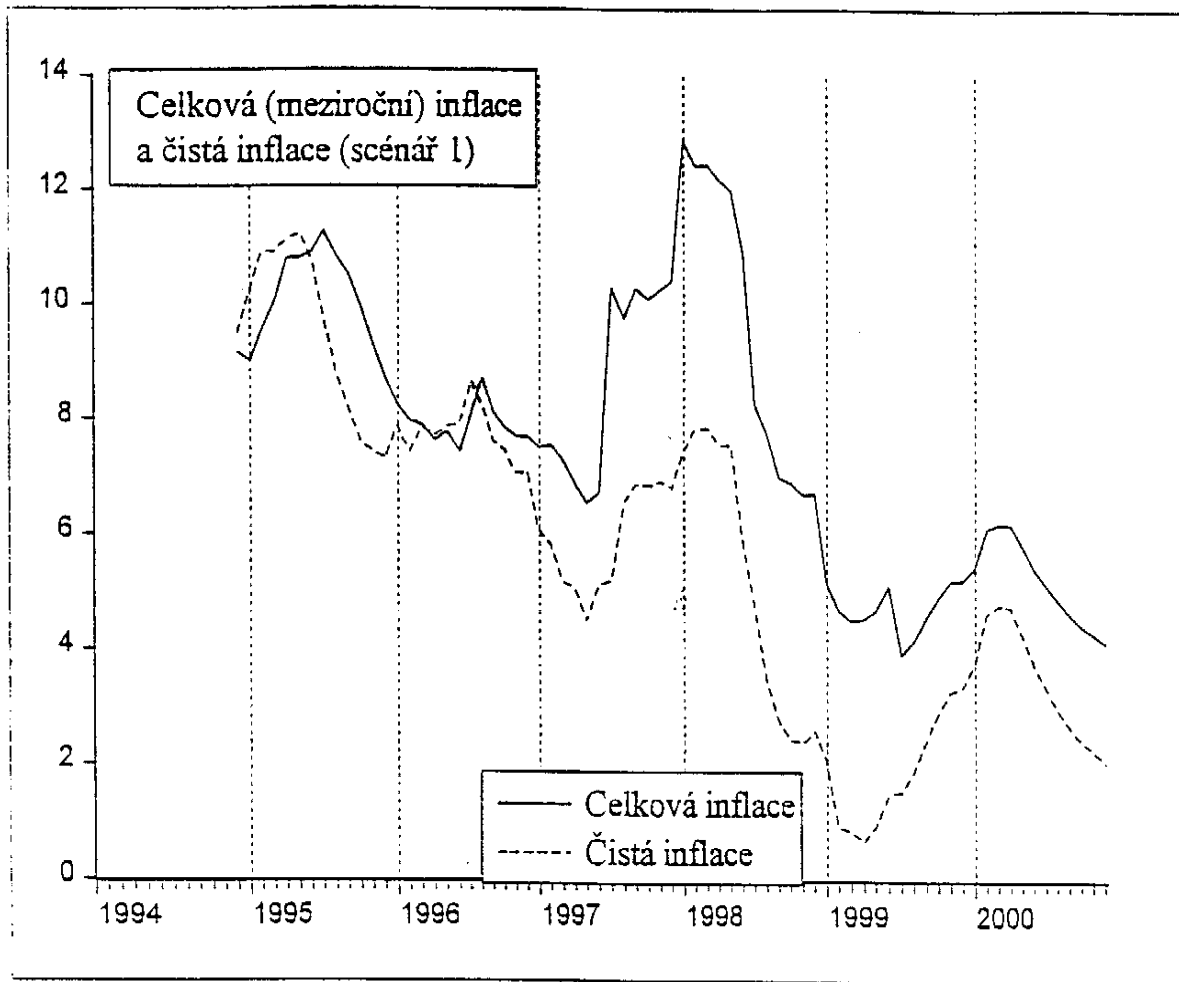
Graf 2 Prognóza inflace a HDP - snížení PRIBORU o 1 pr. bod



Tabuľka 3 Podmienená
 prognóza inflácie na základe MMI

Období	Scénář I		Scénář II	
	Celková inf.	Čistá inflace	Celková inf.	Čistá inflace
IV.98	12.18	7.57	12.18	7.57
V.98	11.99	7.56	11.99	7.56
VI.98	10.91	5.87	10.91	5.87
VII.98	8.28	4.75	8.35	4.84
VIII.98	7.74	3.46	7.89	3.65
IX.98	6.99	2.76	7.26	3.11
X.98	6.91	2.42	7.33	2.96
XI.98	6.69	2.37	7.29	3.12
XII.98	6.72	2.59	7.47	3.54
I.99	5.18	2.06	6.06	3.18
II.99	4.67	0.90	5.69	2.21
III.99	4.50	0.81	5.55	2.16
IV.99	4.53	0.64	5.56	1.96
V.99	4.67	0.92	5.71	2.24
VI.99	5.12	1.47	6.28	2.96
VII.99	3.92	1.52	5.11	3.06
VIII.99	4.15	1.86	5.39	3.46
IX.99	4.56	2.42	5.79	4.02
X.99	4.90	2.91	6.10	4.48
XI.99	5.20	3.27	6.34	4.76
XII.99	5.21	3.36	6.31	4.79
I.00	5.43	3.75	6.50	5.15
II.00	6.11	4.63	7.15	5.97
III.00	6.20	4.77	7.33	6.24
IV.00	6.17	4.73	7.48	6.45
V.00	5.80	4.24	7.25	6.14
VI.00	5.42	3.74	6.87	5.64
VII.00	5.12	3.33	6.51	5.15
VIII.00	4.85	2.96	6.20	4.74
IX.00	4.62	2.66	6.01	4.50
X.00	4.42	2.41	5.96	4.44
XI.00	4.27	2.21	5.89	4.36
XII.00	4.12	2.04	5.83	4.29

Graf 3 a 4 Podmíněná prognóza inflace na základě MMI



4. Úvěry a úroky v hospodaření bank a podniků

4.1 Význam úvěrové emise a úrokových výnosů pro banky

Dle údajů obchodních bank tvoří úvěrová emise nadále rozhodující objem aktiv bank. Vedle úvěrové emise však v posledních letech nabývá na významu rovněž investování prostředků do cenných papírů. Vývoj v jednotlivých letech od r. 1993 je patrný z následující tabulky.

Tabulka 1

Podíl vybraných aktiv bank na celkové bilanční sumě

(%)	1993	1994	1995	1996	1997	05/98
Podíl úvěrů na bil. sumě	55	53	47	47	44	44
Podíl portfolia cenných papírů	4	6	8	7	9	9

Pramen: ČNB

Ve srovnání se zahraničím činí podíl úvěrů na bilanční sumě méně než např. v Německu (v dubnu 1998 51 %), ale je srovnatelný s Rakouskem (44 % koncem roku 1997).

V uplynulých letech významně poklesl podíl výnosů z úroků z úvěrů na celkových výnosech a byl nahrazen výnosy z devizových operací.

Tabulka 2

Struktura výnosů obchodních bank

(%)	1993	1994	1995	1996	1997	05/98
Výnosy celkem	100	100	100	100	100	100
Úroky z úvěrů	43	40	32	21	14	12
Operace s cennými papíry	1	4	6	5	4	3
Devizové operace	6	6	11	25	42	51
Ostatní výnosy ^{x)}	51	50	52	49	40	35

Pramen: ČNB

^{x)} Ostatní výnosy = mezibankovní a vnitrobankovní operace, poplatky a provize od klientů, ostatní provozní výnosy atd.

4.2 Efekt snížení úrokové sazby 2T PRIBOR o 0,5 % na vývoj úrokových sazeb a úvěrové emise bank

Pro posouzení efektu snížení REPO sazby ČNB je nezbytné celý transmisní proces rozdělit na:

- 1) vliv snížení REPO sazby na rozhodující sazby PRIBOR
- 2) vliv sazeb PRIBOR prostřednictvím referenčních sazeb bank (příp. přímé vazby) na vývoj objemu úvěrové emise

ad 1) Z dosavadní praxe ČNB vyplývá, že zvýšení limitních sazeb pro REPO operace ČNB odpovídá adekvátní zvýšení úrokové sazby 1T PRIBOR (v opačném případě by docházelo k arbitráži). Prostřednictvím sazby 1T PRIBOR se zvýšení REPO sazeb ČNB bezprostředně přenáší do úrovně sazeb PRIBOR s delší dobou splatnosti. Bezprostřední reakci úrokových sazeb na mezibankovním trhu potvrzují i výsledky ekonometrických analýz. Elasticita změn úrokových sazeb 3M, 6M a 12M PRIBOR se blíží jedné.

Aktuální situace na finančním trhu má však svoje specifikum v tom, že se mění sklon výnosové křivky. Delší úrokové sazby klesají, aniž by docházelo k obdobnému pohybu u krátkodobých sazeb. Výše uvedená vazba mezi krátkými a dlouhými sazbami je tak modifikována. V současnosti je očekáván pokles krátkodobých sazeb, což dokládá vývoj úrokových sazeb počátkem července. Vývoj úrokových sazeb PRIBOR (30.6. - 13.7.) je charakterizován jejich poklesem (u sazeb 6M až 12M PRIBOR o cca 0,7 - 0,8 %). Úroková sazba 12M PRIBOR poklesla pod 15 % (operativní cíl) na úroveň 14,56 a výnosová křivka úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit je tak po mnoha měsících opět klesající. Tento vývoj signalizuje zcela zřetelné očekávání peněžního trhu na pokles úrokových sazeb. Snížení úrokových sazeb ČNB o 0,5 % by tak pouze již potvrdilo tato očekávání. Dodatečný pokles o dalších 0,5 % na delších sazbách PRIBOR může nastat v případě, že trh přijme snížení REPO sazby ČNB o 0,5 % pouze jako první krok postupného snižování sazeb.

Rovněž se již projevuje transmise sazeb PRIBOR do referenčních sazeb bank (např. KB 9.7. snížila referenční sazbu o 0,2 % na 14,80 %).

ad 2) Na základě dosud provedených analýz nejde jednoznačně určit dopad pohybů REPO sazby ČNB na objem úvěrové emise (jednoznačné závěry v této oblasti transmise nelze rovněž nalézt v zahraniční praxi). Tato transmise se zřetelněji projevila pouze v minulém roce, kdy zvýšení úrokových sazeb v období devizových turbulencí vedlo k prudkému snížení objemu poskytovaných nových úvěrů.

Pokles 2T REPO sazby ČNB o 0,5 % a následný pokles rozhodujících sazeb PRIBOR pro úvěrovou emisi by neměl mít rozhodující vliv na poskytování nových úvěrů (oživení úvěrové emise o max. 1 mld. Kč měsíčně, vzhledem k vazbě úrokových sazeb z nových úvěrů na sazby trhu však budou rovněž významná očekávání bank a podniků na další vývoj úrokových sazeb).

Problém nízké úrovně úvěrové emise je rovněž zrcadlem velmi nízké rentability průmyslu a stavebnictví a tím i výnosnosti investičních projektů, které jsou bankám

k financování předkládány. Snížení úrokové sazby o 0,5 % tak při zachování současného obezřetného přístupu bank k úvěrové emisi by nemělo vést k jejímu výraznějšímu oživení.

4.3 Význam bankovních úvěrů a úroků pro podnikový sektor

K dispozici jsou výkazy ČSÚ, analýzy MPO a finanční databáze reprezentující vybraný vzorek úvěrových firem¹.

Na základě údajů z rozvah a výsledovek podnikového sektoru (dle výkazů ČSÚ, od r. 1997 se již tyto údaje nezpracovávají) představuje úvěrová emise od tuzemských bank cca 18 % celkových zdrojů podniků. Případné snížení úrokové sazby o 0,5 % nebude mít významnější dopad na změnu proporcí v rámci struktury podnikových zdrojů.

Tabulka 3

Struktura zdrojů podnikového sektoru

(%)	1993	1994	1995	1996
Zdroje celkem	100	100	100	100
Vlastní zdroje	52	47	46	45
Cizí zdroje	46	50	51	53
- bank. úvěry	16	17	18	18
- zahr. úvěry	3	5	5	6
- dluhopisy	2	2	2	3
- ostatní	24	26	27	26
Ostatní zdroje	2	2	2	3

Pramen: ČSÚ, ČNB

Z relativně nízkého podílu úvěrových zdrojů na celkových zdrojích podniků nelze ovšem usuzovat na jejich nižší relevanci. Úvěrové zdroje od bank, příp. zdroje z kapitálového trhu jsou dlouhodobě nahrazovány tzv. ostatními závazky (především závazky z obchodního styku), které zahrnují mezipodnikovou zadluženost. Jejich dlouhodobě vysoká úroveň nahrazuje nedostatek vlastních zdrojů (v zahraničí činí vlastní zdroje cca 70 % z celkových zdrojů), Podnikovému sektoru tak chybí vyšší vlastní zdroje, příp. cizí zdroje od bank, z kapitálového trhu a ze zahraničí.

Dle údajů ČSÚ se celkové úrokové náklady podílely na nákladech podnikového sektoru cca 3 % v roce 1995 a vzrostly v roce 1996 na 3,5 %. Z tohoto pohledu je jejich podíl relativně velmi nízký. Z tohoto však rovněž nelze usuzovat na nižší relevanci úrokových sazeb, protože standardně největší část nákladů podniků tvoří spotřeba materiálu, služby, mzdy, odpisy atd.

¹ Jde o databázi firem z celého národního hospodářství, které jsou úvěrovány obchodními bankami. Vzorek zahrnoval 879 firem v roce 1994, 1248 v roce 1995, 1060 v roce 1996 a 446 v roce 1997.

V případě snížení úrokových sazeb o 0,5 % by se dodatečný zisk podnikového sektoru mohl zvýšit o cca 3,3 mld. Kč (na roční bázi). Tento propoččet vychází z tzv. čisté pozice podniků vůči bankovnímu sektoru, tj. salda pohledávek (vklady + cenné papíry) minus závazky (tj. přijaté úvěry + emitované cenné papíry). Toto saldo činí -660 mld. Kč (v květnu t.r.).

Podrobnější pohled na význam úrokových nákladů skýtá tabulka č. 4 vycházející z údajů MPO. V některých odvětvích je význam nákladových úroků nezanedbatelný.

Tabulka 4

Podíl nákladových úroků na celkových nákladech (v %^{*})

	1996	1997
Dobývání nerost. surovin	1,6	1,8
Elektřina, plyn, voda	2,1	2,9
Zpracovatelský průmysl	3,4	3,1
Z toho:		
Potraviny a pochutiny	2,9	3,1
Textilní a oděvní	4,4	4,2
Kožedělný	6,7	6,2
Dřevozpracující	3,4	3,2
Papír. a polygrafický	4,7	3,5
Koksování, zprac. ropy	0,4	0,8
Chemický a farmaceut.	4,1	3,7
Gumár. a plastikařský	2,3	2,5
Sklo, keramika, staveb. hmoty	3,8	3,7
Kovy a kovodělné výrobky	2,9	2,8
Výroba strojů a zařízení	4,8	3,8
Elektronika a opt. přístroje	3,3	2,6
Výroba dopr. prostředků	3,3	2,5
Zprac. průmysl jinde neuvedený	3,8	3,3
Stavebnictví	2,0	1,9
Obchod, opravy motor. vozidel	2,9	2,9
Pohostinství, ubytování	9,1	12,1
Služby pro podniky, nemov., V + V	7,0	4,0
Celkem	3,0	3,0

* Organizace se 100 a více zaměstnanci
Pramen: MPO

Při průměrném zvýšení nákladových úroků v roce 1997 o 4,5 % existovaly mezi odvětvími značné rozdíly. Ve výrobě elektřiny, plynu a vody se nákladové úroky zvýšily o více než 30 %, kdežto ve zpracovatelském průmyslu o necelé 1 %.

Mimo průmysl se nejvíce zvýšily v pohostinství a ubytování (o 34 %), kdežto ve stavebnictví poklesly o 5 % a ve službách pro podniky o 16 %.

Relativně nízký podíl úroků v celkových nákladech neznamená, že nepředstavují pro podniky velkou zátěž. Důležité je v tomto ohledu rozdělení tzv. EBITu (Earning before Interest and Tax) vykazovaném oddělením analýz MPO. EBIT se dělí na 3 části: nákladové úroky (věřitelé), daň z příjmu (stát), a čistý zisk (podnik).

Tabulka 5 signalizuje značný podíl úroků na EBITu ve zpracovatelském průmyslu a ve stavebnictví (zde je varující prudký nárůst mezi roky 1997 a 1996 a propad čistého zisku do záporných čísel).

Podrobnější analýza zpracovatelského průmyslu říká, že v některých odvětvích úrokové platby převyšují výši EBITu, takže i když ponecháme stranou daňové platby, čistý zisk musí být záporný (jde hlavně o zpracování druhotných surovin a polygrafický průmysl, kde v roce 1996 úroky převyšovaly EBIT zhruba 4x !).

Závěry z analýzy EBITu jsou tak, pokud jde o skutečný význam úroků v podnikovém hospodaření, průkaznější nežli pouhé uvedení podílu úrokových nákladů na celkových podnikových nákladech.

4.4 Úvěry, úroky a investice

Transmisní mechanismus, při kterém měnová politika působí na agregátní poptávku přes změny úrokových sazeb je jádrem keynesiánského přístupu ke zkoumání vlivu peněz na reálné proměnné - HDP a hlavně investice.

Tabulka 5

Dělení hospodářského výsledku před zdaněním a před odečtením nákladových úroků (EBIT) ve vybraných odvětvích^x (EBIT = 100)

		Úroky	Daň	Čistý zisk
Dobývání ner. surovin	1996	31	29	40
	1997	34	27	39
Zpracovatelský průmysl	1996	75	32	-7
	1997	62	32	6
Energetika	1996	16	33	51
	1997	28	29	43
Stavebnictví	1996	50	27	23
	1997	76	48	-24

^x Organizace se 100 a více zaměstnanci
Pramen: MPO

Analýza tohoto vztahu v českých podmínkách je omezena krátkostí časové řady (20 čtvrtletních pozorování v období 1993: I - 1997: IV), neumožňující přílišné experimenty s časovými zpožděními. Regresní analýza s úrokovými sazbami na nově poskytnuté úvěry (čtvrtletní průměry sice ukazují pro stacionární řady očekávanou negativní korelaci) ukazuje, že snížení úrokových sazeb vede k růstu investičních výdajů. Výsledky však nejsou statisticky významné ani pro úrokové sazby v reálném vyjádření².

Průřezová analýza využívající finanční databázi firem úvěrovaných obchodními bankami umožňuje zkoumat vliv úvěrů na objem investic.

Regresní analýzy ukazují, že růst dlouhodobých investic ve firmách byl v letech 1995-1997 v rozhodující míře závislý na vytváření dostatečných toků hotovosti firem a v letech 1995 a 1997 i na nových dlouhodobých úvěrech (viz tabulka 6). Ačkoliv v celém pozorovaném vzorku firem význam dlouhodobých úvěrů převážil financování dlouhodobých investic z nově vytvořených toků hotovosti pouze v roce 1997, existují sektory a odvětví ekonomiky, pro které bylo dlouhodobé financování investic z dlouhodobých bankovních úvěrů v celém tomto období rozhodující.

Tabulka 6

Koeficienty regresní funkce vlivu změny jednotlivých zdrojů financování na růst dlouhodobých investic v letech 1995 - 1997

Třídění	Počet firem	BCF v r. 1995, 1996, 1997	Vlastní jmění	Vnější financování				R ² adj
				Dlouhodobé		Krátkodobé		
				Závazky	Úvěry	Závazky	Úvěry	
Koeficienty:		a	b	c	d	e	f	
Rok 1995	1 257	0,53 ***	0,03 ***	0,34 ***	0,49 ***	0,19 ***	0,21 ***	0,4
Rok 1996	1 282	0,88 ***	0,68 ***	0,77 ***	0,07 ***	0,06 *	0,11 **	1
Rok 1997*	530	0,58 ***	0,81 ***	0,35 ***	0,7 ***	0,16 ***	0,26 ***	0,7

* - odhad

Pramen: Finanční datbáze za roky 1994-1997

Vysvětlivky k tabulce:

* 5 % hladiny významnosti

** 1 % hladina významnosti

*** 0,1 % hladina významnosti

Tvar použité regresní funkce:

$$\text{ZSSA} = a \cdot \text{BCF} + b \cdot \text{ZSVI} + c \cdot \text{ZSDZ} + d \cdot \text{ZSBUD} + e \cdot \text{ZSKZ} + f \cdot \text{ZSBUK}$$

AKTIVA AKTIVA AKTIVA AKTIVA AKTIVA AKTIVA AKTIVA

² K vlivu úrovně úrokových sazeb na investice viz příloha 1.

kde ZSSA je absolutní změna stavu stálých aktiv v roce 1995, 1996 a 1997, BCF - základní tok hotovosti (cash flow = nově vytvořený zisk před odpisy a tvorbou rezerv) ZSDZ a ZSKZ - změna stavu dlouhodobých a krátkodobých závazků, ZSBUD a ZSBUK - změna stavu dlouhodobých a krátkodobých bankovních úvěrů a ZSVJ - změna stavu vlastního jmění bez nově vytvořeného zisku.

Z údajů doplňující analýzy a prognózy k 6. SZ vyplývá, že i když nákladové úroky v celkové struktuře nákladů nehrají příliš velkou roli, projevují se významným způsobem při rozdělení hospodářského výsledku s tím, že odvětvová diferenciacie je významná.

I když malé snížení úrokových sazeb nemůže změnit přetrvávající zásadní disproporci mezi mírou zisku v průmyslu (poměr čistého zisku k vlastnímu jmění je pro zpracovatelský průmysl v roce 1997 pouze 0,7 %) a náklady příležitosti v podobě výnosu z finančních investic, mohlo by snížení základních úrokových sazeb přispět k zlepšení finanční situace podniků.

5. Závěr

Z předložené doplňující analýzy a prognózy vyplývá, že:

- Aktualizované prognózy inflace provedené expertním způsobem i s využitím modelových přístupů, jež berou na zřetel poslední tendence makroekonomického vývoje, naznačují splnění inflačního mezicíle v krátkém časovém horizontu do konce r. 1998 v dolní polovině intervalu cílené čisté inflace. Střednědobé prognózy indikují pokračování desinflačního trendu i v následujícím období. O desinflačních očekáváních svědčí i indikátory finančních trhů (inverzní tvar výnosové křivky peněžního trhu, vývoj referenčních sazeb bank).
- S poklesem meziroční inflace dochází k růstu restriktivnosti měnové politiky. Růst restriktivnosti je výsledkem nominální a reálné apreciace směnného kurzu, jakož i růstu reálných krátkodobých úrokových sazeb peněžního trhu, které jsou fixovány měnovou politikou.
- Dochází k utlumení domácí poptávky ve všech jejích segmentech a ekonomika se nachází ve zřetelné desinflační fázi. Možnosti restriktivní politiky na straně domácí poptávky jsou do značné míry vyčerpány. Současná inflace má spíše charakter nákladově tlačené než poptávkově tažené inflace.
- Za těchto podmínek se projevuje nákladový dopad úrokových sazeb. Krátkodobě vede úvěrová restrikce a úroveň úrokových sazeb k problémům ve splácení dluhů v podnikové sféře, k růstu mezipodnikové zadluženosti a k nákladovým inflačním tlakům. Ve střednědobém horizontu ovlivňují úrokové sazby proces desinflace zprostředkovaným způsobem, přes dopad do investiční činnosti a do růstového potenciálu ekonomiky. Vzniká pak nebezpečí stagflačních tlaků, kdy při nízkém tempu ekonomického růstu se prosazují nákladové mechanismy cenového pohybu.

Návrh rozhodnutí:

Na základě uvedených argumentů navrhujeme snížení sazby ČNB REPO 2T o 0,5 p.b. Po vyhodnocení efektu navrhované úpravy a po tom, co bude známý dopad červencové úpravy regulovaných cen do čisté inflace, doporučujeme zvážit další postup v úrokové politice.

Vliv úrovně úrokových sazeb na investiční aktivitu

Obecný přístup k hodnocení vlivu sazeb na rozhodování o investicích

Za podstatné faktory úrovně podnikatelských investic jsou obecně považovány:

- rozsah produktu a úroveň celkových důchodů,
- rozsah a využití existujícího kapitálu,
- vztah současné hodnoty (tržní ceny) kapitálu a pořizovací ceny kapitálu (Tobinovo Q),
- míra technického pokroku,
- úrokové sazby,
- čistá současná hodnota zamýšlené investice,
- výnosy podniků.

Vývoj investic lze charakterizovat značnou volatilitou a relativně menší vahou trendu minulých období. Prvek očekávání hraje značnou roli, rovněž tak psychologické faktory. Souvislosti ekonomických rozhodnutí (a tedy i investic) a výsledných stavů ekonomiky (souhrnného outputu) jsou velmi komplikované a špatně prognózovatelné. Rozhodnutí o investicích není odvozováno od jediného faktoru, v tomto smyslu je omezen i význam úrovně úrokových sazeb pro investiční rozhodování, který je obecně uznáván, nicméně existují i studie, které významnější vliv sazeb na investice popírají.

Základní teoretický přístup lze vyjádřit podmínkou, že míra výnosnosti mezní realizované investiční položky se musí rovnat tržní úrokové míře. Při míře výnosnosti nižší než úroková sazba se již disponibilní kapitál nezhodnocuje teoreticky optimálním způsobem. I když je zřejmé, že tento modelový příklad naráží v běžném životě na svá (a četná) omezení, např. strategické investice, úsilí o růst podílu na trhu apod., kritérium úrokových sazeb nelze vyloučit. Úrok z úvěru vyjadřuje hodnotu času, míru rizik, náklady a zisky zprostředkovatele a v neposlední řadě je podmíněn mírou inflace. Ve skutečnosti by však výnosnost investice měla být vyšší než tržní úroková míra (standardní očekávání tzv. rizikové prémie jsou 2 % z investovaného kapitálu). Úroveň sazeb v poměru k reálně dosažitelnému zhodnocení v současné české ekonomice je tedy zřejmě samo o sobě destimulativní, zejména u krátkodobých investic. Prohibitivní vliv vysokých sazeb je zřejmě významnější než stimulační vliv nízkých sazeb.

Orientační propoččet

Propoččet únosné úrokové sazby zamýšlené investice vyplývá ze vztahů mezi očekávanou rentabilitou investice, podílem nevlastních zdrojů (úvěru) na celkovém investovaném kapitálu, míře zdanění zisku a dobou splácení úvěrové jistiny. Roční odpisy a zisk po zdanění v daném období se musí rovnat nejméně nákladovým úrokům (úroková sazba x jistina) a splátce jistiny tj.: $O + Z \cdot (1-g) = Q + J/t$, kde O jsou odpisy, Z je zisk, g je míra

zdanění , Q nákladové úroky, J rozsah úvěru a t doba splácení. Po vydělení obou stran rovnice celkovým investovaným kapitálem (C) a úpravě lze získat:

$$o + z \cdot (1-g) = c \cdot (q/100 + 1/t)$$

kde o - odpisová sazba, q - úroková sazba, z - rentabilita z celkového investovaného kapitálu, c - stupeň zadlužení, tj. J / C , neboli poměr cizího a celkového kapitálu, g - koeficient zdanění. Přitom $z = Z/P$ vyjadřuje tzv. produkční sílu kapitálu (není rozdělena na marži /poměr zisku a výnosů/ a obrát aktiv /poměr výnosů a aktiv/, přestože tento rozklad má zřejmě rovněž značný význam pro pochopení celkové výnosnosti aktiv českých podniků. Levá strana reflektuje odpisovou sazbu a míru výnosnosti po zdanění (výsledek aktivace celkového vloženého kapitálu), jako faktory ovlivňující schopnost splácet úroky a jistinu. Pravá strana odráží vliv úrokové sazby z úvěrů, podílu cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu a dobu splácení úvěru.

Předpokládáme-li schopnost splácet jistinu z odpisů, potom jsou ze zisku spláceny pouze úroky z investičního úvěru. Při úrokové sazbě kolem 16 %, fin. páce (leverage - podíl úvěru na celkových zdrojích financování investic) 0.33 a koeficientu zdanění 0,36 vychází rentabilita uvažované investice kolem 8 -9 %. Pro finanční páku 0.5 by rentabilita vycházela již kolem 13 %. Rentabilita českých průmyslových podniků z vlastního jmění přitom v roce 1997 dosáhla kolem 5.0 %, z toho zpracovatelský průmysl 4.8 %, tzn. při předpokládaném úvěrovém zatížení (cca 1/3 celkového vloženého kapitálu) by rentabilita celkového kapitálu dosahovala kolem 3 %. Podle dostupných údajů dosahovala míra zisku v amerických podnicích, které jsou ve výnosnosti kapitálu na absolutní světové špičce, v letech 1973-1993 kolem 9 % při podstatně nižším podílu úvěrů na financování nových investic.

Závěry

1. Úroveň úrokových sazeb je zasazena do určitých ekonomických podmínek podniků, které ve srovnání s vyspělými ekonomikami vykazují významné odchylky (úvěry na TOZ, podkapitalizace podniků, zadluženost vlastníků i podniků, úroveň řízení a organizace, mezipodnikové vazby, vysoký podíl nevlastních zdrojů na financování nových investic - podíl vlastních zdrojů na celkových pasivech českých podniků se 100 a více zaměstnanci je dnes mírně pod 50 % a klesá). Vliv těchto faktorů ve svém důsledku znamená, že úroveň úrokových sazeb má na rozhodování podniků o investicích vyšší vliv než ve standardních ekonomikách.

2. Odhadovaná úroveň rentability, která by při předpokládané finanční páce umožňovala profinancovat splácení úvěru při současných sazbách, je z hlediska mezinárodního srovnání pravděpodobně extrémně vysoká (lze odhadovat, že se rovná nebo spíše převyšuje hodnoty ekonomiky USA, které znamenají světovou špičku. Z hlediska dostupnosti pro financování investic je - s přihlédnutím k uvedeným skutečnostem a ve vztahu k očekávané rentabilitě - současná úroveň nominálních sazeb vysoká.

3. Při uvažované úrovni finanční páky, míry zdanění a modelově uvažované rentabilitě např. kolem 7 % (průměrná míra zisku v německé ekonomice v letech 1973 - 1993), lze úroveň nominálních sazeb - abstrahujeme-li od vlivu rizikové prémie - položit

kolem 13,5 %, což odpovídá zhruba názorům podnikové sféry. Při dané úrovni ostatních faktorů je vyšší úroková sazba pro investice již pravděpodobně prohibitivní. K úrovni rentability investic nutno poznamenat, že její úroveň ovlivňuje jak úroveň restrukturalizace v samotném podniku, tak i situace ve vnějším prostředí včetně vztahů mezi podniky. V tuzemské realitě představuje zřejmě tento faktor významný brzdící článek růstu rentability.

4. Rozdílnost cenových okruhů ve svých důsledcích znamená značnou diferenciaci podmínek a stupně tvrdosti úrokové sazby mezi jednotlivými odvětvími a podniky. Je zřejmé, že nominální sazba nevyjadřuje dobře omezující funkci úrokové sazby. Pro podnik, vyrábějící v rozhodující míře pro export je podstatný především pohyb exportních cen, naopak pro podnik s výrobou či produktem např. nontradables výrobku či služby je rozhodující pohyb CPI. Úvahy o restriktivnosti reálných sazeb v obecné rovině jsou tedy pouze orientační a nevystihují rozdílné podmínky jednotlivých odvětví.

5. Firmy velké, s nadprůměrným ratingem, silnou účastí zahraničního kapitálu, resp. nadprůměrnými výsledky mají přístup k zahraničním úvěrům za poměrně příznivých podmínek a problém vysokých sazeb nepocítují.