



Výzkumná práce

2 Jsou peníze důsledkem ekonomické aktivity?

Makroekonomický vývoj

11 Aktuální makroekonomický vývoj České republiky

30 Prognóza ekonomických ukazatelů České republiky

Výzkumná práce

Jsou peníze důsledkem ekonomické aktivity?

Úvod

Vysvětlení vzájemné korelace peněz a důchodu je již dlouho předmětem makroekonomické teorie, která se zabývá fluktuacemi produktu. V některých obdobích se jejich vztah zdál být zcela jasný. To vedlo k poměrně širokému přijetí monetarismu v teorii a mělo to také hluboký dopad na hospodářskou politiku. Stabilní vztah mezi penězi a produktem se však v osmdesátých letech začal rozpadat a predikce monetaristů začaly selhávat. Místo monetárního cílení se tak začalo prosazovat inflační cílení nebo jiné méně artikulované měnové režimy („just-do-it“).

Otázkou je, zdali měnové fluktuace jsou relevantní pro fluktuace důchodu, neboli zda na penězích záleží či nikoliv. Řekne-li se, že na penězích nezáleží, nemíní se tím pochopitelně, že by neexistoval žádný dlouhodobý vztah mezi nominálním produktem a penězi. Jen málo ekonomů by zřejmě zpochybnilo tezi, že vytrvalý peněžní růst v konečném důsledku vede k inflaci. Taková teze však ještě není monetarismus. To je pouze kvantitativní teorie založená na myšlence, že ekonomické subjekty nepoptávají peníze pro ně samé, ale jako prostředky pro jiné účely. I když monetarismus vychází z kvantitativní rovnice, obsahuje více – zejména výroky o dynamických procesech, jakými peníze ovlivňují nominální důchod. Tradiční monetaristické vysvětlení ekonomických fluktuací je, že fluktuace v tempech peněžního růstu způsobují (s proměnlivým zpožděním) fluktuace v tempech nominálního důchodu.¹ Fluktuace temp růstu nominálního důchodu jsou úzce spojeny s fluktuacemi temp růstu reálného důchodu a pouze později se prosadí změny v trajektorii cenové hladiny. Tato teorie byla na počátku sedmdesátých let úspěšná a populární, jak dosvědčuje tzv. St. Louiská rovnice, která spojovala běžný nominální důchod s minulými nominálními peněžními agregáty.² Spokrokem teorie se směr a dokonce i samotná existence kauzality ve

vztahu peníze-produkt zdála více a více nejistá.³

Vážné empirické pochybnosti o tradiční monetaristické tezi, že „na penězích záleží“, se začaly objevovat v osmdesátých letech. Nejenže tradiční korelace mezi tempy růstu peněz a nominálního důchodu zmizely, ale objevily se nové korelace mezi penězi a produktem. Široké peněžní agregáty v některých vyspělých zemích zaostávají za nominálním důchodem, což je přesný opak toho, na co byli monetaristé zvyklí. Pohled na jednoduché korelace mezi tempy růstu naznačuje, že důchod předcházela široce vymezeným penězům od 90. let ve Spojených státech, částečně v Japonsku a Nizozemí. Od poloviny let osmdesátých jsme toto mohli pozorovat ve Francii, Itálii a slabě i ve Velké Británii.

Nebyli tedy nakonec post-keynesiánci blíže pravdě? I když postkeynesiánci obvykle zdůrazňovali „obrácenou“ kauzalitu (tj. od důchodu k penězům), jejich vysvětlení také počítala s tím, že peníze budou časově předcházet důchod. Jednoduše řečeno, navzdory sofistikovaným teoretickým modelům poptávky po penězích, navzdory důrazu na mikroekonomické základy a velkému objemu empirického výzkumu v této oblasti se nám zdá, že něco důležitého v měnové teorii stále chybí.

Cíl této aktuální analýzy je na vybraných zemích OECD empiricky ilustrovat „obrácenou kauzalitu“ mezi penězi a důchodem. I navzdory širšímu povědomí o empirických obtížích monetarismu není „obrácená kauzalita“ zatím stále příliš známá. Aktuální analýza tak navazuje na studii, jež byla publikována již v NEWTON College Working Paper – Zima 2005, ve které jsme se zabývali vztahem peněz a hospodářského růstu pro Českou republiku za období 1996-2004. Prozradíme, že v připravované letní studii NEWTON College Working Paper (Léto 2005) chceme předložit model, který se pokusí pozorovaný vztah peníze-produkt teoreticky interpretovat. Již nyní lze uvést, že peníze v

¹ Viz např. Brunner (1970).

² Anderson, Jordan (1968).

³ Viz např. Sims (1980), jehož klasický příspěvek ukazuje, že pozorovaný vliv peněz na důchod může být zdánlivý v důsledku vynechání úrokových měr.

modelu budou endogenní v tom smyslu, že budou důsledkem fluktuací v důchodu, nikoliv jejich příčinou. Model bude založený na tzv. buffer-stock přístupu k poptávce po penězích a konceptu tzv. čisté úvěrové ekonomiky.

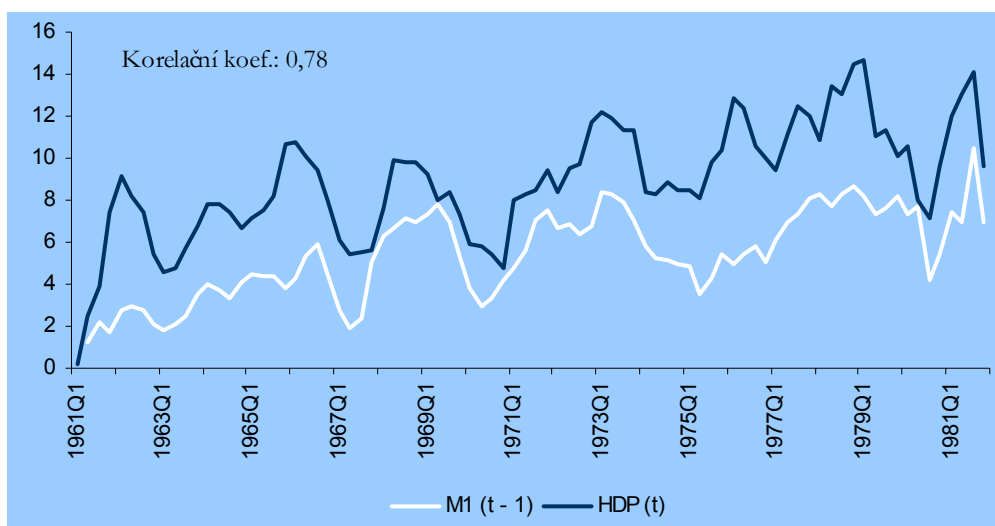
Empirie na údajích pro USA

V tomto oddílu se podrobněji podíváme na korelace peníze-důchod ve Spojených státech amerických. Pozornost soustředíme na vztah mezi nominálním důchodem a nominální peněžní zásobou. Reálná peněžní zásoba a reálný důchod jsou také jistě určitým způsobem spjaté. Ale vztah mezi reálnými veličinami je ovlivněn vývojem cenové hladiny, která je determinována zejména tzv. mezerou

výstupu. Vztah mezi reálnou peněžní zásobou a reálným produktem je proto dalším krokem ve výzkumu, kterému se na NEWTON College budeme věnovat v jiné studii.

Nejprve se podíváme na korelace meziročních temp růstu M1 a nominálního důchodu v letech 1961 až 1981. Vzhledem k silnému vztahu mezi veličinami, jež je patrný z obrázku 1, není překvapivé, že monetarismus získal při srovnání s rozsáhlými keynesiánskými modely na důvěryhodnosti. Pro historický přehled o tom, jak monetarismus a St. Louiská rovnice získávaly důvěru, lze doporučit Hafer, Wheelock (2001).

Obrázek 1: Meziroční změny M1 a HDP v USA v letech 1961-1981 (v %)



Pramen: OECD

Poznámka: Agregát M1 je zpožděný o jedno čtvrtletí.

Na obrázku 2 je znázorněn vztah mezi tempy růstu širokého peněžního agregátu (M3) a meziročními tempy růstu nominálního důchodu. I když spojení mezi širokými penězi a důchodem nebylo tak silné jako spojení mezi M1 a důchodem, přesto je zřejmé, že i široké agregáty přecházely důchod a nikoliv naopak.⁴

V roce 1979 Fed soustředěním se na výši nevypůjčených rezerv pozměnil provádění měnové politiky a spustil to, co bylo později (poněkud nepatříčně) označeno jako tzv. monetaristický experiment. V tomto období byly jak úrokové míry, tak peněžní agregáty dosti nestabilní. I když zpoždění mezi penězi a důchodem se poněkud posunulo kolem roku

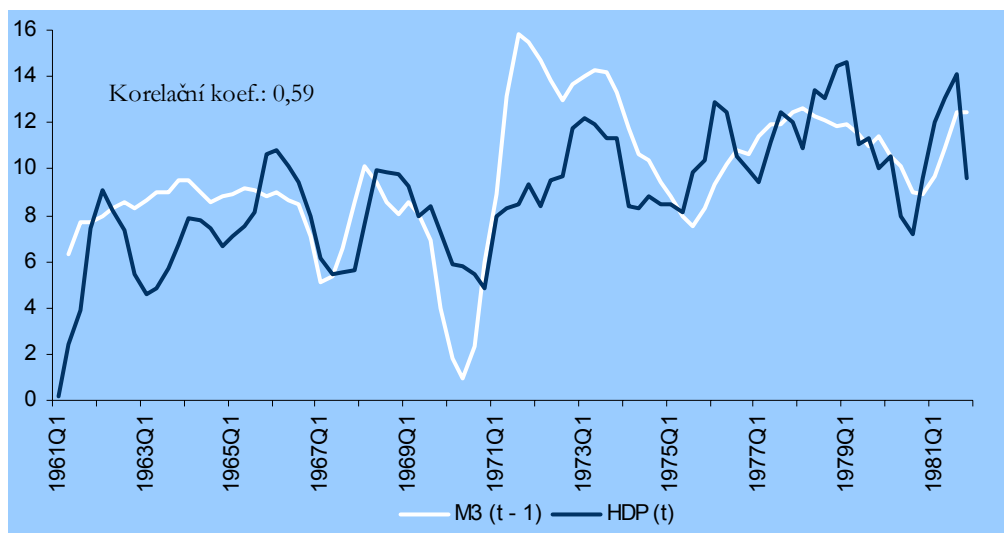
1982, přesto až do roku 1985 se vztah peníze-produkt podobal vztahům pozorovaným v předchozích obdobích. Avšak od roku 1986 je vztah M1 k důchodu zcela porušen. Ani poptávka po širších peněžních agregátech již neměla tradiční průběh. Zde musíme zdůraznit, že monetaristé nebyli nikdy zcela sjednoceni ohledně toho, jaké peněžní agregáty používat – zdali úzké nebo široké (viz např. Hafer, Wheelock, 2001). Obhájcí St. Louiské rovnice dávali přednost M1, protože lépe empiricky předvídala data než široké agregáty. Naproti tomu M. Friedman často pracoval s agregátem M2, protože tento agregát je pravděpodobně daleko méně citlivý na úrokové míry. Oba druhy agregátů však začaly ve svých predikcích nominálního důchodu selhávat zhruba ve stejný okamžik.

⁴ To dosvědčují i výsledky Grangerova testu kauzality publikované v tabulce 3.

V tabulkách 1 a 2 jsou uvedeny jednoduché korelační koeficienty meziročního tempa růstu

nominálního důchodu s tempy růstu peněžní zásoby při rozdílných zpožděních.

Obrázek 2: Meziroční změny M3 a HDP ve Spojených státech amerických v letech 1961-1981 (v %)



Pramen: OECD

Poznámka: Agregát M3 je zpožděný o jedno čtvrtletí.

Tabulka 1: Korelace meziročních temp růstu M1(t+x) a HDP(t)

Počet pozorování	Období	M1 (t-3)	M1 (t-2)	M1 (t-1)	M1 (t)	M1 (t+1)	M1 (t+2)	M1 (t+3)	M1 (t+4)	M1 (t+5)	M1 (t+6)
80	1961:I – 1981:IV	0,55	0,66	0,78	0,74	0,59	0,44	0,29	0,22	0,19	0,21
16	1982:I – 1985:IV	0,71	0,84	0,64	..	..	-0,57	-0,83	-0,76	-0,45	..
40	1986:I – 1995:IV	..	..	..	..	-0,28	-0,35	-0,40	-0,36	..	..
35	1996:I – 2004:III	..	..	..	-0,36	-0,45	-0,53	-0,49	-0,43	-0,33	-0,28

Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Poznámka: „..“ znamená statisticky nevýznamné koeficienty

Tabulka 2: Korelace meziročních temp růstu M3(t+x) a HDP(t)

Počet pozorování	Období	M3 (t-3)	M3 (t-2)	M3 (t-1)	M3 (t)	M3 (t+1)	M3 (t+2)	M3 (t+3)	M3 (t+4)	M3 (t+5)	M3 (t+6)
80	1961:I – 1981:IV	0,54	0,59	0,59	0,53	0,41	0,26	..	..	..	..
16	1982:I – 1985:IV	-0,92	-0,84	-0,66	..	..	..	0,55	0,47	..	..
40	1986:I – 1995:IV	0,44	0,42	0,37	0,32	0,35	0,42	0,49	0,53	0,53	0,52
35	1996:I – 2004:III	-0,48	-0,55	-0,53	-0,44	..	..	0,34	0,58	0,73	0,74

Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Poznámka: „..“ znamená statisticky nevýznamné koeficienty

Jak je patrné z korelačních koeficientů pro tempa růstu HDP a M1, běžná a minulá tempa peněžního růstu byla od roku 1986 v podstatě nedůležitá pro tempo růstu nominálního důchodu. Statisticky signifikantní korelace lze nalézt pro peněžní tempa růstu následující po důchodu, ale korelační koeficienty jsou záporné, což je obtížné teoreticky

interpretovat. Tato skutečnost také vrhá určitou pochybnost na Grangerův test kauzality, jež zamítá hypotézu, že důchod „nezpůsobuje“ M1 v období 1996:I až 2004:III (viz tabulka 3), protože tento výsledek je pouze důsledkem negativních korelací bez teoretického vysvětlení.

Tabulka 3: Grangerovy testy kauzality

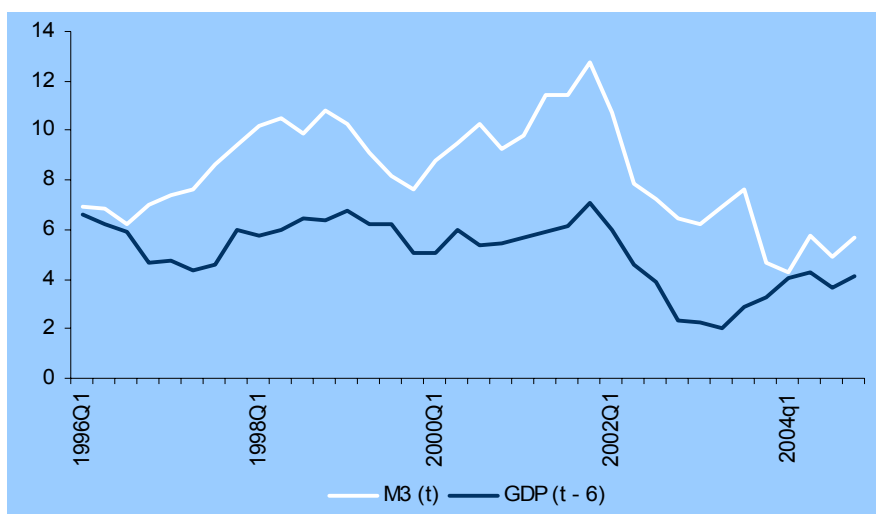
Období (zahrnutá zpoždění)	Hypotéza	F statistika	Hladina významnosti	Výsledek
1961:I – 1981:IV (8)	M1 nezpůsobuje HDP	5,490	0,000	Zamítnuto
	HDP nezpůsobuje M1	1,497	0,212	Nelze zamítnout
	M3 nezpůsobuje HDP	2,595	0,044	Zamítnuto
	HDP nezpůsobuje M3	0,081	0,987	Nelze zamítnout
1982:I – 1985:IV (3)	M1 nezpůsobuje HDP	2,029	0,180	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M1	4,199	0,041	Zamítnuto
	M3 nezpůsobuje HDP	3,601	0,059	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M3	0,544	0,664	Nelze zamítnout
1986:I – 1995:IV (8)	M1 nezpůsobuje HDP	1,120	0,387	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M1	1,943	0,102	Nelze zamítnout
	M3 nezpůsobuje HDP	1,717	0,148	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M3	2,717	0,029	Zamítnuto
1996:I – 2004:III (8)	M1 nezpůsobuje HDP	0,634	0,739	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M1	2,617	0,043	Zamítnuto
	M3 nezpůsobuje HDP	0,634	0,739	Nelze zamítnout
	HDP nezpůsobuje M3	4,984	0,002	Zamítnuto

Poznámka: Pro hodnocení hypotéz byla použita konvenční 5% hladina významnosti.

Grangerovy testy kauzality naznačují, že od roku 1986 široké peněžní agregáty následovaly důchod. To znamená, že směr kauzality se obrátil (viz tabulka 3). Povšimněme si, že zpoždění mezi důchodem a širokým peněžním agregátem je poměrně dlouhé – zhruba šest čtvrtletí v období 1996:I až 2004:III posuzováno podle nejvyššího korelačního koeficientu. Vztah širokých peněz s předcházejícím důchodem se zdá být

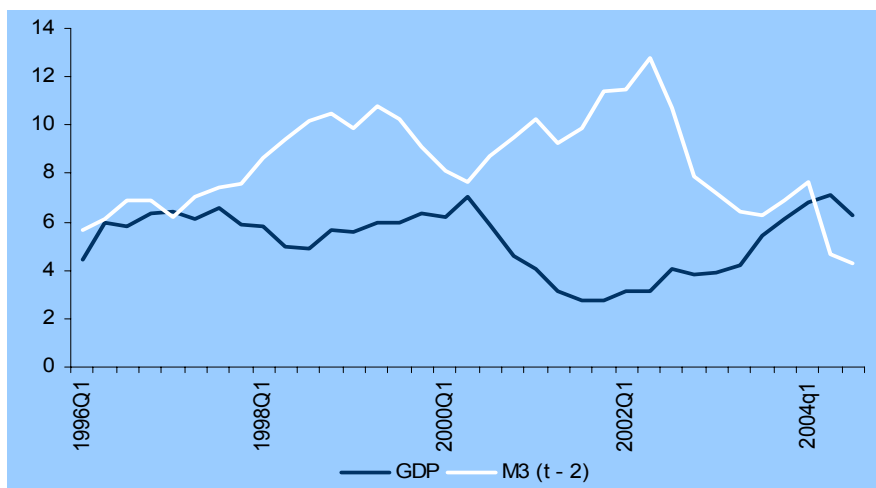
dokonce ještě silnější (posuzováno podle korelačního koeficientu ve výši 0,74) než bylo tradiční spojení zpožděných peněz a důchodu v období 1961:I-1981:IV (korelační koeficient tehdy dosahoval výše 0,59). To se odráží také v testu Grangerovy kauzality, jež odmítá hypotézu, že „HDP nezpůsobuje M3“ téměř s jistotou.

Obrázek 3: Široké peníze a zpožděný důchod v USA v letech 1996 – 2004 (tempa růstu v %)



Pramen: OECD

Obrázek 4: „Monetarismus naruby“ v USA v letech 1996-2004 (tempa růstu v %)



Pramen: OECD

Je zajímavé podívat se na vztah zpožděných širokých peněz a důchodu od roku 1996. Podle tradičního monetarismu bychom měli pozorovat alespoň nějakou kladnou korelaci. Korelace zpožděných peněžních temp s tempem nominálního důchodu jsou překvapivě záporné. I když korelační koeficienty jsou příliš jednoduchým instrumentem na to, aby mohly charakterizovat vzájemný vztah mezi veličinami, můžeme se na ně dívat jako na minimální požadavek, jaký by teorie měla plnit. Jestliže mezi veličinami není očekávaná korelace, nebo jestliže má opačné znaménko, potom zjevně v teorii něco chybí. V období 1996:I až 2004:III jsme v podstatě mohli ve Spojených státech pozorovat jakýsi

„monetarismus naruby“: čím vyšší peněžní růst předcházeli, tím nižší nominální růst důchodu následoval a naopak (viz obrázek 4)

Empirie na údajích pro jiné země

Spojené státy americké nejsou jedinou zemí, ve které může být pozorována „obrácená“ kauzalita. V tabulce 4 jsou opět uvedeny korelační koeficienty meziročních temp růstu širokých peněz a nominálního důchodu. V různých zemích došlo ke změně směru kauzality v různých obdobích. Počátky časových řad, na kterých byla provedena korelační analýza, se proto mezi jednotlivými zeměmi liší a jsou shodné s okamžiky, kdy přibližně došlo ke změně směru kauzality.

Tabulka 4: Korelace temp růstu národních širokých peněžních agregátů M(t+x) a GDP(t)

Země	Období	Počet pozorování	Agregát	M (t-3)	M (t-2)	M (t-1)	M (t)	M (t+1)	M (t+2)	M (t+3)	M (t+4)	M (t+5)	M (t+6)
Francie	1989:I – 1998:IV	40	M3	0,32	0,39	0,50	0,64	0,78	0,88	0,90	0,88	0,77	0,61
Itálie	1984:I – 1998:IV	64	kredit	0,69	0,70	0,72	0,74	0,76	0,79	0,82	0,86	0,87	0,86
Kanada	1985:I – 2003:II	74	M2	..	..	..	0,18	0,22	0,29	0,40	0,51	0,60	0,67
Velká Británie	1985:I – 2003:II	74	M4	0,73	0,77	0,81	0,85	0,86	0,85	0,84	0,80	0,75	0,71
Japonsko	1998:I – 2003:III	23	M2 + cd	..	- 0,38	- 0,47	- 0,53	-0,29	..	0,23	0,63	0,77	0,81

Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Poznámka: „..“ znamená statisticky nevýznamné koeficienty

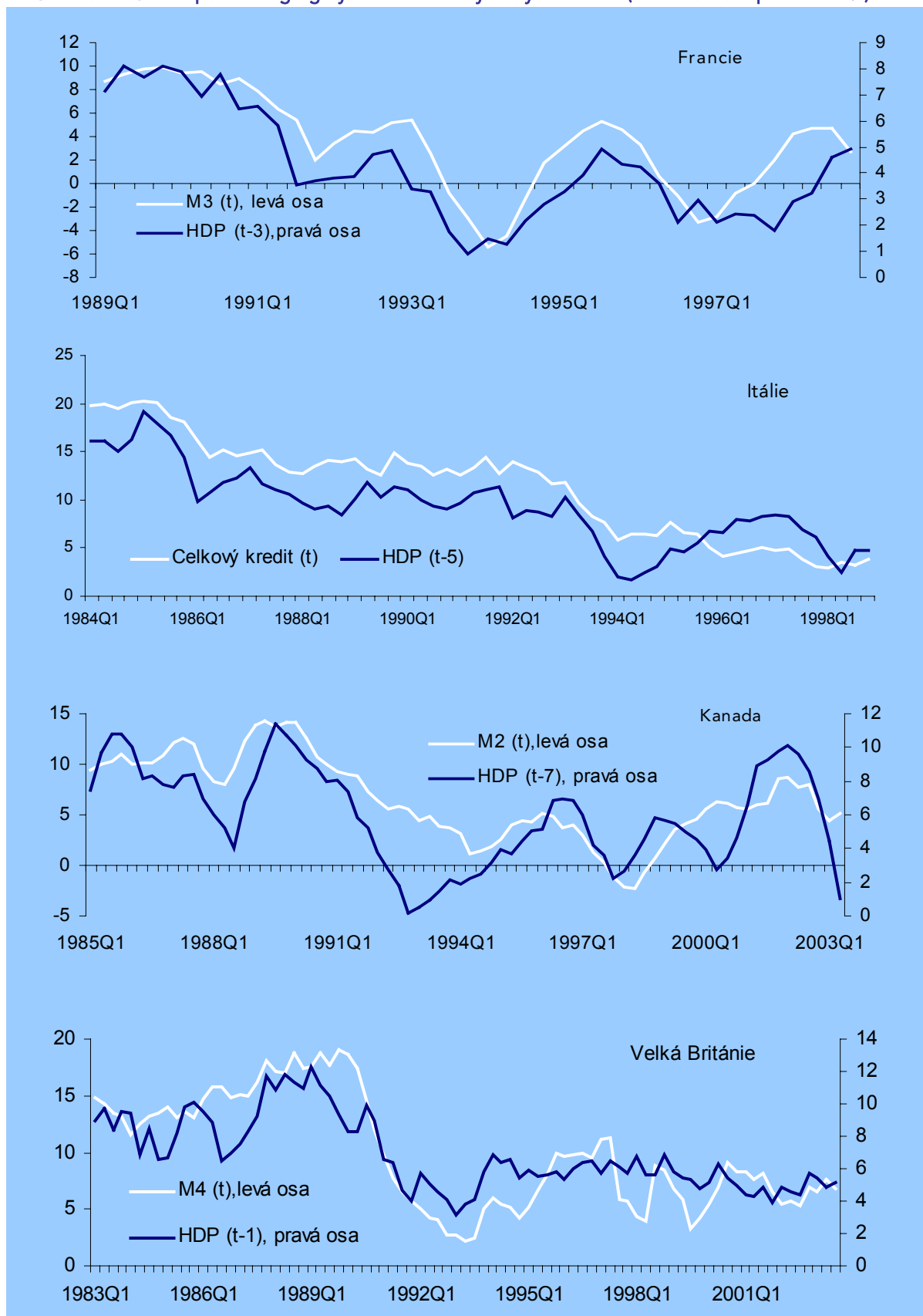
Tabulka 5: Grangerovy testy kauzality (zahrnuto 6 zpoždění)

Země (agregát)	Období (počet pozorování)	Hypotéza	F statistika	Hladina významnosti	Výsledek
Francie (M3)	1989:I – 1998:IV (40)	M3 nezpůsobuje HDP	2,068	0,091	Nelze zamítnout
		HDP nezpůsobuje M3	4,903	0,002	Zamítnuto
Itálie (kredit)	1984:I – 1998:IV (64)	„Credit“ nezpůsobuje HDP	0,868	0,525	Nelze zamítnout
		HDP nezpůsobuje „Credit“	2,822	0,020	Zamítnuto
Kanada (M2)	1985:I – 2003:II (74)	M2 nezpůsobuje HDP	1,873	0,099	Nelze zamítnout
		HDP nezpůsobuje M2	2,632	0,024	Zamítnuto
Velká Británie (M4)	1985:I – 2003:II (74)	M4 nezpůsobuje HDP	0,726	0,630	Nelze zamítnout
		HDP nezpůsobuje M4	1,613	0,159	Nelze zamítnout
Japonsko (M2+cd)	1998:I – 2003:III (23)	M2+cd nezpůsobuje HDP	2,069	0,157	Nelze zamítnout
		HDP nezpůsobuje M2+cd	2,978	0,069	Nelze zamítnout

Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Poznámka: cd představuje depozitní certifikáty (certificates of deposits)

Obrázek 5: Široké peněžní agregáty a důchod ve vybraných zemích (meziroční tempa růstu v %)



Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Nicméně musíme poznamenat, že národní definice širokých peněžních agregátů v tabulce 4 se liší. Výsledky naznačují, že běžná tempa růstu širokých peněz jsou více korelována s minulými tempy růstu důchodu než naopak. V některých zemích je zpoždění mezi tempem růstu důchodu a tempem růstu peněz velmi významné, například v Kanadě dosahuje až sedmi čtvrtletí (viz obrázek 5). Vzájemné korelace jsou vysoké pro všechny časové posuny ve Velké Británii, což je zřejmě důsledek velké stability nominálního důchodu během devadesátých let. Výsledky pro Japonsko jsou pouze orientační díky malému počtu pozorování. Grangerovy testy kauzality však naznačují, že nový druh vzájemné korelace byl poměrně robustní ve Francii, Itálii a Kanadě. (Časové řady pro Francii a Itálii byly ukončeny v roce 1998 díky vzniku eurozóny.)

Závěr

Korelace mezi tempy růstu peněz a důchodu, jež se zdály stabilní v šedesátých a sedmdesátých letech, se v letech osmdesátých rozpadly. Velké fluktuace důchodové rychlosti jak transakčních, tak i širších peněz učinily monetaristické hospodářsko-politická doporučení nepraktickými. St. Louiská rovnice spojující nominální důchod s minulými nominálními penězi již není nadále úspěšná a hypotéza, že „na penězích nezáleží“ nemůže být Grangerovými testy kauzalitizována vždy zamítnuta. V devadesátých letech byla korelace běžných temp růstu důchodu s minulými tempy růstu peněz ve Spojených státech dokonce záporná. To je přesně opak toho, co by monetaristé očekávali. Místo tradičních korelací však lze nalézt korelaci mezi běžným tempem růstu široké peněžní zásoby a minulými tempy růstu produktu. To platí i pro některé další vyspělé země. Z toho plyne, že fluktuace v tempu růstu peněz jsou patrně následkem fluktuací v tempu růstu důchodu a nikoliv naopak.

I když jsme empiricky zjistili, že peníze jsou korelovány s minulým důchodem, nemůžeme jednoduše říci, že důchod způsobuje peníze. Žádná statistická metoda nás nemůže sama o sobě ujistit o skutečném směru kauzality. Abychom si mohli být jisti směrem kauzality, musíme se pokusit předložit ekonomické vysvětlení této kauzality. V příštím vydání NEWTON College Working Paper (Léto 2005) se proto pokusíme vysvětlit pozorovanou korelaci peníze-produkt pomocí dvou konceptů již zavedených v monetární teorii: konceptu tzv. čisté úvěrové ekonomiky a buffer-stock přístupu k poptávce po penězích.

Literatura

- Anderson, L. C., Jordan, J. L.:** Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1968, Vol. 50, November, str. 11-24.
- Brunner, K.:** The „Monetarist Revolution“ in Monetary Theory. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1970, Vol. 105 (2), str. 1-29.
- Friedman, M., Meiselman, D.:** *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958.* In: *Stabilization Policies.* Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1963, str. 165-268.
- Gurley, J. G., Shaw, E. S.:** *Money in a Theory of Finance.* Brookings Institution, Washington DC, 1960.
- Hafer, R. W., Wheelock D. C.:** The Rise and Fall of a Policy Rule: Monetarism at the St. Louis Fed, 1968-1986. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2001, Vol. 83, January/February, str. 1-24.
- Holmes, J. M., Hutton, P. A.:** A New Test of Money-Income Causality. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1992, Vol. 24, No. 3, str. 338-355.
- Kaldor, N.:** The New Monetarism. *Lloyds Bank Review*, 1970, Vol. 98, October, str. 1-17.
- Laidler, D.:** The Buffer Stock Notion in Monetary Economics. *The Economic Journal*, 1984, Vol. 94, str. 17-34.
- Laidler, D.:** Notes on the Microfoundations of Monetary Economics. *The Economic Journal*, 1997, Vol. 107 (July), str. 1213-1223.
- Sims, C. A.:** Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles. *American Economic Review*, 1980, Vol. 70, No. 2, str. 250-257.
- Sims, C. A.:** Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects on Monetary Policy. *European Economic Review*, 1992, Vol. 36, No. 5, str. 975-1000.
- Sims, C. A.:** Money, Income and Causality. *American Economic Review*, 1972, Vol. 62, No. 4, str. 540-542.
- Walsh, C. E.:** *Monetary Theory and Policy*, MIT, Cambridge Mass., 1998.

Výzkumné práce skupiny NEWTON

Volně přístupné výzkumné práce Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON naleznete na internetové adrese:

<http://www.newton.cz/makroanalyzy>

Jaro 2005	Jsou peníze důsledkem ekonomické aktivity?
Zima 2005	Peníze a hospodářský růst: Jaký je mezi nimi vztah?
Podzim 2004	Sektorové produktivity a relativní cena neobchodovatelných statků: Opravdu příliš mnoho povyku pro nic?
Léto 2004	Platí nekrytá úroková parita v tranzitivních ekonomikách zemí střední a východní Evropy?
4/2004	Daně a ekonomická výkonnost: empirické testy na panelu zemí OECD
1/2004	Konvergence transformujících se zemí k EU pohledem vnitřní a vnější rovnováhy
12/2003	Podniky pod zahraniční kontrolou v české ekonomice
11/2003	Příliv PZI do zemí střední a východní Evropy: Vývoj proti globálním trendům?
10/2003	Makroekonomický vývoj Polska: Dlouho očekávané oživení a role měnové politiky NBP
9/2003	Přizpůsobivost strukturálním změnám na evropském trhu
8/2003	Přímé zahraniční investice a měnové krize
7/2003	Konkurence ve zdanění podniků: Prospěšná válka nebo je třeba koordinace?
6/2003	Makroekonomický vývoj Slovenska: Další tygr?
5/2003	Strategie a vazby nadnárodních společností
4/2003	Efekty přímých zahraničních investic na platební bilanci
3/2003	Chování hospodářské politiky a racionalita
2/2003	Investiční pobídky v České republice
1/2003	Investiční pobídky a jejich efektivnost – výzvy a pasti hospodářské politiky vůči PZI
7/2002	Reinvestovaný zisk nabývá na důležitosti. Měli by investoři reagovat na deficit běžného účtu?
6/2002	Konvergence zemí střední a východní Evropy k EU pohledem makroekonomických n-úhelníků
5/2002	Konvergence zemí střední a východní Evropy k EU pohledem makroekonomických čtyřúhelníků
4/2002	Měnový vývoj v České republice v období transformace
3/2002	Vývoj české ekonomiky v roce 2001 a výhled na období 2002-2003
2/2002	Adaptační schopnost zpracovatelského průmyslu zemí střední Evropy v období transformace
1/2002	Strukturální změny středoevropských tranzitivních ekonomik v období transformace
12/2001	Měl by být vstup České republiky do eurozóny hubdou vzdálené budoucnosti?
11/2001	Zahraniční obchod a vnější rovnováha České republiky
10/2001	Možnosti a omezení měnové politiky ČNB
9/2001	Konvergence k EU: Vyšší životní úroveň za vyšší ceny?
9/2001	Vývoj HDP a platební bilance České republiky ve II. čtvrtletí 2001

Aktuální makroekonomický vývoj České republiky

Měsíční ukazatele		07/04	08/04	09/04	10/04	11/04	12/04	01/05	02/05	03/05
Inflace	%, m/m	0,4	0,0	-0,8	0,5	-0,1	0,1	0,7	0,2	-0,1
Inflace	%, y/y	3,2	3,4	3,0	3,5	2,9	2,8	1,7	1,7	1,5
Ceny v průmyslu	%, m/m	0,8	0,9	0,3	1,1	0,0	-0,3	0,3	0,2	0,2
Ceny v průmyslu	%, y/y	7,3	8,1	8,0	8,6	8,2	7,7	7,2	7,1	6,4
Průmyslová produkce	%, y/y	11,0	8,7	6,6	8,1	10,9	8,3	7,2	5,6	n.a.
Průmyslové tržby	%, y/y	5,1	10,7	8,2	6,3	13,9	8,6	11,0	5,8	n.a.
Stavební výroba	%, y/y	0,6	9,6	3,5	2,9	9,8	1,3	14,2	3,8	n.a.
Maloobchodní tržby	%, y/y	0,3	4,5	0,8	1,5	8,4	3,2	6,6	1,0	n.a.
Nezaměstnanost	%, e.o.p.	10,1	10,2	10,1	9,9	9,9	10,3	10,7	10,6	10,3
Obchodní bilance	CZK mld.	-6,5	-3,7	4,0	-2,5	3,5	-8,7	3,5	5,2	n.a.
Saldo stát. rozpočtu kumulativně	CZK mld.	-95,7	-87,9	-69,4	-85,6	-83,3	-93,5	-97,4	-93,5	-77,5
PRIBOR 3M	průměr	2,47	2,57	2,72	2,67	2,61	2,57	2,53	2,25	2,08
CZK/EUR	průměr	31,52	31,63	31,60	31,48	31,29	30,65	30,31	29,96	29,78
CZK/USD	průměr	25,71	25,98	25,88	25,23	24,09	22,87	23,10	23,02	22,59

Čtvrtletní ukazatele		IV.Q/03	I.Q/04	II.Q/04	III.Q/04	IV.Q/04	I.Q/05	II.Q/05	R.D.
Inflace	%, prům.	0,9	2,4	2,6	3,3	3,1	1,6	1,4	12. 7.
Ceny v průmyslu	%, prům.	0,4	1,8	5,0	7,9	8,1	6,8	4,8	18. 7.
Ceny v zemědělství	%, prům.	5,0	13,8	15,0	6,7	2,8	-10,7	-15,0	18. 7.
Deflátor HDP	%, y/y	2,3	4,0	3,4	4,0	3,3	2,6	n.a.	13. 5.
Směnné relace	%, prům.	1,6	2,5	2,0	1,6	2,0	1,3	n.a.	12. 8.
Hrubý domácí produkt	%, y/y	4,0	3,8	4,0	4,0	4,3	4,1	n.a.	9. 6.
Průmyslová produkce	%, prům.	6,3	8,7	12,6	8,8	9,1	5,6	n.a.	11. 5.
Průmyslové tržby	%, prům.	4,2	8,7	12,8	8,0	9,6	6,7	n.a.	11. 5.
Stavební výroba	%, prům.	11,5	15,2	14,4	4,5	4,6	6,2	n.a.	9. 5.
Maloobchodní tržby	%, prům.	3,4	1,2	2,5	1,8	4,3	3,0	n.a.	17. 5.
Mzdy nominální	%, y/y	6,9	8,7	4,2	7,3	6,3	5,0	n.a.	31. 5.
Mzdy reálné	%, y/y	6,1	6,3	1,6	4,0	3,1	3,3	n.a.	31. 5.
Běžný účet / HDP ¹⁾	%	-6,2	-6,4	-6,3	-6,4	-5,2	-4,9	n.a.	9. 6.
Finanční účet / HDP ¹⁾	%	6,4	4,9	5,7	6,4	6,6	6,5	n.a.	9. 6.

Pramen: ČSÚ, ČNB, MPSV a MF ČR.

Predikce: NEWTON Group.

Obecná poznámka: m/m (resp. y/y) znamená meziměsíční (resp. meziroční) změnu ukazatele.

Poznámka 1: Podíly za kumulované údaje.

Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt vzrostl v posledním čtvrtletí 2004 meziročně o 4,3%, což oproti předchozím čtvrtletím představuje akceleraci růstu a zároveň je to i nejvyšší meziroční tempo růstu zaznamenané v posledních osmi letech. Nejvíce k růstu ve čtvrtém čtvrtletí přispělo zlepšení salda zahraničního obchodu, které k celkovému růstu přidalo zhruba 2,7 procentního bodu. Naopak vývoj vládních výdajů celkový růst brzdil. To bylo způsobeno především změnou formálních pravidel, která umožnila, že rozpočtové organizace nemusí vyčerpat přidělené prostředky do konce kalendářního roku, ale mohou je přesunout do dalšího období. Díky poklesu vládních výdajů dokonce došlo k meziročnímu snížení celkové spotřeby. Příspěvek investic k růstu byl oproti předchozím čtvrtletím poněkud menší, a to především díky vývoji stavu zásob. Ve čtvrtém čtvrtletí sice každoročně dochází k poklesu stavu zásob, avšak v závěru loňského roku byl tento pokles výraznější než obvykle, což růst celkových investic snižovalo. Složka s největší vahou, spotřeba domácností, rostla meziročně ve stálých cenách pouze o 1,9%, což bylo nejnižší tempo růstu od konce roku 1998. Pokles růstu reálného disponibilního důchodu se tak na spotřebě projevil i navzdory nízkým úrokům a růstu spotřebitelských úvěrů. Agregátní domácí poptávka ve stálých cenách ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla pouze o 0,9% a efektivní domácí poptávka (bez změny zásob) o 1,8%. Z toho je zřejmé, že domácí konjunktura je tažena především vývojem zahraničního obchodu. Kdyby ekonomika rostla pouze tempem domácí poptávky, byl by její růst podprůměrný.

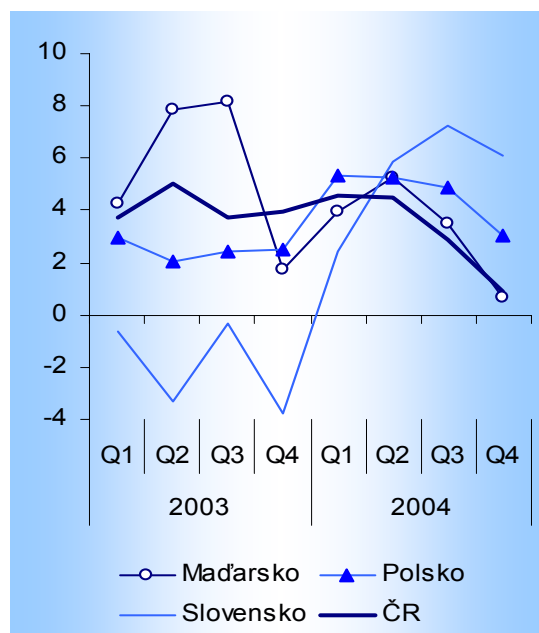
Společně se zveřejněním dat za čtvrté čtvrtletí došlo k revizi údajů o růstu HDP za čtvrtletí předchozí. Tempa růstu ve všech čtvrtletích byla oproti původním údajům revidována směrem nahoru. Tempo růstu ekonomiky tak nezpomalovalo, jak se mohlo zdát z údajů v prosinci, ale naopak postupně akcelerovalo. Revize tak neměnila pouze výši růstu, ale de facto změnila i představu o vývoji ekonomiky. Samotná revize však pravděpodobně neovlivňuje výši tzv. mezery výstupu, která je důležitou veličinou v měnově-politickém modelu centrální banky. ČNB (na rozdíl od MF ČR) odvozuje svoji představu o mezeře výstupu od vývoje inflace (a ta revidována není), takže revize dat o růstu HDP spíše ovlivňuje představu o potenciálním produktu.

Srovnání temp růstu hrubého domácího produktu před revizí a po revizi (%)



Pramen: ČSÚ

Vývoj reálné domácí poptávky ve středoevropských zemích (meziroční tempa růstu v %)



Pramen: OECD a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

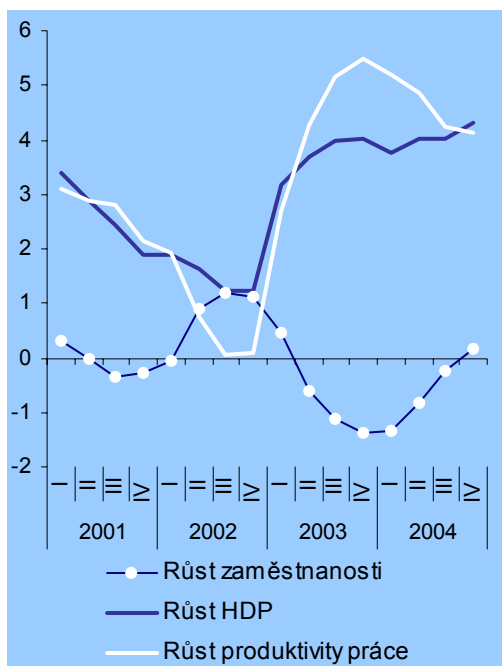
Růst HDP za celý rok 2004 dosáhl 4,0%, což představuje nejvyšší růst české ekonomiky od roku 1996. Tento růst předčil i hospodářský vývoj zemí EU15 (2,2%) a zároveň byl vyšší než hospodářský růst eurozóny (1,9%). Pokud by se diferencíál mezi růstem původní EU15

a růstem v ČR udržoval na stejné úrovni jako v předchozím roce, česká ekonomika by dosáhla na úroveň původní EU15 až za zhruba 26 let.

Domácí poptávka vzrostla během celého roku o 3,2% (respektive o 3,1% bez změny stavu zásob) a prudce zpomalila v závěru roku. Pokles dynamiky poptávky byl patrný i v okolních středoevropských ekonomikách.

Produktivita práce měřená jako HDP na pracovníka vzrostla v posledním čtvrtletí loňského roku meziročně o 4,1% a její růst byl tak poprvé po dvou letech nižší než růst HDP. Dochází k tomu díky postupnému růstu zaměstnanosti. Ukazuje se, že v ČR má produktivita práce silně procyklický vývoj způsobený tím, že zaměstnavatelé přistupují k propouštění nebo nabírání zaměstnanců se zpožděním oproti fázi ekonomického cyklu. Za celý rok 2004 dosáhl růst produktivity práce 4,6%. Tento vysoký růst produktivity se však v tomto roce vzhledem k rostoucí zaměstnanosti již pravděpodobně neudrží.

Růst produktivity práce, HDP a zaměstnanosti v České republice (v %)

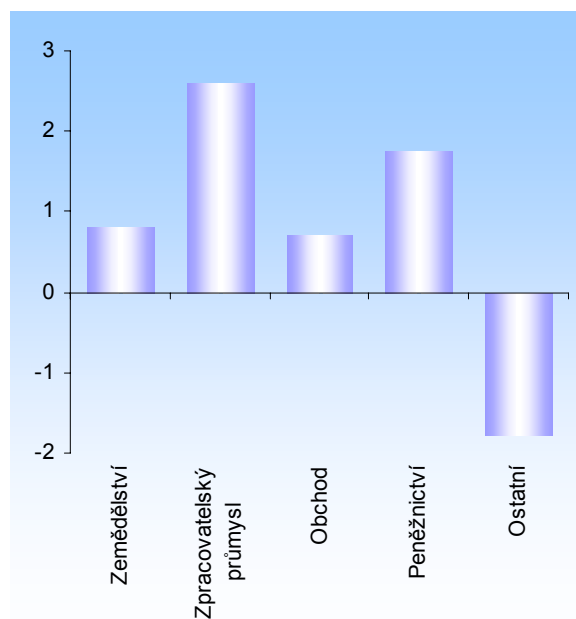


Pramen: ČSÚ a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Z hlediska odvětvové struktury nejvíce k růstu HDP v posledním čtvrtletí i v průběhu celého roku přispíval zpracovatelský průmysl. Přidaná hodnota v tomto odvětví vykazovala za celý rok 2004 reálný růst více než 7%. Dalším odvětvím, které během celého loňského roku bylo významným zdrojem

růstu, je peněžnictví a pojišťovnictví. V něm přidaná hodnota meziročně rostla dokonce o 24% a přispěla tak zhruba 1,3 procentními body k celkovému růstu přidané hodnoty. Zvláštností posledního čtvrtletí loňského roku z hlediska zdrojů byl velký příspěvek zemědělství k růstu přidané hodnoty. Zemědělství díky nadprůměrné úrodě přispělo v závěru roku k růstu 0,8 procentního bodu, takže bez jeho (poněkud nahodilého) příspěvku by celkový růst nebyl 4,3%, ale činil by pouze 3,5%.

Příspěvky vybraných odvětví k růstu přidané hodnoty ve čtvrtém čtvrtletí 2004 (v p.b.)



Pramen: ČSÚ a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Deflátor HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2004 vzrostl meziročně o 3,3% a za celý rok o 3,7%. Zvýšení růstu deflátoru oproti předchozím rokům bylo způsobeno především vyšším růstem deflátoru soukromé spotřeby, ve kterém se projevily daňové úpravy. Překvapivě vysoký přírůstek deflátoru byl zaznamenán v sektoru vlády: 6,0% za celý rok 2004 a 8,2% za poslední čtvrtletí. Zvýšení deflátoru vládních výdajů v posledním čtvrtletí je o to více překvapivé, že v tomto čtvrtletí se ještě mělo projevit zrušení tzv. čtrnáctých platů státních zaměstnanců (podobně jako se ve druhém čtvrtletí projevilo zrušení tzv. třináctých platů). Vysoká hodnota deflátoru vládních výdajů spolu s nebývalým propadem jejich reálné hodnoty vzbuzují podezření, že v této položce dojde k určitým revizím.

Pro rok 2005 nadále očekáváme reálný růst hospodářství ve výši 4%, ale růst produktivity (tj. produktu na pracovníka) již vzroste přibližně pouze o 3,7%. Zároveň předpokládáme, že dojde ke snížení přírůstku deflátoru z 3,7% v loňském roce na úroveň kolem 2,5% v roce letošním.

Průmysl

Meziroční růst průmyslové produkce ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku dosáhl 9,1% a byl tak zhruba na stejné úrovni jako ve čtvrtletí předchozím. Růst průmyslové produkce za celý rok 2004 dosáhl hodnoty 9,8% a byl tak nejvyšší za posledních osm let. Tento růst byl zcela tažen průmyslem zpracovatelským, zatímco výroba elektřiny, plynu a vody a těžba nerostných surovin stagnovaly. Skutečnost, že těžba nerostných surovin mírně klesala, je o to překvapivější, že v loňském roce světová cena nerostných surovin výrazně vzrostla. Avšak i v rámci zpracovatelského průmyslu byl vývoj diferencovaný. Největšími přispěvateli k celkovému růstu průmyslu jak v posledním čtvrtletí, tak i během celého roku 2004 byla i nadále výroba kovů, kovodělných a hutních výrobků a výroba dopravních prostředků.

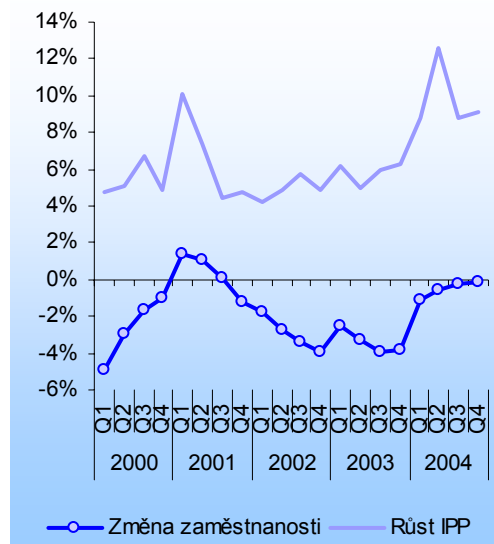
Z hlediska hlavních průmyslových uskupení došlo k největšímu růstu ve výrobě výrobků investiční povahy (růst o 21% ve čtvrtém čtvrtletí a růst o 15% za celý rok), což je v souladu s vysokým tempem růstu tvorby fixního kapitálu. Naopak nejpomaleji rostla výroba energií (růst o 1,3% v posledním čtvrtletí, resp. o 1,6% za celý rok). To je poněkud překvapivé, poněvadž hlavním odběratelem energií je opět průmysl a v loňském roce právě vysoce energetická odvětví (výroba kovů, hutnictví) vykázala vysoký růst.

V posledním čtvrtletí loňského roku hrubá přidaná hodnota vytvořená v průmyslu rostla tempem 8,6%, což zhruba odpovídá i růstu průmyslové produkce. Za celý rok vzrostla přidaná hodnota o 7,3%, což však překvapivě představuje zpomalení růstu oproti předchozím dvěma letům.

Pokles zaměstnanosti se v závěru roku 2004 výrazně zbrzdil a v prvních měsících roku 2005 již byl poprvé od roku 2001 dokonce zaznamenán růst zaměstnanosti v průmyslu. I když korelace mezi tempem růstu zaměstnanosti v průmyslu a tempem růstu průmyslové produkce je pouze 0,55 (v letech 2000-2004), přesto se lze domnívat, že obě tempa jsou kauzálně spojena. Jako empirická pravidelnost se jeví, že zaměstnanost

v průmyslu začne růst, když průmyslová produkce roste rychleji než 8%.

Růst průmyslové produkce a zaměstnanosti v průmyslu



Pramen: ČSÚ

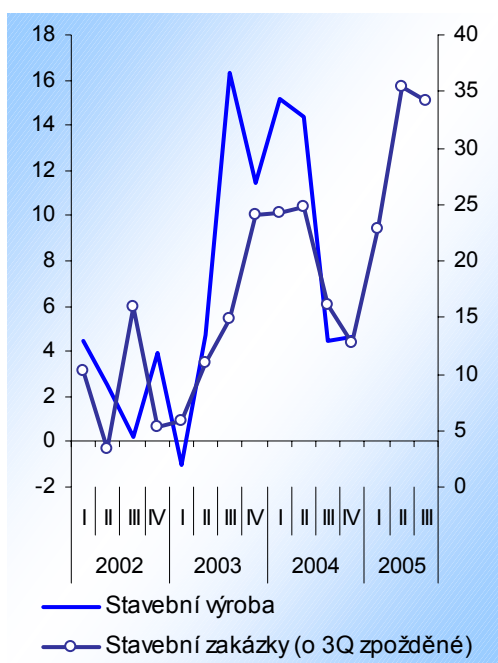
Stavebnictví

Stavebnictví ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku meziročně vzrostlo o 4,6%. Tento mírný pokles tempa růstu ve srovnání s prvním pololetím bylo možné očekávat i z vývoje stavebních zakázek, jejichž vývoj zhruba o tři čtvrtletí předchází vývoji stavební výroby. Pokles růstu stavebních zakázek z přelomu let 2003 a 2004 však byl zřejmě dočasný, poněvadž ve třetím čtvrtletí byl objem zakázek naopak rekordní a i ve čtvrtém čtvrtletí se tempo jejich růstu udrželo vysoké. To indikuje, že již v první polovině letošního roku opět dojde k akceleraci růstu stavebnictví. Ostatně i první měsíce roku 2005 naznačují zvýšení dynamiky stavební produkce. Na nárůstu stavebních zakázek se rozhodující měrou podílí zakázky veřejné, které představují již tři čtvrtiny celkového objemu zakázek.

Problematický zůstává vztah indexu stavební výroby a přidané hodnoty ve stavebnictví. Stejně jako ve třetím čtvrtletí, i v posledním čtvrtletí roku 2004 přidaná hodnota ve stavebnictví klesala (o 3,2% meziročně) a přispívala tak k růstu HDP negativně. Za celý rok 2004 přidaná hodnota v tomto odvětví klesla o 1,5%, což ostře kontrastuje s růstem indexu stavební výroby o 9,6% (této problematice jsme se podrobněji věnovali v NEWTON College Working Paper – Zima

2005). Pokles přidané hodnoty ve stavebnictví je o to překvapivější, že v tomto odvětví dochází k růstu zaměstnanosti již od roku 2001. Ve čtvrtém čtvrtletí se počet zaměstnanců meziročně zvýšil dokonce o 4,2% a podobný růst zaměstnanosti pokračoval i v následujících měsících. Zaměstnanost ve stavebnictví se tak během roku 2004 zvýšila v průměru o 3,5%, což spolu s výše zmíněným poklesem přidané hodnoty znamená, že produktivita práce měřená jako produkt na pracovníka klesla meziročně o 5%. Pokles produktivity je jen obtížně interpretovatelný a vyvolává pochybnosti o platnosti dat o přidané hodnotě.

Růst stavební výroby (levá osa, %) a stavebních zakázek (pravá osa, o tři čtvrtletí zpožděno, %)



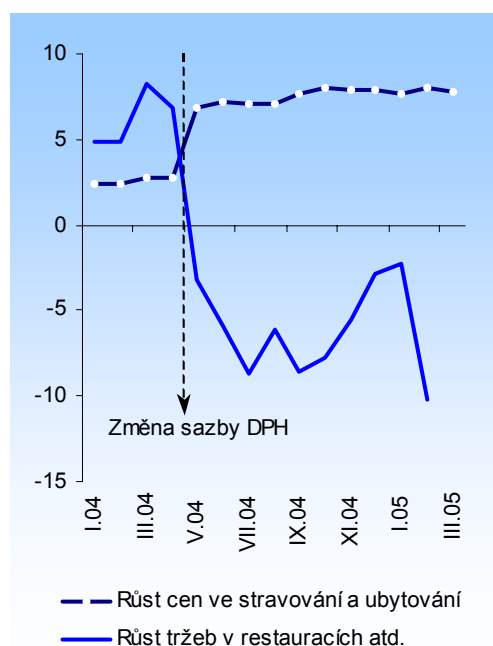
Pramen: ČSÚ

Maloobchod

Maloobchodní tržby v závěru loňského roku akcelerovaly a ve stálých cenách za čtvrté čtvrtletí vzrostly o 4,3%. Za celý loňský rok tržby v maloobchodě vzrostly o 2,4%, což zhruba odpovídalo růstu reálných příjmů a bylo to v souladu i s celkovým růstem soukromé spotřeby (růst o 2,7%). Vývoj maloobchodu v jednotlivých segmentech však byl značně diferencovaný. K největšímu růstu v posledním čtvrtletí a i za celý rok došlo v segmentu obchodu s oděvy a textilem. Zde se růst pohyboval stabilně nad 10%. S největší pravděpodobností to lze přičíst poklesu relativní ceny v tomto

segmentu – nominální cena v segmentu oděvů a textilu se totiž v loňském roce v průměru snížila zhruba o 5% a reálná cena (tj. cena v porovnání se zbytkem spotřebního koše) klesla dokonce o zhruba 8%. Jak je patrné z maloobchodního prodeje, zřejmě se tak jedná o zboží cenově elastické. Naopak k největšímu poklesu tržeb ve stálých cenách došlo v oblasti restaurací, výčepů a stravování – a to jak v posledním čtvrtletí loňského roku, tak i za celý rok 2004. I to lze přičíst změně relativní ceny v tomto segmentu. V tomto případě však došlo k jejímu růstu v důsledku zvýšení sazby daně z přidané hodnoty pro restaurace od května minulého roku. Poptávka na úpravu nepřímých daní a následné zvýšení cen reagovala prakticky okamžitě. Velmi volatilní jsou maloobchodní tržby v oblasti prodeje a oprav motorových vozidel. Tržby v tomto segmentu v ČR podléhají přibližně dvouletému cyklu, jehož poslední dno bylo na počátku loňského roku. Lze očekávat, že v letošním roce již tento segment vykáže silnější růst.

Vývoj cen ve stravování a růst maloobchodních tržeb v restauracích (%)



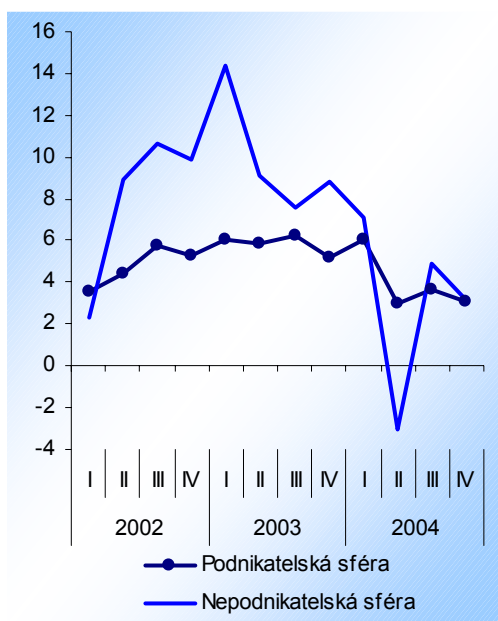
Pramen: ČSÚ

První měsíce roku 2005 naznačují, že v letošním roce dojde k oživení růstu maloobchodu. To odpovídá rychlejšímu růstu reálných příjmů způsobenému nižším růstem spotřebitelských cen.

Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostla ve srovnání s posledním čtvrtletím předchozího roku z průměrných 10,0% na průměrných 10,5%. To však bylo způsobeno především sezónními vlivy. V meziročním srovnání však již poprvé po více než třech letech dochází k mírnému snižování míry nezaměstnanosti o 0,3 procentního bodu. Počet volných pracovních míst v prvním čtvrtletí přesáhl 53 tisíc a byl tak zhruba o čtvrtinu vyšší než v loňském roce. Udržuje se tak empirická pravidelnost, na kterou jsme poukázali v minulém NEWTON College Working Paper – Zima 2005, že počet uchazečů o zaměstnání v ČR začíná klesat přibližně v okamžiku, kdy počet volných pracovních míst přesáhne 50 tisíc. Předpokládáme, že postupný pokles nezaměstnanosti bude pokračovat, takže v závěru letošního roku míra nezaměstnanosti klesne zhruba na úroveň 9,7% podle původní metodiky, resp. na 8,7% podle nové metodiky. Tomu nasvědčuje i mírný růst zaměstnanosti, jenž byl po několika letech poklesu opět zaznamenán v posledním čtvrtletí loňského roku.

Meziroční růst reálných mezd v podnikatelské a nepodnikatelské sféře (%)



Pramen: ČSÚ

Mzdy v posledním čtvrtletí roku 2004 reálně vzrostly o 3,1% a během celého roku reálný růst mezd dosáhl 3,7%. V posledním čtvrtletí mzdy v podnikatelské i nepodnikatelské

sféře rostly zhruba stejným tempem. Růst mezd v nepodnikatelské sféře v posledním čtvrtletí (6,4% nominálně) byl nižší než deflátor vládních výdajů (8,2%). To je velmi neobvyklé, protože významnou součástí vládních výdajů na zboží a služby jsou platy státem placených zaměstnanců. Příčina vysoké hodnoty deflátoru vládních výdajů tak zůstává nejasná.

Růst reálných mezd byl loni nižší než růst produktivity práce (ta reálně vzrostla o 4,6%), což působí ve směru snižování nezaměstnanosti. Zdali tento vývoj bude pokračovat i v roce letošním, je však nejisté. Díky poklesu inflace letos zřejmě dojde k akceleraci růstu reálných mezd. Zároveň s tím však dojde ke zpomalení tempa růstu produktivity práce (díky růstu zaměstnanosti) a proto je pravděpodobné, že reálné mzdy porostou rychleji než produktivita.

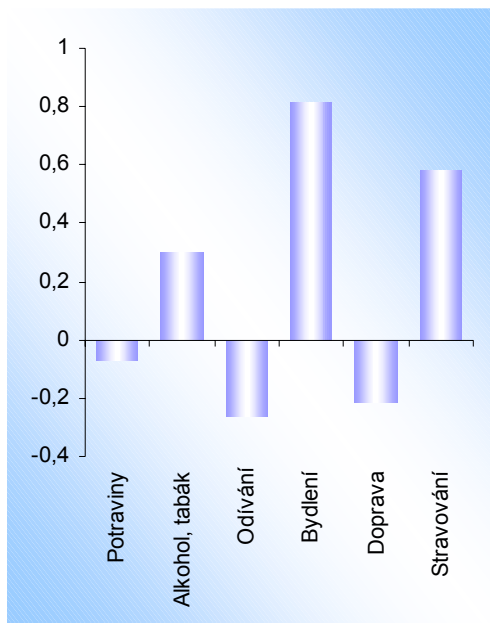
Spotřebitelské ceny

Spotřebitelské ceny v prvním čtvrtletí letošního roku vzrostly v průměru o 1,6%, což oproti poslednímu čtvrtletí loňského roku představuje výrazné zpomalení o 1,5 procentního bodu. Základním důvodem je odeznění vlivu změn nepřímých daní z počátku roku 2004. K meziročnímu růstu cen přispěly zejména položky v segmentu alkoholu a tabáku (růst o 3,8%) a v segmentu stravování a ubytování (růst o 7,8%). Meziroční růst cen v těchto segmentech je však do značné míry způsoben daňovými úpravami, které proběhly v květnu loňského roku a je proto pravděpodobné, že cenový růst v těchto segmentech se prudce sníží již ve druhém čtvrtletí letošního roku. Dlouhodobě nadprůměrným tempem rostou ceny výdajů na bydlení a stejně tomu bylo i v prvním čtvrtletí (růst o 3,4%). Jednorázově došlo ke zvýšení cen léků, což mělo za následek růst cen v segmentu zdraví o 7,8%.

Naopak k největšímu meziročnímu poklesu došlo v segmentu odívání (pokles o 4,6%). Uvedme, že ceny v odívání klesají v meziročním srovnání nepřetržitě již šest let. Apresiasi koruny a vstup Číny do WTO tento trend do budoucna zřejmě ještě více prohloubí. Změnou oproti vývoji v loňském roce je pokles cen potravin o 0,4%, zatímco v prvním čtvrtletí 2004 ceny potravin poměrně rychle rostly. Pokles cen potravin je determinován spolupůsobením několika faktorů, z nichž nejvýznamnější je zřejmě pokles cen zemědělských výrobců (projev vysoké úrody loňského roku) a nominální apreciacie měnového kurzu. Míru inflace

snižoval i vývoj cen v dopravě. Ceny v dopravě v meziročním srovnání klesly o více než 2% díky vysokým základním v minulém roce. Jejich vývoj v následujících čtvrtletích je však díky aktuálnímu růstu cen ropy značně nejistý.

Příspěvky vybraných segmentů k růstu spotřebitelských cen v procentních bodech



Pramen: ČSÚ

Inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP) dosáhla v České republice v prvním čtvrtletí úrovně 1,4% a patřila k nejnižším v EU25. Pro srovnání jsou v následující tabulce uvedeny hodnoty růstu HICP v prvním čtvrtletí pro vybrané země.

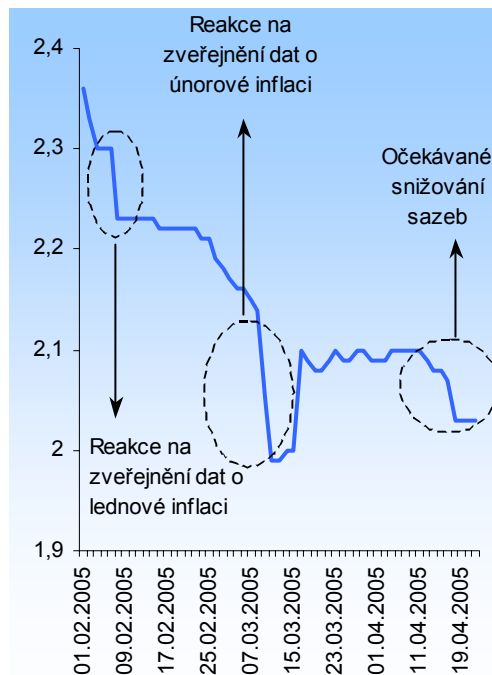
Země	Růst HICP
Česká republika	1,4%
Německo	1,7%
Francie	1,8%
Itálie	2,0%
Maďarsko	3,5%
Rakousko	2,4%
Slovensko	2,7%

Pramen: EUROSTAT a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON
Poznámka: Růst HICP počítán jako čtvrtletní průměr měsíčních změn cen.

Obecně se očekávalo, že díky odeznění daňových úprav bude míra spotřebitelské inflace v prvním čtvrtletí nízká a že opět spadne pod spodní hranici koridoru inflačního cíle. V současnosti se inflace nachází zhruba 0,7 procentního bodu pod

touto hranicí. Jak je však patrné z vývoje jednoletého Příboru, skutečná inflace byla ještě nižší, než se očekávalo a to v účastnících peněžního trhu vyvolává očekávání o možném dalším uvolňování měnové politiky (podrobněji viz oddíl Měnová politika).

Vliv dat lednové a únorové inflace na vývoj jednoletého PRIBORu



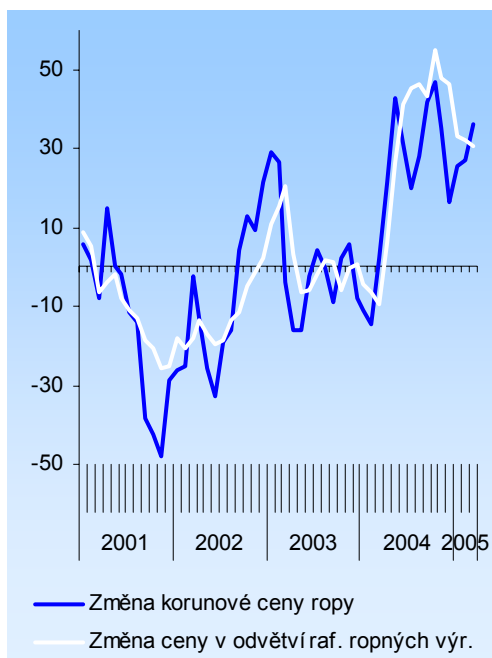
Pramen: ČNB

Předpokládáme, že i v následujících čtvrtletích bude pokračovat nízkoinflační vývoj a dokonce že se inflace bude dále snižovat a tím vzdalovat od spodního okraje inflačního cíle. Jedním z důvodů k tomu bude odeznění některých daňových úprav, které byly provedeny v loňském roce k počátku května. Zejména se sníží vysoký meziroční růst ve veřejném stravování a ubytování, který má ve spotřebním koši váhu zhruba 10%. Další důvod spočívá v apreciaci nominálního kurzu, která započala v závěru roku 2004. Podle dosavadních výzkumů se změna měnového kurzu projeví do domácích cen zhruba se zpožděním tří měsíců, takže se začne v indexu spotřebitelských cen projevovat naplno až ve druhém čtvrtletí tohoto roku.

Ceny průmyslových výrobců

Ceny průmyslových výrobců v prvním čtvrtletí letošního roku meziročně vzrostly o 6,8% a potvrdilo se tak, že k vrcholu jejich cen skutečně došlo již vloni v říjnu. V následujícím období předpokládáme postupný pokles meziročního ukazatele v důsledku vysokých základů zejména ve druhém a třetím čtvrtletí roku 2004. Pokles však bude postupný, protože opět došlo k růstu světové ceny ropy, přičemž tento růst nebyl vyvážen dalším poklesem kurzu dolaru. Korunová cena ropy se tak blíží svým rekordním hodnotám z poloviny roku 2000.

Meziroční růst cen v odvětví výroby koku a rafinovaných ropných výrobků a růst korunových cen ropy (%)



Pramen: ČSÚ

Vysoký růst cen byl zaznamenán v oblasti těžby nerostných surovin, což však je důsledek podzimních jednorázových úprav cen uhlí a částečně reakcí na světový vývoj cen uhlí a částečně důsledkem změny majetkových poměrů v českém těžebním průmyslu. Na druhou stranu však již dochází k poklesu cen základních kovů a hutních výrobků.

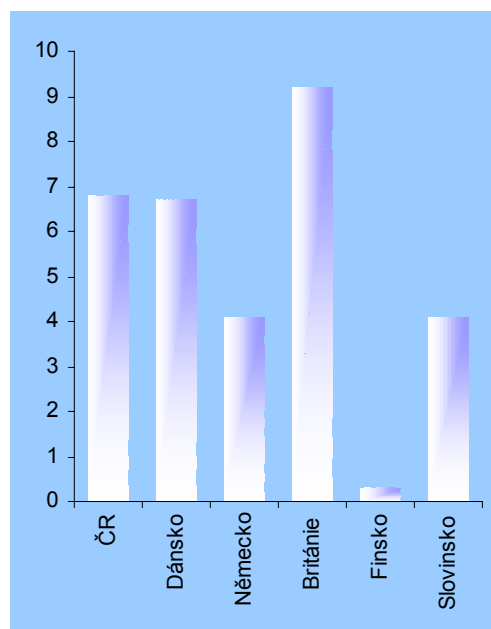
Ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi bylo tempo růstu průmyslových cen poměrně vysoké, což je dáno především strukturou českého průmyslu. Relativně vysokou váhu v domácí ekonomice totiž mají odvětví výroby a zpracování základních kovů a stále i těžební průmysl, přičemž právě

v těchto odvětvích docházelo k nadprůměrnému cenovému růstu.

Deflátor přidané hodnoty v průmyslu, který je pro firmy důležitější než index průmyslových cen, je zatím známý pouze pro čtvrté čtvrtletí loňského roku. I nadále platí, že růst deflátoru zpracovatelského průmyslu (1,3%) značně zaostával za růstem cen ve zpracovatelském průmyslu, což znamená, že růst průmyslových cen byl primárně způsoben růstem cen vstupů a že čeští výrobci na něm v součtu příliš neprofitují. Změna nastala pouze v odvětví dobývání nerostných surovin, kde zvýšení ceny je doprovázeno i značným zvýšením cen přidané hodnoty s pravděpodobnými dopady do ziskovosti tohoto odvětví.

Ceny v zemědělství se propadly v prvním čtvrtletí meziročně o 10,7% a jejich pokles bude pravděpodobně pokračovat i v následujících čtvrtletích. To bude mít s mírným zpožděním dopad i na spotřebitelskou inflaci (viz oddíl Spotřebitelské ceny). Naproti tomu ceny ve stavebnictví si pravděpodobně vlivem vysoké domácí poptávky udržují růst přesahující 4%.

Růst průmyslových cen v prvním čtvrtletí 2005 ve vybraných evropských zemích

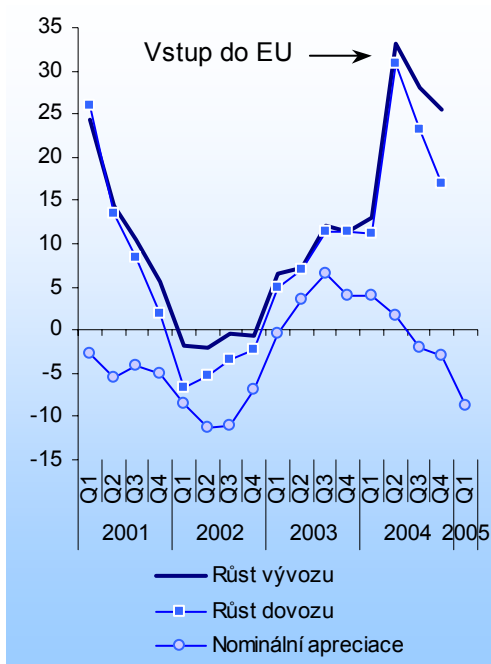


Pramen: EUROSTAT a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Zahraniční obchod

Zahraniční obchod se zbožím ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku skončil deficitem ve výši necelých 8 mld. Kč, což bylo zhruba o 26 mld. Kč lepší saldo než v posledním čtvrtletí roku 2003. Zlepšení salda obchodu se zbožím bylo nejdůležitějším faktorem ekonomického růstu v závěru loňského roku. Kdyby k němu nedošlo, ekonomika by se zřejmě dostala do stagnace (viz oddíl Hrubý domácí produkt). Vývozy v posledním čtvrtletí v běžných cenách rostly o 25,5%, zatímco dovozy pouze o 16,8%. Větší rozdíl mezi tempem růstu vývozu a dovozu než současných 9 procentních bodů byl naposledy zaznamenán v roce 1998, kdy domácí ekonomika byla v poměrně hluboké recesi. I když růst reálné domácí poptávky se výrazně snížil, příčinu poklesu deficitu zahraničního obchodu je tentokrát nutno spatřovat spíše v nabídkové straně ekonomiky. Česká republika se zřejmě postupně mění ze země s tradičně deficitní obchodní bilancí na zemi, která bude přebytkem zahraničního obchodu hradit rostoucí deficit bilance výnosů. Kumulovaný dvanáctiměsíční deficit ke konci roku 2004 klesl na pouhých 22 mld. Kč, což je nejnižší deficit za posledních deset let.

Meziroční tempa růstu vývozu a dovozu v běžných cenách a nominální apreceiace (záporná čísla) kurzu CZK/EUR



Pramen: ČSÚ a ČNB

První data za rok 2005 naznačují, že dochází k poklesu temp růstu vývozu i dovozu. To je pravděpodobně důsledek jednak nominální apreceiace měnového kurzu a jednak i důsledek vysokých základů z loňského roku. Předpokládáme, že ve druhém čtvrtletí letošního roku tempa růstu dovozu v běžných cenách již budou podstatně nižší, poněvadž odezní skok ve zvýšení obratu zahraničního obchodu, ke kterému došlo krátce po vstupu ČR do EU v květnu loňského roku. Na druhou stranu došlo ke zprovoznění některých velkých investic (např. automobilový závod TPCA), jejichž dopad na čistý export sice není zcela jednoznačný, nicméně předpokládáme, že tyto nové investice budou mít tendenci obrát zahraničního obchodu zvyšovat.

Česká republika v posledním čtvrtletí 2004 opět těžila ze zlepšení směnných relací, které meziročně dosáhlo vysokých 1,9% (počítáno z vývozních a dovozních cen). Zlepšování směnných relací v takovém rozsahu jen v posledním čtvrtletí přineslo ekonomice zdroje přibližně ve výši 9 mld. Kč. Hrubý domácí důchod (ukazatel zachycující kromě HDP také výnosy nebo ztráty způsobené změnou směnných relací) tak byl o více než 1% vyšší než HDP. Vzhledem k opětovnému zvýšení cen ropy na světových trzích již však nelze očekávat, že v první polovině roku 2005 bude vývoj směnných relací pro domácí ekonomiku tak příznivý.

Měnová politika

V prvním čtvrtletí letošního roku ČNB již dvakrát snížila svou základní úrokovou sazbu. K tomuto závažnému rozhodnutí přistoupila nejenom po zpracování velké – čtvrtletní – makroekonomické zprávy obsahující nové prognózy inflace a hospodářského růstu (leden), ale i v době (březen), kdy ČNB žádné nové prognózy neměla. Při březnové změně sazeb tak centrální banka vycházela pouze z údajů potvrzujících či vyvracejících rizika (ne)naplňování lednové prognózy. Položme si otázku, co mohlo ČNB vést ke snížení sazeb i v měsíci březnu, když centrální bankéři v té době neměli žádné mimořádné údaje signalizující nutnost okamžitého snížení sazeb.

Hospodářský vývoj to zřejmě nebyl, poněvadž ČSÚ v březnu publikoval údaje o růstu HDP za čtvrté čtvrtletí loňského roku, jenž pozitivně překvapily téměř každého. ČNB v zápise z jednání bankovní rady ze dne 31. března sama přiznává, že údaje HDP byly ve srovnání s lednovou prognózou ČNB vyšší.

Že by za březnovým „mimořádným“ snížením sazeb byl tak často uváděný trend posilování kurzu koruny? Ani to se nám nechce moc věřit. Důvod k tomu máme následující: dne 27. ledna, kdy ČNB letos poprvé rozhodla o snížení sazeb, byl kurz koruny na úrovni 30,240 korun za euro a 23,204 korun za dolar; dne 30. března, tj. den před „neočekávaným“ druhým snížením sazeb v letošním roce, byl kurz koruny na úrovni 30,080 korun za euro a 23,232 korun za dolar. Za dané období (leden až březen) tak koruna vůči euru sice posílila (o méně než jedno procento), nicméně oproti dolaru naopak oslabila.

Pokud by za březnovým snížením sazeb byl meziroční vývoj kurzu, tak je vhodné zároveň dodat, že tlaky na pokles inflace plynoucí z meziročního posilování kurzu koruny vůči euru o 9% a vůči dolaru o 14% jsou významně kompenzovány mimořádným růstem cen ropy, když cena uralské ropy v meziročním srovnání vzrostla o více než 35%! Navíc, pokud je meziročně silný kurz koruny tím skutečným důvodem pro březnové snížení sazeb, tak proč ČNB tyto sazby nesnížila o více než 25 bps již v lednu?

V zajištění prognostického modelu

Výše diskutované skutečnosti naznačují, že za mimořádným snížením sazeb bude stát ještě jeden, velmi důležitý faktor, o kterém však ČNB explicitně nehovoří. A tímto faktorem je tzv. implikovaná trajektorie sazeb, jenž je konzistentní s prognózou inflace. Uvedme, že stále platná lednová prognóza ČNB předpokládá růst inflace v prosinci 2005 v rozmezí 1,6 až 3,0% a v červnu 2006 v rozmezí 2,0 až 3,4%.

ČNB zároveň tvrdí, že: „S lednovou prognózou je konzistentní mírný pokles úrokových sazeb v první polovině roku 2005. Jejich postupný nárůst se odkládá na první polovinu roku 2006“ – viz Zpráva o inflaci, Leden 2005. Avšak z tohoto slovního vyjádření nelze přesně určit, co to je „mírný pokles úrokových sazeb“? ČNB sice v roce 2003 publikovala svůj prognostický model inflace, podle kterého by si trh implikovanou trajektorii sazeb mohl sám spočítat. Nicméně tento model je nejenom dosti složitý, ale je závislý i na expertní kalibraci některých parametrů modelu a znalosti, která a jak upravená data je nutno do modelu vložit, abychom byli schopni získat prognózu inflace totožnou s inflační prognózou ČNB. Domníváme se, že implikovanou trajektorii úrokových sazeb, podle níž se centrální bankéři v ČNB „rozhodují“, tak z publikovaného modelu trh nemůže ve skutečnosti nikdy získat.

Co z této situace vyplývá? Z pohledu kredibilitnějšího rozhodování centrální banky by bylo vhodné, aby ČNB zveřejňovala nejenom nepodmíněnou prognózu inflace, ale i podmíněnou prognózu. Zároveň by stálo za zvážení, zdali by ČNB nechtěla prozradit, s jakou konečnou úrovní základní úrokové sazby nepodmíněná prognóza inflace skutečně počítá. Mohli bychom se pak dozvědět, že za březnovým snížením sazeb nestál měnový kurz či stav hospodářského cyklu, ale modelově implikovaný konečný stav úrokových sazeb, jenž může být výrazně odlišný od současné úrovně úrokových sazeb. Přičemž tento rozdíl se nemusí pohybovat v řádu 50 bps, ale třeba 150 bps. A snížení sazeb z úrovně 2,25% na 0,75% zřejmě nelze provádět pomalu v pravidelných čtvrtletních periodách. Z tohoto důvodu si myslíme, že trh by neměl být překvapen, pokud ČNB již tento čtvrtek 28. dubna přistoupí k dalšímu snížení sazeb.

BOX: Staré problémy v „nové“ ČNB aneb Jak dál v měnové politice?

Na začátku roku Česká národní banka (ČNB) na sebe upoutala pozornost zejména díky personálním změnám v bankovní radě. Nicméně z pohledu ekonomických analýz je mnohem zajímavější věnovat pozornost hodnocení úspěšnosti dosavadních prognóz inflace ČNB a vysoké kumulované ztrátě ČNB. To jsou velmi aktuální a závažné problémy.

Kredibilita prognóz

Od roku 2001 ČNB připravuje a zveřejňuje klouzavé prognózy inflace s horizontem jeden až jeden a půl roku. Toto období ČNB považuje za optimální z pohledu dopadu změn úrokové míry na inflaci. Centrální banka dané období nazývá horizont měnové politiky (dříve tzv. horizont nejúčinnější transmise). Do poloviny roku 2002 ČNB publikovala pouze tzv. podmíněné prognózy inflace. Platnost těchto prognóz byla podmíněna neměnností úrokové sazby centrální banky po celé prognózované období (viz Zpráva o inflaci – Červenec 2002, str. 24). Pokud centrální banka změnila svoji úrokovou sazbu, dosavadní prognóza ztratila platnost. Tato skutečnost byla veřejností často kritizována. Proto v červenci 2002 ČNB přešla k tvorbě a publikování nepodmíněných prognóz inflace, které v sobě již zahrnují předpokládané změny úrokové sazby. Teoreticky by nepodmíněné prognózy měly sledovat inflační cíl těsněji než dřívější prognózy podmíněné stabilitou úrokových sazeb centrální banky. Zároveň by tyto nepodmíněné prognózy měly být i výrazně úspěšnější, poněvadž změna sazeb je „nevyřadit“ z platnosti.

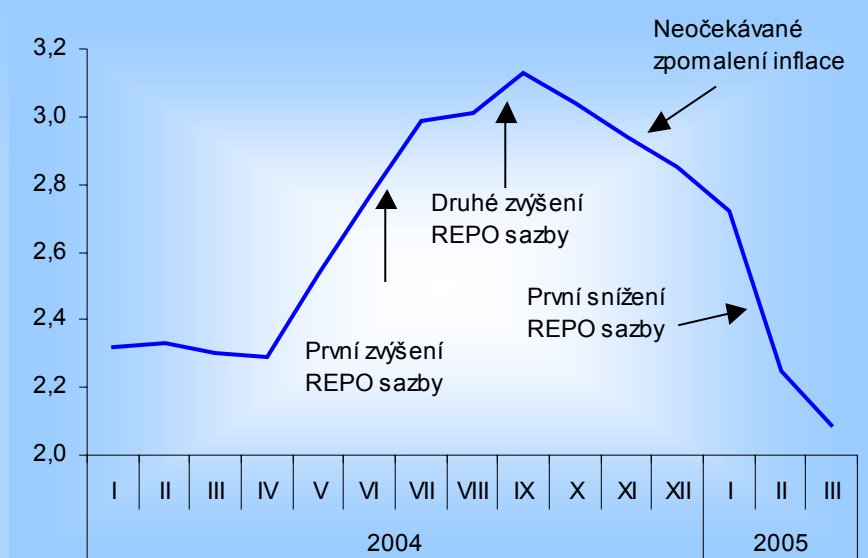
Vyhodnocování úspěšnosti prognóz centrální banky je přirozenou a nutnou součástí každé makroekonomické analýzy země. S úspěšností prognóz inflace je totiž možno svázat úspěšnost celého programu cílování inflace i kredibilitu centrální banky. Úspěšnost prognóz je dále nutná z toho důvodu, že pokud by tyto prognózy byly jen málo úspěšné, tak veřejnost se stává „zpětně hledící“. Centrální banka v takovém případě by byla nucena provádět svou politiku podle vývoje minulé inflace a minulého vývoje měnového kurzu.

Mezi nejvýznamnější faktory ovlivňující inflaci však nepatří pouze vývoj měnového kurzu či stav hospodářského cyklu, ale i vývoj cen potravin. Přičemž ceny potravin jsou v krátkém období vysoce volatilní a v mnoha případech zapříčiní výraznou odchylku skutečné inflace od její prognózy. V zemi, kde vývoj inflace v krátkém časovém horizontu je silně ovlivňován vychýlením měnového kurzu a cenami potravin, tak by možná stálo za úvahu zaměřit se raději na průměrnou výši růstu cen pro delší časový horizont, např. na tři roky dopředu. Stanovování prognózy na takto dlouhý časový horizont by centrální bance umožnilo překonat krátkodobé výkyvy v pohybu měnového kurzu i cen potravin, jenž nesouvisí se základními fundamenty vývoje ekonomiky a chování měnové politiky.

Rozkolísanost prognóz i sazeb

Rozkolísanost prognóz inflace a od nich následně se odvíjející rozkolísanost pohybu úrokových sazeb (viz vývoj úrokových sazeb na českém mezibankovním trhu v posledních dvanácti měsících – obrázek 1) obecně oslabuje účinnost měnové politiky. Často měnící se prognóza a často měnící se repo sazba paradoxně mohou mít výrazně menší potenciál jak pro ovlivnění očekávání veřejnosti, tak i pro ovlivnění delších úrokových sazeb finančního trhu, které jsou pro hospodářský vývoj země rozhodující. Každá centrální banka proto musí být velmi opatrná při formování nejenom svých prognóz, ale i při sdělování předpokladů prognóz. Konkrétně máme na mysli předpoklad o nastavení úrokových sazeb konzistentních s publikovanou prognózou. Vloni na jaře a dokonce ještě i v létě ČNB jasně hovořila o očekávaných inflačních tlacích pro rok 2005 a připravovala veřejnost na rychlý růst úrokových sazeb. Na podzim, kdy měnový kurz posílil, tempo růstu cen potravin začalo výrazně klesat a daňové změny měly jen malý efekt na vývoj inflace, ČNB úplně změnila rétoriku o očekávaném vývoji úrokových sazeb. Trh z tohoto obratu o 180 stupňů byl natolik překvapen, že hovořil o nekonzistentnosti měnové politiky ČNB.

Obrázek 1: Rozkolísanost úrokové sazby PRIBOR (1 rok)



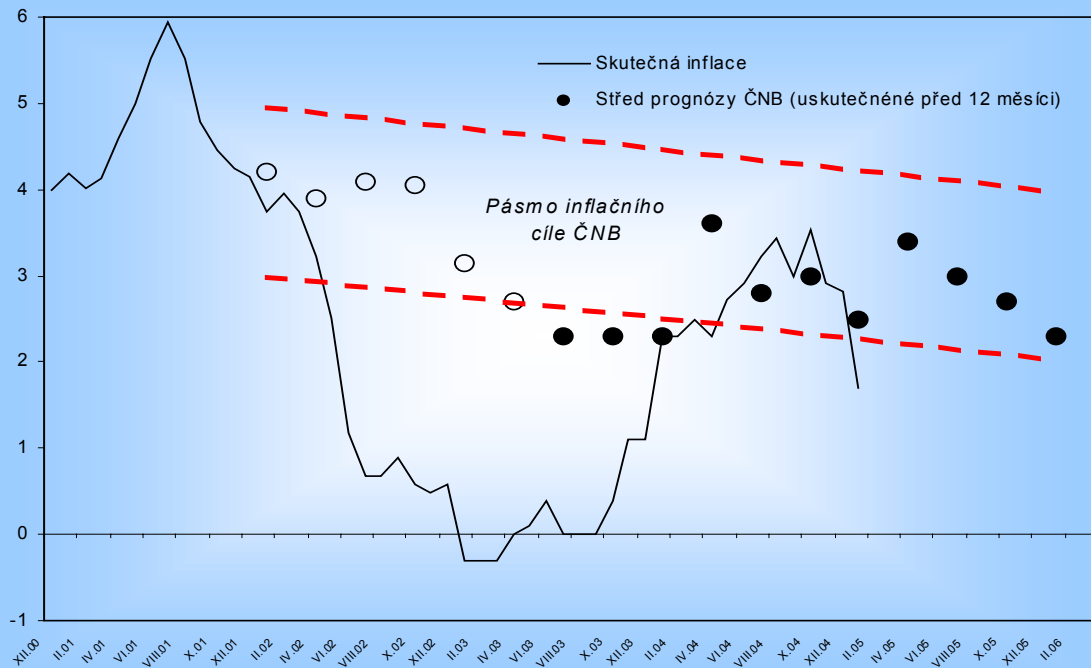
Pramen: ČNB

(Ne)úspěšnost prognóz

Obrázek 2 ukazuje, že středy prognóz inflace ČNB se pohybují převážně v inflačním cíli nebo v jeho velmi blízkém okolí. Zároveň však platí, že v drtivé většině případů prognózy výrazně přestřelují skutečně dosaženou inflaci. Tento problém rozhodně není nijak nový a byl charakteristický i pro období cílování tzv. čisté inflace v letech 1998-2001. Vzhledem k tomu, že prognózy inflace jsou blíže k inflačnímu cíli než následný skutečný vývoj inflace, neobstojí tradiční argument ČNB, že se jedná o prognózy podmíněné stabilitou úrokových sazeb (viz Zprávy o inflaci až do července 2002). Tento argument je relevantní pouze v případech, kdy skutečně dosažená inflace se nachází mezi původní podmíněnou inflační prognózou a inflačním cílem. Navíc od července 2002 prognózy již nejsou podmíněné a poněvadž úrokové sazby se téměř vždy měnily v souladu s předpokladem vývoje sazeb (obrázek 3), tak bohužel ani opuštění předpokladu stability úrokových sazeb nezvýšilo úspěšnost inflačních prognóz ČNB. Přičemž kvalitní inflační prognózy (a třeba i „říznuté“ douškem tequily) je nutné považovat za základní pilíř úspěšného provádění politiky cílování inflace. Přičemž trváme na tom, že kvalita prognóz by se měla definovat odchylkou od skutečné inflace a ne jako výsledek relativního srovnání s výsledky prognóz ostatních soukromých a veřejných analytických pracovišť.

V této souvislosti je zajímavé upozornit na článek „Diskutujme o prognózách ČNB – ale korektně“ (Ekonom 14/2005), ve kterém analytici ČNB uvádějí, že hodnotit prognózu centrální banky na základě jejího srovnání se skutečně dosaženou inflací je zavádějící. My se však domníváme, že toto srovnání je nutné provádět. Naši domněnku opíráme o následující skutečnost. Úspěšnost programu cílování inflace je spojena s představami o utváření očekávání na základě racionálního chování tržních subjektů. Podle hypotézy racionálních očekávání se tržní subjekty nedopouštějí systematických chyb při prognózování a jejich odhady inflace jsou v průměru nevyčleněné. Jinými slovy řečeno, chyby v očekávání jsou způsobeny pouze náhodnými šoky. Z hlediska praxe je však významným problémem fakt, že hypotézu racionálních očekávání mohou splňovat i prognózy s relativně vysokou chybovostí v jednotlivých letech, pokud je zároveň splněna podmínka, že střední hodnota těchto prognóz je v dlouhém období na úrovni střední hodnoty skutečně dosažené inflace. Pro praxi je pak přínos takových prognóz téměř nulový, neboť pro kalkulace tržních subjektů je důležitá absolutní úspěšnost každé prognózy a naplnění hypotézy racionálních očekávání v dlouhém období je pro tržní subjekty pouze akademickou záležitostí.

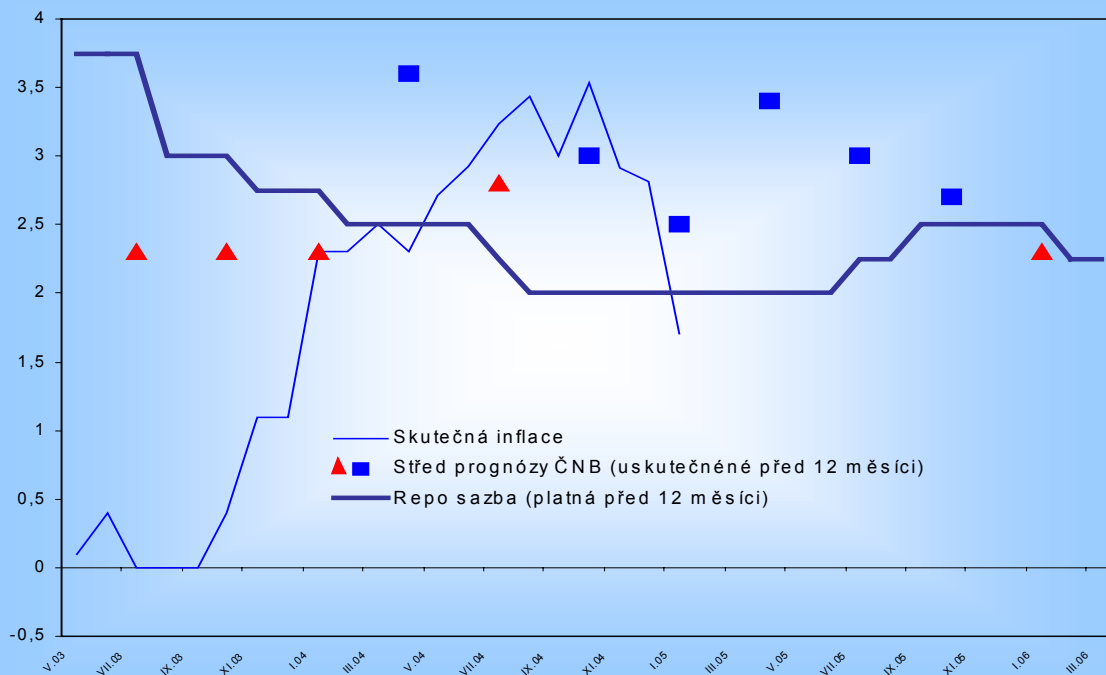
Obrázek 2: Prognóza inflace ČNB, inflační cíl ČNB a vývoj skutečné inflace



Pramen: ČNB a ČSÚ

Poznámka: Bílý bod představuje „podmíněnou“ prognózu ČNB; černý bod představuje „nepodmíněnou“ prognózu ČNB.

Obrázek 3: Nepodmíněné prognózy inflace ČNB, vývoj skutečné inflace a vývoj úrokových sazeb



Pramen: ČNB a ČSÚ

Poznámka: Nepodmíněná prognóza inflace označená trojúhelníkem je konzistentní se snížením úrokových sazeb. Naopak podmíněná prognóza inflace označená čtvercem je konzistentní se zvýšením úrokových sazeb.

Změna se nechystá

ČNB uvádí (opět viz Ekonom 14/2005), že ani srovnání MMF a ani interní hodnocení v ČNB nenaznačují, že by v predikčním procesu uvnitř ČNB mělo dojít k zásadní korekci z důvodu nízké kvality prognózy. S ČNB plně souhlasíme, že žádné „absolutně úspěšné“ modely pro prognózování ekonomických veličin v dlouhém období neexistují. Technická analýza založená na matematicko–statistických metodách je pro dlouhodobé prognózování inflace nevhodná. Spolehlivost fundamentální analýzy založené na ekonometrických modelech výrazně klesá, přesahuje-li délka prognózy horizont zpoždění mezi uvažovanými exogenními a endogenními proměnnými. V případech, kdy stavíme prognózu jedné veličiny na prognóze jiných, je úspěšnost prognózy vysvětlované proměnné podmíněna úspěšností prognózy vývoje exogenních (vysvětlujících) proměnných. K tomuto tradičnímu problému pak přistupuje řada dalších technických problémů, jež jsou specifické pro každou zvolenou metodu resp. prognostický model.

Historicky můžeme pozorovat střídání období, kdy jsou vyzdvihovány „složitější“ strukturální modely, nebo „jednodušší“ redukované modely. Při určitém zjednodušení se tyto modely liší v počtu uvažovaných rovnic (a tedy i parametrů), které prognostik musí ekonometrickými postupy odhadnout nebo „expertně“ nakalibrovat. Oba způsoby mají své výrazné zastánce i odpůrce. Z pohledu typu prognostických modelů je cílování inflace spojeno s poměrně komplikovanými simulačními modely, které pracují s velkým počtem rovnic a parametrů. A to je i případ modelu ČNB, jenž byl zveřejněn šestým rokem po zahájení programu cílování inflace. Zveřejnění tohoto relativně složitějšího strukturálního modelu sice poodhalilo metodiku stanovování inflačních prognóz ČNB, nicméně nedokázalo plně ukončit diskusi o této metodice. Konkrétně máme na mysli skutečnost, že v české odborné veřejnosti se již delší dobu diskutuje o „kvalitě“ odhadu HDP či výrazné změně metodiky výpočtu HDP z hlediska

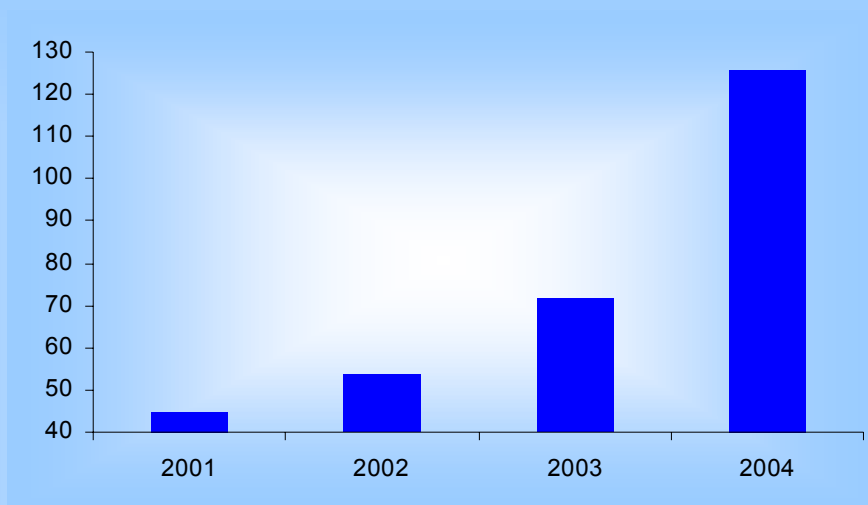
přechodu ze stálých cen bazického roku na stálé ceny roku předchozího, přičemž jsme nezaznamenali, že by ČNB uvedla, jak se její prognostický model vyrovnal s uvedenými systémovými skutečnostmi.

Plný režim cílování inflace svou roli?

Článek ČNB z Ekonomy 14/2005 vyjádřil, že blízkost dlouhodobých inflačních očekávání sofistických subjektů – analytiků – cíli ČNB dokládá, že režim cílování inflace plní svou roli a je kredibilní. Podívejme se však na měření inflačních očekávání trochu podrobněji.

ČNB začala pravidelně zjišťovat inflační očekávání v roce 1999, tj. rok po zavedení programu cílování inflace. Statistické šetření inflačních očekávání mezi analytiky finančního trhu probíhá měsíčně, mezi podniky a domácnostmi je realizováno čtvrtletně. Při zjišťování inflačních očekávání mezi podniky je dotazováno 120 manažerů podniků z různých odvětví. Šetření mezi domácnostmi je založené na ještě větším vzorku - dotazováno je 600 domácností. Oproti tomu statistické šetření očekávání finančního trhu lze považovat za nejméně reprezentativní, neboť je založeno na postupu se rozšiřujícím vzorku od 10 analytiků do současných 21. Navíc je otázkou, nakolik dotazování analytiků skutečně reprezentují očekávání finančníků rozhodujících o úvěrech a business procesech v ekonomice. Uvedme, že týmy dotazovaných analytiků jsou i u relativně velkých subjektů českého finančního trhu v současnosti poměrně malé a orientují se spíše na krátkodobé prognózy. Vzhledem k vysokému počtu prognózovaných dat jsou tyto týmy nuceny provádět pouze časově a personálně nenáročnou prognózu, které zpravidla kombinují adaptivní uvažování s určitým intuitivním vkladem analytika. Kromě toho finanční analytici vyhledávají i veřejně dostupné makroekonomické prognózy ostatních institucí (včetně státních), které se pak stávají vodítkem pro tvorbu jejich vlastních prognóz. Podobný postup lze předpokládat i při tvorbě inflačních prognóz. Z tohoto pohledu pak není překvapivé, že inflační očekávání analytiků jsou blízka „vodítku“ buď v podobě inflačního cíle či prognózy instituce, jenž pro tvorbu prognózy má silné finanční zázemí a nejlepší know-how.

Obrázek 4: Kumulovaná ztráta ČNB (mld. Kč)



Pramen: ČNB

Čísla hovoří jasně

Devizové rezervy ČNB dnes představují zhruba 21 mld. EUR a ještě letos díky privatizaci Českého Telecomu tyto rezervy stoupnou přibližně na 23,5 mld. EUR. Otevřená pozice takového rozsahu má mimo jiné za následek vysokou citlivost hospodářského výsledku banky na vývoj kurzu. Každý výkyv kurzu koruny o pouhý desetník, ke kterému dnes na trhu dochází v rozmezí několika minut, má za následek stejnosměrný výkyv hospodářského výsledku ČNB o více než 2 miliardy korun. Vzhledem ke stanoveným inflačním cílům ČNB a Evropské centrální banky a vzhledem k představám o rovnovážné apreciaci kurzu není nereálné, že kurz koruny k euru bude v průměru každoročně posilovat přibližně o 50 haléřů. To by však pro Českou národní banku při dnešní výši devizových rezerv znamenalo každoročně kurzovou ztrátu kolem 12 miliard korun. Tím však nevyklučujeme, že prostřednictvím provádění různých křížových operací mezi devizami nelze tuto ztrátu zmírnit. Zároveň respektujeme, že danou ztrátu lze tlumit i úrokovým ziskem, kdy úrokové příjmy z aktiv centrální banky převyšují úrokové náklady z jejích pasív. To je dáno sklonem výnosové křivky, kdy pasíva (dvoutýdenní repo operace) mají krátkou dobu splatnosti s nízkou úrokovou sazbou a aktiva (devizové rezervy) mají výrazně delší dobu splatnosti s vyšší úrokovou sazbou. K úrokovému zisku ČNB přispívá i rostoucí výše neúročeného oběživa. Nicméně přesto nelze očekávat, že by devizově-křížové operace, úrokové zisky a zisky z oběživa (ražebné) byly tak velké, aby kumulovanou ztrátu centrální banky výrazně snížily či někdy v budoucnu dokonce otočily v zisk. Vysoké devizové rezervy v kombinaci s apreciací kurzu koruny tak s pravděpodobností blížící se téměř jistotě budou i nadále generovat rekordní ztráty ČNB.

Je řešením změna programu cílování inflace?

Bylo by řešením této vysoké ztráty opuštění programu cílování inflace? Domníváme se, že nikoliv. Každá změna systému měnové politiky totiž přinese transformační náklady. Při snaze odhadnout náklady vyplývající z případné změny současného programu ČNB musíme vyjít z toho, že bilance ČNB má svou velmi specifickou strukturu, která je determinována transmisním mechanismem cílování inflace a odpovídá endogennímu pojetí peněz. Připomeňme, že specifická bilance ČNB spočívá v tom, že strana aktiv je z 90% tvořena devizovými rezervami a strana pasív je ze 65% tvořena objemem repo operací.

Tyto repo operace jsou jenom dvoutýdenní, tj. komerční banky je mohou v podstatě bez omezení v období pouhých čtrnácti dnů převést do dobrovolných rezerv. Repo operace tak jsou svou povahou velmi blízké dobrovolným rezervám. To umožňuje, aby komerční banky v případě křece úvěrů a depozit nebyly limitovány nedostatkem prostředků nutných pro naplnění povinných minimálních rezerv. Kdyby ČNB chtěla opustit program cílování inflace a vrátit ke starému pojetí transmisního mechanismu měnové politiky v podobě řízení měnové zásoby, tak by to vyžadovalo pokusit se omezit endogenitu peněz prostřednictvím buď výrazného zvýšení sazby povinných minimálních rezerv anebo přeměnit alespoň dvoutýdenní repo operace na výrazně delší dobu splatnosti (např. jednorocní poukázky ČNB). Návrat k cílování měnové zásoby by však s velkou pravděpodobností znamenal ještě větší rozkolísanost úrokových sazeb.

Je pevný kurz alternativou?

Je alternativou okamžité „tvrdé zavěšení“ koruny na euro buď formou zavedení pevného kurzu či kurzového režimu měnového výboru (tzv. currency board)? Zavedením pevného kurzu sice odbouráme hlavní zdroj navyšování ztráty ČNB, nicméně varianta „tvrdého zavěšení“ rozhodně nepředstavuje ideální způsob realizace měnové politiky. Důvodů, proč nepřistoupit k držbě pevného kurzu, je hned několik. Jako hlavní argument lze uvést, že v případě „tvrdého zavěšení“ koruny na euro by emise peněz v české ekonomice byla ovlivněna pouze vývojem devizových rezerv. V situaci, kdy by platební bilance začala být deficitní, tak by se objem peněz v ekonomice automaticky snižoval s odlivem devizových rezerv bez ohledu na vývoj hospodářského cyklu ekonomiky. Další nevýhodu lze spatřovat ve ztrátě nezávislosti kurzové politiky.

Jak účinně snížit ztrátu ČNB?

Co tedy máme dělat se stávajícím režimem měnové politiky, jenž vlivem dlouhé devizové pozice při apreciaci české měny vytváří vysokou ztrátu ČNB? Tuto situaci lze částečně řešit vyvoláním oslabení koruny a uzavíráním devizové pozice ČNB. Snaze snížit ztrátu ČNB musí předcházet výrazné snížení úrokových sazeb. To by komerční banky odradilo od provádění repo úlozek u ČNB. Banky by přebytečnou likviditu začaly převádět do cizí měny a ukládat v zahraničí. Poptávka po devizách oslabí korunu a ČNB za této situace může začít stabilizačně intervenovat proti oslabení koruny, čímž se zbaví vysokých devizových rezerv a zastaví růst ztráty. Nicméně uvedený proces není jednoduchý, protože opatření ČNB mají dopady do celé měnové situace České republiky.

Další možností vedoucí ke snížení ztráty ČNB je výrazné zvýšení povinných minimálních rezerv a zároveň tyto povinné minimální rezervy přestat úročit. To by napomohlo k ziskovosti ČNB - část ztráty ČNB by se tak přesunula na komerční banky. Problém je v tom, že toto opatření nabourá hospodaření komerčních bank - připomeňme, že objem repo operací dnes představuje až 30 haléřů na jednu korunu depozit a až 50 haléřů na jednu korunu úvěrů podnikům a domácnostem. Komerční banky s tímto postupem nebudou souhlasit. Vzniká tak otázka, zdali by vedení ČNB ustálo tlak ze strany komerčních bank za „rozhození“ jejich hospodaření. Našla by ČNB vůbec odvahu k takovému kroku, tj. k přesunu své ztráty (ztráty veřejné instituce) na soukromé subjekty?

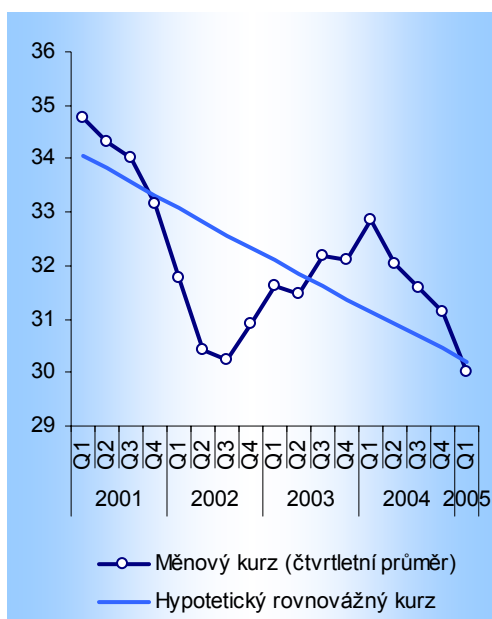
Poslední možností na snížení ztráty ČNB je spekulace na budoucí zhodnocení dolaru, jenž se v posledních letech jeví velmi oslabený. S ohledem na probíhající konvergenční proces české ekonomiky k EU lze předpokládat, že kurz koruny k euru bude dlouhodobě posilovat. Nicméně trend vývoje kurzu koruny k dolaru může být opačný - ČNB tak může využít současné volatility dolaru ke snížení své ztráty. Avšak je otázkou, zdali si ČNB může dovolit spekulovat na vývoj kurzu.

Uvedený výčet možností ukazuje, že snížení ztráty ČNB nebude jednoduché. Stejně složitá, a z hlediska úvahy dodatečných nákladů již asi i nemožná, se jeví změna režimu měnové politiky cílování inflace. Nicméně domníváme se, že všechny tyto diskutované problémy mohou posloužit jako zdroj pro dosažení příznivějších výsledků celkové hospodářské politiky ČR v následujících letech.

Měnový kurz

Měnový kurz pokračoval v apreciaci i v prvním čtvrtletí letošního roku. Průměrný kurz dosáhl úrovně 30,01 CZK/EUR a mezičtvrtletně tak posílil o 3,6%. Meziroční míra apreciacie dosáhla dokonce 8,6%. Vysoká míra apreciacie je částečně způsobena poměrně slabou úrovní koruny na počátku roku 2004 a lze proto očekávat, že tempo apreciacie se již v nadcházejících obdobích zmírní. Nicméně s ohledem na provázanost ČR a eurozóny je míra apreciacie blížící se v některých měsících až k deseti procentům zřejmě nejdůležitějším faktorem, který bude aktuálně ovlivňovat domácí inflaci (viz blíže k tomu v oddíle Spotřebitelské ceny) a tedy i domácí měnovou politiku (viz oddíl Měnová politika). Domníváme se však, že i když došlo k podstatné meziroční apreciaci, současný měnový kurz není pravděpodobně příliš vzdálen představě ČNB o rovnovážné úrovni kurzu. Zde musíme upozornit, že představa ČNB o rovnovážné úrovni kurzu není známa.

Skutečný a hypotetický rovnovážný měnový kurz CZK/EUR

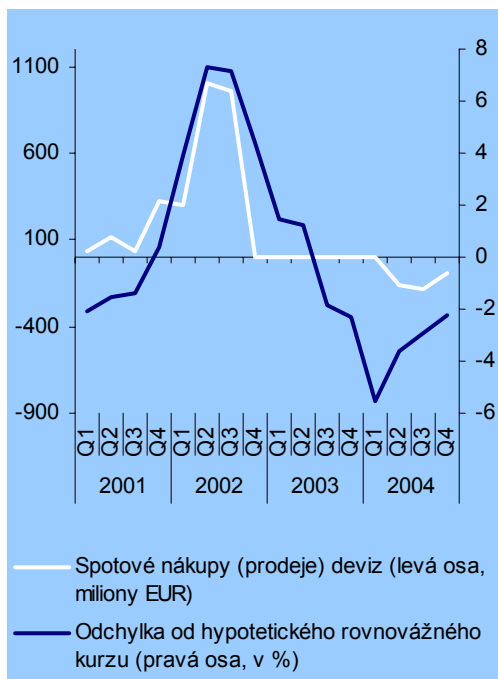


Pramen: ČNB a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Hypotézu o představě ČNB o rovnovážné hladině kurzu však lze založit na chování centrální banky. ČNB uskutečňuje na spotovém trhu devizové obchody a to jak nákupy, tak i prodeje cizí měny. V roce 2002, kdy koruna také velmi silně apreciovala, ČNB uskutečňovala nemalé nákupy deviz. Naopak v loňském roce, kdy koruna byla relativně slabá, ČNB své devizové rezervy postupně prodávala. Po celý rok 2003 však centrální banka neuskutečňovala žádné spotové obchody. To lze interpretovat tak, že v tomto období byl skutečný kurz zřejmě blízko představě ČNB o rovnovážném kurzu. Jako přibližnou představu ČNB o rovnovážném kurzu proto bereme průměrný kurz roku 2003. Rovnovážený kurz se však díky rovnovážné reálné apreciaci v čase vyvíjí. Podle odhadů ČNB se rovnovážná reálná apreciacie pohybuje kolem 3% ročně, tj. 0,75% za čtvrtletí. To v situaci, kdy inflace v ČR a v eurozóně je prakticky shodná, znamená také 3% rovnovážnou nominální apreciaci. Za těchto předpokladů jsme odhadli průběh rovnovážného kurzu.

Musíme opět zdůraznit, že skutečná představa ČNB o rovnovážném kurzu není známa a že se jedná pouze o naše přibližné odhady. Nicméně domníváme se, že současná úroveň měnového kurzu je pravděpodobně blízko představě ČNB o rovnovážném kurzu. Přímé devizové intervence proti posilování koruny se proto v současné době zdají velmi nepravděpodobné.

Spotové nákupy cizí měny ČNB (levá osa, mil. EUR) a procentní odchylka skutečného kurzu od jeho hypotetické rovnovážné úrovně (pravá osa, %)



Pramen: ČNB a výpočty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON

Veřejné finance

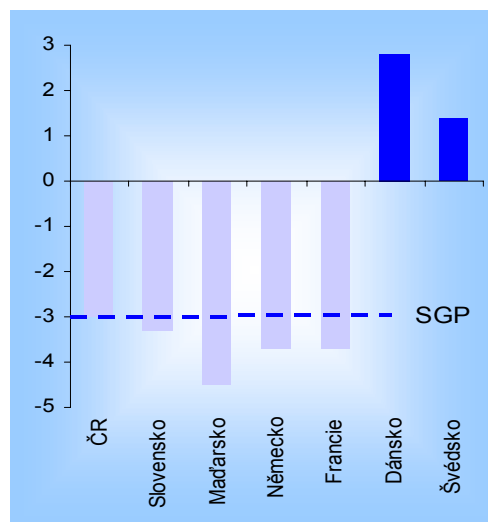
Příjmy státního rozpočtu ke konci prvního čtvrtletí dosáhly 206,8 mld. Kč a výdaje 198,6 mld. Kč. Saldo státního rozpočtu skončilo přebytkem více než 8 mld. Kč, zatímco ve stejném období loňského roku bylo saldo deficitní ve výši 8 mld. Kč. Zlepšení salda však bylo způsobeno především poklesem transferů rozpočtům nižší úrovně díky změně zákona o rozpočtovém určení daní.

Příjmy státního rozpočtu sice vzrostly o vysokých 10,7%, to však bylo ovlivněno vývojem nedaňových příjmů a především platbami z EU. Daňové příjmy vzrostly pouze o 1,8%. Pomalé tempo růstu daňových příjmů bylo způsobeno opět především změnou rozpočtového určení daní (velký dopad má přesměrování větší části DPH do rozpočtů krajů). Projevuje se i pokles tempa růstu výnosu pojistného na sociální a zdravotní pojištění a v absolutní hodnotě klesá i výnos daně z příjmu fyzických osob. V prvním případě se již zřejmě projevuje pokles tempa růstu nominálních mezd a ve druhém případě je stejný faktor ještě kombinován s vlivem daňových úprav. Od nového roku totiž mohou lidé uplatňovat odpočet přímo z daní ve výši 500 Kč na dítě.

Rozpočtovaný nárůst příjmů pro celý rok 2005 je 7,2% a je otázkou, zdali takového růst bude dosaženo. Oproti podzimu, kdy byl rozpočet sestavován, je dnes již zřejmé, že inflace i deflátor HDP v ČR bude podstatně nižší, než se původně předpokládalo. To povede k poklesu tempa růstu nominálního HDP a pravděpodobně i daňových příjmů. Také růst nominálních mezd bude v tomto roce pravděpodobně umírněnější, což má přímý dopad na objem vybraného pojistného. Je však také pravda, že nižší než předpokládaná inflace povede k mírnému snížení tempa růstu některých výdajů. Dopad na rozpočtové saldo je tak nejistý.

V březnu již také byly k dispozici výsledky veřejných rozpočtů za rok 2004 podle metodiky ESA 95. Deficit veřejných rozpočtů podle metodiky ESA 95 je jedním z Maastrichtských kritérií a ústředním ukazatelem pro Pakt stability a růstu (SGP). Podle údajů EUROSTATu Česká republika v loňském roce dosáhla deficitu překvapivě pouhých 3,0% HDP, takže vlastně splňovala Maastrichtské kritérium. Pro letošní rok se však očekává, že deficit tuto hranici překročí. Vážený průměrný deficit zemí v EU25 byl 2,7%. Nicméně mezi jednotlivými členy jsou velké rozdíly. Z nově začleněných zemí toto kritérium kromě ČR ještě splňují všechny Pobaltské republiky. Paradoxně nejlepších výsledků dosahují Dánsko a Švédsko, tedy země, které nejsou součástí eurozóny a euro v dohledné době nepřijmou. Naopak Německo a Francie se nacházejí poměrně hluboko pod tří procentním limitem.

Salda veřejných rozpočtů podle metodiky ESA 95 ve vybraných zemích v roce 2004 (% HDP)



Pramen: EUROSTAT

Shrnutí

Růst hrubého domácího produktu v závěru loňského roku akceleroval a za celý rok růst české ekonomiky dosáhl výše 4%. Jak ukázala revize dat HDP, růst produkce se zrychloval celý loňský rok. To bylo poněkud překvapivé, protože podle původních údajů se zdálo, že ekonomika naopak zpomaluje. Hlavním a také poměrně překvapivým zdrojem loňského růstu bylo výrazné zlepšení salda zahraničního obchodu. Česká republika se tak postupně mění z ekonomiky s chronickým deficitem obchodní bilance na ekonomiku, jejíž obchodní bilance v budoucnu může být převážně přebytková. Z hlediska odvětvové struktury byl největším zdrojem růstu přidané hodnoty zpracovatelský průmysl. To se začíná projevovat na zaměstnanosti v průmyslu, jejíž propad se po několika letech zastavil a naopak se zde již začínají projevovat tendence k růstu zaměstnanosti. Zaměstnanost se začíná zvyšovat nejen v průmyslu, ale i v národním hospodářství jako celku. Pokles míry nezaměstnanosti je

však velmi pozvolný. Nicméně lze říci, že česká ekonomika zažívá období největší ekonomické konjunktury za posledních osm let.

Společně s akcelerací růstu české ekonomiky byl překvapením vývoj inflace, u níž naopak došlo k výraznému poklesu. Spotřebitelská inflace se opět nachází pod spodním okrajem inflačního cíle a v nejbližším období zřejmě klesne ještě hlouběji. Na to reagovaly jak finanční trhy tak i měnová politika snížením úrokových sazeb. V důsledku především poměrně velké nominální apreciacie měnového kurzu koruny model centrální banky predikuje další pokles míry inflace. Pokud by se centrální banka v režimu cílování inflace chovala jako měnový automat, musela by nyní opět a ještě razantněji snižovat sazby. Za měnovou politikou však ve skutečnosti nestojí model, ale lidé, kteří se ve svém jednání nechají modelem vést pouze do určité míry. Predikce modelu tak nutně nemusí být dobrými predikcemi změn v měnové politice.

Ukazatele ČR a jejich prognóza	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2003				2004				2005	
							Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
HDP / GDP (běžné ceny / current prices)	CZK mld. / bln.	2041,4	2150,1	2315,3	2399,6	2550,8	2751,1	601,1	655,8	647,6	646,2	648,8	705,1	700,8	696,3	2932
HDP / GDP ⁵⁾	%, real	0,5	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,2	3,7	4,0	4,0	3,8	4,0	4,0	4,3	4,0
Spotř. dom. / Privat Consumption ⁵⁾	%, real	1,9	2,9	2,8	2,7	4,9	2,4	4,9	5,2	5,5	4,1	3,3	2,5	2,0	1,9	3,3
Spotř. vlády / Government Cons. ⁵⁾	%, real	-0,1	0,2	3,8	4,5	4,2	-3,2	4,5	5,0	3,3	4,0	-1,8	-1,0	-0,8	-5,8	0,0
Fixní kapitál / Fixed Investment ⁵⁾	%, real	-0,6	4,9	5,4	3,4	4,8	9,1	3,7	3,8	5,8	5,9	9,9	9,4	9,5	7,5	6,0
Prům. produkce / Industrial Production ³⁾	%, y/y	-3,1	5,1	6,6	4,8	5,8	9,8	6,2	5,0	6,0	6,3	8,7	12,6	8,8	9,1	8,0
Prům. tržby / Industrial Sales	%, y/y	-0,5	7,7	5,4	3,4	5,4	9,9	6,6	5,3	6,5	4,2	8,7	12,9	8,0	9,6	8,5
Stavební výroba / Construction Output	%, y/y	-6,5	5,3	9,6	2,5	8,9	9,6	-1,0	4,7	16,4	11,5	15,2	14,4	4,5	4,6	7,5
Maloobchodní tržby / Retail Sales	%, y/y	2,1	4,6	4,5	2,8	5,0	2,4	3,3	5,6	7,5	3,4	1,2	2,5	1,8	4,3	3,7
Nezaměstnanost / Unemployment ¹⁾	%	9,4	8,8	8,9	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	10,1	10,3	10,7	10,0	10,1	10,5	9,7
Inflace / Inflation	%, průměr / average	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	-0,3	0,2	0,0	0,9	2,4	2,6	3,2	3,1	1,5
Inflace / Inflation ¹⁾	%, y/y	2,5	4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	-0,4	0,1	0,0	1,1	2,5	2,9	3,5	2,8	1,9
Ceny v průmyslu / Industrial Prices	%, průměr / average	1,0	5,0	2,9	-0,5	-0,4	5,6	-0,7	-0,8	-0,3	0,4	1,8	5,0	7,9	8,1	4,0
Ceny v průmyslu / Industrial Prices ¹⁾	%, y/y	3,4	5,0	0,8	-0,7	0,9	7,7	-0,4	-0,9	0,0	0,9	2,1	6,2	8,0	7,7	2,0
Nominální mzdy / Nominal Wages	%, průměr / average	8,2	6,6	8,5	7,3	6,8	6,6	7,4	6,8	6,3	6,9	8,7	4,2	7,3	6,3	5,5
Reálné mzdy / Real Wages	%, průměr / average	6,0	2,6	3,7	5,4	6,7	3,7	7,8	6,7	6,4	6,1	6,3	1,6	4,0	3,1	3,9
Státní rozpočet / State Budget ²⁾	CZK mld. / bln.	-29,6	-46,1	-67,7	-45,7	-109,1	-93,5	-31,8	-53,6	-80,3	-109,1	-7,8	-49,7	-40,5	-93,5	-80
Státní rozpočet / State Budget ^{2), 4)}	% GDP	-1,4	-2,1	-2,9	-1,9	-4,3	-3,4	-2,7	-4,0	-4,2	-4,3	-3,3	-4,0	-2,6	-3,4	-2,7
Státní dluh / Central government debt ¹⁾	CZK mld. / bln.	228,4	289,3	345,0	395,9	492,3	592,9	429,1	452,3	476,8	492,3	537,9	583,9	589,3	592,9	680
Státní dluh / Central government debt ¹⁾	% GDP	11,2	13,5	14,9	16,4	19,3	21,6	17,6	18,2	19,0	19,3	20,7	22,1	21,8	21,6	23,2

Ukazatele ČR a jejich prognóza		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2003				2004				2005
								Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Vývoz / Exports	%, y/y	9,2	23,3	13,1	-1,2	9,3	25,0	6,5	7,3	12,0	11,4	12,8	31,6	27,9	25,5	9,0
Dovoz / Imports	%, y/y	7,5	28,2	11,7	-4,4	8,7	20,5	4,8	7,0	11,3	11,4	11,1	29,4	22,7	16,8	8,0
Obchodní bilance / Trade balance	CZK mld. / bln.	-65,8	-120,8	-119,0	-71,3	-69,8	-22,3	-4,5	-13,3	-18,3	-33,7	0,5	-9,7	-5,0	-7,7	-7,0
Obchodní bilance / Trade balance ⁴⁾	% GDP	-3,3	-5,6	-5,1	-3,1	-2,7	-0,8	-2,8	-2,8	-2,7	-2,7	-2,5	-2,3	-1,8	-0,8	-0,2
Běžný účet / Current Account	USD mld. / bln.	-1,56	-2,7	-3,3	-4,2	-5,7	-5,6	-0,3	-1,3	-1,7	-2,4	-0,6	-1,4	-2,1	-1,5	-6,7
Běžný účet / Current Account ⁴⁾	% GDP	-2,7	-4,9	-5,4	-6,0	-6,2	-5,2	-5,0	-5,4	-5,5	-6,2	-6,3	-6,2	-6,3	-5,2	-5,3
Finanční účet / Financial Account	USD mld. / bln.	2,5	3,8	4,5	10,6	5,9	7,0	1,2	0,7	1,4	2,5	0,1	1,4	2,5	3,2	8,9
Finanční účet / Financial Account ⁴⁾	% GDP	4,4	6,9	7,4	15,3	6,4	6,6	13,4	6,7	5,0	6,4	5,1	5,6	6,4	6,5	7,0
Přímé zahr. investice v ČR / FDI Inflow	USD mld. / bln.	6,2	5,0	5,5	8,4	2,6	4,5	0,9	0,9	1,3	-0,6	1,2	1,0	1,4	0,5	6,5
Přímé zahr. investice v ČR / FDI Inflow ⁴⁾	% GDP	10,9	8,9	9,3	12,2	2,9	4,2	11,3	5,4	4,6	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	5,1
Měnová zásoba M2 / Money Supply M2 ¹⁾	%, y/y	8,1	6,5	13,0	3,2	7,0	4,4	2,5	4,2	5,5	6,9	7,8	10,2	8,5	4,4	6,0
PRIBOR 3M	%, průměr / average	6,85	5,36	5,18	3,55	2,28	2,36	2,50	2,41	2,06	2,07	2,06	2,22	2,62	2,29	1,90
IR z nových úvěrů / IR on New Credits	%, průměr / average	8,60	6,88	6,31	4,80	3,73	4,21	3,92	3,93	3,46	3,63	3,87	4,07	4,43	4,47	4,10
Hrubý zahr. dluh / Gross Foreign Debt	USD mld. / bln.	22,9	21,6	22,4	27,0	34,9	45,3	26,9	27,9	29,6	34,9	32,3	34,9	37,1	45,3	47,0
Hrubý zahr. dluh / Gross Foreign Debt	% GDP	41,2	41,2	37,3	33,7	35,1	37,4	32,3	31,1	32,2	35,1	33,4	34,5	35,0	37,4	36,9
Devizové rezervy / FOREX Reserves ¹⁾	USD mld. / bln.	12,9	13,1	14,5	23,7	27,0	28,4	24,7	25,5	25,7	27,0	27,0	26,5	26,8	28,4	33,0
CZK/EUR	průměr / average	36,88	35,61	34,08	30,81	31,84	31,90	31,63	31,47	32,17	32,09	32,85	32,03	31,59	31,13	30,30
CZK/USD	průměr / average	34,60	38,59	38,04	32,74	28,23	25,70	29,48	27,73	28,61	27,01	26,28	26,60	25,86	24,03	23,00

Pramen / Source: ČSÚ, ČNB, MPSV a MF ČR; Predikce / Forecasts: NEWTON Group.
 Obecně / General Note: y/y znamená meziroční změnu ukazatele / y/y indicates year-on-year changes.
 Poznámka 1 / Note 1: Údaj ke konci období / End of the period.
 Poznámka 2 / Note 2: Údaj zahrnuje operace státních finančních aktiv (včetně bývalé KoB) / Including operations with state financial assets.
 Poznámka 3: Do roku 2001 (včetně) průmyslová produkce podle stálých vah roku 1995; ostatní údaje podle stálých vah roku 2000. / Until 2001, according to the weighting scheme of 1995. Other data according to the weighting scheme of 2000.
 Note 3:
 Poznámka 4 / Note 4: U čtvrtletních údajů podíly za kumulované údaje / Quarterly ratios are calculated on annualised base.
 Poznámka 5 / Note 5: Údaje za roky 1998-1999 jsou založeny na nerevidovaných údajích HDP / Data for 1998-1999 are based on non-revised data of GDP.

Makroekonomické analýzy, prognózy a komentáře včetně tohoto dokumentu pro Vás vytváří:

VLADIMÍR TOMŠÍK 222 192 304
Vladimir.Tomsik@newton.cz

JAN KUBÍČEK 222 192 345
Jan.Kubicek@newton.cz

Produkty Týmu makroekonomických analýz skupiny NEWTON naleznete na internetové adrese:
<http://www.newton.cz/makroanalzy>

Informace o NEWTON College Vám poskytne:

LUBOMÍR GALATÍK rektor 545 124 614
NEWTON College, a. s. Lubomir.Galatik@newtoncollege.cz

Informace o produktech procesu Strategické investování a Corporate Finance Vám poskytne:

PETR ŠEDÝ předseda představenstva 222 192 250
NEWTON Management, a. s. Petr.Sedy@newton.cz

Informace o produktech procesu Působení v podnicích Vám poskytne:

LIBOR LAICHMAN ředitel 222 192 371
NEWTON Management, a. s. Libor.Laichman@newton.cz

Informace o dalších aktivitách skupiny NEWTON Vám poskytne:

MIROSLAV ŠAFAŘÍK předseda představenstva 222 192 360
NEWTON Consulting, a. s. Miroslav.Safarik@newton.cz

PETR KRAUS předseda představenstva 222 192 500
NEWTON Holding, a. s. Petr.Kraus@newton.cz

© NEWTON College, a. s., Politických vězňů 10, 110 00 Praha 1, IČ 27081869

Do tisku dáno dne 25. dubna 2005.

ISBN 80-86883-08-6

Upozornění:

Tento dokument byl připraven v dobré víře. Všechny údaje, prognózy, komentáře a názory obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní. NEWTON College, a. s. neručí za úplnost a správnost těchto informací. Veškeré informace mohou být měněny bez předchozího upozornění. NEWTON College, a. s. nepřebírá odpovědnost za jakékoliv škody způsobené dalším osobám použitím předložených informací. NEWTON College, a. s. a zaměstnanci skupiny NEWTON mohou mít odlišné pozice, investice nebo být jinak angažováni v mezích zákona (včetně nákupu nebo prodeje klientům, poradenství, správy podniků aj.), než je uvedeno v této publikaci.

Další informace jsou k dispozici na požádání.