

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra účetnictví a financí



Studijní program: Ekonomika a management

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

**Vztah a souvislost mezi vývojem makroekonomických ukazatelů
v ČR a vývojem na kapitálovém trhu v ČR**

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Růžena Víšková, Ph.D.

Autor:

Bc. Robert Pešek

2007

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Vztah a souvislost mezi vývojem makroekonomických ukazatelů v ČR a vývojem na kapitálovém trhu v ČR“ vypracoval samostatně. Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v seznamu použitých zdrojů.

V Českých Budějovicích 28. dubna 2007

Podpis

.....

Poděkování

Rád bych touto cestou vyjádřil poděkování Ing. Růženě Víškové, Ph.D. za cenné připomínky, trpělivost a ochotu při vedení mé diplomové práce.

Obsah

1. Úvod	7
2. Metodika.....	9
3. Teoretické vymezení problematiky	13
3.1. Makroekonomické proměnné	13
3.2. Makroekonomické nástroje	16
3.3. Vymezení kapitálového trhu a jeho nástroje	18
3.4. Subjekty českého kapitálového trhu	19
3.5. Ukazatele vývoje na kapitálovém trhu	20
3.6. Vliv makroekonomických faktorů na vývoj na kapitálovém trhu.....	21
4. Makroekonomický vývoj.....	26
4.1. Makroekonomický vývoj od přechodu k tržní ekonomice do roku 2000.....	26
4.2. Makroekonomický vývoj v roce 2000.....	28
4.3. Makroekonomický vývoj v roce 2001	30
4.4. Makroekonomický vývoj v roce 2002.....	32
4.5. Makroekonomický vývoj v roce 2003.....	34
4.6. Makroekonomický vývoj v roce 2004.....	36
4.7. Makroekonomický vývoj v roce 2005.....	38
4.8. Předpokládaný makroekonomický vývoj	40
5. Vývoj světové ekonomiky	44
6. Vývoj na kapitálovém trhu	47
6.1. Vývoj na kapitálovém trhu do roku 2000.....	47
6.2. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2000	48
6.3. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2001	50
6.4. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2002	51
6.5. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2003	53
6.6. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2004	54
6.7. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2005	56
6.8. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2006 a odhad budoucího vývoje.....	58
7. Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu	60
7.1. Reálný výstup ekonomiky	60
7.2. Zdanění	62

7.3. Deficit státního rozpočtu	63
7.4. Peněžní nabídka.....	65
7.5. Úrokové sazby	67
7.6. Inflace	71
7.7. Mezinárodní pohyb kapitálu.....	72
7.8. Vývoj na světových trzích	74
7.9. Ekonomické a politické šoky.....	79
7.10. Shrnutí	79
7.11. Relevantní determinanty vývoje na kapitálovém trhu v období 2000 – 2005.....	80
8. Závěr.....	82
9. Summary.....	85
10. Seznam použité literatury	86
11. Přílohy	87

1. Úvod

Přechod České republiky k tržní ekonomice začal počátkem 90. let a transformace ekonomiky byla provázána řešením celé řady problémů, ale i chybami v tomto procesu. V prvních letech transformace došlo nejprve k hluboké recesi, pak se ekonomika znovu postupně dostávala na výkonnost před listopadem 1989. Další recese ekonomiky v letech 1998 a 1999 jako důsledek nedokončené restrukturalizace a chyb při transformaci tuto tendenci zabrzдила.

Rok 2000 byl prvním rokem, kdy se úroveň české ekonomiky měřená hrubým domácím produktem dostala téměř na úroveň roku 1990. Ekonomická situace a hospodářský vývoj sice vycházely z podmínek předchozích let, ale příznivý vnější vývoj, odbourávání problémů, popřípadě chyb z transformačního období a postupná realizace hospodářskopolitických opatření vlády se odrazily v příznivém obratu řady ekonomických trendů. Obrat ve vývoji byl podporován růstem produktivity práce, pokračoval růst investiční poptávky, nezaměstnanost změnila svůj rostoucí trend z předchozích let do mírného poklesu a inflace byla pod kontrolou. V roce 2001 navazoval hospodářský vývoj na řadu pozitivních tendencí z předchozího roku. Mezi ně patřily především vnější podmínky dané konjunkturou na Západě, která se ale v průběhu roku 2001 zastavila, a projevílo se také zastavení cen ropy a některých dalších surovin na světových trzích. Úlohu hlavního faktoru růstu si upevnila domácí poptávka, a to jak zásluhou pokračující investiční aktivity, tak dynamicky rostoucí spotřeby domácností. Na druhé straně podmínky zhoršeného vnějšího prostředí ovlivnily vývoj zahraničního obchodu, který ve srovnání s předchozím rokem dále zpomalil hospodářský růst. V roce 2002 patřily k charakteristickým rysům ekonomického vývoje proměny vnitřních a vnějších podmínek ekonomického růstu, které ovlivnily jak jeho dynamiku, tak i jeho strukturu. Určující roli ve změnách skladby nabídkové a poptávkové strany ekonomiky sehrály vnější podmínky, ovlivněné především průběhem útlumové fáze hospodářského cyklu v západoevropském regionu. K pozitivním rysům ekonomického vývoje s podpurným vlivem na výkonnost ekonomiky patřil dynamický růst spotřeby domácností, sféry služeb, produktivity práce a zisku, zvláště pak u podniků pod zahraniční kontrolou. Rok 2003 byl pro českou ekonomiku opět růstový. Hrubý domácí produkt meziročně zrychlil své tempo růstu a také další důležité ekonomické ukazatele jako např. produkce v průmyslu, ve stavebnictví, tržby v obchodu, dopravě a v dalších službách, a dovoz a vývoz výrazně vzrostly. Tyto výsledky byly o to cennější, že jich bylo dosaženo v prostředí doznívající stagnace resp. velmi mírného oživení ve vyspělých zemích Evropské unie. Pro daný rok byla

charakteristická velice nízká míra inflace, došlo ale naopak k prohloubení napětí na trhu práce. Rok 2004, ve kterém vstoupila Česká republika do Evropské unie, byl charakterizován pokračujícím zvýšením ekonomické výkonnosti, opírající se o stabilní vývoj s podstatným snížením pasiva obchodní bilance zahraničního obchodu. Projevoval se mírným inflačním vzestupem a posilováním kurzu koruny, dlouhodobě narůstající státní finanční nerovnováhou a vysokou mírou nezaměstnanosti. Růst ekonomiky byl tažen především investicemi, zatímco vliv spotřebitelské poptávky, klesal. Rozšíření mezinárodní spolupráce a silnější zapojení české ekonomiky do evropského hospodářství výrazně ovlivnilo její vývoj. V roce 2005 růst hrubého domácího produktu aktivně ovlivňovaly všechny jeho složky užití. Nejvíce na něj působil zvýšený vývoz zboží a služeb převyšující poprvé v historii jejich dovoz. Vliv investic, který byl dominantní v předchozím roce, a vliv spotřeby domácností a vlády byl obzvláště v prvním pololetí výrazně nižší. Rychlý růst české ekonomiky vedl k zúžení výkonnostní mezery ve srovnání s průměrem v rámci Evropské unie. Rok 2006 pak potvrdil stabilitu rozvoje národního hospodářství na relativně vysoké úrovni.

Cílem této práce je hledání vztahu a souvislosti mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu v období 2000 – 2005.

Oblast veřejných (regulovaných) kapitálových trhů tvoří Burza cenných papírů Praha a RM-Systém. Burza cenných papírů Praha byla založena v listopadu 1992 a stala se nejvýznamnějším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. RM-Systém je organizátorem mimoburzovního trhu s cennými papíry. Celkový roční objem burzovních obchodů vykazoval ve sledovaném období kolísavý trend. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2001, poté následovalo postupné snižování objemů, které bylo přerušeno opětovným nárůstem v roce 2005. S výjimkou v roce 2001 se postupně snižoval podíl obchodů s dluhopisy na úkor podílu obchodů s akciemi a podílovými listy, ve stejném roce se snížila tržní kapitalizace akcií a podílových listů, která jinak rostla. Tržní kapitalizace dluhopisů rostla bez výjimky. Snižoval se počet emisí cenných papírů, k nárůstu došlo pouze u počtu emisí dluhopisů v roce 2003 a 2005. Index PX 50 zaznamenal nejvyšší meziroční nárůst v roce 2004 (56,6 %), nejvyššího poklesu bylo dosaženo v roce 2001 (-17,5%).

2. Metodika

Cílem této práce je hledání vztahu a souvislosti mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu v období 2000 – 2005.

Podrobné mapování vývoje obou oblastí ve sledovaném období tvoří první dílčí cíl práce, ale pro zasazení vývoje těchto oblastí do dlouhodobějšího kontextu je nutné věnovat se i stavu před rokem 2000 a naznačit i aktuální a budoucí vývoj. To je obsahem kapitol Makroekonomický vývoj a Vývoj na kapitálovém trhu. Východiska pro porovnání obou oblastí, které tvoří vlastní cíl práce a je náplní kapitoly Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu, nabídla část fundamentální analýzy věnující se analýze na makroekonomické úrovni. Pro porozumění vývoje ekonomiky ČR je ale také důležité přiblížit vývoj jeho determinujících faktorů. Ty jsou podrobně mapovány právě v kapitole Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu a samostatná kapitola jim až na vývoj světové ekonomiky věnována není.

U částí věnujících se současnému a budoucímu vývoji je nejprve nutné zmínit aktuálnost zdrojů dat, ze kterých bylo při psaní této práce čerpáno. Údaje v části Předpokládaný makroekonomický vývoj v kapitole Makroekonomický vývoj vycházejí z hodnot zveřejněných Českým statistickým úřadem (ČSÚ) a Ministerstvem financí ČR (MF) do října 2006. Údaje v části Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2006 a odhad budoucího vývoje v kapitole Vývoj na kapitálovém trhu vycházejí z dat zveřejněných Burzou cenných papírů Praha (BCPP) a RM-Systémem (RM-S) do konce ledna 2007. V případě údajů o vývoji RM-S se jedná o souhrnné statistiky obchodování za 1.-3. čtvrtletí roku 2006, údaje za 4. čtvrtletí roku nebyly v době zpracování této části ještě k dispozici.

Více pozornosti si již u všech kapitol zaslouží věcná a obsahová stránka práce. Kapitulu Teoretické vymezení problematiky tvoří šest částí věnujících se makroekonomickým proměnným, makroekonomickým nástrojům, charakteristice kapitálového trhu, jeho subjektům, ukazatelům vývoje na českém kapitálovém trhu a vlivu makroekonomických faktorů na vývoj na kapitálovém trhu. Makroekonomické proměnné jsou reprezentovány čtyřmi základními makroekonomickými ukazateli, a to ukazateli vývoje produktu, zaměstnanosti, cen a platební bilance. Makroekonomické nástroje jsou zastoupeny monetární politikou, fiskální politikou, důchodovou politikou a vnější a obchodní měnovou politikou. Tuzemský kapitálový trh a jeho subjekty jsou přiblíženy ve dvou samostatných částech. Za ukazatele vývoje na kapitálovém trhu byly vybrány indexy BCPP PX 50 a PX-D a index RM-S PK 30, jenž byly detailně popsány a také byla vymezena metodika jejich výpočtu.

U vybraných makroekonomických faktorů je popsán jejich vliv na vývoj na kapitálovém trhu, přiblíženo zde je i teoretické východisko vlivu. Podle zahraničních i tuzemských autorů existuje několik faktorů na makroekonomické úrovni, které působí na akciové kurzy. Musílek (3) se např. soustředí na reálný výstup ekonomiky, fiskální politiku (zdanění a deficit státního rozpočtu), peněžní nabídku, úrokové sazby, inflaci, mezinárodní pohyb kapitálu, vývoj na světových akciových trzích a ekonomické a politické šoky. Tyto faktory tvoří také zpravidla makroekonomickou část fundamentální analýzy a byly vybrány i pro účely této práce. Jejich vliv je poté hodnocen v kapitole Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu.

Kapitola Makroekonomický vývoj je rozdělena na osm částí. Přiblížení vývoje ve sledovaném období by bylo obtížné bez stručné vazby na makroekonomický vývoj od přechodu české ekonomiky k tržnímu hospodářství. Tomu je věnována první část. Dalších šest částí mapuje prostřednictvím vývoje již zmíněných čtyř makroekonomických ukazatelů vývoj české ekonomiky v jednotlivých letech sledovaného období. Pozornost je věnována jak vývoji nejvýznamnějších dílčích ukazatelů, tak i nejvýraznějším tendencím a trendům. Poslední část je věnována vývoji v roce 2006 a budoucímu vývoji podle predikcí MF. Také je zde zmíněno plnění konvergenčních kritérií. Ta musí být splněna pro přijetí jednotné měny euro a tomuto plnění by měl být podřízen výběr a intenzita působení všech makroekonomických nástrojů.

Protože vývoj světové ekonomiky má výrazný vliv na vývoj ekonomiky domácí a protože tento faktor není nijak přiblížen v dalších kapitolách této práce, je mu jako jedinému z determinujících faktorů věnována samostatná kapitola, a to Vývoj světové ekonomiky. Pozornost zde je věnována i vývoji ekonomiky USA a EU.

Kapitola Vývoj na kapitálových trzích se soustředí na mapování vývoje na BCPP a RM-S, které tvoří oblast veřejných (regulovaných) kapitálových trhů. Vývoj na BCPP je přiblížen údaji o objemu obchodování, podílu a objemu obchodů s akciemi a podílovými listy a obligacemi na celkových objemech, tržní kapitalizací akcií a podílových listů a obligací, počtu emisí na jednotlivých trzích a vývojem indexu PX 50 (později PX). Objem obchodů, počet obchodovaných titulů a vývoj indexu PK 30 (později RM) tvoří dílčí části věnované vývoji na trhu RM-S. I tato kapitola je rozdělena na osm částí a kopíruje tak rozdělení kapitoly Makroekonomický vývoj a i zde se první část snaží o popis situace před sledovaným obdobím a poslední o popis situace v roce 2006 a odhad budoucího vývoje. Klíčový je ale vývoj ve sledovaném období. Zde jsou ještě navíc jednotlivé části rozšířeny o informace o vývoji na světových trzích a podílem jednotlivých druhů dluhopisů na celkovém objemu

obchodů s dluhopisy na BCPP. Tyto části jsou také daleko podrobnější a navíc jsou rozšířeny o vývoj burzovního indexu PX-D. Ten začal být publikován 4. ledna 1999, přestal být publikován 17. března 2006, a proto mu není v ostatních dvou částech kapitoly věnována pozornost.

Náplň kapitoly Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu tvoří porovnání vývoje vybraných makroekonomických veličin a indexu PX 50. Pro potřeby této práce bylo tedy vybráno devět již zmíněných klíčových faktorů, resp. jejich ukazatelů. S deficitem státního rozpočtu a ekonomickými a politickými šoky je pracováno přímo, ale reprezentantem reálného výstupu ekonomiky je díky nevýrazné míře inflace ve sledovaném období hrubý domácí produkt (HDP) v běžných cenách, zdanění představuje sazba daně z příjmů právnických osob (DP PO), peněžní nabídka peněžní zásoba M2, úrokové sazby limitní dvoutýdenní repo sazba stanovovaná Českou národní bankou (ČNB) v rámci její měnové politiky, inflaci procentní změna spotřebitelských cen, mezinárodní pohyb kapitálu úrokový diferenciál mezi sazbami PRIBOR 3M a EURIBOR 3M a v případě vývoje na světových trzích se jedná o hodnoty indexu S&P 500, FTSE 100 a DAX 30. Důvod výběru těchto ukazatelů je vždy podrobněji osvětlen přímo v dané části kapitoly.

Jako ukazatel reprezentující vývoj na českém kapitálovém trhu byl vybrán index PX 50. Index PK 30 byl indexem trhu RM-S, jehož podíl na obchodování na veřejných (regulovaných) kapitálových trzích byl a je velice nízký, index PX-D naproti tomu tvořilo pouze několik málo i když nejlikvidnějších a zpravidla s více než devadesátiprocentním podílem na objemech obchodů akciového trhu podílejících se emisí. Porovnání makroekonomických veličin s indexem PX 50 je prováděno na základě čtvrtletních hodnot těchto ukazatelů nebo jejich stavu k poslednímu dni čtvrtletí. U indexu PX 50 se jedná o uzavírací kurzy posledního dne čtvrtletí jednotlivých let v období 2000 – 2005. V případě deficitu státního rozpočtu to jsou hodnoty z období 2001 – 2005, protože hodnoty z roku 2000 nejsou k dispozici, a ty navíc musely být před ještě před porovnáním vyrovnány čtyřčlennými centrovanými klouzavými průměry. Vyrovnány jsou i hodnoty úrokového diferenciálu. Přehled o vývoji daného faktoru a indexu PX 50 pak poskytuje spojnicový graf, statistická závislost je měřena korelačním koeficientem. Ten se vypočítá podle vzorce:

$$r_{yx} = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_y \sum y_i}{\sqrt{[n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2] [n \sum y_i^2 - (\sum y_i)^2]}}$$

kde x , y jsou číselnými řadami párových hodnot. Hodnota korelačního koeficientu se pohybuje v intervalu $\langle -1,1 \rangle$, kladné hodnoty znamenají přímou závislost, záporné hodnoty nepřímou závislost. Čím je hodnota koeficientu blíže hranicím intervalu, tím vyšší je stupeň lineární statistické závislosti, čím blíže je nule, tím je tento stupeň nižší. U ekonomických a politických šoků jsou ale pouze identifikovány ty nejvýznamnější události, jejich vazba na vývoj indexu PX 50 není měřena žádnou statistickou metodou a ani nebyla nijak graficky zobrazena.

Každému z těchto faktorů je věnována jedna část kapitoly a mimo porovnání s hodnotami indexu PX 50 (kromě ekonomických a politických šoků) ji vždy tvoří i komentář výsledků. Podrobně je zde také mapován vývoj těch faktorů (opět mimo ekonomických a politických šoků) nebo jejich ukazatelů, které nebyly přiblíženy v předcházejících kapitolách. Ty jsou totiž mnohdy důležitými determinantami makroekonomického vývoje, někdy i přímo makroekonomickými nástroji. U zdanění se jedná o změny v daňové legislativě, u úrokových sazeb o měnovou politiku ČNB, u mezinárodního pohybu kapitálu o vývoj úrokového diferenciálu a u peněžní nabídky o peněžní zásobu M2. Deficit státního rozpočtu a vývoj na světových trzích se zaměřením na americký akciových trh jsou sledovány přímo.

První část kapitoly Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu je tvořena vlastními čtvrtletními hodnotami indexu PX 50, předposlední část nabízí shrnutí zjištěných výsledků. Poslední část kapitoly se snaží o identifikaci nejdůležitějších vlivů působících na vývoj českého kapitálového trhu ve sledovaném období a doplňuje tak předcházející zjištění.

Seznam citovaných informačních zdrojů a ostatních podkladových materiálů (sekundární informační zdroje) je uveden v samostatné kapitole. V případě sekundární informačních zdrojů se jedná o periodicky publikované výroční zprávy, statistiky, jiné souhrnné publikace a ostatní informace (včetně platné legislativy) volně dostupné na webových stránkách nejrůznějších domácích i zahraničních institucí a společností.

3. Teoretické vymezení problematiky

3.1. Makroekonomické proměnné

Při posuzování výkonnosti ekonomiky země se operuje se čtyřmi hlavními ukazateli – hrubým domácím produktem (HDP), zaměstnaností, inflací a čistými vývozy (saldem bilance zahraničního obchodu).

Produkt

Základním měřítkem hospodářské úspěšnosti země je její schopnost vytvářet pro své obyvatelstvo vysokou úroveň výroby ekonomických statků a služeb. Mírou celkového množství produkce v národním hospodářství je hrubý národní produkt (gross national product, GNP). GNP vyjadřuje tržní hodnotu všech statků a služeb, které byly vyrobeny v určité zemi za rok (Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D., 1991).

Pokud je GNP měřen v skutečných tržních cenách, nazývá se nominální GNP. Pokud je však měřen souborem konstantních cen, označuje se jako reálný GNP. Změny v reálném GNP jsou nejlepší široce dostupnou mírou úrovně a růstu produktu (Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D., 1991).

Z GNP je možné odvodit další makroekonomické agregáty. Lze tak získat čistý národní produkt a hrubý, resp. čistý domácí produkt. Pro získání čistého národního produktu (net national product, NNP) je nutné odečíst od GNP amortizaci. Pro odlišení národního a domácího produktu se využívá teritoriální hledisko. GNP byl vytvořen s použitím národních výrobních faktorů a nebylo důležité, na teritoriu kterého státu národní výrobní faktory působily. HDP (gross domestic product, GDP) měří objem finální produkce, jež byl vytvořen za určité období výrobními faktory, které působily na území daného státu.

Zaměstnanost a nezaměstnanost

Makroekonomie potřebuje ke svému zkoumání ukazatele, které jsou schopny popsat stav a vývoj na trhu práce. K tomu slouží dva hlavní ukazatele, míra nezaměstnanosti a přirozená míra nezaměstnanosti.

Míru nezaměstnanosti je možné definovat jako poměr počtu nezaměstnaných k celkovému počtu pracovních sil.

Přirozenou míru nezaměstnanosti (u_n) lze matematicky vyjádřit následovně:

$$u_n = s : (s + \mu),$$

kde s je míra ztrát pracovních příležitostí a μ je míra nových pracovních příležitostí (Rusmichová, L., Soukup J. a kol., 2002). Vyšší míra ztráty pracovních příležitostí zvyšuje přirozenou míru nezaměstnanosti a vyšší míra nových pracovních příležitostí naopak tuto míru snižuje.

Ceny

Jedním z úkolů makroekonomické teorie je vysvětlit všeobecnou úroveň cen čili cenovou hladinu a změny v cenové úrovni v průběhu času. K tomuto účelu potřebuje teorie mít k dispozici určitá empirická měřítka.

Implicitní cenový deflátor se v procentech vypočte jako:

$$\text{implicitní cenový deflátor} = \frac{\text{nominální GNP}}{\text{reálný GNP}} \cdot 100.$$

Označí-li se ceny ve výchozím roce jako P_0 , ceny v běžném roce P_1 , finální produkce v běžném roce jako Y_1 a sleduje-li se veškerá produkce vyprodukovaná v ekonomice příslušném období, je možné vypočítat implicitní cenový deflátor jako:

$$IPD_{GDP} = \frac{\sum Y_1 \cdot P_1}{\sum Y_1 \cdot P_0} \cdot 100.$$

K základním explicitním indexům všeobecné cenové úrovně patří index spotřebitelských cen a index cen výrobců.

Při výpočtu indexu spotřebitelských cen (consumer price index, CPI) se vychází z fixního tržního koše spotřebního zboží. Tržní koš se skládá z řady položek výrobků a služeb, které jsou typické pro spotřebu obyvatelstva. Označí-li se vybrané výrobky a služby Q_0 a jejich ceny v příslušných letech P_0 a P_1 , lze index spotřebitelských cen zapsat ve tvaru:

$$CPI = \frac{\sum Q_0 \cdot P_1}{\sum Q_0 \cdot P_0} \cdot 100.$$

Index cen výrobců se počítá obdobným způsobem. Tento index měří ceny na prvním stupni výroby, takže koš zboží se skládá z velkého počtu položek výrobků prodávaných velkoobchodu.

Inflace je definována jako projev ekonomické nerovnováhy, jehož vnějším znakem je právě růst cenové hladiny (Rusmichová, L., Soukup J. a kol., 2002). Pokud dochází k poklesu cenové hladiny, označuje se tento proces jako deflace. Podle velikosti míry inflace se rozlišují tři druhy inflace, a to mírná inflace, pádivá inflace a hyperinflace.

Podněty k růstu cen mohou vycházet jak ze strany nabídky, tak ze strany poptávky. K poptávkové inflaci (demand – pull inflation) dochází pokud se skutečný produkt blíží svou velikostí produktu potencionálnímu (Hladký, J., Leitmanová, I., 1997). Možnost poptávkové inflace se promění ve skutečnou, když dále pokračuje růst agregátní poptávky a odpovídajícím způsobem neroste potencionální produkt. Ke zdrojům poptávkové inflace mohou patřit např. nadměrné investiční výdaje, růst nominálních mezd (vyšší než růst produktivity), pokles daní nebo nadměrné státní výdaje. Nabídková inflace (cost push inflation) může nastat, i když je skutečný produkt nižší než potencionální (Hladký, J., Leitmanová, I., 1997). Důvodem je zvýšení nákladů, které se projeví jako posun křivky agregátní nabídky nahoru. Mezi příčiny nabídkové inflace lze zařadit existenci nedokonalé konkurence, růst mzdových nákladů, politické události, přechod na využívání méně kvalitních zdrojů apod.

Mimo to mohou domácnosti a firmy předpokládat určitou míru inflace a přihlížet k ní při jednáních o výši mezd, určování výše úroků apod. Tento druh inflace se označuje jako setrvačná nebo očekávaná inflace.

Platební bilance

Platební bilance je účetní výkaz, který sumarizuje ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty ostatních zemí za určité období, obvykle za kalendářní rok (Jílek, M., 2001). V kreditních a debetních zápisech vyjadřuje pohyb inkas a úhrad, závazků a pohledávek, ale i věcný pohyb výrobků a služeb. Za jednotlivé položky platební bilance nebo jejich skupiny je vyjadřováno výsledné saldo.

Souhrny položek platební bilance je možné modelově vyjádřit jako tzv. účty platební bilance. Běžný účet zahrnuje účet výrobků a služeb, čisté příjmy (úroky, zisky, dividendy) ze zahraničního kapitálu, a účet transferových plateb (dary, reparace, honoráře, mzdy apod.). Kapitálový účet zahrnuje vývoz a dovoz krátkodobého a dlouhodobého kapitálu (bankovní a obchodní úvěry, nákup a prodej akcií, obligací apod.). Statistické nepřesnosti (chyby a omyly), vzniklé zejména v důsledku nejednotných informací o mezinárodních operacích, jsou další součástí platební bilance. Měnový účet vyjadřuje změnu devizových rezerv včetně zlata, jednotek SDR apod.

Interpretace jednotlivých položek a sald platební bilance je složitá. Nejvíce instruktivním ukazatelem je saldo běžného účtu platební bilance, které bývá považováno za jeden z důležitých ukazatelů vnější ekonomické rovnováhy země (Rusmichová, L., Soukup J. a kol., 2002).

3.2. Makroekonomické nástroje

Hospodářskopolitický nástroj je ekonomická proměnná přímo nebo nepřímo kontrolovaná vládou; změny v nástrojích hospodářské politiky ovlivňují jeden nebo více makroekonomických cílů (Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D., 1991). V tržní ekonomice stát disponuje v zásadě čtyřmi skupinami nástrojů. Nástroji monetární politiky, fiskální politiky, důchodové politiky a vnější obchodní a měnové politiky.

Monetární politika

Monetární politika čili peněžní a úvěrová politika je činností státu, která je zaměřena na kontrolu množství peněz v ekonomice, na regulaci úrokových měr a podmínek úvěru. Aby mohla být monetární politika použita musí být rozvinut tržní mechanismus a v rámci něj zejména peněžní oběh a trh peněz a také úvěrový systém a trh kapitálu. Dalším předpokladem je, že se centrální banka musí nalézat ve státním vlastnictví. Nástroje monetární politiky lze rozdělit na přímé (administrativní) a nepřímé (tržně orientované).

Mezi přímé nástroje patří regulace investičního úvěru, regulace spotřebního úvěru a další přímé nástroje. Ty v sobě zahrnují např. stanovení maximálně přípustného rozpětí mezi diskontní sazbou a úroky, které požadují obchodní banky od svých klientů, požadavek měsíčních zpráv od obchodních bank o úvěrech poskytnutých nad stanovený limit apod. Nepřímými nástroji jsou operace na volném trhu, politika minimálních rezerv a diskontní politika.

Opatření monetární politiky se projeví v dynamice ekonomického růstu a ovlivní rovnováhu platební bilance a měnových kurzů. Změny se nakonec projeví i ve změnách cen a v úrovni nezaměstnanosti.

Fiskální politika

Fiskální politika je úzce spojena s rozpočty ústřední vlády a s rozpočty orgánů místní správy. Tím, jak státní orgány odčerpávají od ostatních tržních subjektů značné peněžní částky, mění směr jejich použití. Změny v užití peněz mění tržní signály, které získávají tržní subjekty v cenách výrobků. Výrobci a domácnosti přizpůsobují své chování tržním signálům a v celé ekonomice se mění tempo ekonomického růstu a úroveň zaměstnanosti.

Státní orgány mění strukturu a výši rozpočtových příjmů a výdajů. Příjem či výdaj státní rozpočtu se může provádět automaticky na základně pravidel, které přijal příslušný státní orgán. Pokud tato pravidla nejsou stanovena vyžaduje výdaj nebo příjem jednorázové

rozhodnutí státních orgánů. Na základě toho se rozlišují záměrná (diskrétní) opatření a vestavěné (automatické) stabilizátory.

Záměrnými opatřeními jsou rozhodnutí o změně daňových sazeb, změně ve struktuře výdajů státního rozpočtu a rozhodnutí o změně ve výši jednotlivých položek rozpočtových výdajů. Tyto změny mají dopad na agregátní poptávku i nabídku. Změny v agregátní poptávce vyvolají nakonec změny ve velikosti reálného produktu, zaměstnanosti a cenové hladiny a mohou ovlivnit i rovnovážnost vztahů se zahraničím. Vestavěné stabilizátory (built – in stabilizers) jsou opatření fiskální politiky, která po svém zavedení působí v hospodářství automaticky a nevyžadují žádná další rozhodnutí státních orgánů. Stabilizátory vláda instaluje do hospodářství, aby napomáhaly trhu zajisti efektivní využití výrobních zdrojů a aby se skutečně vyrobený produkt co nejméně odchyloval od potencionálního produktu.

Mezi vestavěné stabilizátory patří progresivní daň z příjmu, pojištění v nezaměstnanosti, státní výkup zemědělských přebytků, subvence k cenám zemědělské produkce.

Důchodová politika

Důchodovou politikou stát působí na ceny výrobních faktorů, zejména na mzdy a zisky. Státní orgány obvykle ovlivňují výši mzdových sazeb a cen, takže zisky jsou pak ovlivňovány nepřímo.

Státní orgány mohou zavést v první řadě přímou administrativní kontrolu mezd a cen. Pokud se ovšem ceny přestanou pohybovat v závislosti na vývoji nabídky a poptávky, je v podstatě vypojen tržní mechanismus a stát jej musí dříve či později nahradit přidělovým mechanismem. Druhou možností státu je podpora dohod firem (zaměstnavatelů) a odborů (zaměstnanců) o přírůstcích mezd a cen. Stát se snaží vytvořit firmám i odborům stejné podmínky pro jednání, aby se zvýšila pružnost cen výrobních faktorů.

Vnější obchodní a měnová politika

Přítomnost státu v mezinárodním měřítku se neomezuje jen na odstraňování bariér trhu, tržních selhání a zajišťování sociálních aspektů, ale snaží se v určité míře uplatnit protekcionismus vůči národním firmám. K protekcionismu používá stát různé nástroje své vnější obchodní a měnové politiky, kterými reguluje toky výrobků a služeb a kapitálu, jež přecházejí přes hranice země.

Veškerý pohyb výrobků, služeb a kapitálu se promítá v platební bilanci země. Státní orgány obvykle usilují, aby byly z dlouhodobého hlediska všechny toky ze země a do země vyrovnány. Snahou je prosadit z dlouhodobého pohledu vyrovnanou platební bilanci. Druhým

bezprostředním cílem této politiky je regulace měnového kurzu. Konečnými cíli je cenová stabilita a dostatečná zaměstnanost v zemi.

K naplnění cílů vnější obchodní a měnové politiky má stát k dispozici řadu nástrojů. Státní orgány mohou vystupovat jako jeden z tržních subjektů a svou činností regulovat toky výrobků, služeb a výrobních faktorů přes hranice země. V tomto případě používají nepřímých (tržně orientovaných) nástrojů. Druhou skupinou nástrojů jsou administrativní příkazy a zákazy, které se dotýkají pohybu výrobků, služeb a výrobních faktorů přes hranice země.

Mezi tržně orientované nástroje patří intervence na devizových trzích a opatření monetární a fiskální politiky, které svými účinky mají vliv na rovnováhu platební bilance. Intervencemi na devizových trzích centrální banka ovlivňuje výši měnového kurzu. K přímým (administrativním) opatřením patří kvóty, cla a vývozní subvence a neviditelné překážky dovozu, jakými jsou např. přísné zdravotnické normy při dovozu potravin.

3.3. Vymezení kapitálového trhu a jeho nástroje

Kapitálový trh je trhem určeným pro finanční operace s dlouhodobými finančními prostředky, které mají povahu investic (Rejnuš, 2001). Důležitá je v tomto případě dlouhodobost, která odlišuje kapitálový trh o trhu peněžního. Ten je tvořen trhem krátkodobých bankovních úvěrů a trhem cenných papírů s dobou splatnosti do jednoho roku. Dlouhodobost tedy znamená, že na kapitálovém trhu jsou upisovány a obchodovány investiční instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden rok, nebo ty, které nemají dobu splatnosti stanovenou. Jedná se především o dluhové a majetkové cenné papíry. Česká legislativa operuje s pojmem investiční cenné papíry.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu tyto investiční cenné papíry vymezuje, a jsou jimi:

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- c) cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v písmenu a) nebo b), se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů.

3.4. Subjekty českého kapitálového trhu¹

Mezi nejdůležitější subjekty na českém kapitálovém trhu patří:

- Středisko cenných papírů,
- BCPP,
- RM-S,
- UNIVYC a.s.,
- investiční společnosti,
- investiční fondy,
- depozitáři fondů kolektivního investování,
- regulátor trhu.

Středisko cenných papírů (SCP) eviduje veškeré operace týkající se zaknihovaných a imobilizovaných cenných papírů, které vede zároveň ve dvou systémech evidence, a to jednak na účtech majitelů cenných a papírů a v registrech emitentů. Provádí rovněž informační servis pro jednotlivé účastníky finančního trhu.

BCPP organizuje prostřednictvím oprávněných osob poptávku a nabídku registrovaných cenných papírů, investičních instrumentů, které nejsou cennými papíry, popř. jiných instrumentů kapitálového trhu v rozsahu, v jakém to vyplývá z povolení udělovaného regulátorem trhu.

RM-S je organizátorem mimoburzovního trhu.

UNIVYC a.s. organizuje a provozuje systém vypořádání závazků z obchodů s investičními, resp. i jinými instrumenty kapitálového trhu. UNIVYC a.s. vykonává tuto činnost pro BCPP.

Výhradním předmětem podnikání investiční společnosti je kolektivní investování spočívající ve vytváření a obhospodařování podílových fondů nebo v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování.

Investiční fond je samostatný právní ekonomický subjekt, který hospodaří se svým majetkem sám nebo může obhospodařování svého majetku svěřit investiční společnosti na základě smlouvy o obhospodařování.

Depozitář fondu kolektivního investování eviduje majetek tohoto fondu a kontroluje, zda fond nakládá s majetkem souladu se zákonem o kolektivním investování a se svými statuty. Funkci depozitáře může vykonávat pouze banka, a to na základě uzavřené depozitářské smlouvy.

¹ Vychází z přehledu zpracovaného v: REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-571-7. Upraveno podle aktuální legislativy.

Regulátorem kapitálového trhu byla až do 31. března 2006 Komise pro cenné papíry (KCP). Ta vykonávala státní dozor, rozhodovala o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech právnických i fyzických osob a vykonávala další činnosti související s rozvojem a ochranou kapitálového trhu. Od 1. dubna 2006 vykonává tuto činnost v důsledku integrace dohledu nad finančním trhem ČNB

Dalšími subjekty kapitálového trhu jsou obchodníci s cennými papíry, makléři a tiskárny cenných papírů, nucení správci a likvidátoři, ratingová agentura, emitenti kótovaných cenných papírů, ostatní vypořádací systémy a jiné subjekty.

3.5. Ukazatele vývoje na kapitálovém trhu

Za nejvýznamnější ukazatele vývoje na kapitálovém trhu v ČR lze v současnosti označit dva indexy. BCPP zveřejňuje souhrnný index PX a RM-S index RM.

Indexy BCPP

Index PX byl poprvé publikován 20. března 2006. Do té doby BCPP vyhlášovala dva jiné důležité indexy, a to PX 50 a PX-D, které byly indexem PX nahrazeny. Při hodnocení vývoje na kapitálovém trhu v letech 2000 – 2005 je nutné věnovat se především těmto indexům.

Index PX 50 byl zaveden 5. dubna 1994 a jeho výchozí hodnota byla stanovena na 1000 bodů. Index měřil změny tržních hodnot portfolia akcií zařazených do jeho báze a byl tvořen pouze vybranými akciemi podniků . Index PX 50 se počítal následujícím způsobem:

$$PX 50_t = K_t * \frac{M_t}{M_0} * 1000,$$

kde K_t byl tzv. faktor zřetězení v čase t , který zohledňoval změny, k nimž postupně docházelo ve změně báze indexu, M_t tržní kapitalizace báze v čase t , M_0 tržní báze kapitalizace v základním čase a číslo 1000 výchozí hodnota tohoto indexu.

Základem pro stanovení hodnoty indexu byla tržní kapitalizace báze, která byla součinem tržních kapitalizací emisí akcií, jenž byly jako bazické emise do báze daného indexu PX 50 zařazeny. Tržní kapitalizací jednotlivých emisí byl součin počtu akcií registrovaných v každé emisi a jejich kurzů platných v okamžiku, k němuž se tržní kapitalizace určovala. Platné počty cenných papírů bazických emisí vycházely z údajů poskytovaných SCP.

Výběr emisí do báze indexu probíhal v souladu s metodikou International Finance Corporation podle tržní kapitalizace emise, likvidity emise a reprezentativnosti, tj. odpovídajícího zastoupení jednotlivých oborů v souladu se zavedenou burzovní oborovou klasifikací. Do báze indexu nesměly být zařazeny emise cenných papírů společností u nichž

došlo k prohlášení o konkurzu na majetek společnosti, u nichž bylo povoleno vyrovnání nebo s jejichž cennými papíry bylo obchodování na BCPP dlouhodobě pozastaveno.

Index PX-D se počítal stejným způsobem jako index PX 50. Byl cenovým indexem nejlepších emisí akcií obchodovaných na pražské burze (tzv. blue-chips emisí), které musely být navíc obchodovány v segmentu SPAD². Do báze se nezařazovaly emise akcií investičních fondů, aby nebyly zohledněny ve výpočtu indexu kurzy stejných emisí akcií i z portfolií fondů. Počet bazických emisí byl variabilní. Poprvé byl publikován 4. ledna 1999 a výchozí hodnota byla 1000 bodů.

Index RM-S

Index RM byl poprvé publikován 17. července 2006 a nahradil tak dosavadní index PK 30. Ten začal být zveřejňován již 3. dubna 1994. I v tomto případě je nutné věnovat se při hodnocení vývoje na kapitálovém trhu v letech 2000 – 2005 především indexu PK 30.

Index PK 30 byl počítán na základě cenového indexu ve tvaru:

$$PK30_t = \frac{M_t}{M_0} * 1000, \text{ kde}$$

M_0 byla tržní kapitalizace báze v základním čase, M_t tržní kapitalizace báze v čase t a číslo 1000 výchozí hodnota tohoto indexu.

Do indexu PK 30 se započítával v průběhu dne poslední kurz, který byl ten den dosažen. Pokud nebyl tento kurz k dispozici, byl do propočtu zahrnut kurz z naposledy uskutečněného obchodu. Závěrečný index PK 30 byl počítán stejným způsobem, jen byl v propočtu poslední závěrečný kurz, který byl dosažen v nejbližším z předchozích dnů.

Bázi indexu PK 30 tvořilo třicet hlavních titulů, které se na trhu RM-S obchodovaly.

3.6. Vliv makroekonomických faktorů na vývoj na kapitálovém trhu³

Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových kurzů je třeba interpretovat jako systém složený z různých cyklů. Akciové instrumenty mají v dlouhém období charakter růstových instrumentů, přičemž dlouhodobě kolísá vývoj akciových kurzů kolem základního trendu. Neustálý růst základního trendu je pravděpodobně vyvolán neustálým růstem ekonomické úrovně. V dlouhém období

² SPAD (Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů) je nejvýznamnějším segmentem BCPP. V jeho rámci se obchoduje pouze s vybranými cennými papíry, a to pouze s jejich standardním množstvím v tzv. lotech. Segment SPAD zahrnuje nejlikvidnější a nejobchodovanější akcie.

³ Volně zpracováno podle: MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2002. ISBN 80-86119-55-6., MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing, 1999. ISBN 80-86006-78-6.

akciové kurzy kopírují vývoj ekonomické aktivity. Ekonomická prosperita podněcuje optimismus na akciových trzích, což dokazují mnohé historické zkušenosti. Ekonomické recese naopak bývají spojeny s výrazným pesimismem a negativním vývojem na akciových trzích. Na akciových trzích tak existuje velmi těsný vztah mezi výstupem reálné ekonomiky a akciovými kurzy. Ve střednědobém horizontu, zejména v hospodářském cyklu, již vztah mezi změnou ekonomické úrovně a akciovými kurzy tak pevný není. Akciové kurzy zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců a akciový index je považován za jeden z nejvíce spolehlivých indikátorů pro prognózu změn jednotlivých fází v rámci hospodářského cyklu.

Zdanění

Snížení zdanění korporací zvyšuje disponibilní zisky akciových společností, a tím nejen zvyšuje schopnost firem vyplácet část příjmů, ale zejména zvyšuje potenciál pro budoucí růst. Snížení daňového zatížení firem tedy pozitivně ovlivňuje vnitřní hodnotu akcií a tedy i tržní ceny. Akciové kurzy mohou být ovlivněny i osobní důchodovou daní, protože zvýšení této daně omezuje disponibilní důchody investorů a výši úspor investorů, která vytváří poptávku po akciových instrumentech. Také změna daňového zatížení výnosů z těchto instrumentů výrazně mění chování investorů na investičních trzích. Snížení zdanění výnosů akciových instrumentů je pozitivním kurzotvorným faktorem, protože se zvyšuje čistá hodnota budoucích peněžních příjmů.

Deficit státního rozpočtu

Nárůst deficitu státního rozpočtu je zpravidla negativní kurzotvornou informací. Rozpočtový deficit, financovaný emisí vládních cenných papírů, zvyšuje nabídku dluhových instrumentů a způsobuje růst úrokových sazeb, což negativně ovlivňuje akciové kurzy.

Peněžní nabídka

Vliv změny peněžní nabídky na akciové kurzy vysvětlují tři hlavní teorie. První z nich je efekt likvidity. Jestliže centrální banka umožní neočekávané zvýšení peněžní nabídky při konstantní poptávce po penězích, změní se rovnovážná pozice peněz ve vztahu k jiným aktivům, která jsou obsažena v portfoliu investorů. Investor se snaží nově upravit strukturu svého portfolia tím, že dodatečné peněžní prostředky investuje na finančních trzích, mj. i na trzích akcií. Protože nabídka akcií na sekundárních trzích je v krátkém období téměř fixní, dojde k vzestupu akciových kurzů. Vysvětlení vlivu peněžní nabídky na akciové kurzy je možné také prostřednictvím transmisního mechanismu. Růst peněžní nabídky nejprve podnítl

investory nakupovat více dluhopisů, což vede k růstu jejich kursů. Růst kurzů dluhopisu se projevuje v poklesu výnosových měr z dluhových instrumentů a ve zvýšení atraktivity akcií. Zvýšená poptávka po akciových instrumentech pak způsobuje růst jejich cen. Posledním přístupem k vysvětlení vlivu peněžní nabídky na akciové kurzy je prostřednictvím reálného výstupu ekonomiky. Zvýšení peněžní nabídky může způsobit pokles úrokových sazeb, nižší úrokové sazby podníí investiční aktivitu firem a jejich zisky. Vyšší zisky firem pak mají pozitivní vliv na akciové kurzy.

Úrokové sazby

Růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové trhy negativně a vede k poklesu kurzů akcií. Naopak pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro investory, neboť za jinak nezměněných podmínek způsobuje růst akciových kurzů. Vliv změny úrokových sazeb na akciové kurzy se realizuje třemi základními kanály.

Podle hlavního směru finanční ekonomie odrážejí akciové kurzy současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Úroková sazba je tak důležitým prvkem při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu. Zvýšení úrokových sazeb vede k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře, což způsobuje pokles akciových kurzů.

Růst tržních úrokových sazeb u dluhových instrumentů způsobuje odliv peněžních prostředků z akciových trhů a příliv těchto prostředků na trhy dluhopisů, které mají vyšší výnosovou míru. Tento přesun je dočasně doprovázen poklesem akciových kurzů.

Úrokové sazby a jejich změny také ovlivňují náklady na získávání kapitálu firem pro financování investic. Růst reálných úrokových sazeb je tak spojen s poklesem míry investování, protože se zvyšují náklady na jeho financování a snižuje se jeho rentabilita. Pokles investic je doprovázen poklesem zisku, dividend a poté i akciových kurzů.

Inflace

Empirické studie potvrzují, že v dlouhém období přinášejí akcie pozitivní reálnou výnosovou míru, ale v kratším období nedokáže výnosová míra z akciových instrumentů držet tempo růstu s růstem inflace. V období zvýšené inflace je držba akcií zpravidla spojena s negativní reálnou výnosovou mírou a akcie tedy nejsou schopny udržet svoji reálnou hodnotu. Akcie ale představují vlastnický nárok k reálným aktivům akciové společnosti a proto je tento jev považován za anomálii. Vliv inflace na akciové kurzy vysvětlují tři

základní hypotézy. Hypotéza daňového efektu, hypotéza zprostředkovaného efektu a hypotéza peněžní iluze.

Hypotéza daňového efektu se soustřeďuje na způsob odepisování základních prostředků a na ohodnocování zásob v období inflace. Inflace má ovlivňovat zisk po zdanění akciové společnosti a zároveň rozhodování individuálních investorů při alokaci finančních prostředků. Při metodice odepisování založené na odepisování na základě pořizovacích cen klesá v inflačním období reálné hodnota odpisů, zvyšuje se daňové zatížení společnosti, to vede k poklesu reálného zisku po zdanění a v důsledku toho k poklesu reálných dividend a cen akcií. Také jestliže je metodika oceňování zásob založena na principu FIFO (first in, first out), pak inflace způsobuje podhodnocení nákladů, které jsou nutné k pořízení nových zásob. Tato skutečnost zvyšuje efektivní daňové zatížení a způsobuje pokles reálného zisku po zdanění. Ze strany individuálních investorů může vyšší inflace nepříznivě ovlivňovat akciové kurzy, protože mohou pociťovat zvýšené riziko. Inflační prostředí zvyšuje nejistotu v ekonomice a investoři zvyšují požadovanou výnosovou míru.

Hypotéza zprostředkovaného efektu vychází z předpokladu, že očekávaný budoucí růst výstupu a současná inflace jsou v inverzním vztahu. Existují tři verze hypotézy zprostředkovaného efektu.

Výchozím předpokladem hypotézy zprostředkovaného efektu prostřednictvím poptávky je, že při snížení očekávaného růstu ekonomiky dojde k redukci očekávané výše dividend, a to ovlivňuje tržní cenu akcií. Snížení očekávání o budoucím vývoji ekonomické aktivity také vede k poklesu poptávky po penězích, což způsobuje převis peněžní nabídky. Převis peněžní nabídky je pak provázen růstem cenové hladiny. Podle této hypotézy je vztah mezi inflací a akciovými kurzy zprostředkovaný. Hypotéza zprostředkovaného efektu prostřednictvím monetizace vládního deficitu předpokládá, že při snížení očekávání o budoucím růstu ekonomiky dojde ke snížení příjmů investorů a korporací. Tím vede k poklesu daňových příjmů do státního rozpočtu kde vzniká deficit. Zapojení centrální banky, která může část dluhu monetizovat, vede k růstu inflace. Protože monetizace dluhu je racionálními investory očekávána, pokles akciových kurzů způsobuje vzestup inflačního očekávání. Hypotéza zprostředkovaného efektu prostřednictvím anticyklické monetární politiky je založena na předpokladu anticyklického chování centrální banky. Očekávaný pokles výstupu ekonomiky je signalizován poklesem akciových kurzů. Centrální banka reaguje na tento signál anticyklickou monetární politikou, která se projeví nárůstem peněžní nabídky. Růst peněžní nabídky vede k růstu běžné i očekávané inflace.

Hypotéza peněžní iluze předpokládá, že investoři se dopouštějí při ohodnocování akcií v inflačním období chyby tím, že nerozlišují změny nominální a reálné úrokové sazby. Z nominální úrokové sazby odvozují vyšší požadovanou výnosovou míru, což vede v období inflace k podhodnocování akciových kurzů.

Mezinárodní pohyb kapitálu

Příliv zahraničního kapitálu způsobuje vzestup akciových kurzů, a naopak odliv prostředků do zahraničí má zpravidla na svědomí strmý pokles akciových kurzů. Důležité je zohlednit i riziko odlivu zahraničního kapitálu ve vyšší rizikové prémii.

Vývoj na světových trzích

Hlavní směr finanční ekonomie byl v 70. a 80. letech 20 století toho názoru, že jednotlivé národní trhy nejsou zcela provázány. Poměrně nízká míra korelace výnosových měr národních akciových instrumentů umožňuje využít mezinárodního investování ke snížení systematického rizika. Mnoho studií (Lesard (1976), Solnik (1976), Grinold, Rudd a Stefek (1989), Wadhawani (1991))⁴ potvrzuje, že akciové kurzy jsou primárně ovlivňovány domácími faktory. Musílek (4) ale tvrdí, že světové akciové trhy jsou v posledních letech mnohem více cenově provázány, než tomu bylo v předchozích dekádách, což potvrzují i další studie.

Ekonomické a politické šoky

Jednorázové ekonomické nebo politické šoky nepříznivě ovlivňují akciové kurzy. Tato skupina faktorů není kontrolovatelná managementem akciových společností, ale má výrazně negativní dopad na hodnotu majetku akcionářů. Nepříznivě ovlivňují akciové kurzy i významné negativní události nepolitického nebo primárně neekonomického charakteru.

Teoretické východisko vlivu vývoje makroekonomických faktorů

Pro demonstraci vlivu makroekonomických faktorů na vnitřní hodnotu akcie je možné vycházet z konceptu současné hodnoty budoucích příjmů, kdy vnitřní hodnota akcie lze vyjádřit následujícím způsobem:

$$VH = \frac{CF_1}{K_e - g},$$

kde VH je vnitřní hodnota akcie, CF_1 jsou příjmy, K_e je požadovaná výnosová míra a g je očekávaný konstantní růst příjmů.

⁴ Citováno v: MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2002. ISBN 80-86119-55-6.

4. Makroekonomický vývoj

4.1. Makroekonomický vývoj od přechodu k tržní ekonomice do roku 2000

Období 1990 – 1992 bylo obdobím transformační recese, která byla způsobena velkým množstvím různorodých faktorů souvisejících s přechodem od systému centrálního plánování k tržní ekonomice a s tímto přechodem souvisejícími strukturálními změnami, ale také s vnějšími šoky, jakým byl např. rozpad Rady vzájemné hospodářské pomoci (RVHP). Liberalizace cen a zahraničního obchodu změnila poptávku i chování firem a jednotlivců. Domácí nabídka nebyla schopna se přizpůsobit tak velké změně a značná část kapacit a výrob se stala nepotřebnou. K silnému poklesu výroby přispěla i hospodářská politika, jejímž dominantním cílem se stal boj proti inflaci a hlavním nástrojem restriktivní monetární, fiskální a důchodová politika. V důsledku toho se značně snížila spotřebitelská i investiční poptávka.

Historicky nesmírně silný pokles výroby v prvních letech transformace se projevil na straně užití HDP v poklesu spotřeby a investic. Recese byla patrně výsledkem kombinace faktorů působících jak na straně nabídky, tak i na straně poptávky. K negativnímu dopadu stabilizační politiky se přidaly externí šoky i celkově brzdící vliv zahraničního obchodu. Na straně nabídky se projevila zděděná deformovaná alokace výrobních zdrojů, jejich celkově nízká účinnost a malá pružnost nabídky v přizpůsobení se nově strukturované poptávce. Tato nízká odezva byla také výsledkem hospodářské politiky, která nabídku nedostatečně stimulovala.

V roce 1993 výroba prakticky stagnovala. V roce 1994 vstoupila česká ekonomika do fáze hospodářského oživení, které vrcholilo v roce 1995 a zpomalilo se v roce 1996. Roční tempo růstu HDP činilo 2,7 % v roce 1994, 6,4 % v roce 1995 a 3,6 % v roce 1996. Hospodářský růst byl přirozenou reakcí na silný pokles výroby v předchozích letech a byl tažen velmi silným růstem domácí poptávky. Růstová dynamika se v letech 1995 a 1996 přenesla do odvětví průmyslu a stavebnictví na rozdíl od předchozích let, kdy jejím nositelem byly zejména tržní služby.

V zemi existovala politická stabilita, což se projevilo i ve značném přílivu zahraničního kapitálu. Vysoká tempa růstu investic do fixního kapitálu v letech 1994 – 1996 naznačovala rychlý proces restrukturalizace české ekonomiky. Zároveň ale narůstala vnitřní a vnější ekonomická nerovnováha, která měla svůj původ ve značném předstihu růstu domácí

poptávky před domácí nabídkou a za níž se skrýval i předstih růstu mezd před růstem produktivity práce. Vyšší domácí užití než tvorba pak muselo být kryto přílivem vnějších zdrojů a odrazilo se v narůstajícím deficitu běžného účtu platební bilance. V podnikové sféře se začaly negativně projevovat neřešené problémy transformace české ekonomiky, které souvisely s privatizací, nevyjasněnými vlastnickými vztahy, nedostatečným právním zabezpečením transformace, ale i se značným mezipodnikovým zadlužením, klesající ziskovostí apod. ČNB si byla vědoma nebezpečí, které hrozí z rostoucí vnější ekonomické nerovnováhy, a proto se v polovině roku 1996 rozhodla pro důraznější restriktivní monetární politiku.

Koncem roku 1996 vstupuje česká ekonomika do období charakterizovaného značným poklesem ekonomického růstu a pokračující nerovnováhou, která se projevila nesouladem mezi růstem domácí agregátní poptávky a růstem HDP. Reálný HDP se v roce 1997 zvýšil o pouhé 1 %, a to zejména díky růstu průmyslové výroby. Na straně poptávky bylo toto zvýšení HDP taženo především růstem vývozu zboží a služeb přičemž celková domácí poptávka mírně poklesla.

V roce 1998 se reálná výkonnost ekonomiky meziročně snížila o 2,7 % a její sestupný trend se v průběhu roku postupně prohluboval. Pokles výkonnosti národního hospodářství byl v rozhodující míře odrazem vnitřních problémů. Pokračoval zejména útlum domácí poptávky, který měl své kořeny v nedostatečně zvládnutém transformačním procesu a pomalé restrukturalizaci. Domácí poptávka tak ztratila roli rozhodujícího faktoru růstu, kterou plnila zejména v období hospodářské konjunktury. Protože se postupně zhoršovaly také vývozní možnosti, slábl prorůstový vliv zahraničního obchodu a růst HDP se propadal do stále hlubších záporných hodnot.

V roce 1999 překonávala česká ekonomika recesi. Dosažená úroveň HDP byla ve srovnání s předchozím rokem o 0,2 % nižší, protože po fázi stagnace ve 2. čtvrtletí nebylo následující obnovení růstu ještě natolik výrazné, aby stačilo vykompenzovat pokles z počátku roku. Tento růst byl podpořen především zvýšenými výdaji domácností na konečnou spotřebu.

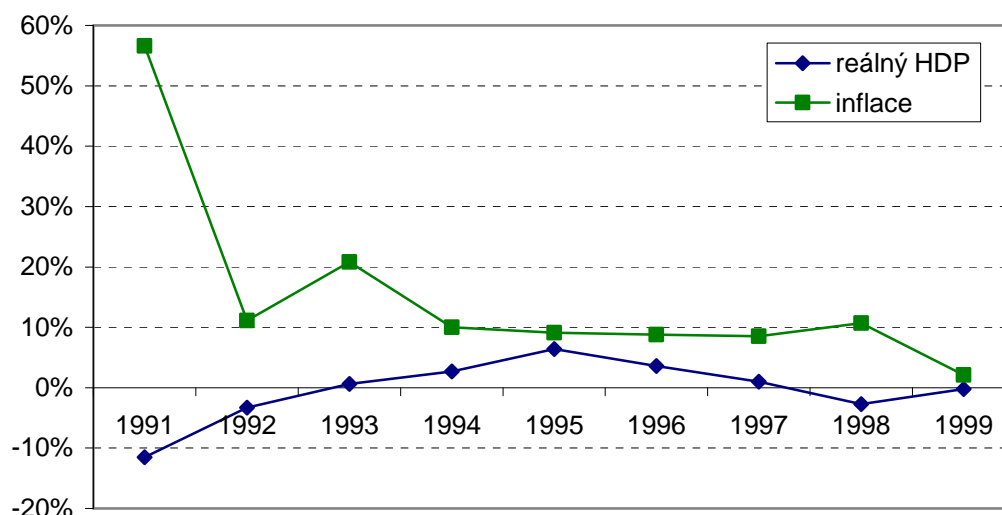
Růst spotřeby byl také umožněn příznivým cenovým vývojem a míra inflace se snížila na přibližně dvouprocentní úroveň. Hlavními faktory tohoto vývoje byla pomalu odeznívající recese ekonomiky, po většinu roku zaznamenaný pokles cen potravin a ve srovnání s předchozími lety nižší rozsah deregulací. Ve druhé polovině roku došlo k růstu dovozních cen, který s určitým zpožděním přerušil tendenci meziročního poklesu spotřebitelských cen.

Růst nezaměstnanosti na 9,4 % na konci roku byl ovlivněn zejména propouštěním zaměstnanců v souvislosti s restrukturalizací. Vývoj v jednotlivých měsících byl nerovnoměrný, protože se v něm odrážely sezónní vlivy, ale s nastupujícím oživením ekonomiky šlo vyzorovat tendenci zpomalení dynamiky růstu nezaměstnanosti.

V zahraničním obchodě se po poklesu v 1. čtvrtletí dynamika vývozu i dovozu v dalším období postupně zvyšovala. Tento obrat byl vyvolán zejména zlepšením vnějšího prostředí, kdy po určitém útlumu ekonomické aktivity ve druhé polovině roku 1998 a na počátku roku 1999 došlo v zemích Evropské unie (EU) opět k akceleraci hospodářského růstu. Pozitivní tendenci rychlejšího růstu vývozu než dovozu vedoucí ke snížení schodku obchodní bilance se podařilo udržet i za situace, kdy razantní zvyšování cen dovozních surovin ve 2. polovině roku a silný dolar podporovaly hodnotový nárůst dovozů.

Vývoj HDP a míry inflace do roku 2000 přibližuje graf 4.1

Graf 4.1 Změna reálného HDP a míra inflace



Zdroj: Český statistický úřad

4.2. Makroekonomický vývoj v roce 2000

Makroekonomický vývoj v roce 2000 navázal na obrat ekonomiky k růstu ve druhé polovině roku 1999 a potvrdil, že šlo o trvalejší změnu ve vývoji českého hospodářství. HDP vzrostl meziročně o 3,6 % na 2189,2 mld. Kč v běžných cenách.

K dosažení meziročního růstu HDP přispěl z pohledu poptávky zejména růst hrubé tvorby kapitálu a také pokračující růst spotřebních výdajů domácností. Nejrychleji rostly hmotné investice nefinančních podniků, které se na celkových investicích v roce 2000 podílely 69,5 %. Vysoká investiční aktivita byla patrná zejména u velkých firem pod zahraniční

kontrolou s potřebným finančním zázemím a dobrými odbytovými možnostmi na zahraničních trzích. Pokračující oživení spotřeby domácností v průběhu roku 2000 vyústilo v její 1,4 % meziroční zvýšení. Při stagnaci reálných disponibilních důchodů domácností byly jejich zvýšené spotřební výdaje financovány nižší tvorbou úspor a vyšším využíváním dluhových forem financování.

Pokračující proces hospodářského oživení v roce 2000 potvrzoval i strukturální vývoj na straně nabídky. Významné bylo především obnovení poměrně silného růstu hrubé přidané hodnoty (HPH) v průmyslu, které potvrzovalo postupující proces restrukturalizace v ekonomice a příznivé podmínky pro odbyt produkce zejména v zahraničí, a k němuž významně přispěl růst sofistikované produkce s vysokou přidanou hodnotou. K těmto odvětvím patřila zejména výroba dopravních prostředků, elektrických a optických přístrojů, výroba strojů a zařízení pro další výrobu, gumárenský a plastikářský průmysl.

Přesto, že si pohyb cenové hladiny po celý rok zachoval trend vyšší dynamiky růstu, která převážně stoupala, v ekonomice přetrvávalo stabilní nízkoinflační prostředí. Meziroční růst spotřebitelských cen se stabilizoval na 3,9 %. Zatímco v 1. pololetí zůstaly nejvýznamnějším „vnitřním“ zdrojem cenového růstu úpravy regulovaných cen, které dominovaly cenovému růstu i v předchozích letech, ve 3. čtvrtletí je vystřídal trend výraznějšího růstu cen potravin.

Obdobně jako v roce 1999 byla česká ekonomika i v průběhu roku 2000 vystavena několika vnějším šokům. Příčinu bylo nutné hledat v silné volatilitě kursu koruny, s celkovým sklonem k depreciaci vůči americkému dolaru, a v prudkém nárůstu dovozních cen energetických surovin a zejména pak ropy. Ještě v červnu 2000 vzrostly meziročně ceny ropy o 81 %, v prosinci to bylo již pouhých 5 %. Tento zvrát v nárůstech jak celkové hladiny světových cen, tak zejména již zmíněné ropy, přispěl k uklidnění i růstu celkové hladiny českých dovozních cen v roce 2000 a stal se hlavním činitelem značného omezení vlivu zhoršení reálných směnných relací na růst vnitřních cenových okruhů.

Zlepšování situace na trhu práce indikovalo zejména postupné zpomalování meziročního poklesu zaměstnanosti, zastavení růstu počtu nezaměstnaných osob, zvyšující se počet volných pracovních míst (zejména v exportně orientovaných odvětvích) a konečně trend k poklesu míry nezaměstnanosti po předchozím dlouhodobějším růstu. Oproti konci roku 1999 se míra nezaměstnanosti v průběhu roku 2000 snížila o 0,6 procentního bodu (p. b.) na 8,8 %. Prosazující se změna tendencí na trhu práce byla výsledkem působení více faktorů, zejména přílivu přímých zahraničních investic, pokračujícího hospodářského oživení a různých forem aktivní politiky zaměstnanosti vlády. Tento vývoj však nevedl k výraznějšímu oslabení disproporcí mezi nabídkou a poptávkou po pracovní síle v regionální, kvalifikační a profesní

strukturu, které byly hlavní příčinou relativně vysokého podílu dlouhodobě nezaměstnaných osob na celkovém počtu nezaměstnaných osob. Národohospodářská produktivita práce vzrostla meziročně o 3,9 %.

Pro zahraniční obchod byla v roce 2000 v porovnání s rokem 1999 příznačná vyšší dynamika vývozu i dovozu. V průběhu roku 2000 rostl však významněji dovoz oproti vývozu, takže předstih tempa růstu dovozu před tempem růstu vývozu dosáhl za celý rok 4,9 p. b. Diference mezi růstem vývozu ve stálých cenách a růstem dovozu ve stálých cenách zůstala také zachována, nebyla však tak výrazná (1,2 p. b. ve prospěch dovozu) jako v běžných cenách. Krytí dovozu vývozem se meziročně snížilo o 3,6 p. b., činilo 89,8 %, a zahraničně obchodní vztahy byly proto v roce 2000 provázeny rostoucí bilanční nevyrovnaností.

Zahraněční obchod byl v podmínkách ekonomického oživení provázen v roce 2000 příznivými parametry růstu, které přispěly k dalšímu zvýšení míry otevřenosti české ekonomiky. Hodnota obratu zahraničního obchodu vzrostla v roce 2000 meziročně o 25,8 % a dosáhla 2368 mld. Kč, přičemž na tomto zvýšení obratu se růst vývozu podílel 44 % a růst dovozu 56 %. Vývoj vývozu a dovozu se promítl do značně nepříznivého stavu salda zahraničního obchodu. Po třech letech postupného snižování skončil schodek obchodní bilance v roce 2000 na přibližně dvojnásobné vyšší úrovni proti roku 1999 a dosáhl téměř 121 mld. Kč. Těžiště zhoršení obchodní bilance se koncentrovalo na evropské tranzitivní ekonomiky a Společenství nezávislých států (SNS), především ale na Rusko, vůči kterému zaznamenala ČR v roce 2000 největší pasivum. Nárůstem schodku byl provázen i obchod s vyspělými tržními ekonomikami, za kterým stálo zhoršení bilance jak se státy EU, tak se zámořskými státy, ale i státy Evropského sdružení volného obchodu (ESVO).

4.3. Makroekonomický vývoj v roce 2001

V roce 2001 česká ekonomika rostla již druhým rokem po sobě. Tempo růstu HDP ale pokleslo na 2,5 % a HDP dosahoval výše 2352,2 mld. Kč v běžných cenách.

Na růstu HDP se z hlediska užití podílela nadále nejvíce soukromá spotřeba a fixní investice, které vykazaly v roce 2001 zhruba dvojnásobnou dynamiku v porovnání s rokem 2000. Soukromá spotřeba se zvýšila o 3,7 %. Spotřebitelské výdaje rostly rychleji než HDP, domácnosti vydaly na konečnou spotřebu v běžných cenách o 7,5 % více než v roce 2000. Spotřebitelská důvěra byla podporována růstem reálných mezd a nárůstem oblíbenosti spotřebitelských úvěrů jako financování spotřeby domácností. Fixní investice se zvýšily o

7 %, přičemž největší přírůstky fixního kapitálu směřovaly z hlediska objemu zejména do zpracovatelského průmyslu, obchodu, veřejné správy, peněžnictví a stavebnictví.

Růst české ekonomiky byl podpořen zejména průmyslovou produkcí, jež se zvýšila o 6,5 %. Toto zvýšení nejvíce ovlivňovaly zahraniční investice (zejména dovoz strojů a zařízení), růst vývozu a rostoucí poptávka po spotřebním a investičním zboží. Růst průmyslové produkce byl největší v odvětvích zpracovatelského průmyslu. Největší dynamiku produkce zaznamenala výroba elektrických a optických přístrojů, koksování a rafinérské zpracování ropy a výroba strojů a zařízení pro další výrobu. Naopak ke výraznému zpomalení dynamiky došlo u výroby dopravních prostředků (2,8 % v roce 2001 v porovnání s 36,4 % v roce 2000).

Na růstu míry inflace na 4,7 % v roce 2001 se neprosadilo plošné, poptávkou stimulované vzednutí cen, ale diferencovaný vývoj ovlivněný jak krátkodobě, tak dlouhodobě působícími faktory. V 1. polovině roku doznávaly negativní dopady výkyvu cen ropy z předcházejících let. Dlouhodobě se v cenovém vývoji prosadila tendence nadprůměrného růstu cen ve stavební výrobě a ve sféře služeb. Na druhé straně ke složkám cenového vývoje, které měly podprůměrné tempo růstu, patřily především výrobky z odvětví lehkého průmyslu. Cenový růst u těchto výrobků byl bržděn prohlubováním konkurence na mezinárodních trzích, nasycením poptávky a omezeností rozvojového potenciálu příslušných odvětví. Ve 2. polovině roku a v prvních měsících roku 2002 se prosadilo zpomalení růstu cen dovozních, produkčních i spotřebitelských, které v kombinaci s posilováním směnného kurzu koruny podstatně omezilo inflační tlaky. Tempo růstu spotřebitelských cen v ČR v porovnání s EU bylo vyšší přibližně o 2,0 %, takže sblížení cenových hladin bylo jen mírné.

Průměrná míra nezaměstnanosti se snížila na 8,1 %. Tendence k mírnému poklesu míry nezaměstnanosti a růstu zaměstnanosti z 1. poloviny roku byla v průběhu roku vystřídána opačnou tendencí, která začala být ve zvýšené míře ovlivňována slabostí zahraniční poptávky a pokračováním procesu modernizace podniků s důsledky na úsporu zdrojů pracovních sil. Míra nezaměstnanosti byla o 0,3 p. b. vyšší než v EU. Produktivita práce vzrostla o 3 % a byla v souladu s růstem reálných mezd o 3,6 %, takže vývoj negeneroval inflační tlaky mzdového charakteru. Růst produktivity práce v zemědělství a stavebnictví byl doprovázen úbytkem počtu pracovních sil, v průmyslu mírným nárůstem zaměstnanosti a ve službách stabilitou počtu pracovních sil. Mezera mezi produktivitou práce v EU a ČR se mírně snížila, neboť růst produktivity práce v EU byl odhadnut na necelé 1 %.

Dynamika obrátu zahraničního obchodu se v porovnání s rokem 2000 snížila o více než 1/3, ale v porovnání s celosvětovým vývojem zůstala na vysoké dvojciferné úrovni. ČR tak

zvýšila svůj podíl na obratu světového obchodu z 0,44 % v roce 2000 na 0,56 % v roce 2001. Záporné saldo zahraničního obchodu se v porovnání s předchozím rokem snížilo na 116,7 mld. Kč.

Ve vývoji struktury zahraničního obchodu se prosadila tendence k předstihu vývozu nad dovozem u strojů, dopravních prostředků a spotřebního zboží. Tato odvětví zvýšila svou konkurenceschopnost využitím prostoru v rozevření nůžek mezi cenami surovin, materiálů a meziproductů na jednotku vyvážených hotových výrobků. Slabé stránky vývoje struktury zahraničního obchodu ČR představovala narůstající pasiva obchodu s chemickými, farmaceutickými a zemědělsko-potravinářskými výrobky a v rámci teritoriální skladby pak záporná salda v obchodu s Čínou, Japonskem a Ruskem. Na druhé straně pozitivním rysem vývoje obchodní bilance bylo, že propad aktiva zahraničního obchodu s Německem ve výši 26 mld. Kč byl do značné míry vykompenzován nárůsty aktiv v obchodu Velkou Británií, Nizozemím, Rakouskem a Francií.

V průběhu let 2000 a 2001 se prokázala existence silné dovozní závislosti růstu HDP. V roce 2001 dosáhl podíl dovozu na HDP 74,5 %, v roce 2000 74,1 %, zatímco v letech recese stagnoval pod 60 %. Míra vývozní otevřenosti české ekonomiky stále narůstala. Podíl vývozu na HDP činil v roce 2000 70,5 % a v roce 2001 71,4 %⁵. Na výrazném předstihu tempa růstu vývozu před růstem HDP se podílely jak komparativní výhody nižších mzdových i cenových hladin v ČR v porovnání s vyspělými zeměmi, tak i růst konkurenční schopnosti a rozšiřování možností vstupu na zahraniční trhy prostřednictvím podniků pod zahraniční kontrolou.

4.4. Makroekonomický vývoj v roce 2002

V roce 2002 se růst výkonu české ekonomiky zpomalil na 1,9 % a HDP v běžných cenách činil 2464,4 mld. Kč.

Na poptávkové straně ekonomiky se prosadilo zrychlení růstu u spotřeby domácností o 3,9 % a dosáhlo tak dvojnásobku v porovnání s HDP, k jehož zvýšení spotřeba přispěla dominantním způsobem. Mezinárodní srovnání prokázala jednu z předních pozic ČR v růstu spotřeby domácností a tím i životní úrovně v Evropě. K důvodům růstu zájmu obyvatelstva zvyšovat spotřebu patřila především příznivost vývoje spotřebitelských cen, reálných mezd, širší nabídky, dostupnost úvěrů a nízká hladina úrokových sazeb, která

⁵ Ekonomika tak měla vyšší otevřenost než např. Rakousko (51 %), ale nižší míru otevřenosti než Belgie (90 %), Irsko (92 %) nebo Lucembursko (121 %).

nemotivovala obyvatelstvo k růstu úspor. Slabým místem ekonomického růstu se staly investiční aktivity, jež v podstatě stagnovaly⁶.

K tendencím, které pozitivně ovlivnily nabídkovou stranu ekonomiky, patřila především výkonnost sektoru služeb. Ten dominantním způsobem přispěl k růstu HDP, čímž se vývojové schéma struktury ekonomického růstu přiblížilo vyspělým zemím. Významné postavení v národohospodářské struktuře si udržel průmysl, jehož podíl na celkovém výkonu ekonomiky činil 35 % a na úhrnné zaměstnanosti 31 %. Dále pokročily strukturální změny v utváření nového specializačního profilu české ekonomiky. Prokázal to vzestup podílu čtyř nejdynamičtěji rostoucích odvětví (výroby elektrických a optických přístrojů, průmyslu gumárenského a plastikářského, výroby dopravních prostředků a strojů pro další výrobu) jejichž podíl se zvýšil na 35 % z celkové průmyslové produkce. Zatímco průmyslová produkce vzrostla v ČR o 4,8 %, tempo růstu průmyslu v EU kleslo do záporných hodnot.

Spotřebitelské ceny vzrostly v roce 2002 o 1,8 %. Jejich růst zůstal pod průměrem zemí Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (Organization for Economic Co-operation and Development – OECD) i eurozóny. Hlavní podíl na zpomalení růstu spotřebitelských cen měly ceny potravin a energií. V prvních čtyřech měsících se dokonce poprvé v novodobé historii ČR snížila hladina spotřebitelských cen oproti předchozímu roku. Okruh příčin deflace naznačil již vývoj ekonomiky a jeho cenových okruhů v předchozím roce. Po celý rok probíhalo zpomalování tempa růstu ekonomiky, což mírnilo nebo eliminovalo inflační tlaky z poptávkové strany ekonomiky. Příčinou pohybu cen směrem dolů ale bylo především výrazné posílení koruny spolu s nízkými cenami surovin a meziproductů na světových trzích. Společným důsledkem byl významný pokles dovozních cen, jenž se pak promítal do dalších cenových okruhů.

Nízká míra inflace znamenala neočekávaně vysoký růst průměrných reálných mezd o 5,3 %, který zvýšil poměrně výrazně kupní sílu obyvatelstva. Ta reagovala již zmíněnou akcelerací růstu spotřeby domácností, ale generovaly se ale i negativní vlivy. Vzrostl nesoulad mezi růstem mezd a produktivity práce, když předstih mezd činil 4 p. b. Tento nerovnovážený vývoj byl tak vedle posílení koruny jedním z podpůrných zdrojů poklesu nákladové konkurenceschopnosti vývozu. To se v průběhu roku 2002 a v prvních měsících 2003 promítlo nepřímo do růstu nezaměstnanosti, která přesáhla hranici 10 %. Průměrná míra nezaměstnanosti dosáhla hodnoty 9,8 %. Nejvyšší nárůsty zaměstnanosti byly dosaženy v

⁶ Stejně tak tomu bylo i v zemích EU, kde se přírůstek fixního kapitálu dostal do záporných hodnot. K hlavním příčinám patřila averze investorů k riziku, přeinvestovanost některých segmentů ekonomiky a omezenost zdrojů veřejných financí.

obchodu, pohostinství, v sektoru nemovitostí, školství, částečně též v dopravě a spojích. Podíl částečných úvazků na celkové zaměstnanosti zůstal i nadále nízký a nepřekročil hranici 5 %. Růst reálné mzdy převýšil o 1,1 p. b. hodnotu průměru z let 1999 – 2002.

Podmínky zahraničního obchodu se v roce 2002 výrazně změnily. Oslabila zahraniční poptávka a souběžně probíhalo rychlé posilování koruny vůči euru i vůči dolaru. Důsledky těchto změn se ve vztahu k dynamice zahraničního obchodu prosadily ve dvou směrech. V korunovém vyjádření poklesl dovoz meziročně o 4,3 % a vývoz o 1,4 %, ale při vyjádření v euru vzrostl dovoz o 5,8 % a vývoz o 9,1 %. Pozitivní makroekonomický efekt byl v roce 2002 dosažen snížením salda zahraničního obchodu přibližně o jednu čtvrtinu na -71,3 mld. Kč, přičemž na tomto snížení se především podílely příznivé směnné relace a snížení domácí poptávky. Na úrovni mikrosféry přispěl tento efekt ke zvýšení zisku u řady odvětví. Na druhé straně oslabení růstu zahraniční poptávky snížilo tempo růstu vývozu v porovnání s předchozím rokem na jednu třetinu. Důsledkem byl negativní příspěvek k velikosti ekonomického růstu.

Rychlejší pokles cen dovozu před cenami vývozními byl umožněn především rozevřením nůžek mezi cenami surovin a hotových výrobků. Zatímco ceny nerostných paliv poklesly zhruba o čtvrtinu a ostatních surovin o šestinu, poklesy cen strojů a dopravních prostředků se pohybovaly v průměru kolem 1/12. Vývoz reálně vzrostl o 5,7 % a dovoz o 4,2 %. Zlepšení pozice v obchodní bilanci dosáhly v roce 2002 suroviny, stroje a dopravní prostředky i spotřební zboží. Naopak svou pozici zhoršily chemikálie a zemědělsko-potravinářské výrobky, které tak potvrdily svou nízkou konkurenceschopnost. Do států s vyspělou tržní ekonomikou směřovaly tři čtvrtiny celkového vývozu. V rámci EU byl pokles vývozu do Německa nahrazen jeho růstem zejména do Nizozemí, Španělska, Francie a Velké Británie. S evropskými zeměmi s tranzitivní ekonomikou včetně zemí SNS se změnila pasivní obchodní bilance na aktivní (z -6,7 mld. Kč na 15,1 mld. Kč), což bylo nejvíce ovlivněno snížením deficitu nerostných paliv a zvýšením aktiva strojů a dopravních prostředků.

4.5. Makroekonomický vývoj v roce 2003

V české ekonomice pokračoval růstový trend i v roce 2003. HDP ve stálých cenách zrychlil dynamiku meziročního růstu na 3,6 %, HDP v běžných cenách dosáhl v roce 2003 objemu 2577,1 mld. Kč.

Hlavním zdrojem hospodářského růstu byla již pátým rokem v řadě domácí poptávka, která po určitém zpomalení v roce 2002 zrychlila tempo růstu na 3,9 %. V jejím rámci si od roku 2001 udržovala vysokou dynamiku konečná spotřeba, zatímco tvorba hrubého fixního

kapitálu ještě nedosáhla růstové dynamiky z let 2000 – 2001, a to i přes zrychlení růstu na 3,7 %. V roce 2003 nejrychleji rostly výdaje domácností na konečnou spotřebu, které se meziročně zvýšily o 5,5 %. Toto zvýšení nebylo plně pokryto přírůstkem disponibilních příjmů obyvatelstva, ale vyšší sklon ke spotřebě stimulovala také nízká inflace a rostoucí dostupnost nákupů na splátky.

Na nabídkové straně ekonomiky se HPH ve stálých základních cenách zvýšila reálně o 2,6 %. Na vytvořené HPH se podílela především odvětví tržních a netržních služeb, zpracovatelského průmyslu, obchodu a oprav motorových vozidel, dopravy, skladování a spojů a stavebnictví. Podíl HPH vytvořený ve službách vzrostl z 56,7 % v roce 2002 na 57,1 % v roce 2003.

Mimořádně nízká inflace, která dosahovala v průměru 0,1 %, patřila ke specifickým rysům ekonomického vývoje v roce 2003. Hladina spotřebitelských cen oscilovala kolem nuly a šest měsíců dokonce meziročně klesala. Za jeden z hlavních zdrojů tohoto vývoje lze považovat postupně odeznění nadměrného posílení koruny v předcházejícím období. To sice v průběhu roku sláblo, ale pokles dovozních cen i cen průmyslových výrobců dokázal snížit cenu řady zboží a služeb na maloobchodním trhu. Významný vliv na deflační tlaky měly i regulované ceny, u nichž se růst cen snížil o 5,6 % v roce 2002 na 0,6 % v roce 2003. Ceny elektřiny dokonce poklesly o 5 %. Dalším významným faktorem byla stagnace či nízká výkonnost světové ekonomiky. Nezanedbatelný vliv lze přisoudit i vývoji cen potravin a nealkoholických nápojů, které byly až do září nižší než v roce 2002, avšak jejich pokles se postupně zmírňoval. V říjnu se objevil jejich meziroční růst. Tento vývoj byl výsledkem zdražování především rostlinných produktů, jejichž ceny byly ovlivněny suchým létem.

Průměrná registrovaná míra nezaměstnanosti v roce 2003 meziročně vzrostla na 9,9 %. Vliv na tuto vysokou úroveň měl především pokračující proces restrukturalizace a snižování nákladů vyvolané zvyšující se konkurencí. K 31. prosinci dosáhla míra registrované nezaměstnanosti 10,3 %. Její prosincový nárůst ovlivnilo zejména ukončení sezónních prací v zemědělství a ve stavebnictví. K největšímu poklesu počtu zaměstnanců proti 4. čtvrtletí 2002 došlo v sekundárním sektoru. Tento pokles byl ovlivněn především snížením zaměstnanosti ve zpracovatelském průmyslu, a to zejména v průmyslu textilním, oděvním a v kovodělné výrobě. V sektoru služeb růst zaměstnanosti pokračoval ve veřejné správě, ve zdravotnictví a v oblasti nemovitostí. Předstih růstu reálné mzdy před produktivitou práce činil v roce 2003 3,1 p. b., přičemž reálna mzda vzrostla meziročně o 6,7 % a produktivita o 3,6 %.

Zahraniční obchod byl v roce 2003 provázen příznivými tempy růstu dovozu i vývozu, která byla ovlivněna působením vnějších i vnitřních faktorů, a to např. cenami zahraničního obchodu, do kterých se mj. promítl spolu se změnami kurzu CZK vůči EUR a USD vývoj cen na světovém trhu, silnou domácí spotřebitelskou poptávkou, slabou domácí investiční poptávkou, růstem průmyslové výroby, přímými zahraničními investicemi, jejichž pomocí byly rozšířeny výrobní kapacity, a v neposlední řadě nepříznivou hospodářskou situací ve státech EU.

Na celkovém meziročním přírůstku zahraničního obchodu o 232,5 mld. Kč se podílel růst dovozu 49,7 % a růst vývozu 50,3 %. To se příznivě projevilo v mírném meziročním snížení schodku zahraničního obchodu. Meziročně nižší záporné saldo zahraničního obchodu bylo výhradně ovlivněno jeho snížením v 1. čtvrtletí, neboť ve 2. čtvrtletí zůstalo na úrovni 2. čtvrtletí 2002 a ve 3. čtvrtletí a zejména ve 4. čtvrtletí se naopak meziročně zvýšilo. Schodek zahraničního obchodu realizovaného v EUR se meziročně snížil o 13,6 mld. Kč a dosáhl 11,4 mld. Kč, ze zahraničního obchodu realizovaného v USD se vysoké záporné saldo meziročně prohloubilo a činilo 78,6 mld. Kč. Celkové saldo zahraničního obchodu dosahovalo -69,4 mld. Kč.

72 % zahraničního obchodu bylo v roce 2003 realizováno s vyspělými tržními ekonomikami. Největší význam měl přitom obchod se zeměmi EU, které se podílely na obratu 64,4 %. Dominantní postavení si upevnilo Německo, kam směřovalo 37 % exportu a pocházelo z něj 32,6 % importu. Mimořádná byla i dynamika zahraničního obchodu s touto zemí. Vývoz se podařilo meziročně zvýšit o 11 % a dovoz vzrostl o 9,1 %. Významný byl i podíl zahraničního obchodu s tranzitivními ekonomikami včetně zemí SNS.

4.6. Makroekonomický vývoj v roce 2004

V roce 2004 pokračovala tendence rychlého růstu ekonomiky, když HDP meziročně vzrostl o 4,2 %. V běžných cenách tak HDP činil 2781,1 mld. Kč.

Rychlý růst produktu byl doprovázen příznivým vývojem struktury jeho výdajových položek. Zpomalil se růst konečné spotřeby, v jejímž rámci spotřeba vlády dokonce meziročně klesla. Při rozdílném vývoji jednotlivých složek vzrostla konečná spotřeba pouze o 0,7 %. Výdaje na tvorbu hrubého fixního kapitálu zrychlily meziroční růst na 9,1 %. Zvýšená investiční aktivita se projevovala zejména v oblasti dopravní infrastruktury, výrobních i nevýrobních kapacit zahraničních investorů a bytové výstavbě. Hlavní příčinou zpomalení růstu spotřeby domácností byl vývoj reálných příjmů, který byl poznamenán krácením 13. a 14. platů ve státním sektoru a vyšší inflací.

Na nabídkové straně ekonomiky vzrostla HPH ve stálých cenách meziročně o 3,7 %. Z objemově významných odvětví zaznamenal v celoročním vyjádření nejrychlejší růst zpracovatelský průmysl. Nejvyšší meziroční tempo přírůstku zaznamenal rybolov a peněžnictví a pojišťovnictví. Dále rostla HPH vytvořená v dopravě a spojích a obchodu. Pod úrovní roku 2003 zůstalo stavebnictví, pohostinství a školství. Zpracovatelský průmysl pokryl meziroční přírůstek hrubé přidané hodnoty více než z poloviny. V odvětvové struktuře HDP v běžných cenách se zvýšil podíl průmyslu na 32,6 %, z toho zpracovatelského na 27,0 %.

Pro vývoj cen v roce 2004 byl charakteristický jejich opětovný návrat k růstu, a to na 2,8 %. V průběhu roku ceny převážně zrychlovaly tempo svého meziročního růstu, přičemž nejvyššího růstu bylo dosaženo na počátku posledního čtvrtletí 2004. Následné zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen v posledních dvou měsících roku bylo výsledkem změny trendu ve vývoji cen potravin, když dopad vysokých cen energetických surovin a kovů na světových trzích na domácí ceny byl tlumen silícím kurzem koruny k americkému dolaru. Kromě těchto faktorů bylo tempo růstu spotřebitelských cen zesíleno především administrativními cenovými opatřeními a nízkou základnou roku 2003. Proti růstu cen působilo mj. silné konkurenční prostředí na domácím trhu. Na růst cen v roce 2004 působily více faktory nákladového charakteru (vliv tržních cen činil 1,5 p. b.), administrativní opatření ho ovlivnila 1,3 p. b.

V důsledku restrukturalizace ekonomiky míra registrované nezaměstnanosti narůstala a v únoru 2004 dosáhla svého maxima. Její meziroční nárůst se pak postupně snižoval a od září vývoj nezaměstnanosti zůstal na úrovni roku 2003. Jednou z příčin obratu ve vývoji nezaměstnanosti byl zejména zrychlený hospodářský růst spojený s tvorbou nových pracovních míst. Průměrná míra registrované nezaměstnanosti v roce 2004 činila 9,2 % (podle původní metodiky⁷ 10,2 %). V primárním sektoru klesla zaměstnanost o 5,2 % a v sekundárním o 0,3 %. Počet pracovníků v terciárním sektoru se oproti roku 2003 nezměnil. Nejvýznamněji se na poklesu zaměstnanosti podílela vedle úbytku pracujících ve zpracovatelském průmyslu i redukce počtu osob ve veřejné správě a obraně a školství. Největší přírůstky byly zaznamenány v dopravě a skladování a ve školství. Reálná mzda se meziročně zvýšila o 3,3 %, produktivita práce vzrostla o 4,2 %.

Zahraněční obchod dosahoval v roce 2004 velmi dobrých výsledků. Výrazně se dynamizovaly všechny základní ukazatele zahraničního obchodu. Nejvýrazněji se zvýšil

⁷ Od července 2004 zveřejňuje Ministerstvo práce a sociálních věcí míru registrované nezaměstnanosti i podle nové metodiky (ILO – Mezinárodní organizace práce), která vychází z počtu dosažitelných uchazečů, kteří mohou bezprostředně nastoupit do zaměstnání. Důvodem je především harmonizace údajů s EU. Údaje o nezaměstnanosti v roce 2004 a dalších letech jsou v této práci uváděny již podle nové metodiky.

vývoz, a to o 25 % v běžných cenách, dovoz vzrostl o 20,5 %. K akceleraci růstu vývozu i dovozu došlo zejména od května, kdy se ČR stala členem EU. Tímto vstupem se země začlenila do největší zóny volného obchodu ve světě, což zlepšilo podmínky pro obchodování i fyzický pohyb zboží. Mimo efektů spojených se vstupem do EU byly výsledky roku 2004 odrazem působení řady ekonomických faktorů. Stále silněji se prosazovaly vývozní efekty odvětví, do nichž směřoval v předchozích letech významný objem přímých zahraničních investic. Šlo především o oblast výroby dopravních prostředků, telekomunikačních zařízení, spotřební elektroniky a výpočetní techniky. I při zatím jen mírném ožívání ekonomického růstu v zemích západní Evropy rostl objem zahraničních objednávek pro průmysl z těchto zemí. Na vývoz z ČR také působil stimulačně rychlý ekonomický růst okolních zemí.

Největším úspěchem bylo meziroční snížení celkového deficitu o více než dvě třetiny na 26,4 mld. Kč. Na tomto zlepšení měl zásluhu obchod s vyspělými tržními ekonomikami, zejména se zeměmi EU, kde přebytek obchodní bilance překročil poprvé v historii dvousetmiliardovou hranici a z velké části pokryl ztrátu z obchodu s rozvojovými ekonomikami, SNS a zvláště s ostatními tzv. mimoevropskými ekonomikami, se kterými se pasivum prohloubilo na 84 mld. Kč. V komoditní struktuře vývozu se podařilo dále posílit podíl strojů a dopravních prostředků až na 50,6 % v důsledku růstu vývozu o více než čtvrtinu. Proti ještě příznivějším celkovým výsledkům působilo meziroční prohloubení schodku obchodu s chemikáliemi (na 87,7 mld. Kč), minerálními palivy (na 68,7 mld. Kč) a potravinami (na 23,5 mld. Kč).

4.7. Makroekonomický vývoj v roce 2005

V roce 2005 hospodářský růst výrazně akceleroval, když HDP vzrostl meziročně o 6,1 % a v běžných cenách dosáhl objemu 2970,3 mld. Kč. Trend zrychlení růstové dynamiky se prosazoval také v průběhu celého roku.

Meziroční vývoj hlavních výdajových položek byl diferencovaný. Převládaly pozitivní tendence, když hlavním zdrojem růstu byl zahraniční obchod. V rámci domácí poptávky rostly rychleji výdaje na tvorbu fixního kapitálu než na konečnou spotřebu. Růst spotřeby domácností se zpomalil na 2,6 %, přičemž tento vývoj v zásadě korespondoval s růstem jejich reálných disponibilních důchodů. Výdaje na tvorbu hrubého fixního kapitálu vzrostly o 3,7 % s tím, že nejrychleji rostly investice do dopravních prostředků a strojů a zařízení. Dosažený předstih růstu investic před konečnou spotřebou byl významný z hlediska perspektivy udržení rychlé dynamiky hospodářského růstu. Rychlý růst ekonomiky byl však hlavně odrazem

výsledků vnějšího sektoru, v jehož vývoji se při zpomalení tempa celkového obratu zvýraznil trend rychlejšího růstu vývozu před dovozem.

Na nabídkové straně ekonomiky vzrostla HPH reálně o více než 6 %, přičemž nejrychlejší růst zaznamenala odvětví výroby elektřiny, zpracovatelského průmyslu a obchodu. Průmysl celkem pokryl meziroční přírůstek HPH více než z poloviny. V odvětvové struktuře HPH vzrostl podíl sektoru služeb na 60,5 %, k čemuž přispělo zejména zvýšením podílu odvětví obchodu a finančního zprostředkování. Podíl průmyslu celkem vzrostl na 31,8 %, ale v jeho rámci se meziročně mírně snížil podíl zpracovatelského průmyslu. Snížil se i podíl zemědělství a stavebnictví.

Nízkoinflační prostředí bylo jedním z hlavních rysů vývoje české ekonomiky v roce 2005. V dlouhodobém srovnání byla hodnota míry inflace 1,9 % třetí nejnižší od roku 1990. Nákladové tlaky na zvyšování cenové hladiny byly nevýrazné a intenzivní hospodářský růst díky mírné spotřebě domácností a pomalejšímu růstu mezd neovlivňoval negativně cenovou úroveň. Z rozkladu průměrného meziročního přírůstku spotřebitelských cen vyplývá, že na zvýšení cenové hladiny se nejvíce podílely ceny bydlení, zejména vody, energií a paliv (o 1,1 p. b.) a ceny stravování a ubytování (o 0,4 p. b.). Tendence k výraznému zpomalení meziročního růstu spotřebitelských cen, která se projevila v první polovině roku, se v červnu obrátila ve zrychlení, které s menšími výkyvy dosáhlo ročního maxima v říjnu, zejména v reakci na růst již zmiňovaných regulovaných cen plynu a tepla.

Pokračující konjunktura ekonomiky našla svůj odraz i na trhu práce. Vytvářela se nová pracovní místa, přičemž významná byla poptávka po nových zaměstnancích, především v nedávno otevřených firmách nadnárodních společností. Míra registrované nezaměstnanosti postupně meziročně klesala a ke konci roku dosáhla 8,9 %. Průměrná roční míra registrované nezaměstnanosti meziročně poklesla na 9,0 % (podle původní metodiky na 9,8 %). Důvodem tohoto příznivého vývoje bylo mimo vyšší dynamiky růstu ekonomiky i užití nových nástrojů aktivní politiky zaměstnanosti. Velkým problémem ale byla a stále je dlouhodobá míra nezaměstnanosti. V roce 2005 byla již dva roky na svém historickém maximu a dosahovala 4,2 %. Největší nárůst dlouhodobé míry nezaměstnanosti proběhl v letech 1997 – 2000, kdy se více jak ztrojnásobila a od té doby se nevrátila na své původní hodnoty. Produktivita práce vzrostla meziročně o 5,1 %. Její růst se v průběhu roku zrychloval a ve 4. čtvrtletí dosáhl až 5,5 %. Reálná mzda se zvýšila o 3,5 %.

Vynikající vývoj zahraničního obchodu byl odrazem výkonnosti a rostoucí konkurenceschopnosti české ekonomiky a podílel se zásadním způsobem na růstu HDP. Zahraniční obchod se zbožím poprvé od roku 1993 skončil přebytkem obchodní bilance, a to

ve výši 40,4 mld. Kč. Vývoz meziročně vzrostl o 8,9 %, dovoz o 4,9 %. Výborné výsledky zahraničního obchodu byly způsobeny vedle pozitivního dopadu členství ČR v EU především rostoucí průmyslovou výrobou zvláště ve zpracovatelském průmyslu, nižší dovozní náročností, přílivem zahraničních investic v předchozích letech a jejich exportní orientací, zlepšením salda obchodní bilance se zeměmi, s kterými bylo saldo v minulém období vysoce záporné a rychlým ekonomickým růstem v sousedních zemích se stimulačním efektem na české hospodářství.

Vývoz vzrostl do všech teritoriálních seskupení, nejvíce do SNS (o 39,5 %), dále do rozvojových zemí (o 22,7 %) a evropských tranzitivních ekonomik (o 18,4 %). Na zvýšení celkového objemu vývozu se však podílel více než třemi čtvrtinami přírůstek vývozu do vyspělých tržních ekonomik přesto, že jeho růst byl podprůměrný. Na přírůstku dovozu se z poloviny podílelo SNS vzhledem k výraznému růstu dovozu ropy a plynu z Ruska. Tempo růstu dovozu z vyspělých tržních ekonomik i EU bylo podprůměrné, k meziročnímu poklesu došlo v dovozu z rozvojových zemí. Výsledek obchodu se zlepšil ve všech zbožových skupinách s výjimkou minerálních paliv. Zcela dominantní bylo postavení strojů a dopravních prostředků, jejichž obchodní přebytek se zvýšil téměř o polovinu na 217 mld. Kč.

4.8. Předpokládaný makroekonomický vývoj

Makroekonomický vývoj v roce 2006 a předpokládaný vývoj v budoucím období

Česká ekonomika se pohybuje nad tempem růstu potenciálního produktu. Meziroční přírůstek reálného HDP ve 2. čtvrtletí 2006 dosáhl 6,2 %, přičemž vývoj poptávkových komponent byl diferencovaný a na nabídkové straně ekonomiky vykázal vysoký růst především zpracovatelský průmysl. V celoročním vyjádření se za rok 2006 očekává dosažení růstové dynamiky na úrovni 6,0 %. Nejistota ohledně budoucího vývoje je výrazně podporována neexistencí vládních priorit v oblasti fiskální politiky a rovněž v oblasti strukturálních politik. V následujícím období je očekáváno postupné uzavírání kladné produkční mezery a návrat k potenciálnímu produktu spojený s mírným zpomalením růstu HDP. Pro rok 2007 se odhaduje přírůstek HDP na 4,9 %.

Spotřebitelské ceny se v 1. pololetí 2006 meziročně zvýšily o 2,9 %. Na zrychlení inflace mělo vliv především zvýšení cen v oddíle potravin a nealkoholické nápoje. Dlouhodobě je inflace tažena zejména cenami elektřiny a plynu pro domácnosti, což se projevuje v růstu nákladů na bydlení. V roce 2006 je předpokládána průměrná míra inflace 2,8 %. K jejímu

nárůstu oproti roku 2005 přispělo hlavně zvýšení regulovaných cen energií a změny věcně usměrňovaných cen. Pro rok 2007 se očekává zvýšení průměrné míry inflace na 3,0 %.

Trh práce byl v 1. pololetí 2006 ovlivněn vysokou dynamikou ekonomického růstu. Počet zaměstnaných osob se dále zvyšoval, ubývalo nezaměstnaných a rostla pracovní síla i ekonomická aktivita. Růst mezd ve 2. čtvrtletí předstihl růst produktivity práce, zatím však nebyl významným prvkem ohrožujícím cenovou stabilitu. Průměrná míra nezaměstnanosti by měla v průměru roku 2006 poklesnout na hodnotu 8,2 % a na 7,6 % v roce 2007.

Pozitivní vývoj obchodní bilance vyplývá z příznivého působení volného pohybu zboží po vstupu ČR do EU a z náběhu nových exportních kapacit odvětví zpracovatelského, zejména automobilového průmyslu. Navíc tyto kapacity ve stále větší míře využívají služeb tuzemských subdodavatelů, což vede k substituci dovozů. Příznivě působilo i zlepšení ekonomické situace zemí eurozóny. I přesto se zlepšování přebytku salda obchodní bilance v 1. čtvrtletí 2006 výrazně zpomalilo a ve 2. čtvrtletí 2006 došlo po více než dvou letech růstu k meziročnímu poklesu. Největší měrou k tomu přispěly vysoké ceny ropy a plynu, což se projevuje v narůstajícím schodku palivové části obchodní bilance. V budoucnu se hladina cen ropy bude udržovat na vysoké úrovni, i když se nepředpokládá její další růst. Očekává se, že saldo obchodní bilance v roce 2006 dosáhne 45 mld. Kč. V roce 2007 by se přebytek měl při udržení současných pozitivních tendencí a odeznění vlivu růstu cen paliv zvýšit na přibližně 60 mld. Kč.

Vstup České republiky do třetí fáze hospodářské a měnové unie

Hospodářská a měnová unie je proces harmonizace hospodářských a měnových politik členských států EU s výhledem na zavedení jednotné měny euro. Byla tématem jedné ze dvou mezivládních konferencí, které uzavřely svá jednání v Maastrichtu v prosinci 1991. Maastrichtská smlouva stanovila, že hospodářská a měnová unie bude realizována ve třech etapách. První etapa zahrnovala volný pohyb kapitálu mezi členskými státy, užší spolupráci hospodářských politik a užší spolupráci mezi centrálními bankami. Druhou etapou bylo sblížení hospodářských a měnových politik členských států a vytvoření Evropského měnového institutu a Evropské centrální banky (ECB) v roce 1998. Třetí etapou bylo nevratné zafixování směnných kursů a zavedení jednotné měny na zahraničních trzích a pro elektronické platby, následované zavedením bankovek a mincí eura.

K zajištění udržitelné směnitelnosti nutné pro dosažení hospodářské a měnové unie stanovuje smlouva pět konvergenčních kritérií, která musí být splněna každým členským

státem předtím, než může vstoupit do třetí fáze. O tom, zda jsou kritéria splněna, rozhodují ve svých zprávách Evropská komise (EK) a ECB. Konvergenčními kritérii jsou:

- míra inflace smí převyšovat úroveň tří zemí EU s nejnižší inflací nejvýše o 1,5 %;
- poměr schodku veřejných financí a hrubého domácího produktu nesmí překročit 3 %;
- poměr veřejného dluhu a hrubého domácího produktu nesmí překročit 60 %;
- měnový kurz musí být poslední dva roky před vstupem součástí měnového mechanismu ERM II⁸ Evropského měnového systému a nesmí se nadměrně vychylovat mimo stanovené flukтуаční pásmo;
- dlouhodobé nominální úrokové míry nesmí o více než dva procentní body přesáhnout úrokové míry tří členských států s nejlepší cenovou stabilitou.

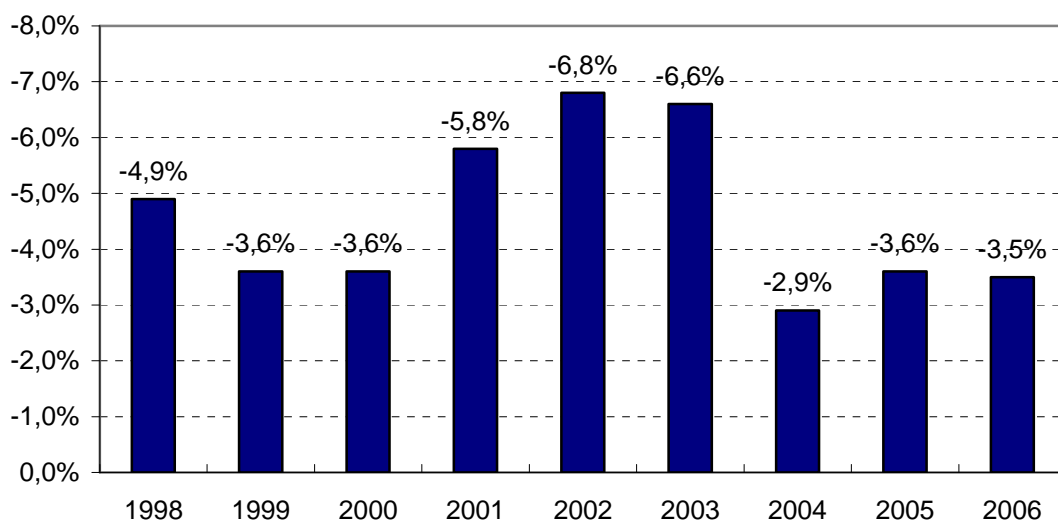
Konvergenční kritéria mají zajistit, aby hospodářský rozvoj v rámci hospodářské a měnové unie byl vyvážený a nezpůsobil vznik jakéhokoli napětí mezi členskými státy. První dvě kritéria vztahující se k rozpočtovému schodku a veřejnému dluhu musí být dodržována i po vstupu do třetí fáze. Působení makroekonomických nástrojů by tedy mělo být v budoucnosti podřízeno vývoji umožňujícímu splnění těchto konvergenčních kritérií.

Kritérium cenové stability se v letech 2005 a 2006 daří ČR plnit, ale podle výhledu ČNB je v případě zachování současného inflačního cíle ve výši 3 % budoucí porušení kritéria velmi pravděpodobné. Dále pak jeho dosažení závisí na vývoji samotné referenční hodnoty kritéria. U ní při současné interpretaci nelze vyloučit výkyvy směrem dolů znesnadňující jeho splnění.

Kritérium udržitelnosti veřejných financí ČR neplní. Návrh státního rozpočtu na rok 2007 a navazující Střednědobý rozpočtový výhled na r. 2008 – 2009 nevytváří pro plnění tohoto kritéria předpoklady. Udržitelné snížení deficitu veřejných rozpočtů pod úroveň 3 % HDP se sice podle Konvergenčního programu 2005 očekávalo od roku 2008, předložené návrhy jsou však s tímto záměrem v rozporu. Fiskální vývoj potvrzuje, že dočasný pokles deficitu na úroveň mírně pod 3 % HDP v roce 2004 byl důsledkem mimořádných faktorů a nebyl v následujících letech udržitelný. Návrh státního rozpočtu na rok 2007 potvrzuje zhoršující se trend vývoje veřejných financí a ČR tím nedodrží konsolidační strategii, ke které se zavázala po vstupu do EU. Přehled o vývoji hodnoty tohoto kritéria nabízí graf 4.2.

⁸ Měnový mechanismus ERM II (Exchange Rate Mechanism) je mechanismus fixování měny na euro v rámci flukтуаčního pásma. V případě kurzových tlaků je setrvání kurzu v rámci flukтуаčního pásma bráněno jak národní centrální bankou, tak i ECB.

Graf 4.2 Poměr deficitu veřejných financí k HDP



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Pokud jde o oblast vládního dluhu, jeho úroveň je i při výhledu růstu v nejbližších letech stále relativně nízká a tedy významně pod referenční hodnotou 60 % HDP. Dalším rizikem z hlediska udržitelnosti vývoje veřejných rozpočtů a budoucí dynamiky vládního zadlužování jsou však odsouvané reformy zejména důchodového systému a systému zdravotní péče.

Formální vyhodnocení kurzového kritéria je možné provádět až po vyhlášení centrální parity pro kurz koruny a vstupu ČR do kurzového mechanismu ERM II.

Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb v současnosti ČR plní bez problémů. Ani orientační výhled na dalších několik let nenaznačuje problémy v této oblasti. Předpokladem plnění kritéria je udržení důvěry finančních trhů v úspěšnou stabilizaci veřejných financí, zajišťující jejich dlouhodobou udržitelnost. V opačném případě by mohlo dojít ke zhoršování mezinárodního ratingu ČR, zvýšení rizikové prémie u vládních obligací a tím k růstu dlouhodobých úrokových sazeb.

5. Vývoj světové ekonomiky

V roce 2000 světová ekonomika pokračovala v příznivém vývoji, jež zahájila v předcházejícím roce, přičemž významným faktorem ovlivňujícím hospodářský a sociální vývoj mnoha zemí byl výrazný růst cen ropy během roku. Spojené státy pokračovaly devátým rokem konjunktury, ale předpovědi o zpomalování, které se objevovaly od konce jara, se začaly splňovat ve 3. čtvrtletí. Hlavními důvody poklesu byl menší rozsah bytové výstavby a snížené vládní výdaje, poklesly však také investice do výroby, zařízení a softwaru. Vážné starosti vzbuzoval rekordní deficit obchodní bilance, pozitivním faktorem byl naopak rozpočtový přebytek. Ke konci roku se zpomalení amerického ekonomického růstu zdálo být nepochybné. EU jako celek byla ve své nejlepší hospodářské situaci za posledních deset let. Konjunkturální ukazatele vývoje v zemích eurozóny ve druhém čtvrtletí naznačovaly značný růst a zvýšení úrokových sazeb ECB se zdálo tuto konjunkturu potvrzovat. Poté však ukazatele růstu potvrdily, že vrchol vzestupu byl překročen a hospodářská dynamika eurozóny začala klesat. V tom se plně projevil cenové vlivy ropy a zvýšené úrokové sazby ECB. Jinak konjunktura probíhala, byť s různou dynamikou, ve všech zemích bez rozdílu.

V roce 2001 světové hospodářství pozvolna klouzalo do recese. Záříjový útok na USA a následná válka recesi sice urychlily, trend se však nezměnil. Oslabení světového hospodářského vzestupu vycházelo ze Spojených států. V průběhu roku 2001 začal být americký HDP podstatně ovlivňován stoupající nezaměstnaností, vyššími cenami za energii a trvalým poklesem hodnot na burze. Také míra úspor se ukázala jako záporná, soukromá spotřeba převýšila disponibilní příjem. Jiným záporným faktorem, zatěžujícím významně americký ekonomický růst, byl silný dolar. Jeho síla, oficiálně neustále zdůrazňovaná, vedla k vysokému dovozu a zatěžovala značně postavení vývozců. I v EU se tempo růstu HDP výrazně zpomalilo, přičemž hlubšímu propadu zabránilo jen mírné zpomalení růstu spotřeby domácností a udržování dynamického růstu služeb. I tak ale nedosáhlo takové hloubky jako pokles ekonomického růstu v USA. Ekonomika EU byla naopak citelně zasažena výrazným poklesem dynamiky světového obchodu a růstová tempa zahraničního obchodu tak byla v porovnání s rokem 2000 jen třetinová.

Charakteristickým rysem ekonomického vývoje vyspělých zemí v roce 2002 bylo úsilí směřující k útlumu vnitřních a vnějších nerovnováh vzniklých v předchozím období. Ekonomika USA byla tažena převážně spotřebou domácností a vlády a vývoj vykazoval v jednotlivých čtvrtletích značné výkyvy. Dovoz zboží a služeb sice v porovnání s předchozím rokem akceleroval a svědčil tak o nadhodnocenosti amerického dolaru, ale i tak

byla vnější rovnováha signalizovaná dalším růstem deficitu běžného účtu platební bilance slabým místem americké ekonomiky. Pokles investic se již dále neprohloubil, ale dále přerušovala averze investorů k riziku. V EU byl růst ekonomického výkonu dokonce nižší a v porovnání s předchozím rokem ještě poklesl. Prokázalo se tak, že i přes velikost a relativní uzavřenost ekonomického prostoru se nedokázala prosadit odolnost vůči vnějším šokům. Svědčil o tom zejména pokles investiční aktivity, akciových trhů a nevýraznost vývoje zahraničního obchodu. Naproti tomu na stabilitu orientovaný rámec hospodářské politiky vedl k tomu, že v porovnání s předchozími útlumovými fázemi hospodářského cyklu byly inflace i rozpočtové deficity byly významně nižší a zaměstnanost i při zpomalení rostla.

Světovému hospodářství nepřinesla novou jistotu ani porážka iráckého režimu v roce 2003, její důsledky byly značně kolísavé. Nejistota spočívala především v neustávajícím poklesu americké měny a výrazných výkyvech cen ropy. Spojené státy ale mohly být i tak v roce 2003 považovány za motor světového hospodářství. Na projevy ochablosti, jež ekonomika vykazovala zejména v první pololetí, odpovídal FED snižování úrokových sazeb. Jedním z důsledků byl však i neustálý pokles směnné hodnoty dolaru. To vyjadřovalo globální nedůvěru jak vůči americké měně, tak vůči politice Bushovy administrativy, ale úzce to souviselo především s nízkou mírou úspor na jedné a neustále se zhoršujícím deficitem běžného účtu platební bilance na druhé straně. Oživení americké ekonomiky ale i tak bylo patrné již v druhém čtvrtletí roku, definitivně byl obrat potvrzen nečekaně výraznými výsledky třetího a posléze i čtvrtého čtvrtletí. Hospodářství EU naproti tomu v první polovině roku stagnovalo a výrazně zesílená konjunktura byla všeobecně očekávána až v roce 2004. Podstatný podíl na oslabení měly především francouzská a německá ekonomika a jedním z hlavních důvodů byly odkládané nebo jen velmi zvolna zaváděné strukturální reformy.

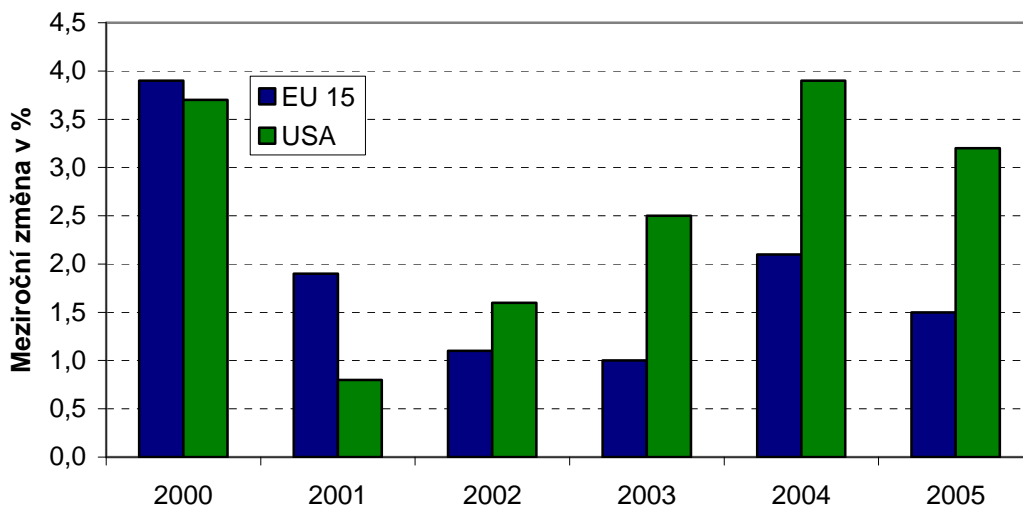
V roce 2004 světové hospodářství i navzdory tomu, že ekonomika mnohých i vyspělých zemí stagnovala, rostlo. I když se v průběhu roku dynamika zpomalovala, koncem roku hospodářský růst předstihl rok předešlý. Také v tomto roce se americké hospodářství projevovalo jako přední faktor celosvětového rozvoje, třebaže rozpočtový deficit a deficit zahraničního obchodu patřily k znepokojujícím stránkám globální ekonomiky. V USA tak v roce 2004 pokračoval rychlý hospodářský růst, ale některé z jejích základů setrvale slábly. Zadluženost domácností dosáhla historického maxima. Mzdy stoupaly pomaleji než spotřebitelské ceny, nadále klesala míra úspor, růst osobní spotřeby zůstal po většinu roku stabilní. Mimo to se v globální ekonomice stále projevovala vysoká cena ropy a další pokles směnné hodnoty amerického dolaru, jejíž tendence byla setrvale klesající. V EU-15 se po silném ekonomickém růstu v 1. polovině roku růst ve 2. polovině zpomalil. K příčinám patřilo

oslabení růstu světového obchodu, již zmíněné vysoké ceny ropy a posílení eura, jež mělo negativní vliv na export. Pozitivním rysem bylo zrychlení růstu domácí poptávky, mírné oživení investice i soukromé spotřeby.

V roce 2005 zaznamenalo světové hospodářství oproti roku 2004 jen mírné zpomalení. K hlavním rysům vývoje patřila eskalace cen ropy, zpomalení růstu světového obchodu, zachování míry globální nerovnováhy, zrychlení inflace a nastartování růstu úrokových sazeb. V USA ekonomika v roce 2005 silně expandovala a prokázala tak vysokou odolnost vůči stoupající ceně ropy a dalších komodit. To především díky soukromé spotřebě podporované příznivými podmínkami financování, stoupajícími cenami bytových nemovitostí a pokračujícímu zlepšování podmínek na trhu práce. Vzrostla zadluženost domácností, míra úspor byla záporná, podruhé během celého poválečného období. Investice v podnikatelském sektoru rostly velmi rychle, posilovaly je také příznivé podmínky financování a vysoká míra ziskovosti podniků. Nadále se zhoršila obchodní bilance, což vedlo k dalšímu prohloubení vnějšího deficitu. I evropské ekonomiky byly postiženy prudce rostoucími cenami ropy a dalších surovin. Hospodářské zotavení tak bylo slabší, než se čekalo. Domácnosti utrácely obezřetně a poměrně zdrženlivé byly také firmy v investování. Nejdynamičtější složkou růstu se tak stal opět vývoz. Rozdíl mezi potenciálním a skutečným produktem se v EU dále zvýšil.

Porovnání meziroční změny HDP ve stálých cenách v USA a EU 15 nabízí graf 5.1.

Graf 5.1 Vývoj HDP ve stálých cenách



Zdroj: Ministerstvo financí ČR

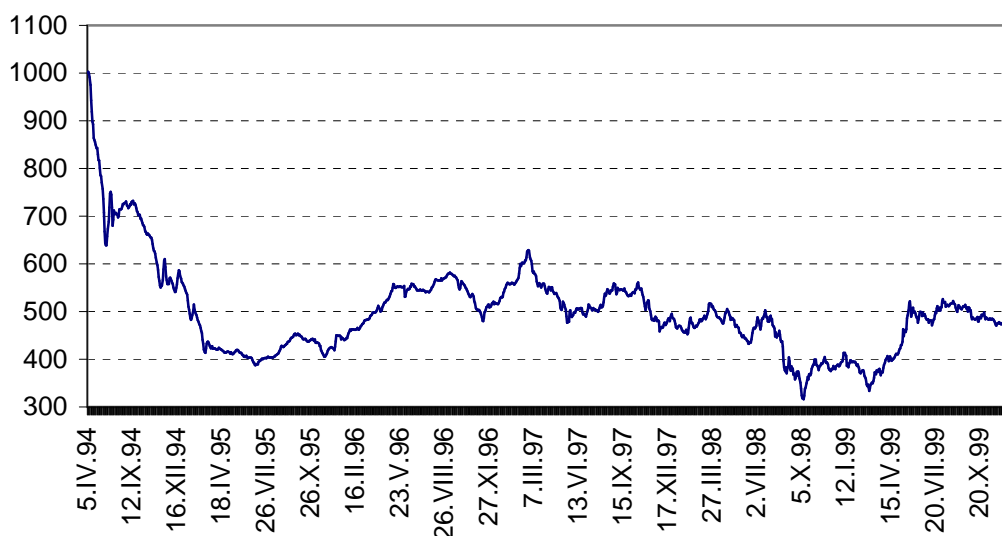
6. Vývoj na kapitálovém trhu

6.1. Vývoj na kapitálovém trhu do roku 2000

BCPP vznikla 24. listopadu 1992. V dubnu 1993 došlo k prvním obchodům, a to se 7 emisemi cenných papírů. V průběhu tohoto roku také došlo ke uvedení emisí akcií z první vlny kupónové privatizace na burzovní trh. Od 5. dubna 1994 byl zahájen výpočet oficiálního burzovního indexu PX 50. K uvedení emisí akcií z druhé vlny kupónové privatizace došlo v roce 1995, ve stejném roce bylo také zavedeno členění trhů na hlavní, vedlejší a volný trh, které byly dříve označovány jako kotovaný a nekotovaný trh. V systému SPAD bylo poprvé obchodováno v roce 1998, následující rok byl zaveden nový, kontinuálně propočítávaný, index PX-D. Celkový objem obchodů v daném období neustále rostl, a tak zatímco v roce 1995 činil 9 mld. Kč, v roce 1999 to již bylo 1187,5 mld. Kč. Podíl obchodů s akciemi a podílovými listy až do roku 1999 na úkor podílu obchodů s dluhopisy nejprve prudce stoupal a poté pozvolna klesal. Z 21 % v roce 1993 se postupně snížil na pouhých 13 %. Tržní kapitalizace dluhopisů stoukala (z 87,8 mld. Kč v roce 1995 na 231,1 mld. Kč v roce 1999), naproti tomu tržní kapitalizace akcií a podílových listů vykazovala kolísavý trend. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo s 416,2 mld. Kč v roce 1998, nejvyšší s 539,2 mld. Kč v roce 1996. Počet emisí na hlavním a volném trhu k poslednímu dni v roce vytrvale klesal. Na hlavním trhu to bylo z 82 emisí v roce 1995 na 38 emisí v roce 1999, na volném trhu byl tento trend ještě výraznější. 1676 emisí k 31. prosinci 1995 pokleslo na 168 emisí k 31. prosinci 1999. Pouze počet emisí na vedlejším trhu až na výjimku v posledním sledovaném roce rostl. V roce 1995 to bylo 6 emisí, v roce 1998 již 99 emisí. V roce 1999 se ale objevil pokles i na tomto trhu, a tak se zde k 31. prosinci nacházelo 84 emisí.

Index PX 50 dosáhl své nejvyšší hodnoty na počátku své existence. Bylo to 7. dubna 1994 s 1002,4 body, naopak svého dna se dotkl 8. října 1998 s 316 body. Ve vývoji indexu lze v daném období vyzorovat tři výrazné vrcholy a dvě výrazná dna. První vrchol proběhl ihned na počátku výpočtu indexu pod vlivem ukončení první vlny kupónové privatizace a velké expanze zahraničních investorů. V první polovině roku 1995 se objevil první propad. Zapříčiněn byl především snížením důvěry zahraničních investorů v rozvíjející se ekonomiku a očekáváním nových investičních příležitostí ohledně uvedení akcií z druhé vlny kuponové privatizace. Následoval pozvolný růst, který byl ale v roce 1998 a 1999 opět přerušen dalším poklesem. V samotném závěru roku 1999 došlo k oživení, které odstartovalo rekordní nárůst českého akciového trhu na počátku roku 2000. Vývoj indexu PX 50 přibližuje graf 6.1.

Graf 6.1 Vývoj indexu PX 50 od 5.4.1994 do roku 2000



Zdroj: BCPP

Trh RM-S byl otevřen 24. května 1993. V únoru 1994 byla otevřena průběžná aukce a od roku 1995 bylo možné obchodovat pouze v ní. Periodická aukce, která byla nosným typem v letech 1993 a 1994, byla zrušena. 3. dubna 1994 byl poprvé zveřejněn index PK 30. V dalších letech probíhala stabilizace systému, v roce 1998 zahájili na trhu svou činnost tvůrci trhu, tzv. market makeři. Celkový roční objem obchodů až do roku 1998 vytrvale rostl. V tomto roce bylo dosaženo maxima s 215,6 mld. Kč, v následujícím roce dochází poprvé k poklesu na 181 mld. Kč. Počet obchodovaných titulů od roku 1993 také rostl. Zatímco v roce 1993 to bylo 1129 titulů, v roce 1996 to bylo již 2165 titulů. Poté však dochází také ke snížení, a to až na 1628 titulů v roce 1999.

Nejnižší hodnoty indexu PK 30 k poslednímu dni v roce bylo dosaženo s 564,6 body v roce 1998, nejvyšší s 719,91 body v roce 1994. V květnu 1994 index vystoupal až na 1030,80 bodů, přičemž této hodnotě se ve sledovaném období již nikdy nijak výrazně nepřiblížil. Naproti tomu absolutní minimum 446,78 bodů hodnota indexu vykazovala v říjnu 1998.

6.2. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2000

Po krátkém jarním oživení, kdy vyvrcholila nákupní horečka v oblasti technologických akcií, následovala korekce a po většinu zbývajících měsíců roku 2000 indexy globalizovaných kapitálových trhů převážně klesaly. Americký technologický index Nasdaq Composite za celý rok propadl o 33,4 % a korigoval tak předchozí vysoký růst (86 % v roce 1999), index Dow

Jones oslabil o 6,2 %. Londýnský FTSE si odepsal 10,2 %, německý DAX 8,7 % a pařížský CAC 40 pouhých 0,6 %. Maďarský BUX propadl o 11,6 %, polský WIG klesl o 1 %.

Celkový objem transakcí uskutečněných na tuzemských veřejných (regulovaných) trzích v roce 2000 klesl meziročně o 6,2 % a dosáhl 1283,6 mld. Kč. Pokračoval růst podílu burzy na celkových objemech obchodování. BCPP zajistila s 1222,8 mld. Kč 95,3 % celkového objemu obchodů, RM-S zabezpečil pouhé 4,7 % transakcí (60,8 mld. Kč).

Na BCPP celkový objem všech obchodů po rekordním meziročním nárůstu v 1. čtvrtletí o 48,9 % a následné korekci meziročně vzrostl o 3 %. Tržní kapitalizace akcií a podílových listů meziročně klesla o 7,7 %, a činila tak u 151 emisí 442,9 mld. Kč. Objem obchodů s akciemi a podílovými listy vzrostl díky rekordnímu nárůstu v 1. čtvrtletí meziročně o 61,6 % a dosáhl hodnoty ve výši 264,1 mld. Kč. Po čtyřech letech poklesu tak opět zvýšil svůj podíl na celkovém objemu obchodů, a to o 7,8 p. b. na 21,6 % všech transakcí na úkor objemu obchodů s dluhopisy. Ten poklesl o 6,4 % a činil s podílem 78,4 % 958,7 mld. Kč. Tržní kapitalizace dluhopisů si zachovávala převážně růstový trend, když meziročně vzrostla o 21,2 % a činila u 94 emisí 280,1 mld. Kč. Na celkovém objemu obchodů s dluhopisy se bankovní dluhopisy podílely 37,6 %, státní dluhopisy 37,0 % a podnikové dluhopisy 20,8 %. Na hypoteční zástavní listy připadalo 3,8 % a na komunální dluhopisy 0,8 % celkového ročního objemu obchodů.

Hlavní trh BCPP zůstal s podílem 77,4 % nadále nejpreferovanějším, volný trh obsáhl 17,3 % a nejméně transakcí (5,3 %) zajistil vedlejší trh. Koncem roku se na hlavním trhu obchodovalo 35 emisí, 71 emisí na vedlejším a 139 emisí na volném trhu.

Index PX 50 dosáhl enormního nárůstu v 1. čtvrtletí, a to z počátečních 489,7 bodu až na maximum 691,0 bodu 24. března, kdy vrcholila světová euforie kolem technologických a telekomunikačních akcií. Od dubna byl tento nárůst vystřídán převážně sestupným trendem až na roční cenové dno 409,9 bodu (30. listopadu). Po prosincové částečné korekci index zakončil rok na hodnotě 478,5 bodu a meziročně tak oslabil o 2,3 %. V bázi indexu bylo vyměněno 14 emisí, z toho jedna mimo termíny periodických aktualizací. Převládajícím důvodem bylo očekávané vyřazení emise z obchodování na burze.

Bázi indexu PX-D opustily v roce 2000 dvě emise. Emise IPB byla z báze vyřazena z důvodu pozastavení obchodování a emise IPS Praha z důvodu ukončení obchodování v segmentu SPAD. Báze indexu byla poté na konci roku tvořena šesti emisemi (Česká spořitelna, České radiokomunikace, Český Telecom, ČEZ, Komerční banka a Unipetrol) a podílela se na objemu obchodů akciového trhu přibližně 91 %. Hodnota indexu meziročně vzrostla o 5,3 % a uzavírala na 1366,0 bodech.

V RM-S byly v roce 2000 celkově realizovány obchody za 60,8 mld. Kč, což znamená pokles na třetinu objemu roku 1999. Meziročně o 61,6 % na 36,9 mld. Kč, tj. 60,6 % celkového objemu obchodů poklesly obchody s akciemi a podílovými listy, obchody s obligacemi o 71,8 % na 23,9 mld. Kč, tj. 39,4 % celkového objemu obchodů. Index PK 30 uzavíral rok na hodnotě 724,8 bodu, meziročně tedy posílil o 1,6 %. Na konci roku se na trhu RM-S nacházelo 1257 emisí tzn. že počet emisí na mimoburzovním trhu byl oproti BCPP několikanásobný.

6.3. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2001

Přes snahu řady centrálních bank zabránit destabilizaci oslabeného finančního systému a dalšímu prohloubení recese a přes pozitivní obrat akciových trhů ve 4. čtvrtletí a závěrečný růst všechny významné akciové indexy vykázaly za rok 2001 ztráty. Pařížský CAC 40 propadl o 21,9 %, index Nasdaq Composite o 21,5 %, německý DAX o 18,8 %, londýnský FTSE oslabil o 15,8 %, polský WIG klesl o 22,6 % a maďarský BUX o 8,5 %. Po roce 2000, kdy v jeho druhé polovině došlo ke splasknutí bubliny u nadhodnocených technologických akcií, byl tedy rok 2001 druhým rokem postupného poklesu jejich cen.

Z celkového objemu obchodů na veřejných (regulovaných) trzích, který meziročně vzrostl o 56,3 % na 2006,6 mld. Kč zajistila BCPP již 98,8 % (1987,2 mld. Kč). Zbývající 1,2 % transakcí pokryl RM-S s obchody v hodnotě 19,4 mld. Kč.

Celkový objem obchodů s cennými papíry na BCPP vzrostl meziročně o 62,5 %, avšak pouze díky rekordnímu objemu obchodů s dluhopisy, kterým, v souladu s trendem na globálních trzích, dávali investoři přednost před rizikovějšími akciemi. Obchody s akciemi a podílovými listy po rekordním růstu v roce 2000 kopírovaly situaci na světových kapitálových trzích, kde vládla negativní nálada, a meziročně propadly o 51,2 % na 128,8 mld. Kč. Snížily tak svůj podíl na obchodování a zabezpečily již jen 6,5 % všech transakcí. Tržní kapitalizace akcií a podílových listů vykazovala klesající trend, a to v návaznosti na ztráty a pokles likvidity trhu, a u 102 emisí, tj. o 49 emisí méně oproti roku 2000, činila 340,3 mld. Kč. Obchody s dluhopisy se meziročně zvýšily celkem o 51,6 % na 1858,4 mld. Kč, což byl nejvyšší objem od počátku obchodování na BCPP. Posílily tak svůj podíl na burzovních transakcích o 15,1 p. b. a zabezpečily již 93,5 % obchodů. Jejich tržní kapitalizace, která si zachovala růstový trend, u 84 emisí dosahovala 319,4 mld. Kč. Na rekordním celkovém objemu obchodů se státní dluhopisy podílely 72,7 %, podnikové dluhopisy 13,3 %, bankovní dluhopisy 13,3 %. Na hypoteční zástavní listy připadlo 1,1 % a na komunální dluhopisy 0,5 % celkového ročního objemu obchodů.

Nejvíce transakcí se opět realizovalo na hlavním trhu, který se na celkovém objemu obchodů podílel 90,7 %, vedlejší trh obsáhl 4,7 % a nejméně transakcí (4,6 %) zajistil volný trh. Na hlavním trhu k 31. 12. 2001 zůstalo 33 emisí, na vedlejším 62 a na volném trhu 91 emisí.

Index PX 50 prodloužil krátkodobý růst pouze první tři lednové týdny a ročního maxima 515,1 bodu dosáhl 19. ledna. Poté opět pokračoval až do září v dlouhodobém sestupném trendu, když 17. září spadl na 320,1 bodu. To bylo od října 1998 druhé nejhorší umístění v jeho historii. Ani obrat trendu ve 4. čtvrtletí nedokázal vymazat předchozí ztráty. Index ukončil rok na hodnotě 394,6 bodu, takže meziročně oslabil o 17,5 %. 11. prosince schválil Burzovní výbor pro burzovní obchody změny Zásad aktualizace báze indexu PX 50. Nejdůležitější změnou byla změna počtu emisí v bázi. Ten se z původních 50 emisí stal variabilním, avšak nesměl těchto 50 emisí překročit.

Dosavadní báze indexu PX-D (Česká spořitelna, České radiokomunikace, Český Telecom, ČEZ, Komerční banka a Unipetrol) se rozšířila o emisi Philips Morris ČR. Báze tak byla tvořena sedmi emisemi, jejichž podíl na celkovém ročním objemu obchodů s akciemi převýšil 97 %. Hodnota indexu meziročně poklesla o 22 % a k 31.12. dosahovala hodnoty 1065,6 bodů.

Všechny hlavní ukazatele RM-S vykazaly v roce 2001 hluboké ztráty. Celkový objem obchodů propadl meziročně o 68,1 % na 19,4 mld. Kč. Obchody s akciemi a podílovými listy se snížily meziročně o 63,3 % na 13,5 mld. Kč, tj. 69,7 % celkového objemu obchodů, a obchody s obligacemi poklesly o 75,5 % na 5,9 mld. Kč, tj. 30,3 % celkového objemu obchodů. Index PK 30 meziročně oslabil o 18,2 %, když rok ukončil na hodnotě 593 bodu. Z RM-S bylo vyřazeno 718 emisí (především v souvislosti s novelou zákona o cenných papírech), takže koncem roku bylo možné obchodovat již jen s 539 tituly.

6.4. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2002

Rok 2002 byl pro světové akciové burzy nejhorší od konce čtyřicátých let, kdy na trzích doznávaly důsledky druhé světové války. I přes pozitivní obrat ve 4. čtvrtletí, vykazaly všechny významné akciové indexy za rok 2002 hluboké ztráty. Německý index DAX propadl o 43,9 %, pařížský CAC 40 o 33,7 %, index Nasdaq Composite o 32,8 %, londýnský FTSE oslabil o 24,8 %. Střední Evropa, a zejména Rusko, výrazně překonaly výkonnost západních burz, protože jejich burzovní indexy vykazovaly opačný trend. Ruský RTSI\$ posílil o 38,1 %, maďarský BUX o 9,4 % a polský WIG o 3,7 %.

Sumární objem obchodů na domácích veřejných (regulovaných) trzích v roce 2002 dosáhl 1813,5 mld. Kč, což proti rekordnímu roku 2001 představovalo pokles o 9,6 %. Podíl obou organizátorů zůstal téměř nezměněn. Došlo pouze k nepatrnému zvýšení váhy BCPP (98,9 %, 1793,1 mld. Kč), RM-S zajišťoval 1,1 % obchodů (20,4 mld. Kč).

Rok 2002 byl prvním rokem poklesu objemu obchodů s cennými papíry na BCPP, a to o 9,8 %. Obchody s akciemi a podílovými listy se meziročně zvýšily o 53,3 % na 197,4 mld. Kč. Tento segment trhu výrazně nepoznamenala celosvětová skepse investorů z vývoje na akciových trzích. Tržní kapitalizace akcií a podílových listů také zaznamenala zvýšení a u 79 emisí činila 478 mld. Kč, tj. meziroční zvýšení o 40,5 %. Obchody s dluhopisy si zachovaly svůj vysoký podíl na celkovém objemu obchodů (89 %), i když jejich objem poklesl meziročně o 14,1 % na 1595,7 mld. Kč. Český dluhopisový trh se v roce 2002 vyvíjel v závislosti na trzích v eurozóně a USA, kde značně poklesla výkonnost dluhopisových fondů. Tržní kapitalizace dluhopisů vykazovala růstový trend. U 74 emisí vzrostla o 16,6 % a činila 372,5 mld. Kč. Stejně jako v předchozím roce se na objemu obchodů nejvíce podílely státní dluhopisy (82,9 %), podnikové dluhopisy zabezpečily 7,6 %, bankovní dluhopisy 7,5 %, hypoteční zástavní listy 1,6 % a komunální dluhopisy 0,5 % celkového ročního objemu obchodů.

Struktura obchodování se významně nezměnila, nejpreferovanějším zůstal nadále hlavní trh s podílem 90,8 %, volný trh obsáhl 5,2 % a nejméně transakcí (4 %) zajistil vedlejší trh. Na hlavním trhu se k 31. prosinci 2002 obchodovalo s 25 emisemi, na vedlejších s 59 a na volném trhu s 69 emisemi.

Index PX 50 od poloviny září 2001 a během roku 2002 převážně posiloval, kromě výkyvů v červenci a říjnu. Ročního maxima 479,4 bodu dosáhl 10. května, ale i po zbytek roku se pohyboval převážně nad hranicí 400 bodů. Polepšil si tak z výchozí hodnoty 394,6 bodu na 460,7, tj. meziroční růst o 16,8 %. Minima bylo dosaženo hned na počátku roku, kdy hodnota indexu dosahovala 387,8 bodů. Poté již pouze rostla. Nejdůležitější změnou uskutečněnou v bázi indexu bylo zařazení zahraniční emise Erste Bank⁹ do báze indexu s účinností od 2. října a uplatnění redukce vah bazických emisí.

V bázi indexu PX-D došlo ke dvěma změnám. Byla z ní vyřazena emise Česká Spořitelna z důvodu ukončení obchodování v segmentu SPAD a následného vyřazení z burzovních obchodů. K rozšíření báze došlo zařazením emise Erste Bank. Podíl těchto emisí na celkovém

⁹ Emise Erste Bank se stala první zahraniční akciovou emisí, která byla přijata na hlavní trh burzy. Tím došlo k většímu provázání českého kapitálového trhu s vyspělými, zejména západoevropskými trhy.

objemu kurzotvorných obchodů akciového trhu převýšil 95 %. Hodnota indexu se meziročně zvýšila o 9,5 % a k poslednímu dni v roce dosahovala 1166,4 bodů.

V RM-S byly v roce 2002 realizovány obchody za 20,4 mld. Kč, což představovalo meziroční zvýšení o 5,4 %. Struktura obchodů měla opačný vývoj než na BCPP, když se obchody s obligacemi se zvýšily o 45,8 % na 8,5 mld. Kč, tj. 41,9 % celkového objemu obchodů. Naopak obchody s akciemi a podílovými listy sledovaly celosvětový trend na akciových burzách a snížily se meziročně o 12,1 % na 11,9 mld. Kč, tj. 58,1 % z celkového objemu obchodů. Index PK 30 meziročně posílil o 13,4 %, když rok uzavíral na hodnotě 672,5 bodu. Znovu došlo ke snížení počtu obchodovatelných emisí, a to na 312. Hlavním důvodem byl v tomto roce zejména negativní dopad vylučování emisí, které nesplňovaly zákonné podmínky pro registraci na veřejném trhu.

6.5. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2003

V roce 2003 se na světových akciových trzích zhodnotilo očekávání lepší ekonomické situace a hlavní světové burzovní indexy za rok 2003 výrazně posílily. Index Nasdaq Composite posílil o 50,5 % a index S&P 500 o 26,1 %. V západní Evropě se nejlépe dařilo Německu, index DAX vzrostl o 37,1 %. Pařížský CAC stoupl o 15,2 %, londýnský FTSE o 13,5 %. Významně rostly také středoevropské trhy. Polský index WIG posílil o 45,4 %, slovenský SAX o 26,9 % a maďarský BUX o 21,7 %.

I přes růst výrazný růst českého akciového trhu došlo k snížení sumárního objemu obchodů na veřejných (regulovaných) trzích na 1376,9 mld. Kč, což představovalo meziroční pokles o 24,1 %. Obchody se nadále koncentrovaly na BCPP, které vzrostl podíl na celkových obchodech na 99,3 % (1367,5 mld. Kč), na RM-S došlo ke snížení podílu na 0,7 % (9,4 mld. Kč).

Objemy obchodů s cennými papíry na BCPP v jednotlivých čtvrtletích roku 2003 téměř stagnovaly, z dlouhodobějšího pohledu však byly značně rozkolísané. Kromě celkové tendence poklesu zájmu investorů o obchodování s akciemi většiny společností registrovaných na BCPP a tím i závislosti trhu na úzkém počtu atraktivních emisí bylo razantní meziroční snížení objemu obchodů důsledkem poklesu obchodů s dluhopisy. Meziročně poklesl celkový objem obchodů na BCPP o 23,7 %. Obchody s dluhopisy sice stále dominovaly ve struktuře obchodů s 81,2 %, ale meziročně se snížil jejich objem v důsledku poklesu jejich likvidity o 30,4 % na 1110,1 mld. Kč a návazně i podíl o 7,8 %. Na trhu dluhopisů tržní kapitalizace u 81 emisí meziročně vzrostla o 35,7 %, když k 30. prosinci 2003 dosahovala 505,5 mld. Kč. Státní dluhopisy tvořily 87,1 % celkového objemu obchodů,

podnikové dluhopisy 5,6 %, bankovní dluhopisy 5,4 %, hypoteční zástavní listy 1,4 % a komunální dluhopisy 0,5 %. Obchody s akciemi a podílovými listy se meziročně zvýšily o 30,4 % na 257,4 mld. Kč jako reakce finančních trhů na pozitivní makroekonomické údaje potvrzující celosvětové oživení hospodářství. Tržní kapitalizace akcií a podílových listů meziročně vzrostla o 34,8 %, když na konci roku dosáhla u 65 emisí hodnoty 644,5 mld. Kč.

Nejvíce transakcí zajistil hlavní trh s podílem 92,1 %. Vedlejší trh realizoval 4,3 % transakcí a volný trh pouze 3,6 %. Na hlavním trhu se na konci roku obchodovalo s 32 emisemi, na vedlejším s 54 a na volném trhu s 60 emisemi.

Rok 2003 uzavřel index PX 50 na hodnotě 659,1 bodu a dosáhl tak svého více než 3,5letého maxima. Nejnižší hodnota v průběhu roku činila 459,6 bodů, a to 11. března. Index PX 50 zpevnil od počátku roku o 43,1 %, což bylo největší roční zhodnocení v historii burzy od 90. let. Český trh se tak stejně jako v roce 2002 zařadil mezi nejrychleji rostoucí trhy, přestože i většina velkých rozvinutých trhů zaznamenala v roce 2003 růst. Mimo periodických aktualizací na počátku a v polovině roku nedošlo ve složení báze k žádným mimořádným změnám.

V bázi indexu PX-D nedošlo ke změně bazických emisí, na počátku roku byla báze tvořena stále sedmi emisemi. Podíl těchto emisí převýšil na celkovém objemu kurzotvorných obchodů akciového trhu 99 %. Meziročně index vzrostl o 40,8 % na 1642,7 bodů.

V RM-S byly v roce 2003 realizovány obchody za 9,4 mld. Kč, což stejně jako u BCPP představovalo meziroční pokles, a to o 54,1 %. Negativně se projevilo především vylučování emisí z trhu, ale i redukce obchodních míst tohoto mimoburzovního organizátora trhu. V rámci meziročního poklesu celkového objemu obchodů se o 46,8 % na 6,4 mld. Kč snížil objem obchodů s akciemi a podílovými listy a o 64,3 % na 3 mld. Kč poklesl objem obchodů s dluhopisy. Obchody s akciemi a podílovými listy dominovaly s podílem 67,5 % na celkových obchodech, naopak obchody s dluhopisy dále snížily svůj podíl o 9,3 p. b. na 32,5 %. Index PK 30, stejně jako burzovní index PX 50, meziročně významně posílil. Rok uzavíral na hodnotě 947,5 bodu a zvýšil se tak o 40,9 %. V průběhu roku 2003 se snížil počet obchodovaných emisí o 80 na 232 emisí díky tomu, že byly dále zpřísněny podmínky pro udělení výjimek emisím, které neodpovídají kritériím pro registraci na veřejných trzích.

6.6. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2004

Zatímco v roce 2003 hlavní světové burzovní indexy výrazně posílily, v 1. pololetí 2004 jejich vývoj provázela výrazná volatilita, takže ho uzavřely na hodnotách pouze mírně vyšších než na konci předchozího roku. Od srpna se pak držely s malými výkyvy na stejné úrovni,

když ke konci roku pomohl trhům s akciemi rychlý pokles cen ropy. Index Nasdaq Composite tak od počátku roku posílil o 8,4 % a index S&P 500 o 9,4 %. Německý index DAX stoupl o 7,3 %, pařížský CAC 40 o 8,4 % a londýnský FTSE o 7,8 %. Naproti tomu výrazně rostly středoevropské akciové trhy. Maďarský BUX posílil o 54,7 %, slovenský SAX o 83,9 % a polský WIG o 27,2 %.

Rok 2004 byl třetím rokem poklesů obchodů na tuzemských veřejných (regulovaných) trzích, když na něm byly zrealizovány transakce celkem za 1177,0 mld. Kč a došlo tak k poklesu o 14,5 %. BCPP zajistila 99,6 % objemů obchodů, tj. za 1172,1 mld. Kč, zbytek zajistil RM-S (0,4 %, 4,9 mld. Kč)

Celkový objem obchodů na BCPP se meziročně snížil o 14,3 % a významně se na něm podílela změna struktury. Za meziročním poklesem objemu obchodů stál zejména pokles obchodů s dluhopisy o 37,6 % na 692,5 mld. Kč. I když v rámci celkového objemu obchodů s cennými papíry na BCPP dluhopisy stále dominovaly podílem 59,1 %, jejich váha postupně klesala ve prospěch obchodů s akciemi a podílovými listy. Ty během roku výrazně vzrostly. Objem jejich obchodů dosáhl rekordní hodnoty 479,7 mld. Kč, tj. meziroční nárůst o 86,4 %. Tržní kapitalizace akcií a podílových listů meziročně vzrostla o 51,4 %. Na konci roku dosáhla hodnoty 975,8 mld. Kč, přičemž počet emisí se snížil na 55. Tržní kapitalizace dluhopisů obchodovaných na burze zaznamenala oproti akciím mnohem mírnější nárůst, když vzrostla o 14,1 % na 577 mld. Kč. Počet dluhopisových emisí obchodovaných na burze přitom klesl na 79. Státní dluhopisy zabezpečily 85,0 % obchodů s dluhopisy a tvořily tak největší část těchto obchodů. Podnikové dluhopisy zabezpečily 6,5 %, bankovní dluhopisy 5,1 %, hypoteční zástavní listy 3,2 % a komunální dluhopisy 0,2 % celkového ročního objemu obchodů.

Na hlavním trhu probíhalo 89,7 % transakcí, zůstal tedy opět nejpřednostňovanějším trhem. Volný trh zajistil 5,8 % transakcí a nejméně transakcí (4,5 %) zajistil vedlejší trh. Koncem roku se na hlavním trhu obchodovalo 30 emisí, 49 emisí na vedlejší a 55 emisí na volném trhu.

Hlavní burzovní index PX 50 po prudkém růstu na začátku roku 2004 a silném květnovém výprodeji pokračoval od konce srpna v dlouhodobém růstovém trendu. Dosavadní historické maximum z dubna 1994 překonal 24. listopadu, kdy uzavřel na hodnotě 1012,9 bodu. Rok 2004 zakončil index na hodnotě 1032 bodu s rekordním meziročním přírůstkem 56,6 %. Minimální roční hodnoty 662,1 bodů bylo dosaženo opět jako v roce 2002 na počátku roku. Stejně jako v předchozím roce došlo v průběhu roku v rámci složení báze indexu pouze k pravidelným aktualizacím báze tohoto indexu.

Do báze indexu PX-D byla v průběhu roku zařazena emise Zenitva, naopak z ní byla vyřazena emise České radiokomunikace. Podíl bazických emisí tohoto indexu tvořil téměř 99,9 % na celkovém ročním objemu obchodů s akciemi. Hodnota indexu se k poslednímu dni v roce meziročně zvýšila o 55,3 % a dosahovala hodnoty 2551,1 bodů.

Obchody realizované v RM–Systému za rok 2004 výrazně propadly, a to meziročně o 47,9 % na 4,9 mld. Kč. O 90,2 % na 0,3 mld. Kč, tj. 6,1 % celkového objemu obchodů, poklesly obchody s dluhopisy. O 27,5 %, na 4,6 mld. Kč, tj. 93,9 % celkového objemu obchodů, současně poklesly obchody s akciemi a podílovými listy. Naproti tomu index PK 30 stále zlepšoval předchozí rekordy, svou hodnotou 1443,5 bodu na konci prosince 2004 meziročně posílil o 52,3 % a korespondoval tak s vývojem hlavního burzovního indexu PX 50. Počet emisí cenných papírů registrovaných na trhu se k 31. prosinci 2004 snížil na 180, přičemž podstatné bylo zrušení registrace 45 emisí akcií. Ve většině případů byla příčinnou odchodu emisí z trhu přetrvávající nechuť většiny emitentů riskovat i částečnou změnu vlastnických poměrů ve svých společnostech při volném obchodování s akciemi na regulovaných trzích.

6.7. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2005

V první polovině roku 2005 ovládly světové finanční trhy pesimistické nálady, které přinášely smíšený pohyb cen akcií na tradičních trzích. V druhé polovině roku kurzy amerických kapitálových trhů konečně začaly posilovat, takže index Nasdaq Composite za rok 2005 vzrostl o 2,3 % a index S&P 500 o 3,7 %. Výrazně lépe si vedly akcie v Evropě, když německý DAX stoupl od počátku roku o 28,3 %, pařížský CAC 40 o 24,7 %, londýnský FTSE o 17,0 %. Nejvíce však posílily indexy střední Evropy, kde se pod vlivem příznivé makroekonomické situace projevoval zvýšený zájem investorů specializovaných na středoevropský region. Maďarský BUX vzrostl o 42,1 %, polský WIG o 35,4 % a slovenský SAX o 26,5 %.

Na českých veřejných (regulovaných) trzích došlo v roce 2005 k pozitivnímu obratu, když se po třech letech poklesů zvýšil objem realizovaných transakcí na 1581,0 mld. Kč a meziročně tak vzrostl o 34,3 %. BCPP realizovala obchody za 1574,4 mld. Kč a zabezpečila tak stejně jako v předchozím roce 99,6 % celkového objemu, RM-S za 6,6 mld. Kč (0,4 %).

V roce 2005 došlo k výrazné změně struktury realizovaných obchodů na BCPP a začaly zde znovu dominovat obchody s akciemi a podílovými listy na úkor transakcí s dluhovými cennými papíry. Rok 2005 se také stal pro akciový trh pražské burzy nejúspěšnějším obchodním rokem v historii, když majitele změnily akcie za rekordní hodnotu 1041,2 mld. Kč

a bylo tak dosaženo nárůstu 117,1 % a podílu 66,1 % na veškerých burzovních obchodech. Kladný vliv představovala vzrůstající aktivita domácích drobných investorů, jejichž zastoupení na trhu činilo cca 10 %. Tržní kapitalizace akciových titulů dosáhla k 31. prosinci 2005 hodnoty 1331 mld. Kč, což představovalo oproti stejnému dni předchozího roku nárůst o 36,4 %. Přitom počet obchodovaných akciových emisí na tomto trhu zaznamenal pokles na 39. Objem obchodů na trhu dluhopisů ve výši 533,2 mld. Kč se naproti tomu meziročně snížil o 23,0 % a jeho podíl na celkovém objemu obchodů činil 33,9 %. Tržní kapitalizace dluhopisů obchodovaných na burze zaznamenala oproti akciím mírnější nárůst, když vzrostla o 13,6 % na hodnotu převyšující 655 mld. Kč. Počet dluhopisových emisí obchodovaných na burze se zvýšil na 96. Na celkovém objemu obchodů s dluhopisy se státní dluhopisy podílely 89,5 %, bankovní dluhopisy 2,3 % a podnikové dluhopisy 2,5 %. Na hypoteční zástavní listy připadalo 5,6 % a na komunální dluhopisy 0,1 % celkového ročního objemu obchodů.

K 31. prosinci 2005 bylo na hlavním trhu kótováno 35 emisí cenných papírů, na vedlejším trhu 34 emisí a na volném trhu 66 emisí. Podíl transakcí realizovaných na hlavním trhu na veškerých transakcích se zvýšil na 94,6 %, podíl volného trhu tvořil 4,4 %. Podíl vedlejšího trhu byl nejnižší a tvořil 1 %.

Na nejhorší roční hodnotě 1050,6 bodů se index PX 50 ocitl ihned na začátku roku, a to 3. ledna. Silný růstový trend indexu PX 50 z počátku roku 2005 byl koncem března vystřídán stabilizační tendencí a v dalších měsících se trh vyvíjel rozkolísaně. Ve 3. čtvrtletí PX 50 navázal na rekordní prázdninové růsty a stále posouval svá historická maxima nad hranici 1400 bodů. Index nakonec vylepšil svou rekordní hodnotu až na 1478,3 bodu 4. října. Rok 2005 zakončil na 1473,0 bodech a dosaženo tak bylo meziročního nárůstu o 42,7 %. Ani v tomto roce nedošlo mimo pravidelných aktualizací k jiným výrazným změnám v bázi indexu.

Do báze indexu PX-D byla na počátku roku zařazena emise Orco a index tak byl tvořen osmi emisemi. Podíl těchto emisí převýšil na celkovém objemu kurzotvorných obchodů akciového trhu opět 99 %. V průběhu roku index PX-D poprvé ve své historii překonal hranici 3000 bodů. Na konci roku dosahoval 3731,4 bodů a meziročně se zvýšil o 46,3 %.

RM-S realizoval obchody za 6,6 mld. Kč, meziroční nárůst tedy dosahoval 34,8 %. Na tomto trhu se o 20,1 % na 5,5 mld. Kč zvýšily obchody s akciemi a podílovými listy, obchody s obligacemi stouply na 1,1 mld. Kč a meziročně tak vzrostly téměř čtyřikrát. Obchody s akciemi a podílovými listy převažovaly s podílem 83,3 % na celkových obchodech, podíl obchodů s dluhopisy činil 16,7 %. Významnou událostí bylo spuštění volného trhu RM-S ve 3. čtvrtletí a s tím spojený návrat vybraných, v minulosti z obchodování vyřazených, emisí na

kapitálový trh. Index PK 30 s hodnotou 2364,98 opět meziročně výrazně posílil, a to o 63,8 %. Nadále se snižoval počet emisí, se kterými bylo možno na trhu obchodovat. Tento negativní trend zesílil zejména po přijetí novely obchodního zákoníku umožňující velkým vlastníkům akcií tzv. vytěsněním odkoupit od minoritních akcionářů jejich akcie. Koncem roku tak bylo na trhu kótováno celkem 123 emisí.

6.8. Vývoj na kapitálovém trhu v roce 2006 a odhad budoucího vývoje

Pro BCPP byl rok 2006 pro pražskou burzu velmi úspěšný. Na trh bylo mj. uvedeno sedm emisí investičních certifikátů, dvě série futures a emise warrantů. S prvními emisemi investičních certifikátů bylo zahájeno obchodování dne 4. října 2006 a jejich objem obchodování dosáhl 5,2 mil. Kč. Emise futures, se kterými bylo zahájeno obchodování 5. října, dosáhly celkového objemu 32,2 mil. Kč. S warranty bylo zahájeno obchodování 11. prosince, ale do konce roku nebyl uzavřen žádný burzovní obchod.

Objem obchodů s akciemi a podílovými listy meziročně sice poklesl o 18,5 % na 849,0 mld. Kč, ale i tak se jednalo o druhou nejlepší historickou hodnotu od vzniku burzy. Počet emisí se k 31. prosinci také snížil, a to na 32. Tržní kapitalizace naopak meziročně vzrostla o 19,6 % na 1592,0 mld. Kč. Objem obchodů s dluhopisy vzrostl o 12,3 % na 598,9 mld. Kč, čímž byl zvrácen dosavadní klesající trend, který se udržoval již od roku 2001. Také počet emisí se zvýšil, a to na 110, a jednalo se tak o druhý rok růstu. Státní dluhopisy zabezpečily 90 %, hypoteční zástavní listy 6 %, podnikové dluhopisy 2,1 %, bankovní dluhopisy 1,8 % a komunální dluhopisy 0,01 % celkového ročního objemu obchodů s dluhopisy.

Podíl hlavního trhu se nadále zvýšil na, a to na 94,9 %. Volný trh obsáhl 4,3 % a nejméně transakcí (0,8 %) zajistil vedlejší trh. Koncem roku se na hlavním trhu obchodovalo 38 emisí, 26 emisí na vedlejším a 78 emisí na volném trhu.

V oblasti burzovních indexů byly v roce 2006 provedeny výrazné změny. Indexy PX 50 a PX-D byly k 20. březnu nahrazeny jediným indexem PX, který převzal historii indexu PX 50. Index PX uzavřel rok 2006 na hodnotě 1588,9 bodu a meziročně vzrostl o 7,9 %. 6. ledna překonala závěrečná hodnota indexu PX 50 prvně hranici 1500 bodů, 5. prosince byla u indexu PX překročena hranice 1600 bodů. Historicky maximální závěrečné hodnoty 1626,1 bodu dosáhl index 18. prosince, minima 1166,6 bodů 13 června.

V roce 2007 očekávají analytici nárůst indexu PX přibližně o 10 %, index by mohl v prosinci 2007 uzavírat na hodnotě 1700 až 1750 bodů. Klíčovými faktory ovlivňujícími vývoj na BCPP by měly být zisky společností, nové emise, makroekonomický vývoj

a politická situace. V rámci ní lze jmenovat především negativní dopady politické nestability na akcie, vývoj veřejných financí a popřípadě reformy veřejných financí a jejich dopady na jednotlivé tituly. Důležité budou i mj. změny úrokových měr a změny měnových kurzů, vývoj cen nemovitostí, vstup nových členů do EU či změny regulace odvětví, vynechat nelze i vnější faktory. Všeobecný trend na českém kapitálovém trhu v roce 2007 bude zřejmě pod vlivem velkých zahraničních trhů, s tím, že se budou u jednotlivých titulů prosazovat individuální události. Odhaduje se také, že česká ekonomika bude v tomto roce zpomalovat svůj růst jen minimálně, a tak by stěžejním faktorem růstu měly být především výkony jednotlivých podniků.

Objem obchodů na trhu RM-S v porovnání se srovnatelným obdobím předchozího roku poklesl v roce 2006 o 51,8 % na 2,6 mld. Kč. Obchody s akciemi a podílovými listy se snížily o 41 % na 2,58 mld. Kč a tvořily 99,9 % celkového objemu obchodů. Obchody s obligacemi poklesly o 99,7 % z původních 969 mil. Kč na 3,1 mil. Kč a jejich podíl na celkovém objemu obchodů činil 0,1 %. Nadále pokračovalo pozvolné snižování počtu emisí na trhu, a tak na konci 1. čtvrtletí s na trhu nacházelo 120 emisí, na konci 2. čtvrtletí 111 a na konci 3. čtvrtletí 110 emisí. Dosavadní index tohoto trhu PK 30 byl 17. července nahrazen indexem RM. Na konci 1. čtvrtletí roku uzavíral ještě index PK 30 na 2495,07 bodech a jednalo se tak o 48 %ní nárůst ve srovnání se stavem ke stejnému dni minulého roku. Na konci 2. čtvrtletí to bylo 2281,89 bodů a 32 % a ve 3. čtvrtletí již index RM ukončoval na 2294,94 bodech. Zde se však již jednalo o pokles o 2,8 %.

Na rok 2007 plánuje RM-S uvedení několika zahraničních akciových emisí obchodovatelných v korunách. To by mělo znamenat zvýšení konkurenceschopnosti a atraktivity mimoburzovního trhu u investorů. Mělo by se jednat řádově o deset až dvacet emisí. Zpočátku by měly být dostupné zahraniční emise, které se již obchodují na BCPP, později by měly následovat akcie významných zahraničních firem, které působí i v ČR. Konečným cílem je zvýšení likvidity většiny titulů, která je doposud poměrně nízká.

7. Vztah mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu

Jako indikátor reprezentující vývoj na kapitálovém trhu ČR v období 2000 – 2005 byl vybrán index PX 50. Nejprve je nutné přehledně uspořádat konečné čtvrtletní hodnoty tohoto indexu a pro lepší přehlednost i jeho roční hodnoty a roční procentní změny. Tyto hodnoty jsou uvedeny v tabulkách 7.1 a 7.2.

Tab. 7.1 Vývoj indexu PX 50 – roční

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Hodnota indexu k 31. 12.	478,5	394,6	460,7	659,1	1032,0	1473,0
Roční změna (v %)	-2,29	-17,53	16,75	43,06	56,58	42,73

Zdroj: BCPP

Tab. 7.2 Vývoj indexu PX 50 – čtvrtletní

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	644,2	524,8	501,6	478,5
Rok 2001	425,5	417,7	331,9	394,6
Rok 2002	428,7	412,6	442,0	460,7
Rok 2003	492,8	535,1	602,0	659,1
Rok 2004	823,8	793,5	875,4	1032,0
Rok 2005	1168,4	1210,1	1453,7	1473,0

Zdroj: BCPP

Nyní následuje vlastní porovnání vývoje jednotlivých faktorů s vývojem na tuzemském kapitálovém trhu.

7.1. Reálný výstup ekonomiky

Vývoj ekonomiky ČR v jednotlivých letech sledovaného období je přiblížen již v úvodu této práce a tvoří tak jedno z jejích východisek. Nejlepším ukazatelem vývoje ekonomiky je HDP. Protože i jeho vlastnímu vývoji a vývoji jak jeho poptávkové strany, tak i strany nabídky byla v kapitole Makroekonomický vývoj věnována dostatečná pozornost, tabulka 7.3 uvádí pouze čtvrtletní HDP v běžných cenách. Nízká inflace jím ve sledovaném období umožňuje nahradit reálný HDP.

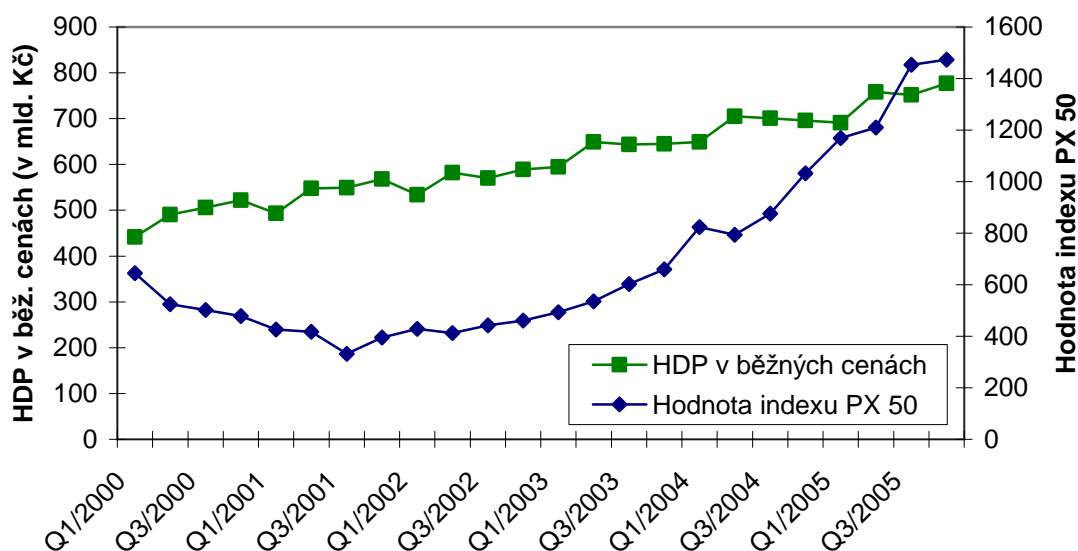
Tab. 7.3 HDP v běžných cenách – čtvrtletní (v mld. Kč)

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	441,4	490,3	505,8	522,2
Rok 2001	493,6	547,5	548,9	567,9
Rok 2002	534,0	582,3	569,9	589,4
Rok 2003	594,4	649,4	643,8	644,8
Rok 2004	648,8	705,1	700,8	696,3
Rok 2005	691,1	757,9	752,1	777,0

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Přehled o vývoji čtvrtletního HDP v běžných cenách a hodnoty indexu PX 50 k poslednímu dni čtvrtletí poskytuje graf 7.1. HDP pozvolna roste.

Graf 7.1 Vývoj HDP a indexu PX 50



Zdroj: Ministerstvo financí ČR, BCPP

$$r_{yx} = 0,82$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o poměrně vysokém stupni přímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat přímý těsný vztah mezi vývojem HDP v běžných cenách a vývojem indexu PX 50. Akciové kurzy kopírují vývoj ekonomické aktivity. Při ztotožnění reálného výstupu ekonomiky s jeho očekávaným růstem by bylo možné vysledovat transmisní mechanismus vlivu očekávaného růstu reálného výstupu ekonomiky na akciové kurzy. Při očekávání růstu ekonomiky rostou očekávané příjmy, díky tomu roste vnitřní hodnota akcie a v závislosti na ní poptávka po akciích. Výsledkem je růst tržní ceny akcií. Naopak při očekávané recesi, očekávané příjmy klesají, klesá i vnitřní hodnota akcie, klesá poptávka po akciích a nakonec klesá i tržní cena akcií.

7.2. Zdanění

Česká daňová legislativa prošla v období 2000 – 2005 mnohými změnami. V roce 2000 byla nejdůležitější změnou rozsáhlá novelizace zákona o daních z příjmů. Kromě pravidelného růstu nezdanitelných částek příjmů fyzických osob a rozšíření zdaňovacích pásem došlo v rozporu s koncepcí MF k přerušení poklesu sazby DP PO. V roce 2001 byla daňová politika vlády zaměřena na přizpůsobení se požadavkům EU, zejména v oblasti nepřímých daní. Z tohoto důvodu byla významně změněna legislativa u spotřebních daní, zejména u daně z tabáku a tabákových výrobků. Novelty zákona o daních z příjmů navazovaly na zákon o veřejných sbírkách, zákon o soudních exekutorech a exekuční činnosti, zákon o Konsolidační agentuře, zákon o investičních pobídkách a zákon o rozpočtovém určení daní. V roce 2002 došlo k sladění zákona o účetnictví s terminologií zákona o daních z příjmů. Úpravy se týkaly všech poplatníků, významné byly pro fyzické osoby a pro osoby provádějící operace s cennými papíry. V roce 2003 byla pro daňovou legislativu klíčová velká novela zákona o daních z příjmů, která přinesla do zákona více než 300 změn. Nová úprava implementovala dvě směrnice EU, které se týkaly oblasti přímého zdanění a dále implementovala doporučení EU o zdaňování některých příjmů plynoucích daňovým nerezidentům, reagovala na změny v oblasti účetnictví a zajišťovala nezbytnou věcnou a terminologickou provázanost s nově přijatými právními předpisy. V roce 2004 se novelizacím stejně tak jako v předchozích letech nevyhnula žádná část daňové legislativy. Došlo tak mj. k další harmonizaci zdaňování příjmů s právem EU. Změny zákona o spotřebních daních byly vyvolány potřebou upravit text zákona s ohledem na vstup do EU a uvést ustanovení do souladu s ostatními právními předpisy. V roce 2005 se do daňové oblasti se promítlo zrušení Fondu národního majetku (FNM), zákon o daních z příjmů byl mimo to ovlivněn mnohými dalšími novelizacemi, a to např. zákona o zemědělství, zákona o vysokých školách, ale také jinou novelou zákona o spotřebních daních a hlavně vlastní rozsáhlou novelou.

Zdanění korporací představuje v ČR primárně DP PO. Vývoj sazby této daně ukazuje tabulka 7.4.

Tab. 7.4 Sazba daně z příjmů právnických osob

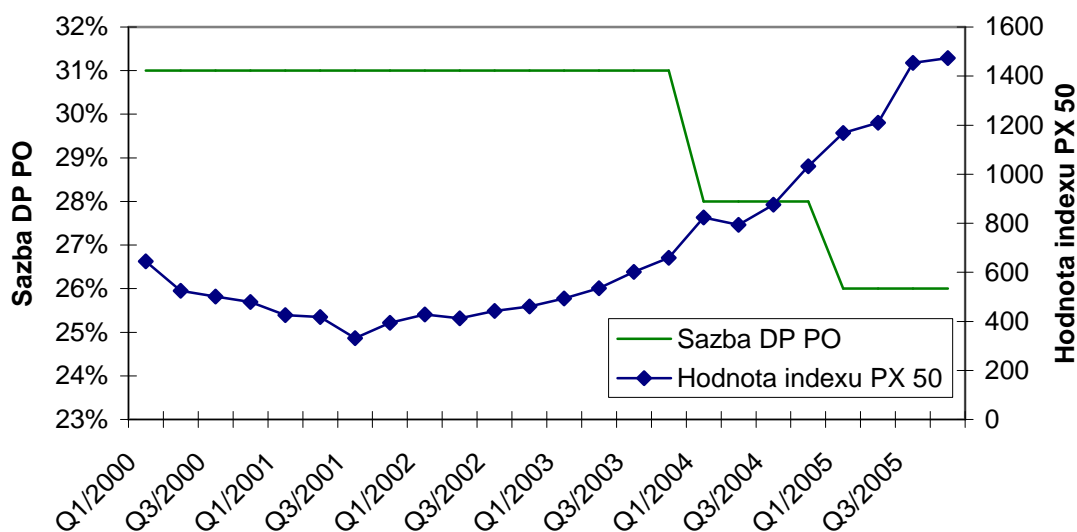
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sazba DP PO (v %)	31	31	31	31	28	26

Zdroj: ČNB

Sazba daně byla v letech 2000 – 2003 konstantní, pouze v letech 2004 a 2005 se snižovala. Porovnání sazby DP PO a hodnoty indexu PX 50 k poslednímu dni čtvrtletí

nabízí graf. 7.2. Pouze v posledních dvou letech sledovaného období byl vývoj sledovaných veličin inverzní.

Graf 7.2 Vývoj sazby DP PO a indexu PX 50



Zdroj: BCPP, ČNB

$$r_{yx} = -0,95$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o poměrně vysokém stupni nepřímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat těsný nepřímý vztah mezi vývojem sazby DP PO a hodnotou indexu PX 50. Snížení zdanění zisků akciových společností zvyšuje příjmy, zvyšuje se i očekávaný konstantní růst příjmů, v závislosti na něm vnitřní hodnota akcie, roste poptávka po akciích a tím i tržní cena akcií.

7.3. Deficit státního rozpočtu

V roce 2000 vstoupil státní rozpočet v platnost až v březnu, a to se schodkem 35,18 mld. Kč, s příjmy 592,16 mld. Kč a výdaji 627,34 mld. Kč. V rámci vlastního měsíčního hospodaření se v únoru prosadil deficitní trend a od dubna se začal prohlubovat také schodek hospodaření v kumulaci od počátku roku, který se vystupňoval až na 46,1 mld. Kč na konci roku. Skutečný deficit byl tak o 10,9 mld. Kč vyšší než schválený. V roce 2001 byl výchozím předpokladem fiskální politiky schválený schodek státního rozpočtu ve výši 48,98 mld. Kč při příjmech 636,20 mld. Kč a výdajích 685,18 mld. Kč. Lednový přebytek ve výši 18,8 mld. Kč se v kumulaci od počátku roku v průběhu 1. čtvrtletí vyčerpal a od dubna jeho hospodaření nastoupilo schodkový trend, který završilo koncem roku částkou 67,7 mld. Kč. V roce 2002 fiskální politika vycházela ze schodku státního rozpočtu ve výši 46,22 mld. Kč, s příjmy 690,40 mld. Kč a výdaji 736,62 mld. Kč. Nejvyššího

přebytku státního rozpočtu bylo s 31,5 mld. Kč dosaženo v červnu, a tato hodnota tak dokázala v kumulativním vyjádření státní rozpočet téměř vyrovnat. Poté již ale dochází k prohloubení schodku s mírným přerušením v srpnu. Konečný schodek tak dosahoval 45,7 mld. Kč. Výchozím předpokladem fiskální politiky byl schválený schodek státního rozpočtu i v roce 2003, a to ve výši 111,3 mld. Kč, státní rozpočet začínal s příjmy 684,1 mld. Kč a výdaji 795,4 mld. Kč. V kumulaci rostlo záporné saldo již od ledna, nejrychleji se prohloubilo v dubnu, naopak ke jeho poklesu došlo pouze v červnu a výraznější zpomalení bylo možné pozorovat i v říjnu. Celkové saldo nakonec dosáhlo 109,05 mld. Kč. V roce 2004 byl státní rozpočet schválen se schodkem 114,97 mld. Kč, s příjmy 754,08 mld. Kč a výdaji 869,05 mld. Kč. Poprvé v sobě zahrnoval také finanční vztahy k rozpočtu EU. V kumulativním vyjádření bylo saldo záporné od února a od dubna schodek narůstal, přes mírné zpomalení v červenci a září, až na 93,7 mld. Kč v prosinci. Skutečný schodek tak byl pod úrovní schváleného rozpočtu o 21,3 mld. Kč. Na rok 2005 byl státní rozpočet na rok 2005 schválen se schodkem 83,59 mld. Kč, s příjmy 824,83 mld. Kč a výdaji 908,42 mld. Kč. Hospodaření státní pokladny se v průběhu 1. poloviny roku 2005 vyvíjelo rozkolísaně, v červnu se trend obrátil a jeho kumulativní saldo až do listopadu vykazovalo kladné hodnoty. Výsledný schodek státního rozpočtu ve výši 56,34 mld. Kč byl nejlepším výsledkem od roku 2002.

Výši schodku státního rozpočtu v jednotlivých čtvrtletích sledovaného období kromě roku 2000 ukazuje tabulka 7.5.

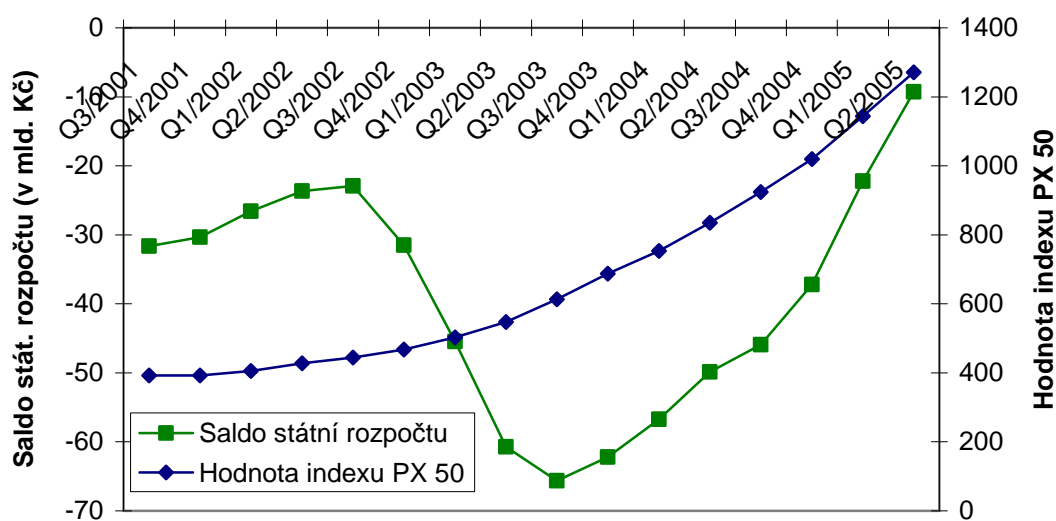
Tab. 7.5 Saldo státního rozpočtu – čtvrtletní (v mld. Kč)

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2001	2,7	-29,7	-22,6	-67,7
Rok 2002	-15,7	-0,9	-21,4	-45,7
Rok 2003	-31,8	-53,4	-80,3	-109,1
Rok 2004	-7,8	-49,7	-40,5	-93,7
Rok 2005	8,3	3,8	25,8	-56,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Protože je obtížné u těchto dat vyzorovat jakýkoli trend, je potřeba data vyrovnat čtyřčlennými centrovanými klouzavými průměry, vyrovnat je ale také nutné hodnoty indexu PX 50. Porovnání vyrovnaných hodnot nabízí graf 7.4. Vývoj salda státního rozpočtu je sice kolísavý, ale na konci období lze vysledovat jeho zvýšení, resp. snížení jeho záporných hodnot.

Graf 7.3 Vyrovnané hodnoty salda stát. rozp. a indexu PX 50



Zdroj: Ministerstvo financí ČR, BCPP

$$r_{yx} = 0,13$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o velice nízkém stupni přímé lineární statistické závislosti, který by měl indikovat nevýznamný vztah mezi zlepšením salda státního rozpočtu a růstem indexu PX 50. Rostoucí deficit státního rozpočtu financovaný emisemi státních dluhopisů zvyšuje úrokové sazby. To zvyšuje požadovanou výnosovou míru, klesá vnitřní hodnota akcie, klesá poptávka po akciích a klesá i jejich tržní cena. Klesající deficit má efekt opačný.

7.4. Peněžní nabídka

Rusmichová, Soukup a kol. (6) označují za ukazatele peněžní nabídky měnové agregáty. V české praxi se používají nejčastěji agregáty M1 a M2. Měnový (peněžní) agregát M1 tvoří oběživo, netermínované vklady a jednodenní vklady. Agregát M2 v sobě zahrnuje agregát M1 plus termínované vklady u bank a jedná se o nejsledovanější agregát. Označuje se také jako peněžní zásoba.

Ke konci roku 2000 vzrostla peněžní zásoba M2 meziročně o 6,5 %, na 1479,5 mld. Kč. Průměrné tempo růstu peněžní zásoby se snížilo a do jejího vývoje se promítl mj. pokles meziročního přírůstku čistých zahraničních aktiv a pokračující stagnace domácí úvěrové emise, od července na mírně kladných hodnotách. Růst domácích úvěrů byl podporován pouze pokračujícím trendem výrazného růstu úvěru vládnímu sektoru v důsledku zhoršujícího se hospodaření státního rozpočtu. V roce 2001 peněžní zásoba až do července zrychlovala svá meziroční tempa, od srpna však tuto tendenci opustila. Meziročně vzrostla o 12,1 % na

1659,2 mld. Kč. Na straně aktiv podporoval její růst především příliv zahraničního kapitálu, který bonitním klientům zároveň substituoval dražší domácí úvěrové zdroje. Klesal podíl domácích úvěrů, ve prospěch růstu peněžní zásoby na straně čistých domácích aktiv působil pouze v souvislosti s pokračující fiskální expanzí rostoucí úvěr vládnímu sektoru. V roce 2002 si peněžní zásoba téměř po celý rok držela trend zpomalování meziročního růstu (přerušný výkyvem na počátku 4. čtvrtletí), který v prosinci vyvrcholil historickým minimem 3,2 % na 1647,3 mld. Kč. Růst odrážel pokračující pokles domácích úvěrů, na straně aktiv byl tedy přírůstek zajištěn pouze růstem čistých zahraničních aktiv. Vývoj čistého úvěru vládnímu sektoru byl ovlivněn zhoršujícím se hospodařením státního rozpočtu a stavem vkladů FNM, ale díky převodu části prostředků z privatizace Transgasu se v závěru roku snížil. V roce 2003 peněžní agregát M2 sledoval vývoj hospodářského výkonu a ve 2. pololetí 2003 zrychlil svůj růst. Meziročně vzrostl o 7 % na 1763,3 mld. Kč. V jeho struktuře se objevil trend poklesu podílu zahraničního kapitálu na peněžní zásobě ve prospěch domácích aktiv. Růst objemu peněžní zásoby tak byl podporován především růstem domácí úvěrové emise. Jeho přírůstky korespondovaly s vývojem čistého úvěru vládnímu sektoru, který v květnu změnil svůj dosavadní trend a začal výrazně růst. V roce 2004 si peněžní zásoba udržovala vyšší tempa růstu, která v posledních měsících roku významně zvolnila. Meziroční tempo růstu činilo 4,4 %, tj. 1844,1 mld. Kč. Zhruba polovinu přílivu peněz do ekonomiky zajišťoval zahraniční kapitál, ale jeho podíl v průběhu roku kolísal. Výrazně oslabil růst domácích úvěrů a důvodem bylo zejména obnovení trendu meziročního poklesu čistého úvěru vládě v červnu 2004, který souvisel s růstem vkladů a cenných papírů v držení vlády. V roce 2005 si peněžní zásoba převážně držela trend mírnější dynamiky růstu, i když ve 4. čtvrtletí naznačila opětovný návrat k vyššímu tempu. Meziročně vzrostla o 8 % na 1992 mld. Kč. Zatímco v 1. čtvrtletí roku tvořil více než polovinu peněžní zásoby domácí kapitál, od dubna se na přílivu peněz do ekonomiky více podílel kapitál zahraniční. Slabý růst domácích úvěrů, který v polovině roku přešel dokonce v pokles, korespondoval s vývojem čistého úvěru vládě. Ten se meziročně výrazně snižoval.

Konečné čtvrtletní hodnoty peněžní zásoby M2 uvádí tabulka 7.6.

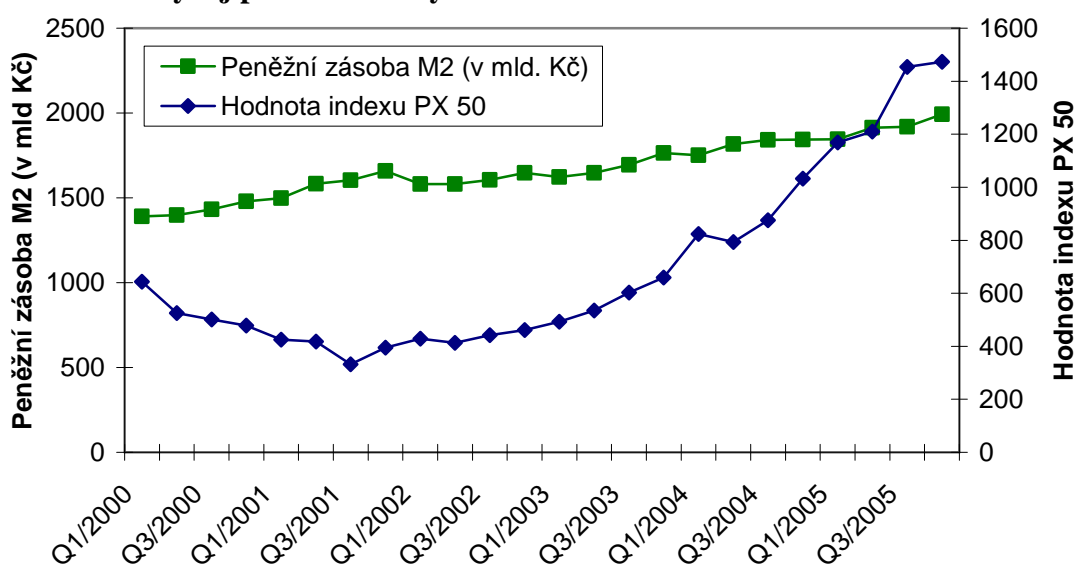
Tab. 7.6 Peněžní zásoba M2 - čtvrtletní (v mld. Kč)

	Q1	Q2	Q2	Q4
Rok 2000	1389,9	1398,8	1431,3	1479,5
Rok 2001	1498,1	1582,5	1603,7	1659,2
Rok 2002	1581,6	1580,5	1605,6	1647,3
Rok 2003	1621,8	1646,4	1693,6	1763,3
Rok 2004	1751,6	1817,9	1841,1	1844,1
Rok 2005	1844,9	1913,0	1919,2	1992,0

Zdroj: ČNB

Graf 7.4 pak porovnává konečnou čtvrtletní hodnotu indexu PX 50 a výši peněžní zásoby M2. Peněžní zásoba postupně rostla.

Graf 7.4 Vývoj peněžní zásoby M2 a indexu PX50



Zdroj: ČNB, BCPP

$$r_{yx} = 0,82$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o poměrně vysokém stupni přímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat těsný přímý vztah mezi vývojem peněžní zásoby (peněžní nabídkou) M2 a vývojem indexu PX 50. Růst peněžní nabídky způsobuje pokles úrokové sazby, tím se sníží požadovaná výnosová míra, vzroste vnitřní hodnota akcie, vzroste poptávka po akciích a nakonec vzroste jejich tržní cena.

7.5. Úrokové sazby

Bankovní rada ČNB rozhoduje o stanovení hodnoty tří úrokových sazeb. Limitní dvoutýdenní repo sazby, diskontní a lombardní sazby, přičemž hlavní měnověpolitickou

úrokovou sazbou je limitní dvoutýdenní repo sazba. Prostřednictvím těchto sazeb ČNB realizuje svojí měnovou politiku.

V roce 2000 byla měnová politika ČNB již třetím rokem realizována v režimu cílování inflace. Základním východiskem měnové politiky v roce 2000 byla skutečnost, že ekonomika prochází fází oživení a že lze očekávat další zrychlení jejího růstu. Vedle nejistot o míře budoucího hospodářského růstu bylo z pohledu prognóz inflace a měnověpolitického rozhodování neméně významné posouzení délky trvání a intenzity vnějšího nákladového šoku na ceny. Pro rozhodování bylo rovněž důležité ocenění vlivu řady dalších potenciálních inflačních impulsů. Postupné zveřejňování aktuálních údajů o vývoji HDP, cen ropy, vývoji v jednotlivých cenových okruzích a dalších informací ovlivňovalo v průběhu roku vnímání možné akcelerace jednotlivých inflačních tlaků. Tyto skutečnosti se odrážely v podmíněných prognózách inflace a v rozhodování o nastavení měnových nástrojů. ČNB své základní úrokové sazby a sazby povinných minimálních rezerv ale v průběhu roku nezměnila a limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repooperace (repo sazba) tak dosahovala 5,52 %, lombardní sazba 7,5 % a diskontní sazba 5 %. Pouze v prvním čtvrtletí banka reagovala intervencemi na devizovém trhu na silný apreciační trend kurzu koruny v souvislosti s přílivem zahraničního kapitálu. Další vývoj potvrdil relativně stabilní makroekonomický vývoj a prohlubující se charakteristiky nízkoinflační ekonomiky. Pro prosinec 2000 byla cílová inflace stanovena na úrovni 3,5 – 5 %, ve skutečnosti dosáhla 3,3 %.

V roce 2001 byla měnová politika ovlivněna celou řadou nepředvídatelných událostí zejména vnějšího charakteru, které do prognóz budoucího vývoje inflace vnášely vysokou míru nejistoty. Nejvýznamnějšími vnějšími faktory byl pokles zahraniční poptávky a pokles ceny ropy na světových trzích. Nejistota byla zesilována i rozporuplnými signály o vývoji domácí ekonomiky. V průběhu první poloviny roku poměrně rychlý růst české ekonomiky nevyvolával v podmínkách klesající zahraniční poptávky potřebu výrazně měnit inflační prognózy. Došlo tak pouze k jednomu snížení sazeb. Repo sazba se snížila o 0,25 p. b. na 5 %¹⁰. V polovině roku však inflační rizika začala růst a repo sazba byla zvýšena na 5,25 %. V posledním čtvrtletí inflační tlaky naopak poklesly, a to v důsledku zhoršení vyhlídek vývoje hlavních světových ekonomik a příznivého vývoje dovozních cen. Repo sazba byla snížena na 4,75 %. Zároveň koncem roku vystoupil do popředí problém výrazného posilování kurzu

¹⁰ Zároveň bylo přijato pravidlo, že diskontní sazba bude vždy stanovena o 1 p. b. níže a lombardní sazba o 1 p. b. výše než repo sazba. V roce 2001 ČNB také rozhodla o přechodu k cílování celkové inflace v podobě cílového pásma v průběhu celého roku. Vedlo ji k tomu vyhodnocení zkušeností z dosavadního cílování čisté inflace a stabilizace makroekonomického vývoje české ekonomiky doprovázená nízkoinflačním vývojem.

koruny. Inflační cíl pro prosinec 2001 byl stanoven na úrovni 2 – 4 % meziročního růstu čisté inflace, skutečná čistá inflace v prosinci 2001 činila 2,4 %, takže inflační cíl byl splněn.

Stejně jako v předchozím roce i v roce 2002 byla měnová politika ČNB ovlivňována zejména vnějšími faktory, přičemž těmi nejdůležitějšími byly pokles zahraniční poptávky a skutečný a očekávaný příliv zahraničních investic, které vytvářely značný tlak na apreciaci kurzu koruny. Z domácích nejistot bylo nejvýznamnější časování a velikost fiskálního impulsu. K poklesu repo sazby došlo v důsledku posilování kurzu již v lednu, a to nejprve na 4,5 %, poté na 4,25 %, ale postupně docházelo k dalšímu snižování sazby až na 2,75 %. V průběhu roku totiž docházelo k snižování inflační prognózy. To bylo způsobeno jak pokračujícím posilování kurzu koruny, tak postupným odkládáním předpokládaného zahraničního oživení na pozdější dobu. Později se k těmto faktorům přidal i neočekávaně nízký růst regulovaných cen a pokles cen potravin. ČNB také častěji než kdy jindy využívala devizové intervence. Inflační cíl byl stanoven v podobě klesajícího pásma, které začínalo v lednu 2002 na úrovni 3 – 5 % a končilo v prosinci 2005 na úrovni 2 – 4 %. Tento inflační cíl byl plněn pouze v prvních čtyřech měsících roku 2002, ve zbývajících měsících roku 2002 se inflace pohybovala pod cílem.

V roce 2003 prognózy inflace naznačily, že inflační tlaky jsou pod kontrolou, což umožnilo další snížení sazeb. Během prvních sedmi měsíců byla repo sazba snížena celkem třikrát, a to až na 2 %. V průběhu prvního čtvrtletí se totiž riziko odchylek od původních předpokladů jevílo stále zřetelnější. Těmito předpoklady bylo pokračující zpevnování kurzu koruny vůči dolaru, pokles cen uralské ropy a přetrvávající utlumený hospodářský a cenový vývoj v zahraničí. Prognózy inflace pro rok 2004 tak začaly ukazovat, že se po očištění o primární dopady očekávaných daňových úprav bude inflace pohybovat uvnitř cílového pásma. K výraznému snížení prognózy došlo v červenci a hlavním důvodem byl přesun předpokládaných úprav nepřímých daní do následujícího roku spolu s vývojem vnější faktorů a dopadem očekávané nižší zahraniční poptávky na vývoj produkční mezery. Po zbytek roku už k dalším zásadním změnám prognózy inflace nedošlo a ani sazby měněny nebyly. Inflace se pohybovala pod cílovým pásmem.

V polovině roku 2004 ČNB v prostředí pokračujícího ekonomického růstu i tlumené inflace ukončila více než dvouletý cyklus uvolňování domácí měnové politiky dvojím krátce po sobě jdoucím zvýšením úrokových sazeb a repo sazba tak vzrostla na 2,5 %. Vývoj inflace v zásadě odpovídal zpracovaným prognózám, výjimkou byla prognóza z dubna 2003, která naznačovala rychlý nárůst inflace v roce 2004 mírně nad horní okraj cílového pásma. Tato prognóza se však nenaplnila, a byla proto v červenci téhož roku korigována směrem dolů. Za

jejím nenaplněním stály především nižší než předpokládané úpravy nepřímých daní a regulovaných cen a neočekávaně deflační působení vnějších faktorů, zejména pak nižší poptávky, cenového růstu v zahraničí a pevnějšího kurzu eura i koruny k americkému dolaru. Následující prognózy již tyto nové skutečnosti zohlednily. Inlace v roce 2004 mírně vzrostla a dostala se do cílového pásma. Její růst ovlivňovaly především úpravy nepřímých daní a ty byly i faktorem růstu celkových inflačních očekávání ovlivněných i obecnějšími obavami veřejnosti z cenových dopadů vstupu do EU.

V roce 2005 vytvářel rámec měnové politiky pokračující růst ekonomiky bez výraznějších tlaků na zvyšování cen spolu s dlouhodobě silnou korunou. V první polovině roku, kdy inflace zpomalovala a koruna zhodnocovala, zmírňovala ČNB měnové podmínky snížením svých úrokových sazeb, vždy o 0,25 p. b. Repo sazba se tak dostala až na historické minimum 1,75 %. K poslední úpravě, a tím k prvnímu zvýšení po více jak roce poklesu, přistoupila ČNB v posledním čtvrtletí, kdy byla repo sazba zvýšena na 2 %. Vývoj inflace byl nižší, než indikovaly prognózy. K jejímu výraznému zpomalení přispěly především meziročně klesající resp. jen velmi mírně rostoucí ceny potravin. V menší míře působil také relativně pomalý růst korigované inflace bez pohonných hmot odrážející vývoj cen průmyslových výrobců a dovozní cen. Opačným směrem naopak působily regulované ceny a ceny pohonných hmot ovlivněné vysokými a po většinu roku rostoucími cenami energetických surovin na světových trzích. V prvních osmi měsících se inflace pohybovala pod dolní hranicí cílového pásma a ve zbývajících měsících roku se nacházela v jeho dolní polovině.

V tabulce 7.7 jsou uspořádány hodnoty dvoutýdenní repo sazby na konci čtvrtletí každého roku v období 2000 – 2005.

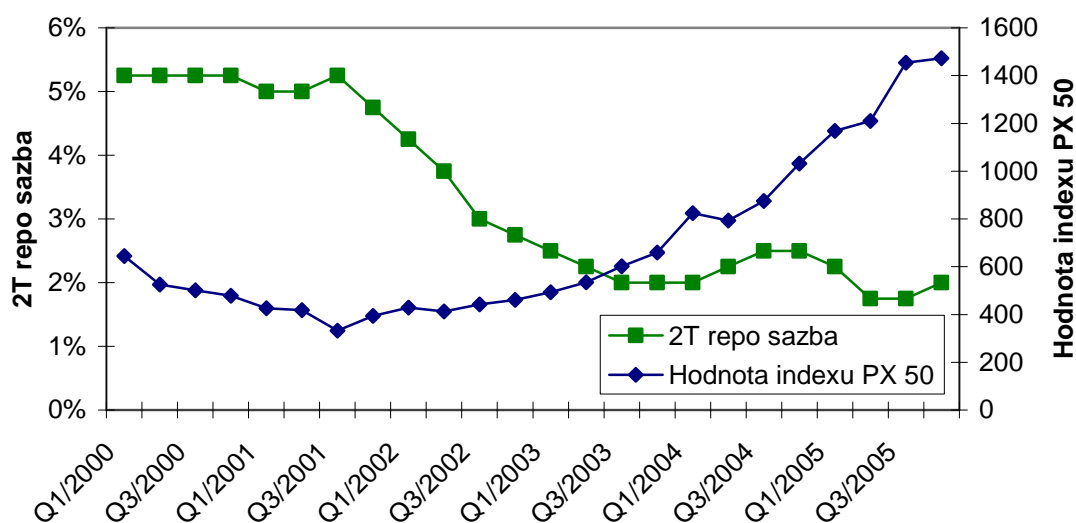
Tab. 7.7 Dvoutýdenní repo sazba – k poslednímu dni čtvrtletí (v %)

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	5,25	5,25	5,25	5,25
Rok 2001	5	5	5,25	4,75
Rok 2002	4,25	3,75	3	2,75
Rok 2003	2,5	2,25	2	2
Rok 2004	2	2,25	2,5	2,5
Rok 2005	2,25	1,75	1,75	2

Zdroj: ČNB

Graf 7.5 porovnává konečnou čtvrtletní hodnotu 2T repo sazby a hodnotu indexu PX 50 k poslednímu dni čtvrtletí. Úroková sazba se až na výjimky snižovala.

Graf 7.5 Vývoj 2T repo sazby a indexu PX 50



Zdroj: ČNB, BCPP

$$r_{yx} = -0,65$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o středním stupni nepřímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat střední nepřímý vztah mezi vývojem dvoutýdenní repo sazby a vývojem indexu PX 50. Pokles úrokových sazeb snižuje požadovanou výnosovou míru, zvyšuje se vnitřní hodnota akcie, zvyšuje se poptávka po akciích a tím se zvyšuje i tržní cena akcií.

7.6. Inflace

Protože vývoj inflace byl detailně popsán v kapitole Makroekonomický vývoj, tabulka 7.8 uvádí pouze čtvrtletní hodnoty roční procentní změny spotřebitelských cen, které byly vybrány jako její ukazatel.

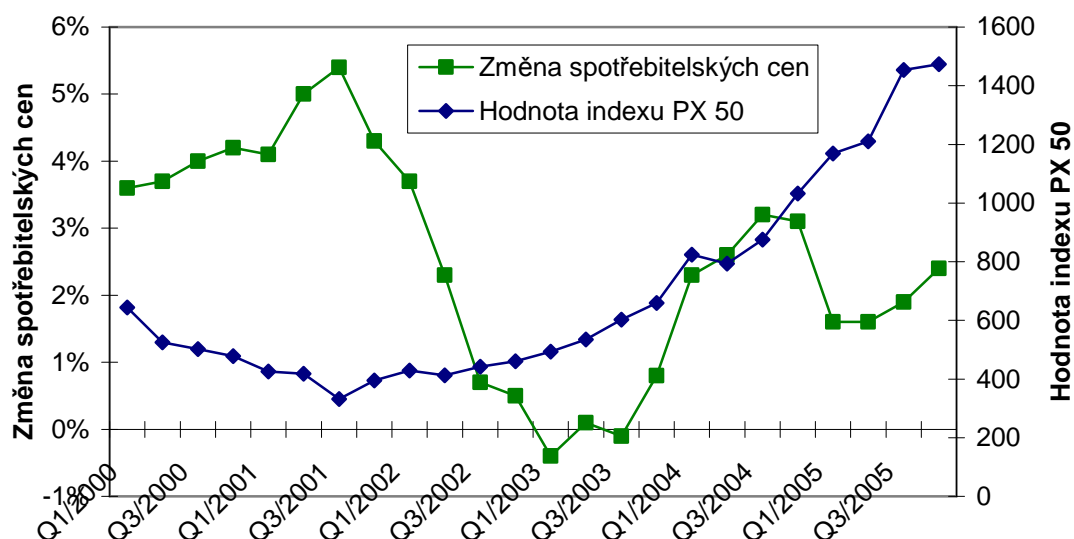
Tab. 7.8 Změna spotřebitelských cen - roční (v %)

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	3,6	3,7	4,0	4,2
Rok 2001	4,1	5,0	5,4	4,3
Rok 2002	3,7	2,3	0,7	0,5
Rok 2003	-0,4	0,1	-0,1	0,8
Rok 2004	2,3	2,6	3,2	3,1
Rok 2005	1,6	1,6	1,9	2,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

V grafu 7.6 jsou zakresleny jak tyto hodnoty, tak i konečné čtvrtletní hodnoty indexu PX 50. I přestože spotřebitelské ceny vykazovaly kolísavý trend, lze vypořádat pozvolný pokles hodnoty tohoto ukazatele.

Graf 7.6 Vývoj spotřebitelských cen a indexu PX 50



Zdroj: Ministerstvo financí ČR, BCPP

$$r_{yx} = -0,22$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o nízkém stupni nepřímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat velice nízký nepřímý vztah mezi změnou spotřebitelských cen a vývojem indexu PX 50. Pokles inflace snižuje požadovanou výnosovou míru, zvyšuje se vnitřní hodnota akcie, zvyšuje se poptávka po akciích a zvyšuje se jejich tržní cena.

7.7. Mezinárodní pohyb kapitálu

Za determinující faktor pohybu zahraničního kapitálu lze ve vyspělých ekonomikách považovat úrokový diferenciál.

V roce 2000 rozměr úrokového diferenciálu výrazně ovlivňovala stabilita domácích klíčových úrokových sazeb. Ta kontrastovala s vývojem v zahraničí, kde bylo se sazbami opakovaně manipulováno. Na konci prosince činil diferenciál vůči euro sazbám přibližně 0,5 až 0,9 p. b. v závislosti na době splatnosti, vůči dolarovým sazbám osciloval u většiny splatností kolem -0,8 p. b. Uvolnění měnové politiky na konci roku 2001 částečně redukovalo jeho rozměr vyvolaný předchozími průběžnými razantními poklesy úrokových sazeb v zahraničí. I po korekci však vůči eurovým sazbám dosahoval na konci prosince 1,0 až 1,3 p. b. a vůči dolarovým sazbám 1,9 až 2,8 p. b. V roce 2002 se po červencovém snížení sazeb ČNB dostaly tuzemské sazby poprvé na záporný diferenciál vůči eurozóně. Na konci prosince

setrval mezi sazbami ČR a EMU na záporných hodnotách -0,2 až -0,3 p. b., vůči dolarovým sazbám se koncem roku pohyboval v intervalu 1,0 – 1,3 p. b. V roce 2003 se diferenciál mezi sazbami ČR a EMU sice od června nakrátko přesunul do kladných hodnot, ale koncem 3. čtvrtletí se v reakci na snížení domácích úrokových sazeb vrátil do záporného intervalu, do konce roku se již téměř nezměnil a činil -0,1 p. b. ve všech splatnostech. Vůči dolarovým sazbám byl po celý rok kladný a koncem roku činil 0,8 p. b. V roce 2004 se korunový peněžní trh se stal přitažlivější, protože vůči eurovým sazbám se koncem 1. pololetí vrátil diferenciál do kladných hodnot a koncem roku činil 0,3 až 0,4 p. b. Opačným směrem se vyvíjel vůči dolarovým sazbám, když postupně ztrácel své kladné hodnoty, až v prosinci klesl do záporného intervalu -0,1 až -0,4 p. b. I po celý rok 2005 dosahoval ve všech splatnostech záporných hodnot a na konci roku se snížil až na -2,4 až -2,5 p. b. K euro sazbám koncem roku 2005 dosahoval -0,4 p. b.

Protože provázanost ČR s evropským prostorem je vyšší než s USA, relevantnější informace poskytne úrokový diferenciál mezi pražskou mezibankovní nabídkovou úrokovou sazbou PRIBOR a evropskou mezibankovní nabídkovou sazbou EURIBOR. Po posouzení vztahu mezi úrokovým diferenciálem a vývojem akciových kurzů byly vybrány tříměsíční sazby.

Konečné čtvrtletní hodnoty tohoto úrokového diferenciálu (PRIBOR 3M – EURIBOR 3M) jsou uvedeny v tabulce 7.9.

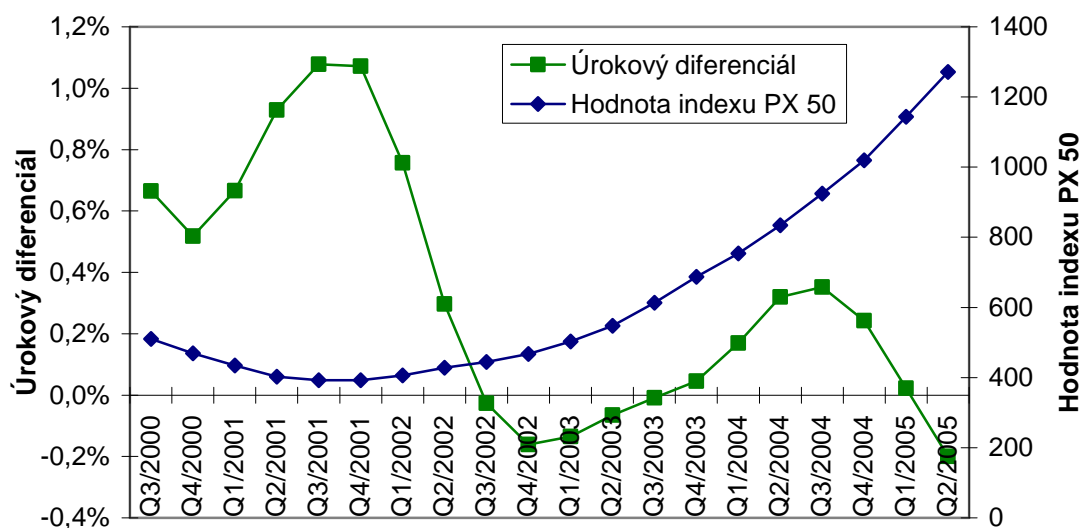
Tab. 7.9 Úrokový diferenciál (PRIBOR 3M – EURIBOR 3M) (v %)

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	1,51	0,78	0,36	0,54
Rok 2001	0,45	0,66	1,67	1,33
Rok 2002	0,85	0,21	-0,40	-0,28
Rok 2003	-0,12	0,10	-0,08	-0,04
Rok 2004	0,09	0,33	0,68	0,40
Rok 2005	-0,09	-0,37	-0,38	-0,32

Zdroj: ECB, ČNB

Protože vykazovaný trend je značně rozkolísaný, je potřeba data vyrovnat čtyřčlennými centrovanými klouzavými průměry. Graf 7.7 nabízí porovnání těchto hodnot s konečnými vyrovnanými čtvrtletními hodnotami indexu PX 50. I přes výrazné výkyvy ve svém vývoji úrokový diferenciál klesal, v některých případech se stal i záporným.

Graf 7.7 Vývoj úrok. diferenciálu a indexu PX 50



Zdroj: ECB, ČNB, BCPP

$$r_{yx} = -0,48$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o středním stupni nepřímé lineární statistické závislosti a měla by tak indikovat střední vztah mezi poklesem úrokového diferenciálu a růstem indexu PX 50. Pokles kladného úrokového diferenciálu ale naopak snižuje příliv kapitálu, jeho záporné hodnoty dokonce podporují jeho odliv. Při tom se zvyšuje se riziková premie, zvyšuje se požadovaná výnosová míra, snižuje se vnitřní hodnota akcie a díky tomu i poptávka po akciích a jejich tržní cena.

7.8. Vývoj na světových trzích

V roce 2000 ve světě definitivně skončila tzv. zlatá technologická horečka, která předtím způsobila nárůst cen internetových a telekomunikačních akcií až o stovky procent. Investoři si uvědomili nepřiměřenou nadhodnocenost těchto mladých a ztrátových společností a došlo k rapidnímu propadu. Ten se ovšem neomezil jen na technologické akcii, jen o něco mírněji byly zasaženy podniky tradičních oborů hospodářství. Zde bylo zase na vině postupné zpomalování americké ekonomiky. Svou roli sehrály i rekordně vysoké ceny ropy, na něž si stěžovaly nejen aerolinky a dopravní společnosti, ale i obchodní řetězce, automobilky a představitelé dalších významných oborů, a které postupně zdražovaly podnikům vstupy a redukovaly jejich zisk. V roce 2001 pokračovaly akciové trhy v nepříznivém trendu započatém minulém roce. V prvních měsících roku se sice američtí investoři opět upnuli k technologickým titulům a optimismus podpořil i Úřad federálních rezerv USA (Federal Reserve System – FED), který v té době dvakrát snížil úrokové sazby o půl procentního bodu.

Trhy přesto vycítily, že americká ekonomika není příliš zdravá, o čemž je přesvědčily i další makroekonomické výsledky, a investoři začali ustupovat zpět k jistějším titulům. I přes mírné oživení v dubnu a v květnu, kterému pomohly o trochu lepší makroekonomické výsledky a další snižování úrokových sazeb FED, přišlo další období útlumu. Začátek září přinesl na trhy prudký propad umocněný událostmi z 11. září. Jakmile došlo ke zklidnění situace, začátek války v Afghánistánu, mírně lepší než očekávané hospodářské výsledky společností, mohutné vládní výdaje a další snižování úrokových sazeb otočily nepříznivý trend a trhy začaly s menšími výkyvy posilovat. V roce 2002 se ceny akcií se v USA a v Evropě dostaly na nejnižší úroveň od poloviny devadesátých let. V USA se na rozdíl od předchozího roku jednalo převážně o vliv krize důvěry investorů, která byla otřesena sérií skandálů, odstartovaných krachem energetického koncernu Enron. Burzovní indexy dosahovaly nejvyšších hodnot během prvních tří měsíců roku, nejnižše se poté ocitly v červenci. To naplno propukly obavy investorů o to, jaký dopad budou mít skandály týkající se vedení účetnictví společností. Ty se totiž negativně promítaly do zisků téměř všech firem a do zpomalení celosvětového oživení ekonomiky. Kromě nevýrazné výkonnosti americké a nejistého tempa zotavování evropských ekonomik měly významný vliv i obavy z dalších teroristických útoků a stálé napětí a perspektiva války na Blízkém východě vedoucí k růstu světových cen ropy a zlata a nakonec i k propadu dolaru. V roce 2003 nastal po třech letech hlubokých propadů na akciových trzích po celém světě obrat k lepšímu. Počátek roku byl ale stále ve znamení pesimismu. Příprava na válku v Iráku, hrozba terorismu a celková geopolitická nejistota příznivému vývoji na akciových trzích nepomáhala. Negativní vliv měly ovšem i ekonomické faktory jako rostoucí nezaměstnanost a nízká spotřebitelská a podnikatelská důvěra v oživení světového hospodářství. Obrat nastal v březnu. Vítězství spojenců v Iráku přispělo k obnovení důvěry v kapitálové trhy a spekulace o znatelném zotavení světové ekonomiky ukončily odliv prostředků z akciových trhů. Na vývoji amerických akcií se pozitivně podepsalo zejména výrazné zrychlení hospodářského růstu v USA spolu se zvyšováním zisků korporací. K tomu v nemalé míře přispěla i politika FED. Ten snížil úrokové sazby v zemi na nejnižší úroveň za posledních více než 40 let. Ochotu investovat do akcií podpořilo i snížení daní, ke kterému v polovině roku přistoupila prezidentova administrativa. V roce 2004 hlavní burzovní indexy v USA rostly již druhým rokem v řadě. V porovnání s předchozím rokem však nedosahovaly tak vysokých zisků, i když podmínky pro to byly více než příznivé. FED sice pomalu začala zvyšovat úrokové sazby, ty však zůstaly v blízkosti rekordních minim. Pozitivní vliv vývoje americké ekonomiky a vysoké zisky společností však zastínila nejistota z budoucnosti. Ta se týkala jednak drahé ropy, která by mohla ohrozit zisky firem a také výsledků prezidentských

voleb v USA, které se konaly v listopadu. Když se na konci roku tyto obavy díky zlevnění ropy a znovuzvolení amerického prezidenta George Bushe rozptýlily, na burzách nastalo oživení, na které ekonomové čekali od začátku roku. V první polovině roku 2005 ovládly světové kapitálové trhy pesimistické nálady, které přinášely smíšený pohyb cen akcií na tradičních trzích. Pesimismus byl však postupně vystřídán optimismem. Ten přišel s nadějami v příznivější vývoj globální ekonomiky a ceny akcií začal ovlivňovat růst podnikových zisků s předpokladem další světové konjunktury. Hlavní americké burzovní indexy sice rostly, zisky však nebyly nijak závratné i navzdory faktu, že se americké ekonomice velice dařilo. Důvodem byla zvláště obava z vyšších úrokových sazeb. Americká centrální banka v roce 2005 navíc zvedla úrokové sazby na nejvyšší úroveň od roku 2001. Dalšími negativními faktory byly rostoucí ceny energií a geopolitická rizika.

Pro porovnání vývoje na světových trzích a vývoje na domácím trhu byly vybrány americký index Standard and Poor's 500 (S&P 500), britský FTSE 100 a německý Deutsche Aktien Xchange 30 (DAX 30). Index S&P 500 je odborníky považován za standardní měřítko výkonnosti amerického akciového trhu a akcie zahrnuté v tomto indexu tvoří přibližně 70 % jeho celkové kapitalizace. Tento index tak poskytuje kvalitní přehled o vývoji amerického akciového trhu, indexy FTSE 100 a DAX 30 dobře vypovídají o vývoji na evropském trhu. V tabulce 7.10, 7.11 a 7.12 jsou uvedeny jejich konečné čtvrtletní hodnoty.

Tab. 7.10 Index S&P 500 – čtvrtletní – uzavírací

	Q1	Q2	Q3	Q4
Rok 2000	1498,58	1454,60	1436,51	1320,28
Rok 2001	1160,33	1224,38	1040,94	1148,08
Rok 2002	1147,39	989,82	815,28	879,82
Rok 2003	848,18	974,50	995,97	1111,92
Rok 2004	1126,21	1140,84	1114,58	1211,92
Rok 2005	1180,59	1191,33	1228,81	1248,29

Zdroj: Standard & Poor's

Tab. 7.11 FTSE 100 – čtvrtletní – uzavírací

	Q1	Q2	Q2	Q4
Rok 2000	6540,20	6312,70	6294,20	6222,50
Rok 2001	5633,70	5642,50	4903,40	5217,40
Rok 2002	5271,80	4656,40	3721,80	3940,40
Rok 2003	3613,30	4031,20	4091,30	4476,90
Rok 2004	4385,70	4464,10	4570,80	4814,30
Rok 2005	4894,40	5113,20	5477,70	5618,80

Zdroj: London Stock Exchange

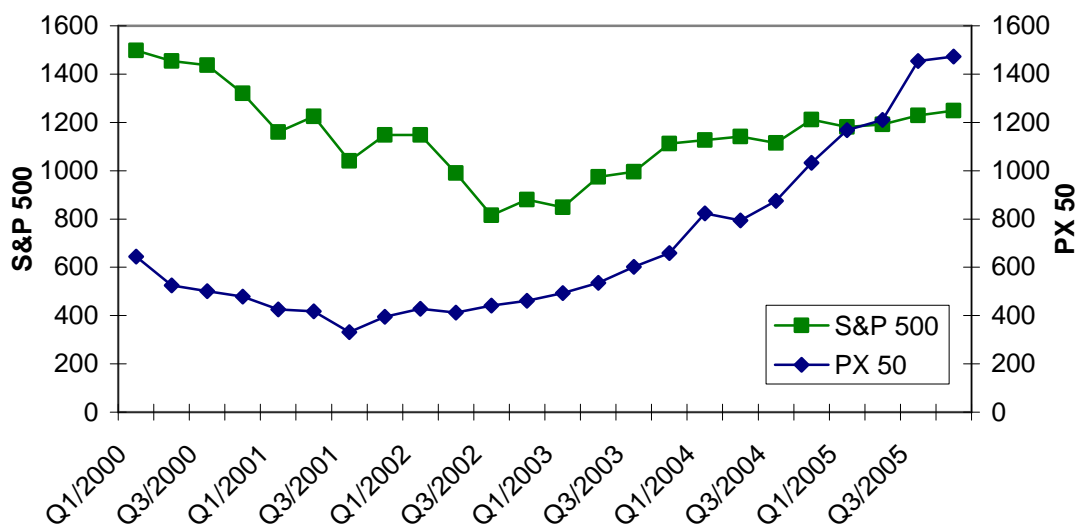
Tab. 7.12 DAX 30 – čtvrtletní – uzavírací

	Q1	Q2	Q2	Q4
Rok 2000	7599,39	6882,44	6798,12	6433,61
Rok 2001	5829,95	6058,38	4308,15	5160,10
Rok 2002	5397,29	4382,56	2769,03	2892,63
Rok 2003	2423,87	3220,58	3256,78	3965,16
Rok 2004	3856,70	4052,73	3892,90	4256,08
Rok 2005	4348,77	4586,28	5044,12	5408,26

Zdroj: Deutsche Börse Group

V grafech 7.8, 7.9 a 7.10 jsou pak zobrazeny konečné čtvrtletní hodnoty indexů S&P 500, FTSE 100 a DAX 30 a indexu PX 50. Trend indexu PX 50 byl vzestupný, hodnoty indexů S&P 500, FTSE 100 a DAX 30 nejprve klesaly, v roce 2003 se objevuje trend růstový.

Graf 7.8 Vývoj indexů S&P 500 a PX 50

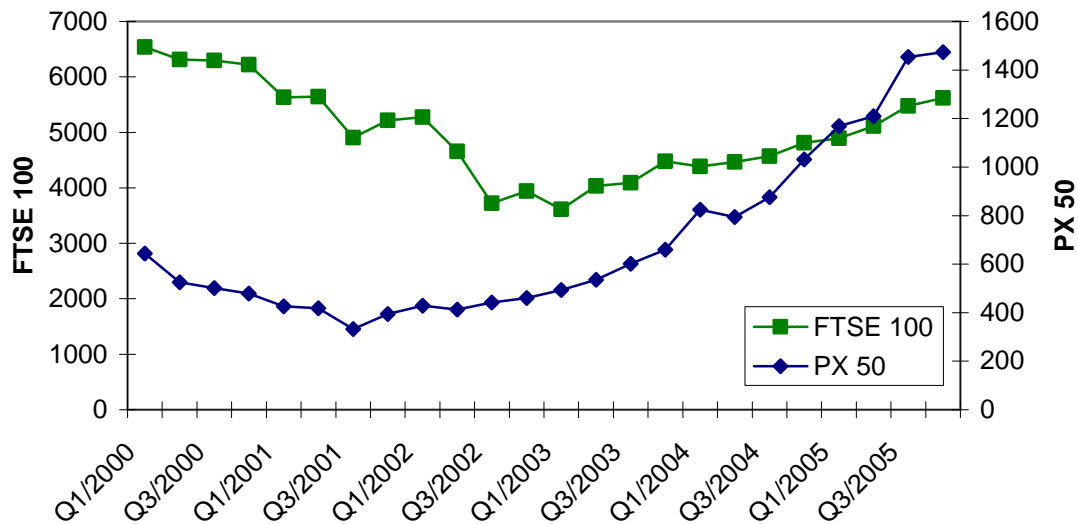


Zdroj: Standard & Poor's, BCPP

$$r_{yx} = 0,24$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o velmi nízkém stupni přímé lineární statistické závislosti mezi růstem indexu S&P 500 a růstem indexu PX 50 a měla by tak indikovat velmi nízký přímý vztah mezi vývojem těchto dvou ukazatelů.

Graf 7.9 Vývoj indexů FTSE 100 a PX 50

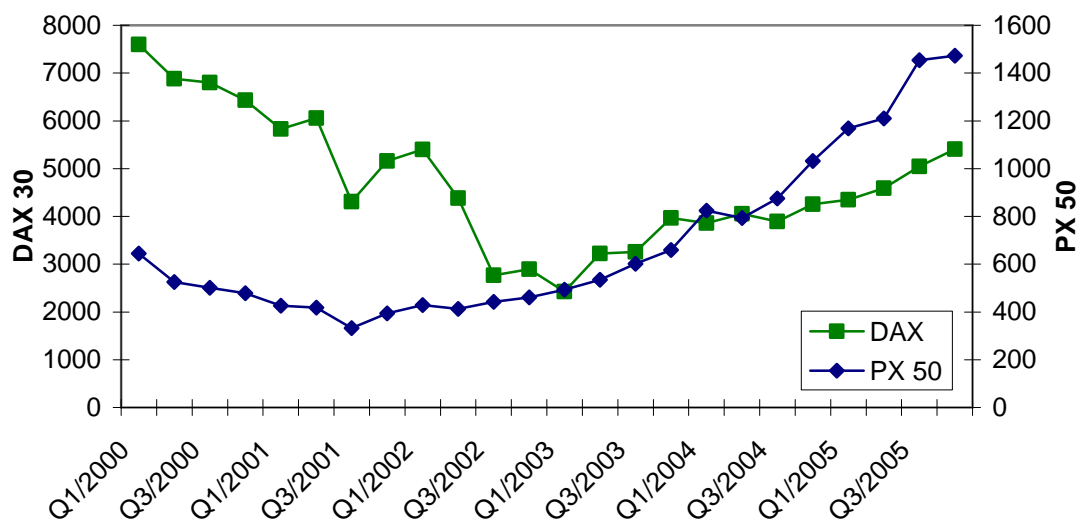


Zdroj: London Stock Exchange, BCPP

$$r_{yx} = 0,08$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o téměř nulové lineární statistické závislosti mezi vývojem indexu FTSE 100 a indexu PX 50 a neměla měla by tak indikovat žádný vztah mezi vývojem těchto dvou ukazatelů.

Graf 7.10 Vývoj indexů DAX 30 a PX 50



Zdroj: Deutsche Börse Group, BCPP

$$r_{yx} = -0,02$$

Hodnota korelačního koeficientu vypovídá o téměř nulové lineární statistické závislosti mezi vývojem indexu DAX 30 a indexu PX 50 a neměla by tak indikovat žádný vztah mezi vývojem těchto dvou ukazatelů. Pokud nepřeváží vliv jiných faktorů nebo lokální specifika trhu ale platí, že pozitivní vývoj na světových trzích by měl mít za následek optimismus na domácích akciových trzích, díky němu roste vnitřní hodnota akcie, roste poptávka po akciích a roste jejich tržní cena.

7.9. Ekonomické a politické šoky

Důležitých událostí je možné ve sledovaném období identifikovat několik. V roce 2000 se mohlo jednat o uvalení nucené správy na Investiční a poštovní banku (IPB) s cílem zabránit ohrožení vkladů v IPB a ochránit stabilitu bankovního sektoru nebo o rezignaci dosavadního guvernéra ČNB Josefa Tošovského. V roce 2001 dochází k událostem 11. září, v roce 2002 se konají volby do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR. V roce 2003 je zvolen nový prezident ČR a dochází k válce v Iráku. V roce 2004 se ČR stala členem EU, následovaly volby do Evropského parlamentu. Na jaře 2005 podává dosavadní vláda demisi. Nepříznivý šok zvyšuje rizikovou prémii, zvyšuje se požadovaná výnosová míra, klesá vnitřní hodnota akcie, klesá poptávka po akciích a klesá jejich tržní cena. Naopak na pozitivní události reagují akciové kurzy růstem.

7.10. Shrnutí

Celkem byl sledováno devět faktorů na makroekonomické úrovni, které podle teoretických modelů a empirických studií působí na akciové kurzy. Reálný výstup ekonomiky nahrazený HDP v běžných cenách, zdanění představované DP PO, deficit státního rozpočtu, peněžní nabídka reprezentovaná peněžní zásobou M2, úrokové sazby vyjádřené 2T repo sazbou, inflace vyjádřená vývojem spotřebitelských cen, mezinárodní pohyb kapitálu vycházející z úrokového diferenciálu sazeb PRIBOR 3M a EURIBOR 3M, vývoj na světových akciových trzích suplovaný vývojem indexů S&P 500, FTSE 100 a DAX 30 a ekonomické a politické šoky. Z osmi faktorů, jejichž statistická závislost ve vztahu ke konečným čtvrtletním hodnotám indexu PX 50 byla hodnocena pomocí korelačního koeficientu, potvrzují teoretické modely a výsledky empirických studií tři. Výstup ekonomiky, zdanění a peněžní nabídka vykazují vysoký stupeň lineární statistické závislosti, ať už přímé nebo nepřímé, a tím i těsný vztah mezi vývojem těchto faktorů a vývojem indexu PX 50. Mimo ekonomických a politických šoků by tedy bylo možné tyto faktory identifikovat

jako hlavní makroekonomické determinanty vývoje na českém kapitálovém trhu ve sledovaném období. Střední lineární statistickou závislost vykazují úrokové sazby, nízkou pak deficit státního rozpočtu, inflace a vývoj na americkém akciovém trhu. Téměř nulová hodnota korelačního koeficientu u vývoje na britském a německém akciovém trhu pak mezi vývojem indexů FTSE 100 a DAX 30 a indexu PX 50 neindikuje žádný vztah. Opačný závěr než jaký je teoretickým a empiricky prokázaným východiskem makroekonomické části fundamentální analýzy poskytuje porovnání s úrokovým diferencíálem, jedním z indikátorů mezinárodního pohybu kapitálu. Těžiště vysvětlení odlišností leží pravděpodobně v uzavřenosti tuzemského kapitálového trhu a převaze vlivu jiných faktorů.

7.11. Relevantní determinanty vývoje na kapitálovém trhu v období 2000 – 2005

V roce 2000 zůstal český kapitálový trh z velké míry pod vlivem zahraničních trhů a v průběhu roku kopíroval jejich prudké výkyvy. Ani kladný vývoj domácí ekonomiky představovaný nastartovaným hospodářským růstem s příznivým vývojem většiny indikátorů, lepšícími se hospodářskými výsledky společností a postupující privatizace ho nestačily nasměrovat k pozitivnímu obratu. V roce 2001 na trhu, kromě primárního vlivu vývoje na zahraničních trzích a i přes relativně silný hospodářský růst domácí ekonomiky, převážil vliv nepříznivých vnitřních faktorů. Byla jím hlavně malá likvidita trhu způsobující razantní výkyvy v cenách akcií, absence nových pozitivnějších zpráv o největších tuzemských společnostech, odklady privatizačních projektů a převis poptávky po dluhopisech, snižující jejich výnosy. Rok 2002 byl z celosvětového hlediska ve znamení propadů významných kapitálových trhů, na kterých se podílely především finanční skandály ve USA v první polovině roku a pokračující nedůvěra v technologické tituly. V porovnání se světovými burzami český trh zaznamenal naopak pozitivní vývoj a zařadil se mezi nejrychleji rostoucí trhy na světě. Z dlouhodobého hlediska byl pro investory nejvýraznějším impulsem blížící se vstup ČR do EU, a také zatím oproti světu nadprůměrný vývoj ekonomiky a očekávání dalších privatizačních akcí. Rok 2003 bylo možné charakterizovat pro český kapitálový trh jako celkem úspěšný. Rychlý konec války v Iráku přispěl k tomu, že světové akciové trhy po několikaletém propadu od března rychle rostly a výjimkou nebyla ani ČR. Počet atraktivních titulů ale stále zůstával nízký a ani v tomto roce nebyla realizována žádná primární emise akcií. Růst byl tažen nákupy ze zahraničí a souvisel stejně jako v předchozím roce i s očekávaným připojením ČR k EU. V roce 2004 se domácí trh se zařadil mezi nejúspěšnější trhy, a to nejen v regionu střední Evropy. Stále přetrvával silný zájem zahraničních investorů

o akciové trhy před vstupem nových členských zemí do EU a zhodnocení domácí měny vůči americkému dolaru i euru ještě navíc zvýšilo zisky z akcií v dolarovém i euro vyjádření. Většina firem také dosáhla lepších hospodářských výsledků díky celkovému růstu ekonomiky i kontrole nákladů. V roce 2005 měl na vývoj českého kapitálového trhu vliv převážně globální a regionální optimismus. Průběžné informace o výkonnosti české ekonomiky, kladné odhady pro příští období a další makroekonomické informace vytvářely základ pro příznivý vývoj. Podporu získal trh také zklidněním růstu cen ropy a dalších surovin ke konci roku a historicky nízkými úrokovými sazbami v ČR i EU.

8. Závěr

Pro posouzení vztahu mezi vývojem makroekonomických ukazatelů a vývojem na kapitálovém trhu bylo po podrobném mapování těchto dvou oblastí vybráno devět faktorů. Reálný výstup ekonomiky, zdanění, deficit státního rozpočtu, peněžní nabídka, úrokové sazby, inflace, mezinárodní pohyb kapitálu, vývoj na světových akciových trzích a ekonomické a politické šoky. S deficitem státního rozpočtu a ekonomickými a politickými šoky bylo pracováno přímo, ale reprezentantem reálného výstupu ekonomiky byl díky nevýrazné míře inflace ve sledovaném období zvolen HDP v běžných cenách, zdanění představovala sazba DP PO, peněžní nabídku peněžní zásoba M2, úrokové sazby limitní dvoutýdenní repo sazba stanovovaná ČNB v rámci její měnové politiky, inflaci procentní změna spotřebitelských cen, mezinárodní pohyb kapitálu úrokový diferenciál mezi sazbami PRIBOR 3M a EURIBOR 3M a v případě vývoje na světových trzích se jednalo o hodnoty indexů S&P 500, FTSE 100 a DAX 30. Jako ukazatel reprezentující vývoj na českém kapitálovém trhu byl vybrán index PX 50.

Porovnání makroekonomických veličin s indexem PX 50 bylo prováděno na základě čtvrtletních hodnot těchto ukazatelů nebo jejich stavu k poslednímu dni čtvrtletí. Přehled o vývoji daného faktoru a indexu PX 50 pak poskytl spojnicový graf, statistická závislost byla měřena korelačním koeficientem. U ekonomických a politických šoků byly ale pouze identifikovány ty nejvýznamnější události, jejich vazba na vývoj indexu PX 50 nebyla měřena žádnou statistickou metodou a ani nebyla nijak graficky zobrazena.

Z osmi faktorů, jejichž statistická závislost ve vztahu ke konečným čtvrtletním hodnotám indexu PX 50 byla hodnocena pomocí korelačního koeficientu, potvrdily teoretické modely a výsledky empirických studií tři. Výstup ekonomiky, zdanění a peněžní nabídka vykazovaly vysoký stupeň lineární statistické závislosti, ať už přímé nebo nepřímé, a tím i těsný vztah mezi vývojem těchto faktorů a vývojem indexu PX 50. Mimo ekonomických a politických šoků by tedy bylo možné tyto faktory identifikovat jako hlavní makroekonomické determinanty vývoje na českém kapitálovém trhu ve sledovaném období. Střední lineární statistickou závislost vykazovaly úrokové sazby, nízkou pak deficit státního rozpočtu, inflace a vývoj na americkém akciovém trhu. Téměř nulová hodnota korelačního koeficientu u vývoje na britském a německém akciovém trhu pak mezi vývojem indexů FTSE 100 a DAX 30 a indexu PX 50 neindikovala žádný vztah. Opačný závěr než jaký je teoretickým a empiricky prokázaným východiskem makroekonomické části fundamentální analýzy

poskytlo porovnání s úrokovým diferencíálem. Těžiště vysvětlení odlišností leží pravděpodobně v uzavřenosti tuzemského kapitálového trhu a převaze vlivu jiných faktorů.

Podrobně byl také mapován vývoj těch faktorů nebo jejich ukazatelů, které nebyly přiblíženy v jiných kapitolách, tedy všech mimo HDP a míry inflace. Tyto faktory jsou totiž mnohdy důležitými determinantami makroekonomického vývoje, někdy i přímo makroekonomickými nástroji. U zdanění se jednalo o změny v daňové legislativě, u peněžní nabídky o peněžní zásobu M2, u úrokových sazeb o měnovou politiku ČNB a u mezinárodního pohybu kapitálu o vývoj úrokového diferenciálu. Deficit státního rozpočtu a vývoj na světových trzích se zaměřením na americký akciových trh byly sledovány přímo.

Daňová legislativa se ve sledovaném období postupně přizpůsobovala legislativě EU. Probíhaly celé řady novelizací s cílem implementace směrnic EU a přiblížení tuzemského daňového práva právu EU.

Peněžní zásoba ke konci roku 2000 vzrostla meziročně o 6,5 %. V roce 2001 až do července zrychlovala svá meziroční tempa, od srpna však tuto tendenci opustila, a meziročně vzrostla o 12,1 %. V roce 2002 si téměř po celý rok držela trend zpomalování meziročního růstu, který v prosinci vyvrcholil historickým minimem 3,2 %. V 2. pololetí 2003 zrychlila svůj růst a meziročně vzrostla o 7 %, v průběhu roku 2004 si udržovala vyšší tempa růstu, která v posledních měsících roku významně zvolnila a meziročně posílila o 4,4 %. V roce 2005 si převážně držela trend mírnější dynamiky růstu, i když ve 4. čtvrtletí naznačila opětovný návrat k vyššímu tempu a meziročně vzrostla o 8 %.

Měnová politika ČNB byla realizována v režimu cílování inflace. V roce 2001 banka rozhodla o přechodu k cílování celkové inflace v podobě cílového pásma v průběhu celého roku. Vedlo ji k tomu vyhodnocení zkušeností z dosavadního cílování čisté inflace a stabilizace makroekonomického vývoje české ekonomiky doprovázená nízkoinflačním vývojem. Nejdůležitějším nástroji byla dvoutýdenní limitní reposazba, diskontní a lombardní sazba. Hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbou byla limitní dvoutýdenní repo sazba, která v roce 2000 začala na 5,25 % a postupně se snižovala až na 2 % na konci roku 2005.

Rozměr úrokového diferenciálu v roce 2000 výrazně ovlivňovala stabilita domácích klíčových úrokových sazeb. Ta kontrastovala s vývojem v zahraničí, kde bylo se sazbami opakovaně manipulováno. Uvolnění měnové politiky na konci roku 2001 částečně redukovalo jeho rozměr vyvolaný předchozími průběžnými razantními poklesy úrokových sazeb v zahraničí. V roce 2002 se po červencovém snížení sazeb ČNB dostaly tuzemské sazby poprvé na záporný diferencíál vůči eurozóně. Ten se sice v červnu 2003 nakrátko přesunul do kladných hodnot, ale koncem 3. čtvrtletí se v reakci na snížení domácích úrokových sazeb

vrátil do záporného intervalu. V roce 2004 se korunový peněžní trh se stal přitažlivější, protože vůči eurovým sazbám se diferenciál koncem 1. pololetí vrátil do kladných hodnot, kde již zůstal. Po celý rok 2005 ale naopak dosahoval ve všech splatnostech záporných hodnot.

V roce 2000 se v rámci vlastního měsíčního hospodaření státního rozpočtu prosadil deficitní trend v únoru a od dubna se začal prohlubovat také schodek hospodaření v kumulaci od počátku roku. V roce 2001 se lednový přebytek v kumulaci v průběhu 1. čtvrtletí vyčerpal a od dubna jeho hospodaření nastoupilo schodkový trend. V roce 2002 bylo nejvyššího přebytku státního rozpočtu dosaženo v červnu, a tato hodnota tak dokázala v kumulativním vyjádření státní rozpočet téměř vyrovnat. Poté již ale dochází k prohloubení schodku s mírným přerušením v srpnu. V roce 2003 rostlo záporné saldo státního rozpočtu v kumulaci již od ledna, nejrychleji se prohloubilo v dubnu, naopak ke jeho poklesu došlo pouze v červnu a výraznější zpomalení bylo možné pozorovat i v říjnu. V roce 2004 bylo saldo v kumulativním vyjádření záporné od února a od dubna schodek narůstal, přes mírné zpomalení v červenci a září. V průběhu 1. poloviny roku 2005 se hospodaření státní pokladny vyvíjelo rozkolísaně, v červnu se trend obrátil a jeho kumulativní saldo až do listopadu vykazovalo kladné hodnoty. Schodku se ale nevyhnulo.

Samostatně byl v této práci přiblížen i vývoj světové ekonomiky, důležitý faktor makroekonomického vývoje ČR. V roce 2000 světová ekonomika pokračovala v příznivém vývoji, jež zahájila v předcházejícím roce, přičemž významným faktorem ovlivňujícím hospodářský a sociální vývoj mnoha zemí byl výrazný růst cen ropy během roku. V roce 2001 světové hospodářství klouzalo pozvolna do recese. Záříjový útok na USA a následná válka recesi sice urychlily, trend se však nezměnil. Charakteristickým rysem ekonomického vývoje vyspělých zemí v roce 2002 bylo úsilí směřující k útlumu vnitřních a vnějších nerovnováh vzniklých v předchozím období. Světové ekonomice nepřinesla novou jistotu ani porážka iráckého režimu v roce 2003, její důsledky byly značně kolísavé. V roce 2004 rostlo světové hospodářství i navzdory tomu, že ekonomika mnohých i vyspělých zemí stagnovala. I když se v průběhu roku dynamika zpomalovala, koncem roku hospodářský růst předstihl rok předešlý. V roce 2005 zaznamenala světová ekonomika oproti roku 2004 jen mírné zpomalení. K hlavním rysům vývoje patřila eskalace cen ropy, zpomalení růstu světového obchodu, zachování míry globální nerovnováhy, zrychlení inflace a nastartování růstu úrokových sazeb.

9. Summary

The objective of this thesis is to determine relation between macroeconomic indicators development and the development on the capital market in the Czech Republic in phase 2000 – 2005. In 2000 economic situation and macroeconomic development started from conditions in previous years, but favourable exterior development, reduction problems from the transformation and gradual realization government measures resulted in positive economic effects. In 2001 the development was continuing in positive tendencies. It was caused mainly by boom in the West Europe. The main growth factor was domestic demand because there was continuing investment activity and increasing domestic consumption. In 2002 exterior and interior conditions transformations were characteristic economic development features. The recession in the West Europe was determining factor in changes in the Czech economy. Year 2003 was for the Czech economy growth again. The gross domestic product growth rate was accelerating and additional important economic indicators were increasing. There was very low inflation rate in the Czech Republic, but the labour market disequilibrium was increasing. In 2004 the Czech Republic became a member of the European Union. International cooperation expansion and better involvement in the European economy influenced macroeconomic development. Economic growth was increasing and it was based on stable development and substantial improvement in the balance of trade. In 2005 all gross domestic product parts were influencing economic growth actively. Increasing export was main factor and it surpassed import firstly in history. Also this thesis describes changeover from centrally planned economy system to free market economy before year 2000, actual development and trends. Detailed description of developments on the Prague Stock Exchange and on RM-System represents development on the capital market. The Prague Stock Exchange was founded in 1992 and it's the largest organizer of the securities market in the Czech Republic. RM-System is O. T. C. organizer. Yearly value of exchange trades was showing fluctuating trend in phase 2000 – 2005. Bonds trades participation at the expense of shares and units trades participation was mostly decreasing, total market capitalization was mostly increasing. The evaluation of the relationship between macroeconomic indicators development and the development on the capital market was based on a macroeconomic part of the fundamental analysis. Mostly results were corresponding with theoretic models and empirical studies, but sometimes the dependence wasn't confirmative.

Key words - macroeconomic development, capital market, gross domestic product

10. Seznam použité literatury

Citované informační zdroje

- [1] HLADKÝ, J., LEITMANOVÁ, I. Makroekonomie I. 1. vyd. České Budějovice: Jihočeská univerzita, zemědělská fakulta, 1997. ISBN 80-7040-223-7.
- [2] JÍLEK, M. Mezinárodní finance. 1. vyd. České Budějovice: Jihočeská univerzita, zemědělská fakulta, 2001. ISBN 80-7040-509-0.
- [3] MUSÍLEK, P. Finanční trhy a investiční bankovnictví. Praha: ETC Publishing, 1999. ISBN 80-86006-78-6.
- [4] MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2002. ISBN 80-86119-55-6.
- [5] REJNUŠ, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80-7226-571-7.
- [6] RUSMICOVÁ, L., SOUKUP J. a kol. Makroekonomie, základní kurz. 5. vyd. Slaný: Melandrium, 2002. ISBN 80-86175-24-3.
- [7] SAMUELSON, P. A., NORDHAUS, W. D. Ekonomie. 1. české vyd. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991. ISBN 80-205-0192-4.

Sekundární informační zdroje

Periodicky publikované výroční zprávy, statistiky, jiné souhrnné publikace a ostatní informace (včetně platné legislativy) volně dostupné na webových stránkách těchto institucí a společností:

- Burza cenných papírů Praha (<http://www.pse.cz>),
- Česká národní banky (<http://www.cnb.cz>),
- Český statistický úřad (<http://www.czso.cz>),
- Deutsche Börse Group (<http://deutsche-boerse.com>),
- Evropská centrální banka (<http://www.ecb.int>),
- Hospodářské noviny (<http://hn.ihned.cz>),
- London Stock Exchange (<http://www.londonstockexchange.com>),
- Ministerstvo financí ČR (<http://www.mfcr.cz>),
- Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (<http://www.mpo.cz>),
- RM-System (<http://www.rmsystem.cz>),
- Standard & Poor's (<http://www.standardandpoors.com>).

11. Přílohy

Seznam příloh

- Tab. 11.1 Vybrané ukazatele BCPP
- Tab. 11.2 Vybrané ukazatele trhu akcií a podílových listů na BCPP
- Tab. 11.3 Vybrané ukazatele trhu dluhopisů na BCPP
- Tab. 11.4 Vybrané ukazatele trhu RM-System
- Tab. 11.5 HDP reálně
- Tab. 11.6 HDP – užití v běžných cenách
- Tab. 11.7 HDP – důchodová struktura
- Tab. 11.8 Ceny zboží a služeb
- Tab. 11.9 Vybrané ukazatele zdrojů a užití důchodů v sektoru domácnosti
- Tab. 11.10 Vybrané položky platební bilance
- Tab. 11.11 Rozklad vývozu zboží
- Tab. 11.12 Příjmy vládního sektoru
- Tab. 11.13 Výdaje vládního sektoru
- Tab. 11.14 Dluh vládního sektoru
- Tab. 11.15 HDP ve vybraných ekonomikách
- Tab. 11.16 Spotřebitelské ceny ve vybraných ekonomikách
- Graf 11.1 Reálný hrubý domácí důchod a hrubý národní důchod
- Graf 11.2 Směnné relace
- Graf 11.3 Disponibilní důchod
- Graf 11.4 Nominální směnné kurzy (roční průměry)
- Graf 11.5 Poměr konsolidované daňové kvóty k HDP
- Graf 11.6 Vybrané poměrové ukazatele vládního sektoru

Tab. 11.1 Vybrané ukazatele BCPP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celkový objem obchodů (mld. Kč)	1222,8	1987,2	1793,1	1367,4	1172,1	1574,4
Denní průměr (mil Kč)	4911,0	7948,7	7172,3	5448,4	4651,4	6223,0
Počet burzovních dnů	249	250	250	251	252	253

Zdroj: BCPP

Tab. 11.2 Vybrané ukazatele trhu akcií a podílových listů na BCPP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celkový objem obchodů (mld. Kč)	264,1	128,8	197,4	257,4	479,7	1041,2
Z toho: hlavní trh	213,7	109,8	174,7	232,0	440,6	1004,6
vedlejší trh	45,8	14,2	6,6	6,2	9,8	0,9
volný trh	4,6	4,7	16,1	19,3	29,3	35,7
Průměrný denní objem (mil. Kč)	1060,8	515,2	789,6	1025,7	1903,4	4115,3
Z toho: hlavní + vedlejší trh	1042,4	496,2	725,1	948,7	1787,0	3974,4
volný trh	18,4	19,0	64,5	77,0	116,4	140,9
Celkem (mil. ks)	822,9	546,5	804,1	830,8	1179,1	1764,9
Z toho: hlavní trh	746,2	516,5	781,2	807,6	1155,4	1761,4
vedlejší trh	71,3	27,8	20,2	21,5	21,7	0,8
volný trh	5,4	2,3	2,7	1,6	2,0	2,7
Tržní kapitalizace k 31. 12. (mil Kč)	442,9	340,3	478,0	644,5	975,8	1330,8
Z toho: hlavní trh	258,0	220,4	339,0	475,0	778,3	1207,9
vedlejší trh	118,9	76,3	90,7	114,1	137,6	81,1
volný trh	66,0	43,5	48,3	55,3	59,8	41,8
Počet emisí k 31. 12.	151	102	79	65	55	39
Z toho: hlavní trh	5	5	5	5	6	8
vedlejší trh	60	48	41	34	29	19
volný trh	86	49	33	26	20	12

Zdroj: BCPP

Tab. 11.3 Vybrané ukazatele trhu dluhopisů na BCPP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celkový objem obchodů (mld. Kč)	958,7	1858,4	1595,7	1110,1	692,5	533,2
Z toho: hlavní trh	732,2	1641,9	1453,0	1027,2	610,6	484,2
vedlejší trh	19,2	91,8	65,7	53,1	43,7	14,8
volný trh	207,3	124,8	77,0	29,8	38,2	34,2
Počet emisí k 31. 12.	94	84	74	81	79	96
Z toho: hlavní trh	30	28	20	27	24	27
vedlejší trh	11	14	18	20	20	15
volný trh	53	42	36	34	35	54

Zdroj: BCPP

Tab. 11.4 Vybrané ukazatele trhu RM-System

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celkový objem obchodů (mil. Kč)	60762	19360	20407	9363	4880	6578
Z toho: objem aukčních obchodů	4932	2773	2050	1730	2294	3100
ostatní¹¹	55830	16587	18357	7633	2586	3478
Počet titulů k 31. 12.	1257	519	312	232	178	125

Zdroj: RM-S

Tab. 11.5 HDP reálně (zřetězené objemy, referenční rok 2000, v mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HDP	2189,2	2242,9	2285,5	2367,8	2467,6	2617,6
Výdaje domácností na spotřebu	1149,2	1174,0	1199,7	1271,5	1304,7	1341,5
Výdaje vládních inst. na spotřebu	460,9	477,6	509,6	546,0	528,8	534,0
Hrubá tvorba kap.	645,1	688,0	720,0	709,6	768,0	780,4
Vývoz zboží a služeb	1387,4	1542,5	1575,2	1688,5	2044,1	2256,9
Dovoz zboží a služeb	1453,5	1639,2	1721,7	1859,1	2196,9	2301,5
Domácí konečné užití	2255,3	2339,6	2429,2	2530,2	2600,6	2654,8
Metodická diskrepance¹²	0,0	0,0	2,6	11,2	19,0	6,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

¹¹ Tzn. objem přímých a blokových obchodů a realizovaných nabídek převzetí.¹² Deterministicky určený vliv používání cen a struktury předch. roku jako základu pro výpočet reál. přírůstků.

Tab. 11.6 HDP – užití v běžných cenách (v mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HDP	2189,2	2352,2	2464,4	2577,1	2781,1	2970,3
Výdaje domácností na spotřebu	1149,2	1220,3	1262,4	1332,5	1408,8	1473,6
Výdaje vládních inst. na spotřebu	460,9	496,7	549,5	603,2	524,2	663,1
Hrubá tvorba kap.	645,1	694,0	704,0	700,3	764,0	776,6
Vývoz zboží a služeb	1387,4	1537,2	1484,1	1592,2	1974,9	2130,6
Dovoz zboží a služeb	1453,5	1696,0	1535,5	1651,0	1990,8	2073,7

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tab. 11.7 HDP – důchodová struktura (v mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HDP	2189,2	2352,2	2464,4	2577,1	2781,1	2970,3
Saldo daní a dotací	186,9	192,6	211,5	218,7	270,1	284,2
Náhrady zaměstnancům domácím	917,9	994,7	1064,4	1129,0	1202,9	1282,4
Hrubý provozní přebytek	1084,3	1164,9	1188,6	1229,4	1308,1	1403,7

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tab. 11.8 Ceny zboží a služeb¹³

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HICP¹⁴ (růst v %)	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6
Deflátor HDP	101,5	104,9	102,8	100,9	103,5	100,7
Domácí konečné užití	103,4	103,1	100,5	100,6	103,2	102,0
Ceny prům. výrobců	104,9	102,9	99,5	99,7	105,7	103,0
Spotřeba domácností	103,1	103,9	101,2	99,6	103,0	101,7
Spotřeba vlády	103,9	104,0	103,7	102,4	106,9	105,2
Tvorba fixního kap.	103,7	101,0	97,8	101,0	101,3	100,3
Vývoz zboží a služeb	103,2	99,7	94,5	100,1	102,5	97,7
Dovoz zboží a služeb	106,1	97,4	91,6	99,6	102,0	99,4

Zdroj: Český statistický úřad

¹³ Pokud není specifikováno jinak, předchozí rok = 100.¹⁴ HICP – Harmonizovaný index spotřebitelských cen. Slouží k posouzení cenové stability podle Maastrichtských kritérií.

Tab. 11.9 Vybrané ukazatele zdrojů a užití důchodů v sektoru domácnosti¹⁵

(v mld. Kč.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Běžné příjmy	1748,5	1844,2	1940,0	2057,0	2157,1	2257,3
Náhrady zaměstnanců	909,6	981,8	1048,9	1120,1	1183,9	1258,9
Hrubý smíš. důchod¹⁶	374,0	390,6	395,2	425,0	449,3	449,9
Přijaté důchody z vlastnictví¹⁷	101,7	103,4	98,1	97,0	96,1	99,9
Soc. dávky	276,8	289,7	312,9	324,3	335,2	352,3
Ostatní přijaté běžné transfery¹⁸	86,3	78,7	84,8	90,6	92,6	96,3
Běžné výdaje	517,4	551,0	591,5	648,2	697,1	729,4
Placené důchody z vlast.¹⁹	16,4	15,5	12,7	18,9	21,3	22,1
Běžné daně z důchodu a jmění²⁰	100,1	106,0	114,6	128,2	138,1	140,7
Sociální příspěvky²¹	328,0	350,4	382,4	408,1	442,1	471,0
Ostatní placené běžné transfery²²	72,9	79,1	81,9	93,0	95,7	95,5
Disponibilní důchod	1231,1	1293,2	1348,4	1408,8	1460,0	1527,9
Výdaje na konečnou spotřebu	1134,7	1206,9	1248,1	1317,4	1391,1	1454,4
Změny čist. podílu v penzij. fondech	7,6	9,4	11,5	13,3	17,1	19,0
Hrubé úspory	103,9	95,6	111,8	104,6	86,0	92,6
Kapitál. transfery²³	-16,4	-16,5	-35,9	-21,1	-23,3	-25,4
Hrubá tvorba kap.	115,5	117,0	125,2	119,3	131,8	137,3
Změna fin. aktiv a pasiv	4,9	-4,8	22,6	6,4	-22,5	-19,3

Zdroj: Český statistický úřad

¹⁵ Podle metodiky národních účtů¹⁶ Smíšený důchod drobných podnikatelů, který je souhrnem důchodu z podnikání (zisku) a důchodu z jejich pracovní činnosti pro vlastní podnik.¹⁷ Přijaté úroky, dividendy, důchody z půdy, čerpání podnikatelského důchodu, důchodu z rozděleného zisku apod.¹⁸ Náhrady z neživotního pojištění, soukromé mezinárodní transfery, výhry v sázkách a loteriích, státní příspěvky na stavební spoření apod.¹⁹ Placené úroky²⁰ Daň z příjmu, daň z převodu nemovitostí, místní poplatky a používání dálnic.²¹ Příspěvky na sociální a zdravotní pojištění, penzijní připojištění a zákonné úrazové pojištění placené zaměstnavatelem i zaměstnancem a tzv. imputované příspěvky (nenávratné sociální výpomoci poskytnuté zaměstnavatelem).²² Čisté pojistné na neživotní pojištění, soukromé mezinárodní transfery, pokuty ve správním a blokovém řízení, sázky apod.²³ Příjem (-), výdaj (+).

Tab. 11.10 Vybrané položky platební bilance (v mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vývoz zboží	1121,1	1269,6	1254,4	1370,9	1722,7	1875,2
Dovoz zboží	1241,9	1386,3	1325,7	1440,7	1749,1	1834,9
Obchodní bilance	-120,8	-116,7	-71,3	-69,8	-26,4	40,4
- minerální paliva	-85,7	-87,6	-64,3	-68,4	-72,2	-110,2
- ostatní	-35,1	-29,1	-7,0	-1,4	45,8	150,6
Vývoz služeb	264,8	269,7	231,1	219,2	248,5	258,0
Dovoz služeb	210,2	211,7	209,3	205,9	236,0	238,6
Bilance služeb	54,6	58,0	21,9	13,2	12,5	19,4
Bilance výnosů	-53,0	-83,5	-115,6	-119,9	-157,8	-142,3
- náhrady zaměstnancům	-8,3	-12,8	-15,5	-17,0	-17,1	-27,0
- investiční výnosy	-44,7	-70,7	-100,1	-102,8	-140,7	-115,4
Bilance převodů	14,4	17,8	28,7	15,8	4,3	20,9
Běžný účet	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-167,3	-61,7
Kapitálový účet	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-14,0	5,1
Finanční účet	148,0	172,8	347,8	157,1	183,7	137,9
- přímé zahraniční investice	190,8	208,3	270,9	53,5	101,8	242,7
- portfoliové investice	-68,2	34,9	-49,7	-35,7	59,4	-72,0
- deriváty	-1,4	-3,2	-4,3	3,9	-3,2	-2,8
- ostatní investice	26,9	-67,1	127,9	135,5	25,7	-30,0
Změna dev. rezerv	31,6	67,2	216,9	12,9	6,8	92,9

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tab. 11.11 Rozklad vývozu zboží (předchozí rok = 100)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Exportní trhy²⁴	110,3	102,9	101,0	105,6	107,9	108,3
Exportní výkonnost²⁵	108,4	110,8	104,8	103,5	114,0	103,0
Export reálně	119,6	114,1	105,9	109,3	123,0	11,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

²⁴ Index vyjadřující vážený průměr dovozů zboží sedmi nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR, jimiž jsou od roku 1998 stabilně Německo, Slovensko, Rakousko, Británie, Polsko, Francie a Itálie.

²⁵ Index vyjadřující změnu podílu ČR na exportních trzích. Ukazatel vystihuje konkurenceschopnost českých výrobců na zahraničních trzích.

Tab. 11.12 Příjmy vládního sektoru²⁶ (v mld. Kč.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Konsolidované příjmy	779,4	849,9	901,4	981,0	1060,5	1162,8
Příjmy státního rozpočtu²⁷	573,5	601,8	653,9	683,9	750,4	805,6
Příjmy zdravotních pojišťoven	117,7	132,3	136,0	147,6	157,0	168,9
Příjmy mimorozpočtových fondů	8,5	35,0	31,9	44,8	46,8	51,4
Příjmy územních samosprávných celků	181,8	192,4	236,6	298,9	306,7	331,6
Daňové příjmy celkem	721,1	782,0	833,1	894,7	963,1	1060,0
Daně za zboží a služby	247,6	255,5	265,4	282,1	306,0	343,3
- DPH	145,9	150,9	154,4	164,4	181,8	206,9
- spotřební daně	70,9	76,3	79,5	84,2	95,8	110,6
- clo	13,6	10,0	9,8	10,3	4,1	-0,1
- ostatní²⁸	17,2	18,3	21,7	23,3	24,3	25,9
Pojistné na soc. a zdr. zabezpečení²⁹	287,4	318,9	335,0	359,7	388,3	416,1
- státního rozpočtu	208,9	227,1	242,0	258,2	278,9	295,7
- zdravotních pojišťoven	89,0	102,3	104,5	114,1	122,5	134,1
Daně z příjmu, majetku a ostatní	186,1	207,6	232,7	252,9	268,7	300,5
- daň z příjmu fyzických osob	98,3	104,4	114,4	123,0	133,3	142,4
- daň z příjmu právnických osob	75,8	92,0	105,7	115,9	119,8	144,8
- daně z majetku a ostatní³⁰	12,1	11,2	12,6	14,0	15,6	13,3
Nedaňové příjmy	47,7	55,4	54,7	62,7	60,5	58,0
Kapitálové příjmy	9,5	9,7	11,2	11,2	11,9	13,2
Dotace ze zahraničí	1,2	2,8	2,5	12,4	25,0	31,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

²⁶ Položky příjmy státního rozpočtu, příjmy zdravotních pojišťoven, příjmy mimorozpočtových fondů a příjmy územních samosprávných celků jsou rozkladem celkových příjmů včetně grantů.

²⁷ Zohledněno vyloučení rezervních fondů, zachyceny i operace Národního fondu.

²⁸ Daně ze zvláštních služeb, poplatky a daně z vybraných činností a ostatní daně ze zboží a služeb – místní, správní a environmentální poplatky.

²⁹ Součtové údaje u daňových příjmů celkem a u pojistného na soc. zabezpečení jsou sníženy o část příspěvku zaměstnavatelů na sociální a zdravotní pojištění (zaměstnanců vládního sektoru), která podléhá konsolidaci.

³⁰ Ostatní daňové příjmy- např. zrušené daně z objemu mezd.

Tab. 11.13 Výdaje vládního sektoru³¹ (v mld. Kč.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Konsolidované výdaje vč. čistých půjček³²	841,6	898,7	912,8	1108,6	1151,2	1162,2
Konsolidované výdaje bez čistých půjček	866,5	957,6	1054,5	1109,7	1158,2	1260,6
Výdaje státního rozpočtu³³	625,6	665,1	699,6	788,8	814,9	865,2
Výdaje zdr. poj.	115,6	130,8	137,2	147,5	156,7	168,4
Výdaje mimorozpočtových fondů	17,9	10,7	-8,4	65,4	63,4	-1,4
Výdaje územních samosprávných celků	184,3	203,6	240,9	301,9	315,7	323,8
Nákup zboží a služeb	179,6	183,5	208,3	2004,6	201,9	219,9
- mzdy, platy	70,3	76,2	83,0	81,8	83,8	89,2
- ostatní nákupy zboží a služeb	109,3	107,2	125,3	122,7	118,0	130,6
Transfery domácnostem a nezisk. organizacím	399,1	433,7	464,6	491,4	511,7	537,1
- zdr. pojišťoven	111,4	126,6	132,5	142,2	151,3	162,6
- důchody	186,9	201,1	212,6	225,8	230,9	247,4
- ostatní ³⁴	100,8	105,9	119,5	123,4	129,5	127,2
Dotace podnikům a fin. institucím	157,7	205,9	236,7	244,2	237,8	280,2
- transformačním institucím ³⁵	20,1	51,1	64,0	31,2	21,6	49,2
- ostatní	137,5	154,8	172,7	213,0	216,3	231,0
Úroky	19,8	19,2	13,4	18,6	29,0	25,4
Kapitálové výdaje	107,6	112,0	128,5	137,3	159,7	168,9
Dotace do zahraničí	2,7	3,2	2,9	13,6	18,1	29,1
Čisté půjčky	-24,9	-58,9	-141,6	-1,1	-7,0	-98,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

³¹ Položky výdaje státního rozpočtu, výdaje zdravotních pojišťoven, výdaje mimorozpočtových fondů a výdaje územních samosprávných celků jsou rozkladem celkových výdajů nekonsolidovaných včetně položky čisté půjčky.

³² Čisté půjčky = poskytnuté půjčky mínus splátky půjček, jedná se o příjmové a výdajové operace spojené se změnou stavu majetkových účastní státu a dalšího finančního majetku.

³³ Zohledněno vyloučení rezervních fondů, zachyceny i operace Národního fondu.

³⁴ Dávky státní sociální podpory, nemocenské dávky, podpory v nezaměstnanosti a ostatní transfery obyvatelstvu a neziskovým organizacím.

³⁵ Dotace transformačním institucím zahrnují úhrady ztrát ČKA/KoB a ČNB (konsolidace a stabilizace bankovního sektoru) ze státního rozpočtu a dotace z FNM pro finanční skupinu ČKA/KoB a Českou inkasní.

Tab. 11.14 Dluh vládního sektoru (v mld. Kč)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Konsolidovaný dluh vládního sektoru³⁶	332,4	404,5	444,5	553,0	659,4	762,1
Státní dluh (konsolidovaný)	287,4	342,5	392,9	488,8	585,8	684,2
Dluh zdr. pojišťoven	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
Dluh mimorozpočtových fondů	14,3	22,4	3,2	2,2	1,2	2,4
Dluh územních samosprávných celků	41,4	49,0	56,7	71,6	77,8	82,2

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tab. 11.15 HDP ve vybraných ekonomikách³⁷ (růst ve stálých cenách v %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-25	3,9	2,0	1,2	1,2	2,3	1,7
EU-15	3,9	1,9	1,1	1,0	2,1	1,5
Eurozóna	3,9	1,9	0,9	0,8	1,7	1,5
Německo	3,2	1,4	0,0	-0,2	0,8	1,1
Francie	4,1	1,8	1,1	1,1	2,0	1,2
Británie	4,0	2,4	2,1	2,7	3,3	1,9
USA	3,7	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2
Japonsko	2,9	0,4	0,1	1,8	2,3	2,7

Zdroj: Eurostat, OECD

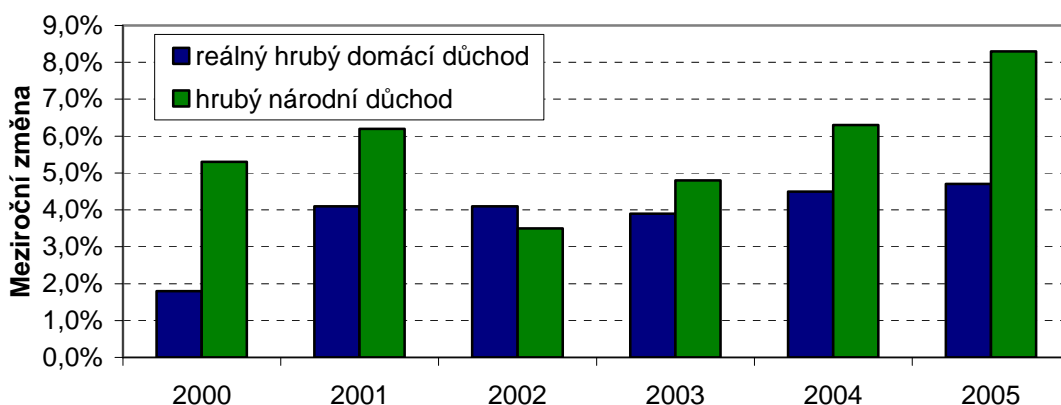
Tab. 11.16 Spotřebitelské ceny ve vybraných ekonomikách³⁸ (v %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU-25	2,4	2,5	2,1	1,9	2,1	2,2
EU-15	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1
Eurozóna	2,1	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2
Německo	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9
Francie	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9
Británie	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0
USA	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4
Japonsko	-0,7	-0,8	-0,9	-0,3	0,0	-0,6

Zdroj: Eurostat, OECD

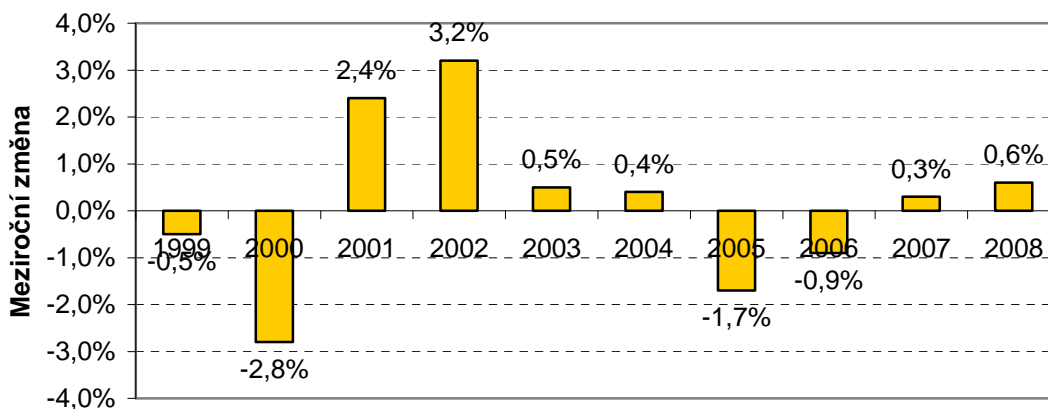
³⁶ Hrubý vládní dluh nezahrnuje nepřímé závazky státu a územně samosprávných celků.³⁷ Sezónně očištěná data.³⁸ Průměrná harmonizovaná míra inflace ze spotřebitelských cen.

Graf 11.1 Reálný hrubý dom. důchod a hrubý nár. důchod



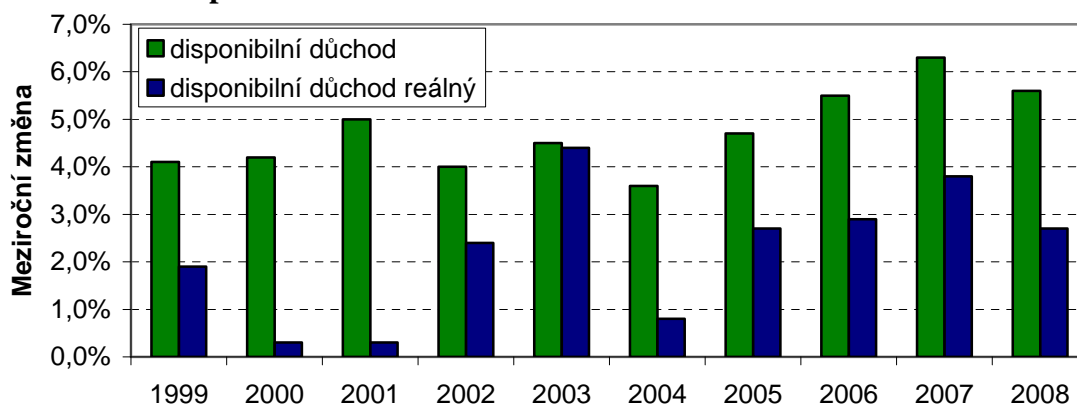
Zdroj: Český statistický úřad

Graf 11.2 Směnné relace



Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR³⁹

Graf 11.3 Disponibilní důchod

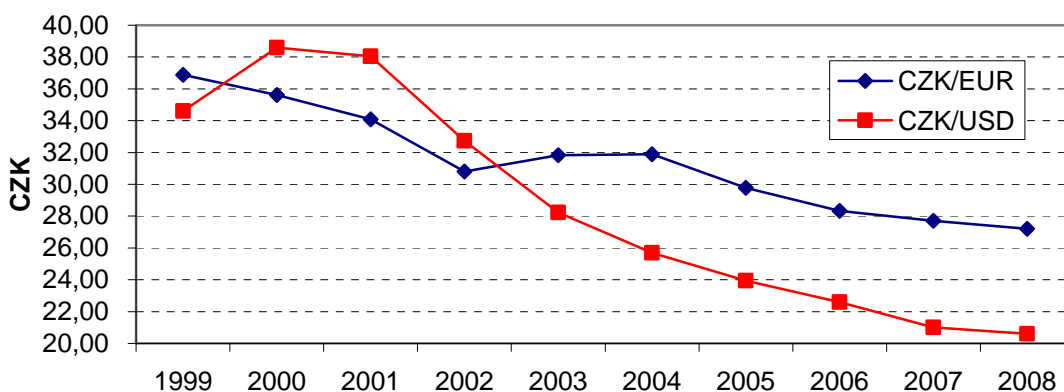


Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR⁴⁰

³⁹ Za rok 2006 je uveden odhad, za rok 2007 predikce a za rok 2008 výhled MF.

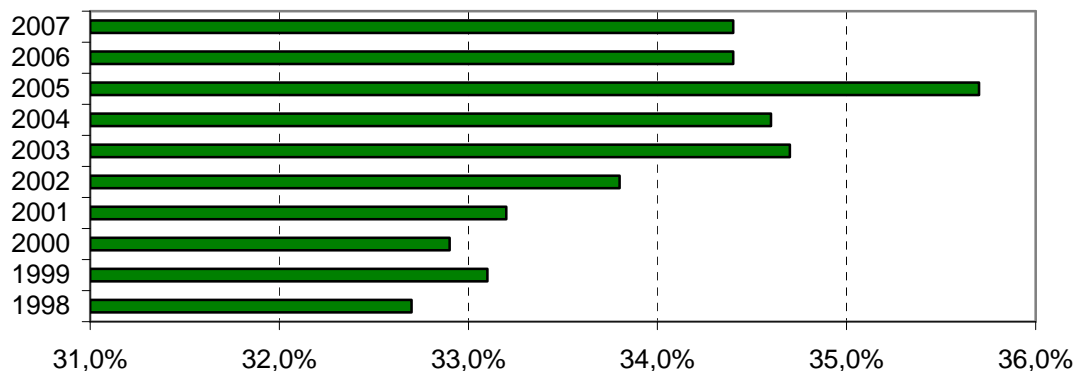
⁴⁰ Za rok 2006 je uveden odhad, za rok 2007 predikce a za rok 2008 výhled MF.

Graf 11.4 Nominální směnné kurzy (roční průměry)



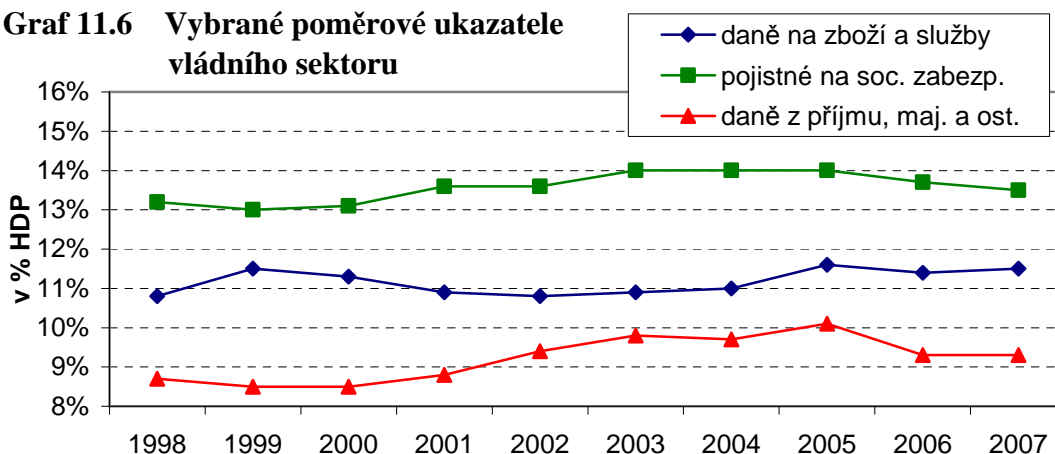
Zdroj: Česká národní banka, Ministerstvo financí ČR⁴¹

Graf 11.5 Poměr konsolidované daňové kvóty k HDP



Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR⁴²

Graf 11.6 Vybrané poměrové ukazatele vládního sektoru



Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR⁴³

⁴¹ Za rok 2006 je uveden odhad, za rok 2007 predikce a za rok 2008 výhled MF

⁴² Daňová kvóta podle metodiky GFS. Za rok 2006 je uveden odhad a za rok 2007 predikce MF.

⁴³ Za rok 2006 je uveden odhad a za rok 2007 predikce MF.