

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství **Economia, a. s., Praha**

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, t. 6141

Fax: (02) 253 728

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House **Economia, Prague**

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Postup ke směnitelnosti české koruny . . . 221

Václav NEŠVERA: Dilema úrokové politiky . 231

Jan HANOUSEK—Zdeněk TŮMA: Poptávka po penězích v české ekonomice 249

Marián SÁSIK: Kapitálový trh SR so zreteľom na poslanie a činnosť BCP v Bratislave 269

Jaroslav JÍLEK: Kroky ke kvalitním výsledkům české státní statistické služby (2. část) . . 275

Uprostřed čísla:

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR, No 2

CONTENTS

Towards the Convertibility of the Czech Crown 221

Václav NEŠVERA: The Dilemma of the Interest Rate Policy 231

Jan HANOUSEK—Zdeněk TŮMA: Demand for Money in the Czech Economy 249

Marián SÁSIK: The Capital Market in the Slovak Republic: The Objective and Activities of the Bratislava Stock Exchange 269

Jaroslav JÍLEK: Steps to Good Results of the Czech Statistical Service (2nd Part) 275

In the middle of this issue

Quarterly Economic and Fiscal Bulletin of the CR, No 2

*Opakovaně upozorňuje všechny naše čtenáře na změnu v distribuci našeho časopisu: od 1. 1. 1995 převzala distribuci časopisu a. s. **Economia**. Prosíme Vás proto, abyste se se svými požadavky týkajícími se odběru časopisu obraceli buď na obchodní úsek a. s. **Economia** (tel. 02/282 22 23), nebo úsek předplatného (tel. 02/282 37 54, 282 22 16, 282 23 16; fax pro oba úseky: 02/24 21 49 27). Na Slovensku zajišťuje distribuci a. s. **Ecopress, Pribinova 25, 810 11 Bratislava, tel.: 07/321 688, fax: 07/210 36 08.***

Redakce

Redakční rada: Dr. Ivan Angelis, CSc., Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Doc. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Ivan Kočárník, CSc., Ing. Václav Kupka, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Ph.D. Jan Švejnar, Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Dilema úrokové politiky

Václav NEŠVERA*

Ve všech zemích s tržní ekonomikou stojí hospodářské autority, jmenovitě centrální banky, při formování své úrokové politiky dnes a denně před dilematem, zda, resp. v jaké míře položit důraz na udržení vnější, či vnitřní rovnováhy. Aktualnost tohoto dilematu se u nás zvyšuje přijatými kroky k rozšíření konvertibility koruny. Situace je o to složitější, že současné úrokové sazby jsou deformovány jak z hlediska situace reálné ekonomiky a domácího finančního trhu, tak ve vztahu k zahraničí.

Deformace úrokových sazeb

Vládně přesvědčení, že současné domácí úrokové sazby jsou příliš vysoké. Zastánci tohoto přesvědčení mají přitom na mysli sazby z úvěrů. Podle posledních informací (za prosinec minulého roku) dosahovaly průměrné úrokové sazby komerčních bank z nově poskytnutých úvěrů 13,8 %. Jsou vyšší než ve všech vyspělých zemích a podstatně vyšší než před nástupem transformace, kdy se pohybovaly kolem 6 %.

Hlavní deformací úrokových sazeb je skutečnost, že nezohledňují míru inflace. Reálná sazba z úvěrů, tj. uvedená nominální sazba upravená o růst spotřebitelských cen, dosahovala v prosinci 3,3 %. Je téměř nejnižší na světě. V sousedním Německu se v uplynulém roce pohybovala kolem 8 % (při nominální výši sazeb z úvěrů cca 11 %).

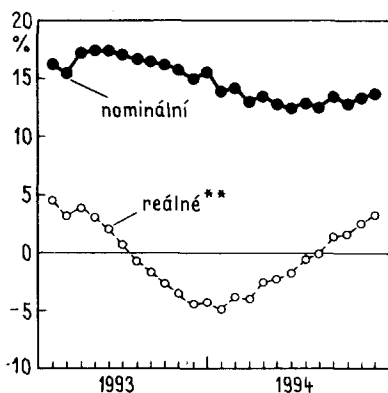
Nominální úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů se snížily ze svého maxima 17,45 % v květnu 1993 na 12,56 % v červnu minulého roku; v posledních měsících opět rostou. Reálné úrokové sazby měly zcela odlišný vývoj v důsledku vývoje cen. Od poloviny roku 1993 do poloviny minulého roku byly reálné úrokové sazby záporné, dlužníci inkasovali prémie (*graf č. 1*).

Úrokové sazby z primárních vkladů v komerčních bankách dosáhly v listopadu průměrné hodnoty 6,79 %. Při roční míře inflace 10,2 % byla jejich reálná hodnota záporná: -3,4 %. Musíme ovšem rozlišovat vklady na viděnou a termínované vklady. Vklady na viděnou (netermínované vklady) se na celkové hodnotě vkladů podílejí 44 % a tvoří je téměř ze 70 % transakční peníze podniků a organizací na běžných účtech. Banky platí za tyto peníze spíše službami než úroky. Termínované vklady, na kterých se 56 % podílí obyvatelstvo, jsou zúročeny v průměru 10,2 %. Jejich výše je tedy totožná s mírou inflace. Uvážíme-li však zdanění úroků, zůstává jejich reálná hodnota záporná.

* Ing. Václav Nešvera, CSc., Investiční a poštovní banka, a. s. Praha

Redakce příspěvek obdržela 17. 3. 1995.

GRAF č. 1 Průměrné úrokové sazby z nově poskytnutých úvěrů *



* po vyloučení úvěrů poskytovaných za sazbu 0–1 %

** na bázi ročních klouzavých průměrů přírůstků spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců k předchozím 12 měsícům

pramen: informace ČNB

Pohled z hlediska reálné ekonomiky

Úrokové sazby z úvěrů se týkají především podnikové sféry. Na podniky (nefinanční) připadají zhruba tři čtvrtiny úvěrů poskytnutých komerčními bankami. Tlak na snížení úrokových sazeb je motivován snahou stimulovat růst, jmenovitě růst založený na investicích. Poznamenejme, že příčinná souvislost mezi úrokovými sazbami (z úvěrů) a investiční aktivitou není tak bezprostřední, jak se obecně předpokládá. Investiční úvěry včetně dosavadních úvěrů na tzv. komplexní bytovou výstavbu a hypotečních úvěrů představují jen 35 % úvěrů, které komerční banky celkově poskytly. Úvěry se podílejí na financování investic podnikatelského sektoru jen 23 %, ze dvou třetin jsou investice financovány z vlastních zdrojů podniků. Prokazatelný a dominantní je vliv úrokových sazeb na bytovou výstavbu. Její oživení vyžaduje v našich podmínkách specifická opatření, která budou mít na hladinu úrokových sazeb jen nepřímý vliv (zvýší se celková poptávka po úvěrech). Aktuální, ale specifickou problematiku úrokových sazeb z hypotečních úvěrů zde ponecháváme stranou.

Zastáncům snah o stimulaci poptávky snížením úrokových sazeb uniká rostoucí diskrepance mezi dynamikou domácí poptávky a výkony ekonomiky. Po hlubokém propadu realizované domácí poptávky (spotřeby domácností a vlády, investic) v roce 1991 se její objem (ve stálých cenách, bez problematického vlivu změn zásob) zvýšil do předchozího roku o 12–13 %. Přitom hrubý domácí produkt byl v minulém roce oproti roku 1991 nižší asi o 5 %. Investice zaznamenaly v uvedeném období reálný přírůstek jen o 6,5 %, ale jejich podíl na hrubém domácím produktu (investiční míra) dosáhl 29 %. Tak vysokou investiční míru dosahují vyspělé země jen výjimečně, zpravidla ve fázi konjunktury. Musíme přitom uvážit, že v současných investicích je obsažena bytová výstavba jen stopově. V alokaci investic přetrvávají tendence založené hluboko v předchozím režimu. Retardačním faktorem pro rozvoj investic je nízké využití kapacit. Strukturální přestavba, která by byla orientována na překonání kvalitativní a technologické mezery české ekonomiky, se již projevuje (téměř 60 % investic podnikového sektoru bylo v minulém roce vynaloženo na investice do strojů a zařízení). Mnohé však nasvědčuje tomu, že chybějí projekty, které by naplnily kvalifikovanou po-

ptávku podniků po kapitálových zdrojích — projekty s přijatelnými náklady, výnosy a riziky. Projekty, které neposkytnou podnikateli čistý zisk při reálné ceně kapitálu ve výši uvedených 3,3 %, by neměly projít sítím ani při rozhodování o vlastních zdrojích. Politický tlak na snížení hladiny úrokových sazeb nemusí mít za následek vzestup investic, ale vede obvykle spíše k poklesu jejich efektivity, k jejich problematické alokaci. Důsledkem je pak pomalejší a nákladnější růst ekonomiky.

S oživením ekonomiky a po překonání „privatizační agónie“ lze očekávat vzednutí kvalifikované poptávky po úvěrech. Na straně nabídky kapitálových zdrojů je určitá „rezerva“ — sterilizované prostředky komerčních bank. Rozhodující je však akumulací potenciál ekonomiky. Teorie předpokládá a praxe ve vyspělých zemích potvrzuje, že strana nabídky nových kapitálových zdrojů je určována úsporami domácností.

Podle bilance příjmů a výdajů obyvatelstva dosáhla v minulém roce míra úspor domácností 10,9 %. Úspory (hrubé — tj. bez vlivu půjček domácnostem) jsou definovány jako změna vkladů, hotovosti a hodnoty cenných papírů v rukách domácností a míra úspor jako jejich podíl na disponibilních příjmech domácností (peněžní příjmy po odpočtu daní, poplatků a povinného pojištění). Odečteme-li od uvedených úspor přírůstek půjček, dosahuje míra úspor (čistých) 8,8 %. Míra úspor našich domácností je nižší než ve většině evropských zemí s konsolidovanou tržní ekonomikou. Přitom v posledních letech došlo k rozsáhlému majetkovému transferu restitucemi a kuponovou privatizací. Od tohoto vývoje bychom mohli očekávat vzednutí úspor. Příjmy z prodeje majetku se v dynamice úspor domácností zřetelně neprojeví.

Úspory rozhodně nebyly stimulovány úrokovým výnosem. Reálná hodnota koruny uložené v roce 1990 při daném zúročení klesla v důsledku inflace do konce uplynulého roku téměř o 40 %. Průměrná nominální úroková míra z korunových vkladů obyvatelstva klesla z 9,0 % v roce 1991 na 6,2 % (po zdanění).

Z nezbytnosti stimulovat úspory domácností vyplývá požadavek dosáhnout reálných úrokových sazeb z vkladů. Ověřená teorie předpokládá, že jejich normální úroveň je cca 2 %. Oproti současným sazbám z termínovaných vkladů po zdanění by to znamenalo zvýšení reálných sazeb z vkladů o více než 3 procentní body. Toho lze dosáhnout podle vládních předpokladů snížením inflace do dvou let. Je otázka, přežijí-li současné sazby tuto dobu a stačí-li uvedené zvýšení reálných sazeb k nápravě chování domácností.

V uvedené logice zbývá třetí komponent — rozdíl mezi průměrnými sazbami z úvěrů a z vkladů, tj. marže komerčních bank. Její výše je předmětem kritiky a zdrojem nadějí na snížení sazeb z úvěrů. Marže, měřená jako rozpětí mezi průměrnou úrokovou sazbou ze stavu úvěrů, tj. 13,6 % (po vyloučení úvěrů na novomanželské půjčky, na družstevní bytovou výstavbu a na výstavbu jaderné elektrárny), a průměrnou sazbou z vkladů, tj. 6,8 %, dosahovala v prosinci 6,8 %, tedy poloviny výše úroků z úvěrů. Na tuto úroveň klesla z 10,0 % v květnu 1993, kdy dosáhla maximální výše. Je srovnatelná s marží komerčních bank v Německu, kde dosahuje kolem 7 % (při podstatně nižší inflaci). Možnosti snížit marži jsou podmíněny zejména čtyřmi faktory:

- výši rizikových úvěrů a nezbytností je řešit,
- deformací bankovní soustavy,
- vysokou závislostí našich komerčních bank na čistých příjmech z úroků,
- možnostmi bank snížit své investiční a neinvestiční náklady.

Podíl rizikově vážených úvěrů komerčních bank na poskytnutých úvěrech dosáhl podle posledních informací (v listopadu minulého roku) 21,8 % a tyto „klasifikované“ úvěry jsou kryty rezervami a oprávkami jen z 80 %. Podmínky jednotlivé

vých bank při získávání depozit, dané úrokovými sazbami z depozit, jsou velmi rozdílné. Většina bank získává primární depozita za podstatně vyšší úrokové sazby a dosahuje podstatně nižší marže, než by odpovídalo průměrným sazbám. Obyvatelstvo ani podniky v podstatě na rozdíly nabízených sazeb nereagují. Úrokové sazby na mezibankovním trhu, kde se musí většina bank ucházet o zdroje, převyšují 10 %. Podíl příjmů z ostatních aktivit (kromě úvěrově-depozitních) sice roste, ale je stále ještě neporovnatelně menší, než je obvyklé v západních bankách. Prostor pro snížení nákladů pak nepochybně existuje, ale doba, kdy banky mohly ze svých příjmů „stavět paláce“, je nepochybně minulostí, protože budou nuceny řešit své rizikové úvěry. Možnosti snížení úrokových sazeb z úvěrů redukcí marže jsou omezeny.

Podstata našich problémů a jejich řešení spočívá ve výrazném zvýšení efektivity reálné ekonomiky. Vysvětlení uvedené diskrepance mezi vývojem domácí poptávky a vývojem vlastních výkonů ekonomiky nabízí vývoj cen. Ceny producentů a služeb domácí provenience (implicitní deflátor) se od 1. čtvrtletí 1991 do 3. čtvrtletí minulého roku zvýšily téměř o 70 %. Dovozní ceny (implicitní deflátor dovozu zboží a služeb) se ve stejném období zvýšily jen o cca 9 %. Domácí producenti ztratili na schopnosti konkurovat cenám dovozu. Základním obsahem druhé vlny strukturální adaptace české ekonomiky musí být tlak na náklady produkce a služeb.

Zásadní řešení deformací úrokových sazeb by mělo být založeno na postupném snížení míry inflace. Protiinflační politiku nelze dost dobře spojit s politikou levných peněz.

K reálným problémům české ekonomiky podmiňujícím úrokové sazby patří její vnější vztahy, především problémy spojené s přílivem zahraničního kapitálu. Strukturální adaptace české ekonomiky si nepochybně vyžádá větší objem kapitálu, než může zajistit vnitřní akumulací potenciál české ekonomiky. Zahraniční kapitál přichází. Jen od ledna do září minulého roku dosáhly přímé úvěry zahraničních bank 26,5 mld. Kč. Podle předběžných údajů platební bilance představovaly v roce 1994 přímé zahraniční investice v ČR 24,8 mld. Kč a porfoliové investice 23,6 mld. Kč. Příliv kapitálu nemá jen pozitivní důsledky. Ohrozil monetární rovnováhu. Není zadarmo. Jím vynucená sterilizace významné části peněžních zdrojů znehodnocuje vlastní akumulací potenciál české ekonomiky. Je spojena s náklady, které nese centrální banka (nepřímou státní rozpočet) i komerční banky. Jde o ztrátu úroků z domácích úvěrů, úrokové náklady spojené se sterilizací zdrojů a rozdíl mezi úroky placenými za přijaté úvěry a úroky z vkladů u zahraničních bank. Příliv zahraničního kapitálu by působil blahodárně a neměl by destruktivní účinky, pokud by přicházel za situace, kdy je strukturální adaptace v plném chodu. Existují však mnohé signály, že reálná absorpční schopnost naší ekonomiky tomuto přílivu nestačí.

Podmíněnost úrokové politiky úrokovým diferencíálem

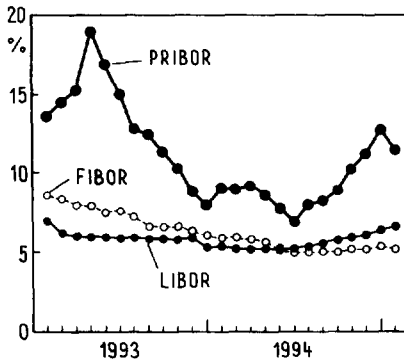
Otevírání ekonomiky světu přirozeně vede k větší podmíněnosti úrokové politiky vnějšími faktory. Hovoří se o nezbytné ztrátě autonomie při formování úrokové politiky, o unifikaci úrokových sazeb zemí.

Zahraniční kapitál byl v poslední době přilákan především celkovými příznivými tendencemi vývoje české ekonomiky. Ale významnou roli sehrála i naše nabídka vyšších výnosů daná relativně vysokými nominálními úrokovými sazbami oproti relevantním zemím — úrokovým diferencíálem.

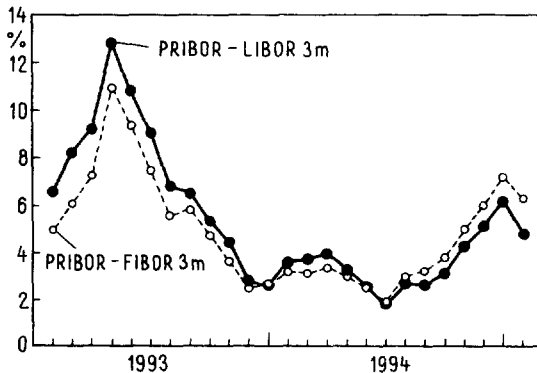
K zesílení kapitálového přílivu dochází zpravidla v časově omezeném úseku, kdy klesnou zahraniční úrokové sazby nebo se zvýší sazby na domácím trhu. V roce 1993 došlo k oběma těmto změnám a úrokový diferencíál na českém pe-

GRAF č. 2 Vývoj úrokových sazeb a úrokových diferenciálů na mezibankovním trhu

**Úrokové sazby (3měsíční) na mezibankovním trhu v Praze (PRIBOR),
ve Frankfurtu (FIBOR) a v Londýně (LIBOR)**



Vývoj úrokových diferenciálů

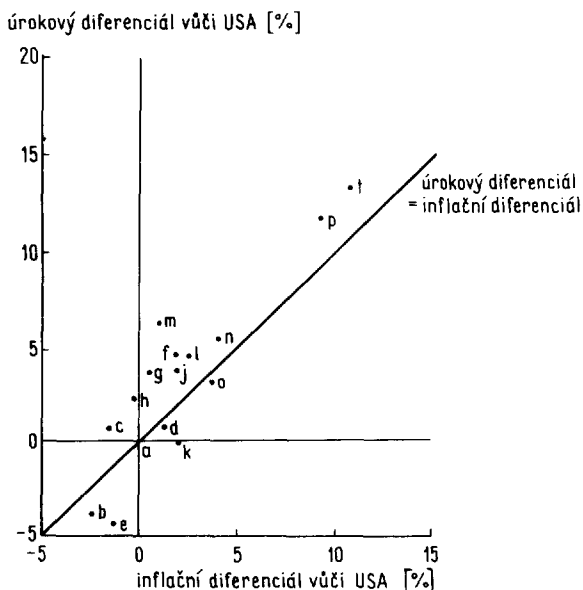


pramen: informace ČNB
Financial Times, International Economic Indicators.

něžním trhu vůči trhům, odkud kapitál přišel, se prudce zvýšil. Úrokový diferenciál se obvykle měří sazbami z 3měsíčních mezibankovních depozit. V daném případě (graf č. 2) jde o 3m PRIBOR (Praha), FIBOR (Frankfurt) a LIBOR (Londýn). Hodnota takto definovaného úrokového diferenciálu dosáhla vrcholu v květnu 1993. Po následujícím prudkém poklesu sazby PRIBOR, který byl podstatně vyšší než pokles sazeb na frankfurtském a londýnském trhu, se hodnota obou úrokových diferenciálů snížila na necelá 2 %. Od července však sazba PRIBOR opět vzrostla a úrokový diferenciál s ní. Nebezpečí „úrokové pasti“, o kterém hovoří guvernér České národní banky, je reálné a akutní. Příliv kapitálu si vynucuje monetární restriktci; ta je přirozeně doprovázena růstem úrokových sazeb a obnovují se podmínky pro zesílení přílivu kapitálu. Zjednodušené představy, že by řešení mohlo být založeno na snížení domácích úrokových sazeb, čímž by došlo k odstranění úrokového diferenciálu, jsou iluzorní.

To, co bylo demonstrováno na obvyklém základě sazeb na peněžním (mezibankovním) trhu, platí o hladině úrokových sazeb, a tedy také o sazbách z úvěrů.

GRAF č. 3 Podmíněnost úrokových sazeb z úvěrů inflací (1981—1993, roční průměry)



poznámky: Viz poznámky k tabulce č. 1.

Niže uvedené symboly platí společně pro grafy č. 3, 4, 7.

pramen: International Financial Statistics, Yearbook 1994, IMF.

symboly použité v grafech č. 3, 4 a 7

země s rezervní měnou:

- a USA
- b Japonsko
- c Německo
- d Velká Británie
- e Švýcarsko

- l Švédsko
- m Francie
- n Itálie
- o Španělsko

země s konsolidovanou finanční situací:

- f Nizozemí
- g Dánsko
- h Belgie (+ Lucembursko)
- i Rakousko

nově se rozvíjející země (emerging markets):

- p Portugalsko
- q Korejská republika
- r Jižní Afrika
- s Filipíny
- t Řecko
- u Izrael
- v Chile
- w Maďarsko
- x Polsko

země, které prošly finanční krizí:

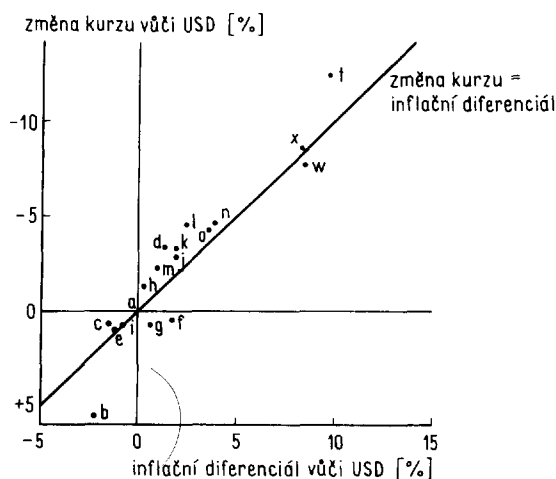
- j Norsko
- k Finsko

Země s tržní ekonomikou žijí a musejí žít s úrokovým diferenciálem. Navzdory internacionalizaci a globalizaci finančních trhů je úroveň úrokových sazeb jednotlivých zemí značně diferencovaná a její změny jsou často protisměrné. Výše úrokových diferenciálů a problémy s ní spojené jsou podmíněny mírou inflace té které země, resp. rozdílnou výší míry inflace oproti relevantním zemím — inflačním diferenciálem. V grafu č. 3 je úrokový i inflační diferenciál jednotlivých zemí vypočten ve vztahu k USA. V tomto případě je úrokový diferenciál založen na porovnání sazeb z úvěrů (se základem prime rate v USA). Hodnota úrokového diferenciálu se zpravidla pohybuje blízko hodnoty inflačního diferenciálu. Mezinárodní porovnání potvrzuje, že hladina úrokových sazeb je podmíněna mírou inflace.

Úrokové sazby a měnový kurz

V normálních podmínkách musejí investoři kalkulovat s rizikem kurzových změn. Fluktuace kurzových relací jsou běžným jevem a mívají rozměr, který znehodnocuje (eventuálně násobí) zisk z vyššího zúročení kapitálu. Dlouhodobě se jako určující pro vývoj kurzu měny prosazuje vliv míry inflace (graf č. 4). Korelaci mezi vnější a vnitřní kupní silou měny lze demonstrovat dvěma krajními případy. V případě Švýcarska došlo v letech 1980—1993 ke zvýšení kurzu franku vůči dolaru o 10 %, kupní síla franku na švýcarském spotřebitelském trhu se v poměru k vývoji kupní síly dolaru na americkém trhu zvýšila o 13 %. Na opačném konci srovnání stojí Řecko. Kurz drachmy vůči USD se snížil o 82 % a její relativní vnitřní kupní síla (v poměru k domácí kupní síle dolaru) klesla o 81 %. Pomineme-li specifický případ japonského jenu, jehož kurz v uvedeném období vzrostl více, než by odpovídalo vývoji jeho kupní síly na domácím trhu, je mezi změnami kurzu a vývojem inflačního diferenciálu lineární závislost. Země s vysokou mírou inflace (a tomu odpovídající vysokou hladinou úrokových sazeb) se rozkladnému působení kapitálových toků brání častými devalvacemi. Například vývoj kurzů měn Portugalska, Řecka nebo Maďarska téměř opisuje vývoj hodnoty jejich inflačních diferenciálů.

GRAF č. 4 Podmíněnost kurzu inflací (1981—1993, roční průměry)



poznámky a pramen: jako u grafu č. 3

Údaje v grafu č. 4 potvrzují platnost teorie parity kupní síly. Moderní ekonomické teorie přiznávají její platnost, jen pokud jde o dlouhodobý vývoj. Ve střednědobém časovém horizontu je korelace mezi vývojem vnitřní a vnější kupní síly měn — mezi mírou inflace a změnami kurzu měny — slabší. Například kurzy italské liry, španělské pesety nebo švédské koruny se v uplynulých čtyřech letech vůči USD snížily o 24—26 %, přičemž vnitřní kupní síla těchto měn klesla jen o 5—7,5 %. Nicméně i ve čtyřletém období zůstává uvedená korelace dosti silná (tabulka č. 1).

V delším časovém období mají tedy změny kurzu a výše úrokových sazeb společný determinant — míru inflace. Avšak z krátkodobého hlediska teorie parity

**TABULKA č. 1 Inflace, vývoj kurzu a úrokové sazby (z úvěrů) 1991—červen 1994
(na bázi čtvrtletních dat)**

	spotřebitelské ceny	kurz USD	průměrná úroková sazba	diferenciály		
	změna [%] 1990—červen 94		průměr I/91—II/94	inflační	kurzový	úrokový
	v poměru k USA [%]					
země s rezervní měnou						
USA	13,0	0	6,84	0	0	0
Japonsko	7,2	33,3	6,23	5,4	33,3	-0,6
Německo	15,3	-3,0	12,79	-2,0	-3,0	6,0
Švýcarsko	14,6	-1,9	7,08	-1,4	-1,9	0,2
Velká Británie	14,6	-15,8	8,43	-1,4	-15,8	1,6
země s konsolidovanou finanční situací						
Rakousko	14,2	-2,9	.	-1,1	-2,9	.
Belgie + Lucembursko	10,9	-2,6	12,17	1,9	-2,6	5,3
Dánsko	7,9	-5,2	10,94 ^a	4,7	-5,2	4,1
Nizozemí	12,5	-2,6	11,39	0,4	-2,6	4,6
země, které prošly finanční krizí						
Itálie	19,8	-25,4	14,8 ^a	-5,7	-25,4	7,4
Francie	9,6	-4,5	.	3,1	-4,5	.
Švédsko	19,0	-24,2	13,89 ^a	-5,0	-24,2	7,0
Španělsko	22,2	-25,5	13,11	-7,5	-25,5	6,3
Norsko	9,5	-13,3	12,81	3,2	-13,3	6,0
Finsko	10,0	-29,9	10,81	2,7	-29,1	4,0
transformující se ekonomiky						
Portugalsko	35,7	-16,7	18,24	-16,7	-16,7	11,4
Řecko	75,3	-35,8	28,75 ^a	-35,5	-35,8	21,9
Maďarsko	140,5	-23,1	31,2	-53,0	-13,1	24,4
Polsko	372,3	-57,8	43,7 ^b	-76,1	-57,8	36,9
ČR	56,9	-2,6	13,91	-28,0	-2,6	7,1

poznámky: Inflační diferenciál je zde definován jako změna vnitřní kupní síly měny dané země v poměru ke změně kupní síly USD na trhu USA v %.

Kurzový diferenciál představuje změnu kurzu USD v poměru ke měně dané země (je dán indexem měnového kurzu).

Úrokový diferenciál představuje rozdíl mezi průměrnou úrokovou sazbou z úvěrů v dané zemi a průměrnou úrokovou sazbou z úvěrů (prime rate) v USA.

vysvětlivky: ^a do I. čtvrtletí 1994

^b do IV. čtvrtletí 1993

prameny: International Financial Statistics 1994, IMF
informace ČNB

kupní síly pohyby měnových kurzů vysvětlit nemůže. Současné přístupy definují měnový kurz jako cenu aktiv dané země v jednotkách zahraničních aktiv. Nejdůležitějším faktorem, který působí na poptávku po aktivech dané země, je očekávaný výnos těchto aktiv v poměru k očekávanému výnosu zahraničních aktiv. Velikost poptávky po aktivech dané země je určena úrokovým diferenciálem a očekávanými změnami kurzu dané měny.

Úrokové sazby, kurz měny a vnější finanční vztahy

Uvedené teoretické předpoklady mají svůj konkrétní odraz v platební bilanci. Na rozdíl od tradičních přístupů, které zdůrazňovaly význam obchodní bilance, současné přístupy poukazují na neporovnatelně větší objemy a význam kapitálových transakcí. Jejich výsledný efekt (nikoliv obrat, ale jen saldo) zachycuje kapitálový účet.

Jakýkoliv rozdíl na běžném účtu musí být vyrovnán buď saldem kapitálového účtu, nebo změnami devizových rezerv. Za normální lze považovat situaci, kdy vývoj běžného účtu je zrcadlovým odrazem vývoje kapitálového účtu. Přebytek nebo deficit běžného účtu zvyšuje nebo snižuje pohledávky, resp. závazky dané země v zahraničí — platební bilance je zhruba vyrovnaná. Země, která nakupuje v zahraničí více zboží, služeb i aktiv než cizinci v dané zemi, tj. země s trvalým nebo výrazně převyšujícím deficitem platební bilance, postupně vyčerpává své devizové rezervy a dříve nebo později je vystavena požadavku devalvovat svou měnu (pokud nejde o měnu rezervní). Takovými zeměmi byly v uplynulých letech (1991—1993) Francie, Itálie, Finsko a Španělsko (*tabulka č. 2*).

Pro českou ekonomiku jsou aktuálnější případy zemí s přebytky svých platebních bilancí. Nechtějí-li své měny zhodnotit, pak (v podmínkách konvertibilní měny) svou měnu prodávají na devizovém trhu a získávají devizové rezervy. Důsledky nejsou jen pozitivní. Příliv kapitálu způsobuje expanzi monetární báze, centrální banka ztrácí možnost kontroly vývoje peněžní zásoby. Prvním obranným opatřením proti nežádoucím efektům vzednutí přílivu kapitálu je obvykle sterilizace části peněžní zásoby. Příklady této situace mezi vyspělými zeměmi nenalzáme, jde o reálné problémy některých rozvojových, resp. transformujících se (tranzitivních) ekonomik („emerging markets“) — např. Chile, Kolumbie, Egypta, svého času i Španělska a nedávno Řecka a Mexika. Sterilizace má své náklady a omezení. Zpravidla ji přetrvává hrozba neúměrného zpevnění reálného kurzu domácí měny a tlaky na revalvací měny. Přitom přetrvávají, resp. přílivem kapitálu mohou být posíleny, inflační tlaky. Případné (a pravděpodobně) pozdější zastavení přílivu kapitálu, eventuálně jeho odliv, mohou nastolit požadavek devalvace měny. Kurz měny dané země se dostává do vibrací. Pod vlivem spekulací, jež jsou založeny na měnících se očekáváních, se kurz měny vyvíjí jako náhodná veličina.

V této souvislosti je třeba poukázat na výsledky analýzy MMF.¹ Vzvednutý příliv kapitálu má tendenci zvětšit tok kapitálových fondů přes bankovní systém, čímž zvyšuje možnosti poskytování riskantních půjček, rozšiřuje otevřené devizové pozice bank, a tím zvyšuje stupeň jejich rizika při směně. I v případě existence pojištění depozit hrozí krize bankovní soustavy.

Graf č. 5 ilustruje uvedené závěry. Příklad Německa zde reprezentuje země s vyspělou konsolidovanou ekonomikou. Na pozadí příznivého vývoje spotřebitel-ských cen v porovnání s cenami v USA se marka vůči USD zhodnotila, její reálný efektivní kurz sledoval vývoj inflačního diferenciálu. Úrokový diferenciál vůči sazbám USA se po sjednocení Německa výrazně zvýšil (v první polovině 80. let byly úrokové sazby komerčních bank z úvěrů nižší než v USA). Rostoucímu aktivnímu saldu běžného účtu odpovídal vývoz kapitálu. Po roce 1990 však došlo k obratu — Německo se přechodně stalo dovozcem kapitálu. Vývoj kapitálového účtu se zřetelně odráží v zahraničních aktivech bank a jejich celkové devizové pozici. Vysoký úrokový diferenciál v posledních letech zřetelně přispěl k potřebnému příli-

¹ Silný příliv kapitálu — výhoda, nebo kletba?, Finance and Development IMF, III/94. Převzato z: Výběr ze zahraničního tisku č. 58, ČNB.

TABULKA č. 2 Platební bilance, změna devizových rezerv a měnového kurzu (1991–1993)

	HDP ^a 1993 [mld. USD]	saldo			změna rezerv [%]	změna kurzu [%]
		běžný účet	kapitálový účet	platební bilance		
		v % hrubého domácího produktu				
země s rezervní měnou						
USA	6 378	-2,9	0,8	-2,1	-9,0	x
Japonsko	4 216	7,6	-7,1	0,8	29,5	30,0
Německo	1 713	-3,6	5,5	1,9	17,2	-2,5
Švýcarsko ^b	234	10,1	-7,9	2,3	13,7	-6,4
Velká Británie	417	-11,5	11,1	0,4	6,0	-15,8
země s konsolidovanou finanční situací						
Rakousko	181	-0,8	3,9	3,1	54,5	-2,5
Belgie ⁺						
Lucembursko ^b	219	4,6	-4,1	0,5	-4,3	-3,5
Dánsko	135	9,1	-8,9	0,2	0,7	-4,6
Nizozemí ^b	320	4,5	-2,5	2,0	73,9	-2,1
země, které prošly finanční krizí						
Itálie ^b	1 223	-4,2	1,7	-2,5	-51,9	-23,9
Francie ^b	1 253	-0,2	-1,3	-1,5	-32,6	-4,0
Švédsko	186	-7,6	12,6	5,0	9,5 ^c	-23,9
Španělsko	487	-8,7	7,0	-1,7	-17,8	-19,7
Norsko	103	10,1	-5,9	4,2	-19,4 ^b	-12,1
Finsko	82	-15,4	10,8	-4,6	-41,5	-33,1
transformující se ekonomiky (emerging markets)						
Portugalsko ^b	84	-1,1	-7,7	-6,7	12,6	-11,2
Řecko	74	-6,1	13,1	7,2	130,1	-30,8
Maďarsko	36	-9,7	23,8	14,1	546,7	-31,1
Polsko ^b	63	-8,3	-9,7	-14,8	-5,6	-47,1

poznámka: Kapitálový účet a celková platební bilance nezahrnují rezervy, mezivládní transakce (exceptional financing) a závazky představující rezervy zahraničních autorit. Kapitálový účet zahrnuje „chyby a opomenutí“.

vysvětlivky: ^a hrubý národní produkt v národní měně přepočten průměrným tržním, resp. oficiálním kurzem měny k USD

^b 1991–1992

^c Finanční krize sejevila v roce 1993 poklesem devizových rezerv o 15,5 %.

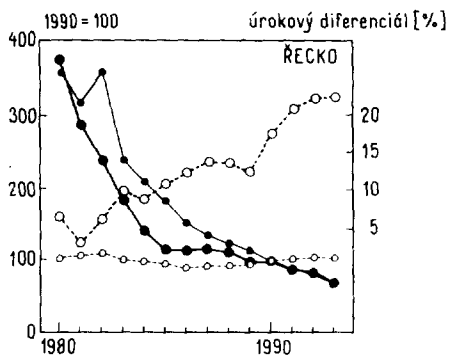
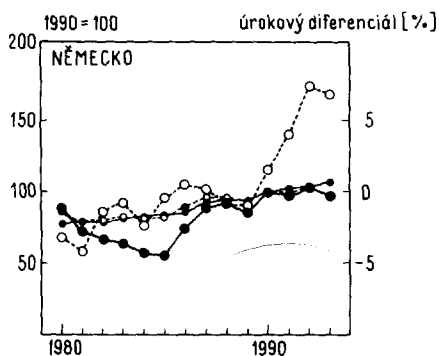
pramen: International Financial Statistics 1994, IMF.

vu zahraničního kapitálu. V podmínkách vysoké absorpční schopnosti německé ekonomiky přispěl k její celkové rovnováze.

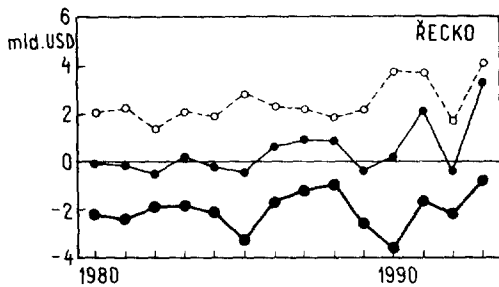
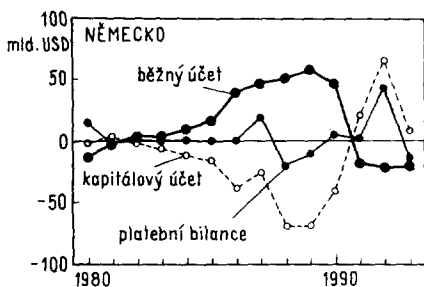
Příklad Řecka reprezentuje nově se rozvíjející tržní ekonomiku. Tržní kurz drachmy klesal v závislosti na vývoji inflačního diferenciálu a její reálný efektivní kurz tak zůstal celkem stabilní. Úrokový diferenciál byl (vůči USA) pozitivní, vysoký a rostl. Běžný účet Řecka je trvale pasivní a tomu odpovídá aktivní saldo kapitálového účtu. Počátkem 90. let však výrazně zesílil čistý příliv zahraničního kapitálu a Řecko se blížilo popsané modelové situaci zemí s přebytkem v platební bilanci. Vysoký úrokový diferenciál (na bázi sazeb z úvěrů poskytovaných komerčními bankami) byl průvodním jevem inflace; jeho výrazné zvýšení nepo-

GRAF č. 5 Příklady vývoje úrokových sazeb a podmiňujících veličin

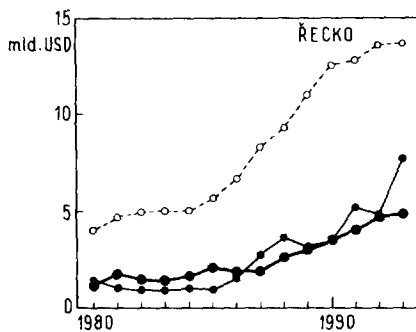
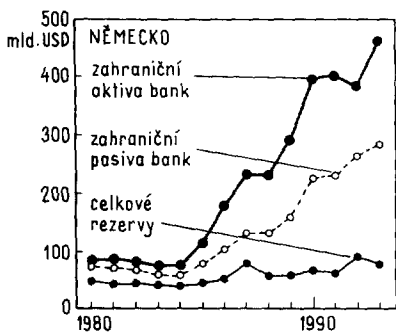
Úrokové sazby a kurz



Platební bilance



Kapitálová pozice bank a devizové rezervy



● tržní kurz (vůči USA)
○ reálný efektivní kurz

● inflační diferenciál (vůči USA)
○ úrokový diferenciál (vůči USA)
(pravá stupnice)

pramen: International Financial Statistics, Yearbook 1994, IMF.

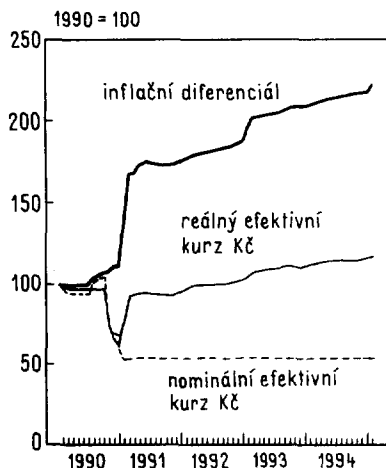
chybně přispělo k zesílení přílivu zahraničního kapitálu. Devizová pozice bank odráží rostoucí zadluženost Řecka. Přitom devizové rezervy v posledních šesti sledovaných letech rostly. V krizi, která nastala v roce 1994, se ukázalo, že by na řešení krize samy o sobě nestačily.

Naše situace je v tomto směru specifická a ve světě zcela ojedinělá. Již pátý rok je kurz koruny (vůči měnovému koši) pevný. Je nesporné, že „nominální kotva“ pevného kurzu (koruny působila blahodárně v mnoha směrech. Ale v ekonomice vše něco stojí. Skleníkové prostředí, které vytváří úspěšná politika pevného kurzu, nás přivedlo v oblasti úrokové politiky do určité izolace vůči světu. Přijaté kroky k rozšíření konvertibility mohou vést k zásadní změně. Jsou doprovázeny deklarací, že pevný kurz koruny bude udržen. Převažují racionální argumenty ve prospěch této koncepce, ale žádné zemi se to v obdobné situaci nepodařilo.

Perspektivy kurzu koruny

K rozhodnutí o zásadním kroku ke konvertibilitě koruny dochází v situaci, která je na prvý pohled pro tento postup jednoznačně příznivá. Již pátým rokem se daří udržet pevný kurz kuruny. Koncem září devizové rezervy bank dosáhly 7,8 mld. USD a rostou. Ekonomika je ve stadiu oživení. Scénář uvedený v závěru předchozí kapitoly však varuje a nepochybně k urychlenému rozšíření konvertibility koruny podněcuje. Exkurz do ekonomické teorie a do čísel světové ekonomiky měl naznačit problémy, s kterými budeme patrně brzo konfrontováni jako s aktuální a relevantní ekonomickou realitou.

GRAF č. 6 Vývoj nominálního a reálného efektivního kurzu a inflačního diferenciálu



poznámky: Inflační diferenciál představuje poměr mezi indexem růstu cen průmyslových výrobků ČR a váženým průměrem indexů těchto cen USA a SRN.

Nominální efektivní kurz Kč představuje vážený průměr indexů oficiálních kurzů CSK (CZK)/USD a CSK (CZK)/DEM.

Reálný efektivní kurz CSK představuje násobek indexu nominálního efektivního kurzu a inflačního diferenciálu.

Vážené průměry stanoveny 0,85 SRN (DEM); 0,35 USA (USD).

prameny: Hrnčíř, M.: Exchange Rate and the Transition: The Case of the Czech Republic. Politická ekonomie, 1993, č. 4. Financial Times, International Economic Indicators – Prices and Competitiveness.

Bulletin ČSÚ

Indexy cen ve výrobní sféře za leden 1995, ČSÚ informace ČNB

Reálný efektivní kurz koruny zpevňuje (*graf č. 6*). Při stabilním nominálním kurzu (ve vztahu k současnému dvousložkovému koši měn) je zdrojem tohoto „zhodnocování“ koruny inflace (vyšší než v relevantních zemích — v SRN a USA). Efekty tří devalvací v roce 1990 byly inflací absorbovány již v září 1992, dnes je reálný efektivní kurz koruny o 17 % vyšší, než byl počátkem roku 1990. Konkurenční schopnost českých výrobců se oproti výchozímu období (před devalvacemi) zhoršila. Eventuální revalvace by znamenala jen akceleraci tohoto vývoje.

Propočet, na kterém je založen *graf č. 6*, vychází z cen průmyslových výrobců. Je to dané otázkou adekvátnější, neboť spotřebitelské ceny jsou ovlivňovány cenami služeb, z nichž značná část není předmětem mezinárodní směny. Podle vývoje spotřebitelských cen byl „devizový polštář“ vyčerpán až na přelomu let 1992/93.

V situaci, kdy je nominální kurz konstantní, vypovídá reálný efektivní kurz jen o vývoji inflace. Jeho vypovídací schopnost je podmíněna proměnlivostí nominálního (tržního) kurzu.

Uvažme však, že již před devalvacemi byl kurz koruny značně podhodnocen (ve vztahu k její vnitřní kupní síle). Podle propočtu statistických orgánů OSN a ES dosahovala v roce 1990 parita kupní síly (poměr mezi kurzem a kupní silou měny na domácí spotřebitelském trhu) k rakouskému šilinku 0,41 haléře, přičemž pro obchodní a neobchodní platby byl stanoven kurz 1,59 CSK/ATS. Odchylka — poměr mezi kurzem a vnitřní kupní silou koruny (koeficient ERDI — exchange rate deviation index) — tak dosahovala zhruba 3,9. Protisměrným působením devalvací a inflace se uvedený poměr během roku 1991 mírně zvýšil. Šilink byl zdražen o 58 %, předstih inflace v ČR vůči inflaci v Rakousku dosáhl o něco více než 50 %. Při stabilizaci kurzu pokračoval předstih inflace a index ERDI se snížil do roku 1994 asi na hodnotu 3. Podobná je relace vůči marce. ERDI bývá konstruován ve vztahu k USD. Rakouské i německé vnitřní ceny jsou v poměru k měnovému kurzu dolaru vyšší. Vůči USD lze současný koeficient ERDI odhadnout na 2,5. Je zde tedy ještě prostor pro další „zhodnocování“ koruny, resp. pro zachování jejího pevného kurzu navzdory inflačnímu diferencíálu.

Výchozí podhodnocení kurzu koruny mělo svůj reálný základ v cenách docilovaných v zahraničním obchodě za minulého režimu. Od roku 1990 se směnné relace (terms of trade) zlepšily nejméně o 10 % (zejména poklesem dovozních cen). To by teoreticky mělo vést ke zhodnocení koruny v mezinárodních vztazích. Prostor pro další příznivý vývoj cen v zahraničním obchodě je nepochybně ještě značný.

V následujících měsících a patrně i v nejbližších letech tedy nemusí předstih domácí inflace oproti vývoji cen v relevantních zemích mít na kurz měny takový vliv, jaký má v zemích s podobnými inflačními parametry.

Úvahy o změně kurzu založené na vývoji reálného efektivního kurzu nebo na paritě kupní síly koruny jsou problematické. Aktuální diskuze o kurzu koruny má však svůj reálný základ ve vývoji platební bilance, kapitálové (devizové) pozice a devizových rezerv. Naše situace je podobná modelové situaci země s přebytky platební bilancí, která byla popsána v předchozí kapitole. Celkové saldo platební bilance, totožné s tvorbou devizových rezerv ČNB, bylo v uplynulých dvou letech vysoce aktivní. V roce 1993 dosáhlo více než 88 mld. Kč, v roce 1994 (podle předběžných údajů) více než 68 mld. Kč. Česká republika prodala do zahraničí v konvertibilních měnách více služeb a aktiv, než koupila (obchod se zbožím vykazoval záporné saldo). Rozhodujícím způsobem se na tom podílel příliv kapitálu, v jeho rámci pak růst portfoliových investic (*tabulka č. 3*). Významný byl v obou letech příliv ostatních (dlouhodobých) zdrojů, jmenovitě bankovních úvěrů.

Uvedené výsledky se odrážejí v kapitálové (devizové) pozici ČR. Nenechme se mýlit „hrubou zadlužeností“ (v září minulého roku dosáhla 9,3 mld. USD, tj. 260

TABULKA č. 3 Vývoj platební bilance ČR (konvertibilní měny)

v mld. Kč

	1992	1993	1994
<i>běžný účet</i>	1,5	8,1	8,6
— obchodní bilance	-38,8	-21,9	-24,5
— bilance služeb	37,2	30,0	30,8
— bilance výnosů	0,2	-3,8	-1,2
— jednostranné převody	3,0	3,8	3,6
<i>kapitálový účet</i>	-0,2	76,9	60,6
— přímé investice	27,8	15,1	24,2
— portfoliové investice	-1,0	30,9	23,6
— ostatní dlouhodobý kapitál	9,1	15,4	14,4
— krátkodobý kapitál	-36,0	15,6	-1,6
<i>chyby a opomenutí</i>	-3,6	-3,2	-0,8
<i>změna devizových rezerv^a</i>	2,3	-88,3	-68,3

 vysvětlivka: ^a Záporná hodnota znamená přírůstek rezerv.

 pramen: Vybrané ukazatele měnového vývoje ČR — listopad 1994, ČNB, únor 1995.
informace ČNB

TABULKA č. 4 Vývoj kapitálové pozice a devizových rezerv ČR (konvertibilní měny)

v mld. Kč

	AKTIVA				PASIVA			
	1. 1. 93	31. 12. 1993	30. 9. 1994	změna 1/93-9/94	1. 1. 93	31. 12. 1993	30. 9. 1994	změna 1/93-9/94
banky	109,7	196,4	224,5	114,8	63,4	75,6	46,8	16,6
— krátkodobá	109,3	194,5	223,1	113,8	17,8	25,7	26,4	8,6
— středně- a dlouhodobá	0,4	1,9	1,4	1,0	45,6	49,9	20,4	-25,2
podniky (org.) ^a	81,8	79,0	79,0	-2,8	74,1	91,8	114,7	40,6
přímé investice	5,0	6,6	8,1	3,1	46,2	63,5	77,4	31,2
portfoliové investice	0,2	0,3	0,5	0,3	4,8	36,2	56,2	51,4
vláda	53,1	55,6	51,2	-1,9	61,1	59,5	55,2	-5,9
<i>celkem</i>	249,8	337,9	363,3	113,5	249,6	326,6	350,3	100,7
— čistá pozice	0,2	11,3	13,0	12,8				
— krátkodobá	106,5	187,0	212,4	105,9				
— střednědobá a dlouhodobá					106,3	175,8	199,4	93,1
devizové rezervy ČNB	24,3	116,0	151,3	127,0				

 vysvětlivka: ^a aktiva = „vývozní pohledávky a závazky“

pasiva = „dovozní závazky a pohledávky“

pramen: Vybrané ukazatele měnového vývoje ČR, říjen 1994, ČNB.

mld. Kč). Kapitálová pozice ČR se stala aktivní (tabulka č. 4). Zlepšila se téměř o 0,5 mld. Kč. Významnější však byly změny v její struktuře. Na straně aktiv celý přírůstek (téměř 115 mld. Kč) tvořil růst krátkodobých pohledávek bankovního sektoru, zatímco zahraniční závazky bank (jmenovitě středně- a dlouhodobé) klesly. Růst pasiv (o 100 mld. Kč) byl založen na zahraničních investicích v ČR (zejména portfoliových), pasiva podnikového sektoru vzrostla o více než

40 mld. Kč (jde zřejmě o přímé úvěry zahraničních bank spíše než o dodavatelské úvěry) a jeho čistá devizová práce se z aktiva dostala do hlubokého pasiva (téměř 36 mld. Kč). Zejména se však zvýšily devizové rezervy centrální banky (o více než 100 mld. Kč). Aktivní saldo devizové pozice bank se zvýšilo ze 46 mld. Kč počátkem roku 1993 na 178 mld. Kč koncem září minulého roku. Jde o aktiva krátkodobá — jejich saldo dosáhlo téměř 180 mld. Kč. Čerpání nedávných půjček komerčních bank v zahraničí se v uvedených číslech ještě nepromítlo.

Tato a jen tato situace — podmíněná příznivou platební bilancí a kapitálovou pozicí — navozuje otázku revalvace koruny a uvedla do diskuze rozporuplný pojem „zhodnocení koruny“.

Krátkodobá prognóza vývoje kurzu koruny je podmíněna řešením, které přimou centrální autority — vláda a ČNB. Kromě možnosti administrativních zásahů, kterými by se příliv zahraničního kapitálu dostal opět pod kontrolu, existují tři základní alternativy řešení: (1) sterilizovat část disponibilních kapitálových zdrojů, (2) uvolnit politiku pevného kurzu a (3) snížit hladinu úrokových sazeb, a tím i úrokový diferenciál. Administrativní restrikce přílivu kapitálu by byly v rozporu s přijatou koncepcí cesty ke konvertibilitě koruny. Možnosti sterilizace kapitálových zdrojů byly patrně z větší části vyčerpány. Ostatně sterilizace se ukázala jako dlouhodoběji neudržitelná ve všech zemích sledovaných Mezinárodním měnovým fondem. Zatím vládne shoda v přesvědčení, že pevný kurz lze a je prospěšně udržet. Z hlediska reálné kupní síly koruny to předchází analýza v podstatě potvrzuje. Ale již současné, natož pak přijaté další uvolnění směnitelnosti koruny může z tohoto přesvědčení udělat jen zbožné přání. S rozšířením konvertibility bude uvolnění politiky pevného kurzu dříve nebo později aktuální. Prakticky žádné zemi v podobné situaci se udržet pevný kurz nepodařilo.

Požadavek revalvace odpovídá zájmům zahraničních investorů a domácími ekonomy je zdůvodňován i jako ozdravné opatření pro urychlenou adaptaci české ekonomiky na reálné tržní podmínky. Z dlouhodobějšího hlediska (v časovém horizontu 1—3 let) by patrně tento krok vedl ke značnému rozkmitání kurzu koruny. Z dlouhodobého hlediska (s časovým horizontem cca 5 let) lze při uvažovaném předstihu inflace počítat s devalvací koruny. Zbožným přáním v podmínkách konvertibilní koruny je také udržet kurz stabilní. Realnost představy, že se změny kurzu koruny například k USD budou pohybovat jen kolem $\pm 2\%$ ročně, jak tomu bylo v průměru v posledních letech v zemích s konsolidovanou ekonomikou, je zatím v nedohlednu.

Rizika krátkodobé prognózy vývoje kurzu koruny jsou zvýšena skutečností, že současná situace je způsobena vysoce proměnlivým faktorem — přílivem kapitálu. Nejdynamičtější položkou kapitálového účtu jsou portfoliové investice. Z platební bilance nevyčteme úlohu přijatých přímých úvěrů zahraničních bank českými subjekty. Z údajů o kapitálové pozici ČR vyplývá, že největší dynamiku na straně pasiv mají vedle portfoliových investic pasiva podnikové sféry. Příliv tohoto kapitálu se může téměř okamžitě zastavit, zčásti se může změnit v odliv kapitálu. Mohou k tomu vést opatření českých monetárních autorit, ale také proměnlivá situace na světových finančních trzích i zcela nahodilé podněty pro změnu očekávání a kalkulací zahraničních investorů (třeba aktuální aféry). Zatím není vyčísleno, jaký podíl na celkovém přílivu kapitálu mají „horké peníze“, ale nepochybně se na přílivu kapitálu významně podílejí.

Perspektivy vývoje úrokových sazeb

Dilema, v jaké míře položit důraz na udržení vnější, či vnitřní rovnováhy při formování úrokové politiky, je u nás složitější než v jiných zemích. Jednak je

nutné čelit destruktivním důsledkům přílivu kapitálu, jednak dříve nebo později bude nutné řešit deformaci úrokových sazeb.

Snahou vlády je udržet pevný kurz koruny. Pokud by tomu měla být podřízena úroková politika, bylo by nepochybně nutné úrokové sazby snížit. Avšak přijaté kroky k rozšíření konvertibility nasvědčují tomu, že dochází k zásadní změně. Rizika kurzových změn mohou napomoci obraně měnové rovnováhy a svébytné úrokové politiky. Jen při flexibilním kurzu lze žít s úrokovým diferenciálem. Z předchozího vyplývá, že poměrně vysoký úrokový diferenciál je v našich současných podmínkách zdůvodněn.

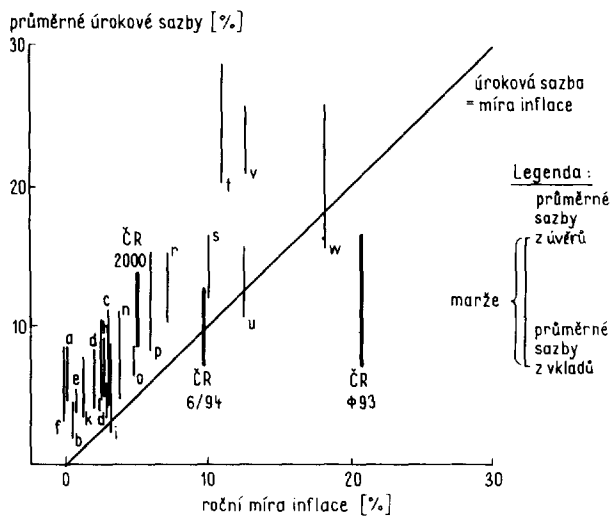
Z analýzy reálné úrovně úrokových sazeb, jejich vývoje, a zejména z jejich porovnání s jinými zeměmi převažují argumenty pro předpoklad, že by mělo dojít ke zvýšení hladiny úrokových sazeb. Avšak krátkodobou prognózu nelze o tyto argumenty opřít. Příliv kapitálu (zejména formou přímých úvěrů zahraničních bank) byl nepochybně z části vyvolán vysokým úrokovým diferenciálem a jeho destruktivní účinky se projevují v monetární sféře — tlakem na snížení hladiny úrokových sazeb. Tento tlak se soustřeďuje na sazby z úvěrů poskytovaných komerčními bankami, ale přirozeně se přenáší na všechny sazby. Konkurenční tlak na úrokové sazby a podmínky poskytování úvěrů českými komerčními bankami byl jedním z motivů liberalizace přílivu úvěrového kapitálu. Hrál určitou úlohu při poklesu úrokových sazeb, ale síly na vnitřním trhu si vynutily obrát k růstu sazeb. Úrokový diferenciál vzrostl zatím jen na peněžním (mezibankovním) trhu, to však bývá znamením budoucí tendence vývoje úrokové hladiny. Růst diferenciálu je zmíněn růstem dlouhodobých sazeb v západních zemích. Koncem minulého roku lze rozdíl mezi výší sazeb z nově poskytovaných úvěrů a sazbami z úvěrů v Německu odhadnout na necelé 2 procentní body. Z tohoto hlediska není situace nikterak dramatická. ČR měla v uplynulých třech letech (v průměru) i v posledních měsících nižší úrokový diferenciál, než by odpovídalo (v kontextu mezinárodního porovnání) míře inflace.

Zásadní řešení deformací úrokových sazeb bude v současné situaci patrně odloženo. Ostatně mělo by být založeno na postupném snížení inflace.

Dlouhodobou prognózu vývoje hladiny úrokových sazeb lze založit na předpokladu, že při předpokládaném snížení roční míry inflace do pěti let na cca 5 % by mělo dojít ke zvýšení reálné průměrné sazby z depozit po zdanění alespoň na 2 %. Do těchto úvah zahrnujeme přitom nezbytnost stimulovat sklon všech subjektů k úsporám a vkladům. Průměrná nominální úroková sazba z depozit by se tak zvýšila z dnešních 7 na 8—9 %. Za předpokladu bezkrizového vývoje bankovní soustavy lze udržet marži na 5—6 %. Za těchto předpokladů by se mohla průměrná úroková sazba z úvěrů zvýšit ze současných 12—13 % na cca 14 %. Uvažujeme přitom s nezbytností vyvíjet i úrokovými sazbami protiinflační tlak. Argumenty pro tuto odvážnou prognózu vyplývají z předchozí analýzy. Byla by tak odstraněna základní deformace současných úrokových sazeb a úroková politika by se dostala ze současné izolace vůči světu (*graf č. 7*). Odpovídá to také aktuálním tendencím vývoje úrokových sazeb.

Daleko riskantnější je pokus o krátkodobou prognózu. Vývoj sazeb na peněžním trhu (ceny krátkodobých peněz) svědčí o vzestupu hladiny úroků. Je to však signál málo spolehlivý. Významnou roli budou hrát opatření monetárních autorit. Současná diskuze ani politické tlaky nedávají jednoznačnější představu o tom, jaké rozhodnutí bude zvoleno v uvedeném dilematu a jak se jednotlivé kroky projeví v úrokových sazbách. Podaří-li se nalézt účinné řešení destruktivního působení přílivu kapitálu, pak bude prostor pro uplatnění preference vnitřní rovnováhy a pro zesílení protiinflačního tlaku. To by si mohlo vyžádat zachování nebo i zvýšení hladiny úrokových sazeb. Požadavky snížit sazby jsou jen přáním, nejsou podloženy argumenty.

GRAF č. 7 Vývoj (prognóza) úrokových sazeb v ČR a jeho porovnání se současnou úrovní sazeb ve světě



pramen: viz tabulka č. 1

Uvedenou prognózu, stejně jako prognózu vývoje kurzu koruny, je třeba chápat spíše jako určité shrnutí výsledků předchozí analýzy. Jde o prognózu tendencí, které jsou pravděpodobné při bezkrizovém politickém vývoji, vývoji reálné ekonomiky i bankovní soustavy. Přitom je samozřejmé, že tyto tendence se budou prosazovat cestou význačných a protisměrných výkyvů sazeb jak z úvěrů, tak z depozit. Kolísání ročních průměrů úrokových sazeb o ± 5 procentních bodů není výjimkou ani v konsolidovaných ekonomikách (vyplývá to z údajů USA a SRN za posledních pět let).

* * *

Úrokové sazby mají vliv na celkový „zdravotní“ stav ekonomiky. Přiměřeně vysoké reálné úrokové sazby jsou znamením a předpokladem zdravé ekonomiky — podporují sklon k úsporám a současně vedou investory k náročnějšímu výběru projektů. Politický tlak na snížení hladiny úrokových sazeb nemusí mít za následek vzestup investic, ale spíše pokles jejich efektivity, jejich problematickou alokaci a následně pomalejší hospodářský růst. Podstata našich problémů a jejich řešení je ve výrazném zvýšení efektivity reálné ekonomiky. Bez rovnováhy, rovnovážných cen zahrnujících i rovnovážnou cenu peněz, však řešení nelze dosáhnout. V reálné ekonomice je nutné hledat cestu k překlenutí rozpětí mezi fundamentálními veličinami, které podmiňují cenu deviz (kurz a cenu kapitálu) a úrokové sazby.

The Dilemma of the Interest Rate Policy

Václav NEŠVERA, Investiční a poštovní banka, a. s., Praha

The dilemma concerning in which degree should be the emphasis on maintaining the external or internal equilibrium given, when considering the interest rate policy, is more complicated in the Czech economy than in other countries. On one hand, there is a necessity to face the destructive impacts of foreign capital inflows, on the other hand, the deformation of interest rates, stemming from the fact that interest rates do not reflect inflation, will have to be solved sooner or later.

It follows from analyses of real interest rates, their developments, and comparisons with other countries that there prevail arguments in favour of increasing interest rates. Adequate high real interest rates should support the households propensity to savings and lead investors to more careful choice of projects. The Czech economy will have to — even with optimistic prospects concerning the inflation development — face a relatively high interest rate differential in comparison to other countries. The adopted measures in broadening the convertibility of the Czech crown may help to maintain the monetary equilibrium and “own” interest policy.