

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

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361  
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: 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

- Dagmar HANZLOVÁ: Ocenění startovních podmínek zprivatizovaných podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR — 2. část . . . 329
- Miloš PICK: Standardní strategie ekonomické transformace v nestandardních podmínkách ČSFR . . . 342
- Miloslav KONEČNÝ: Podpora inovačních center — výhodná investice regionů a státu . . . 367

## Finance a úvěr v zahraničí

- Jan FRAIT: „Černý podzim“ v ERM . . . 368
- Petr ZAHRADNÍK: Evropská unifikace: kde vzít zdroj poučení? . . . 379

In memoriam:

- Doc. ing. Vladimír Novotný (23. 4. 1929—12. 6. 1993) . . . 387

## Přehled-Survey

- Basic Information About Former Czechoslovakia (anglicky) . . . 389
- Tabulky (anglicky):
- CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/USD . . . 390
- CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/DEM . . . 390
- CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — convertible currencies . . . 391
- CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — non-convertible currencies . . . 392

## CONTENTS

- Dagmar HANZLOVÁ: Appreciation of the Starting Conditions of the Privatised Enterprises in the Manufacturing Industry of the Czech Republic — 2nd Part . . . 329
- Miloš PICK: Standard Strategy of the Economic Transformation Under the Non-standard Conditions of CSFR . . . 342
- Miloslav KONEČNÝ: Support of Innovation Centres — Advantageous Investment of Regions and the State . . . 367

## Finance and Credit Abroad

- Jan FRAIT: "Black Fall" in the ERM . . . 368
- Petr ZAHRADNÍK: European Unification: Where to get Lessons? . . . 379

In memoriam:

- Vladimír Novotný  
(23. 4. 1929—12. 6. 1993) . . . 387

## Survey

- Basic Information About Former Czechoslovakia (in English) . . . 389
- Tables (in English):
- CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/USD . . . 390
- CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/DEM . . . 390
- CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — convertible currencies . . . 391
- CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — non-convertible currencies . . . 392

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, 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., prof. Jan Švejnar, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 338.45; 658.15 (437)

## Ocenění startovních podmínek zprivatizovaných podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR

2. část

Dagmar HANZLOVÁ\*

V první části této studie byla analyzována kvalita strojového vybavení zpracovatelského průmyslu ČR jako jednoho z faktorů, které budou bránit významnějšímu zvýšení konkurenceschopnosti produkce zprivatizovaných průmyslových podniků. Jde především o podniky, jejichž produkce se vyznačuje vyšším stupněm zpracování, přičemž prodejnost této produkce je zároveň podmíněna častou inovací a těsností vazby na vědu a výzkum. Realizace nadějných (leč vysoce finančně náročných) investičních projektů bude v těchto podnicích zpomalována nejen omezenou dostupností úvěrů, ale také nedostatečnou tvorbou interních zdrojů, k níž přispívá i relativně stále ještě vysoké daňové zatížení.

### 2.1.3. Vliv likvidity na investiční chování

Určitou představu o tom, jak se momentálně utváří skladba finančních zdrojů průmyslových podniků, dokládá *tabulka č. 10*. Jsou v ní zahrnuty zdroje, jež mohou potenciálně sloužit jako investiční prostředky, tedy nikoli zdroje určené ke krytí provozních nákladů a oběžných prostředků. Zatímco ve struktuře financí podniků v ČR suverénně dominují bankovní úvěry, jež dokonce převyšují svou velikostí interní zdroje celkem, podílejí se např. v SRN vnitřní zdroje na zdrojích celkových v průměru 66 % (z toho odpisy 61 % a zisk 5 %) a vnější zdroje zbývajícími 34 % (z toho úvěry získané od domácích institucí 18 %, úvěry od zahraničních institucí 6 % a prodej cenných papírů téměř 4 %). (Informace je za organizace cel-

\* Ing. Dagmar Hanzlová, CSc., dlouholetá pracovnice Ekonomického ústavu ČSAV, nyní výkonná ředitelka Česko-holandské investiční společnosti, s. s. r. o., Praha

Redakce přepracovanou verzi příspěvku obdržela 1. 6. 1993.

TABULKA č. 10 Skladba zdrojů průmyslových podniků v ČR v roce 1991  
(zdroje celkem = 100)\*

|                                           | interní<br>zdroje | čistý<br>zisk | odpisy | bankovní<br>úvěry | vydané<br>dluhopisy |
|-------------------------------------------|-------------------|---------------|--------|-------------------|---------------------|
| <i>průmysl celkem</i>                     | 44,3              | 32,6          | 11,6   | 55,5              | 0,3                 |
| průmysl paliv                             | 59,6              | 45,9          | 13,7   | 40,4              | —                   |
| energetický průmysl                       | 72,0              | 59,4          | 12,6   | 28,0              | —                   |
| <i>zpracovatelský průmysl<sup>b</sup></i> | 25,7              | 25,7          | 11,1   | 63,2              | —                   |
| hutnictví železa                          | 31,5              | 18,4          | 13,0   | 68,1              | 0,5                 |
| chemický a gumárenský průmysl             | 54,1              | 42,8          | 11,3   | 45,9              | —                   |
| strojírenství                             | 25,4              | 16,2          | 9,2    | 74,3              | 0,3                 |
| elektrotechnika a elektronika             | 35,0              | 23,8          | 11,2   | 64,6              | 0,4                 |
| dřevozpracující průmysl                   | 42,1              | 29,4          | 12,6   | 57,6              | 0,4                 |
| papír a celulóza                          | 41,0              | 26,5          | 14,5   | 58,9              | 0,1                 |
| sklo, keramika a porcelán                 | 48,3              | 38,7          | 9,9    | 51,4              | —                   |
| textilní průmysl                          | 40,6              | 27,6          | 13,0   | 59,4              | —                   |
| potravinářský průmysl                     | 44,2              | 35,1          | 9,1    | 55,1              | 0,7                 |

poznámka: <sup>a</sup> zdroje celkem = čistý zisk + odpisy + bankovní úvěry + vydané dluhopisy

<sup>b</sup> zpracovatelský průmysl = průmysl celkem - těžební průmysl a energetika

pramen: Data jsou propočtena z údajů rozvahy a výsledkovky hospodářských organizací.

kem, bez úvěrových ústavů a bytového hospodářství [JPW Forschungshefte, Finanzkapital in der BRD 1988].)

Skladba finančních zdrojů ve zpracovatelském průmyslu ČR dokumentuje více než omezené možnosti podniků samofinancovat své investiční projekty (viz tabulka č. 10). Zvláště alarmující je (podle očekávání) situace v odvětví strojírenství, kde se současně koncentrují i vysoké objemy nadprůměrně zastaralých výrobních kapacit. Podíl strojních základních prostředků ve strojírenství na celkovém souboru strojů ve zpracovatelském průmyslu (údaje za rok 1990) dosahuje více než 34 %, podíl na celkových zdrojích téměř 35 %, na čistém zisku 21,7 %, na odpisech (celkových) 28,5 % a na bankovních úvěrech 40,5 %.

Zatímco ještě v roce 1991 se stroje a přepravní zařízení podílely na celkovém exportu ČR největším dílem (viz tabulka č. 5), způsobil pokračující pokles vývozu této produkce ve struktuře exportu výraznou změnu — místo ní se na prvním místě objevilo spotřební zboží. Jestliže za 1.—3. čtvrtletí 1992 poklesla (oproti stejnému období roku 1991) průmyslová výroba v ČR ve s.c. o 13,2 %, poklesla výroba strojů a přístrojů za totéž období o 29,8 % a výroba dopravních prostředků dokonce o 36,5 %. Lze bez nadsázky konstatovat, že se toto významné odvětví každé moderní ekonomiky nachází v hluboké krizi a je iluzorní předpokládat, že se samotným podnikům může podařit tuto krizi zdárně překonat bez významnější vnější pomoci.

V rozporu se žádoucím směrem restrukturalizace a modernizace průmyslu dochází k akumulaci interních zdrojů v odvětvích, jejichž posilování není v souladu s progresivními strukturálními změnami. V roce 1991 dosahoval např. podíl čistého zisku pouze v průmyslu paliv a energetiky (na celkovém objemu čistého zisku za průmysl ČR) 42,1 %. Naopak v odvětvích, kde by modernizační investice měly přispět ke snižování spotřeby surovin a energie, se interních zdrojů nedostává.

Dále lze reálně počítat s tím, že disponibilní zdroje podniků budou odčerpává-

ny nejen v důsledku splácení rozličných, v minulosti nakumulovaných dluhů, nýbrž také proplácením dividend akcionářům vzešlým z kuponové privatizace.

Jak upozorňuje V. Nešvera [1992], existuje řada signálů, že motivace zájemců o kupony je orientována na brzký zisk, přičemž většina investičních privatizačních fondů nemá v úmyslu být aktivními investory a nechce dlouhodobě podnikat. Investiční privatizační fondy vstupují do hry většinou s vysokými závazky, které je budou nutit k inkasu dividendy. Tak např. v odvětví strojírenství tvoří podíl podniků, kde investiční privatizační fondy vlastní 30 – 62 % akcií, zhruba jednu třetinu. V rozvinutých ekonomikách však slouží zadržované dividendy jako významný zdroj financování soukromých investic.

Za hlavní přednost krytí investic převážně z interních zdrojů je považována skutečnost, že se pro investující firmu snižuje riziko plynoucí z budoucího splácení přijatých úvěrů a v neposlední řadě také odpadá ne vždy snadné jednání s bankami. Při současné vysoké míře závislosti zprivatizovaných průmyslových podniků v ČR na úvěrových zdrojích lze pak ze strany bank zcela logicky očekávat neochotu nést „na svých bedrech“ převážnou část těchto investičních rizik. Výsledky teoretického výzkumu dokládají, že vztah mezi firmami a finančními institucemi není při rozhodování o realizaci investice o nic méně významný než nejistota spojená s budoucností.

Jak upozorňují Fazzari, Hubbard a Petersen [1988], není pro investiční chování firem ani zdaleka tak důležitá otázka kapitálových nákladů, jejichž výši určují centralizované trhy cenných papírů. Pokud totiž náklady spojené s externím financováním podstatně převyšují náklady samofinancování, závisí osud investic především na dostupnosti interních zdrojů. V tomto případě se pak objem důchodů, které musí firma odvést formou daní, stává výrazným investičním limitem. Mezi agregátními investicemi a zisky korporací existuje pozitivní vztah, který je ovlivněn zdaněním [Edwards-Mayer 1991]. Je nesporné, že extrémní závislost financování investičních projektů podniků ČR na bankovních úvěrech bude nutně působit proti významnějšímu investičnímu oživení.

## 2.2. Vnější zdroje financování

Testování závislosti společnosti na likviditě potvrdilo, že firmy, o jejichž finančním zdraví nemají banky dostatečné informace, musejí čelit značným problémům při získávání úvěrových zdrojů. Současně vysoká likvidita podniku působí jako pozitivní signál pro úvěrové instituce, neboť podává významnou informaci o prosperitě podniku. Vychází se z předpokladu, že likvidnější firmy disponují lepšími investičními příležitostmi.

Objektivně vzato, rozhodování úvěrových institucí v ČR o poskytnutí finančních zdrojů na předkládané investiční projekty je — při momentálně vysoké míře zadluženosti klientely — nesporně mnohem obtížnější než rozhodování jejich partnerů ve vyspělých zemích. To ostatně potvrzuje i bezradnost zahraničních bank při posuzování nadějnosti investičních projektů domácích podniků a jejich úporná snaha získávat státní záruky na jimi poskytnuté úvěry.

Při vysoké závislosti investic v ČR na úvěrování nejsou investiční rizika úměrně rozložena mezi oba partnery a banky musejí nést větší část těchto rizik, než je běžně obvyklé. Vyšší rizikovost dlužníků zvyšuje přirozeně cenu úvěrových zdrojů a je proto diskutabilní, do jaké míry jsou tyto zdroje přiměřené či nikoli. Takto položená otázka — v podmínkách liberalizované úvěrové politiky — upřednostňuje potřeby potenciálních dlužníků a nezohledňuje dostatečně rizika, jímž jsou za daného stavu vystaveni potenciální věřitelé. Lze ovšem reálně předpokládat, že při celkové nerozvinutosti kapitálového trhu je výše úrokových sazeb a úroven

bankovních služeb určována také podmínkami stále ještě nedostatečně rozvinutého konkurenčního prostředí.

V srpnu 1992 byla snížena diskontní sazba SBČS z 9 % na 8 %. Určitou představu o nynější úrovni cen úvěrů si lze učinit na základě spodní hranice úrokových sazeb, jež vyhlásila k 1. září 1992 Komerční banka: u krátkodobých úvěrů (s dobou splatnosti do 1 roku) to bylo 11,9 %, u střednědobých úvěrů (se splatností do 3 let) 12,4 %, u dlouhodobých úvěrů byla jejich spodní hranice stanovena na 13,0 %.

Při zohlednění jednotné sazby daně ze zisku ve výši 45 % a normované doby odpisování pracovních strojů a zařízení v délce 15 let (což jsou sazby stanovené zákonem o daních z příjmu č. 286/1992 Sb., jež platí od 1. 1. 1993) činí mezni hodnota výnosu jednotkové investice<sup>3</sup> (definovaná jako výnos kryjící pouze náklady) financované úvěrem:

1. v případě nejnižší možné úrokové sazby u střednědobého úvěru Komerční banky 0,637447,

2. v případě dlouhodobého úvěru (s dobou splatnosti např. 6 let) 0,331972.

Z analýzy citlivosti mezni hodnoty výnosu investic při financování úvěrem vyplývá, že dominantní vliv na její výši má doba splatnosti úvěru, což je zřejmé i ze srovnání mezni hodnoty výnosu investice hrazené z krátkodobého a dlouhodobého úvěru. Aby mohl podnik dostát alespoň svým finančním závazkům ve vztahu k bance a státu, musela by zisková míra činit v případě krátkodobého úvěru více než 60 %, v případě dlouhodobého úvěru pak cca 33 %. Vliv úrokové sazby má lineární charakter. Jelikož pro potřeby výpočtů byly použity spodní sazby úrokových měr, bude muset většina klientů Komerční banky kalkulovat s vyššími hodnotami mezních měr výnosu jednotkové investice.

Při snížení výše sazby daně ze zisku ze 45 % např. na 30 % (což je současná daňová sazba uzákoněná v sousedním Rakousku) poklesne (za jinak nezměněných předpokladů) mezni míra výnosu jednotkové investice velmi výrazně: u střednědobého úvěru na 0,533544, v případě dlouhodobého úvěru na 0,293011.

Další potenciální možnost, jak získat externí zdroje, představuje emise cených papírů. Mezni hodnota výnosu investice financované prostřednictvím rozšíření základního kapitálu by (za přijetí předpokladu, že výše dividendy odpovídá spodní hranici úrokové sazby Komerční banky stanovené pro dlouhodobé úvěry, tj. 13,0 %) činila 0,181791.<sup>4</sup>

Jelikož při financování investice rozšířením základního kapitálu je velikost mezni hodnoty výnosu investice ovlivňována především výší dividendy (neboť odpadá potřeba splácet zapůjčený kapitál), je v případě, že výše dividendy odpovídá výši úrokové sazby, mezni hodnota výnosu investice nižší (viz *tabulka č. 11*). Vliv dividendy na úroveň mezni hodnoty výnosu investice má (obdobně, jako je tomu v případě úrokové sazby) lineární charakter.

Prvé kroky při rozvíjení kapitálového trhu v ČR již byly učiněny, v každém případě se však jedná o dlouhodobější proces. Lze rovněž očekávat, že na trhu cených papírů se bude zájem investorů koncentrovat především na „jasné favority“ a stěží na nabídku podniků, jejichž prosperita je zcela závislá na získání dodateč-

<sup>3</sup> Mezni hodnota výnosu jednotkové investice financované úvěrem ( $M_u$ ):

$M_u = [(1+u)^{T_s} \cdot u / (1+u)^{T_s} - 1] + [(1/T_s - 1/T_z) / (1 - D_z)] + 1/T_z - 1/T_s$ , kde  $u$  = úroková sazba,  $T_s$  = doba splatnosti úvěru,  $T_z$  = normovaná doba životnosti strojů a zařízení,  $D_z$  = sazba daně ze zisku [Kodym a kol. 1991].

<sup>4</sup> Mezni hodnota výnosu jednotkové investice financované za pomoci rozšíření základního kapitálu  $M_k$  je  $M_k = [(d/100) - (1/T_z) / (1 - d)] - 1/T_z$ , kde  $d$  = dividendy.

**TABULKA č. 11 Rozklad mezni hodnoty výnosu jednotkové investice financované dlouhodobým úvěrem (*U*) a rozšířením základního kapitálu (*K*)**

|                       | investice       |                 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|
|                       | <i>U</i>        | <i>K</i>        |
| <i>mezni výnos</i>    | <b>0,331972</b> | <b>0,181791</b> |
| — odpisy              | 0,06667         | 0,06667         |
| — anuitní úroky       | 0,083483        | —               |
| zisk před zdaněním    | 0,181788        | 0,115121        |
| — odvod ze zisku      | 0,118458        | 0,115121        |
| zisk po zdanění       | 0,06333         | 0,051821        |
| + odpisy              | 0,06667         | 0,0667          |
| — splátka úvěru       | 0,13            | —               |
| zisk k rozdělení      | —               | 0,13            |
| úhrada dividend       | —               | 0,13            |
| čistý zisk pro podnik | 0,0             | 0,0             |

ných investičních prostředků. Nákupy cenných papírů podniků nebudou rozhodně ve většině případů motivovány předchozím hodnocením nadějnosti jimi zamýšlených investičních projektů.

Praktická nemožnost alternativně vybírat z více finančních zdrojů či zvolit jejich optimální skladbu, a tak minimalizovat kapitálové náklady spojené s financováním, činí rozhodnutí podniků o realizaci investic vysoce závislá na výši úrokových sazeb, na kvalitě investičních rozhodnutí úvěrových institucí, na jejich ochotě podstupovat investiční rizika a na jejich vybavenosti kapitálem.

Obecně platí, že čím větší je nedostatek interních financí, tím silněji koreluje náklady spojené s externím financováním s fluktuacemi investic. Za stavu, kdy privatizované podniky ve zpracovatelském průmyslu ČR (jak již v důsledku své technologicky podmíněné nekonkurenceschopnosti, tak také v důsledku relativně vysokého daňového zatížení a zadluženosti) nebudou s to akumulovat dostatek vlastních zdrojů a navíc budou zcela závislé na relativně drahých úvěrech a na ochotě bank sdílet větší část investičních rizik, nelze reálně očekávat, že by v rámci únosného časového horizontu mohlo dojít k žádoucímu investičnímu oživení právě v těch odvětvích a oborech, jež by měly postupně profilovat budoucí strukturu zpracovatelského průmyslu ČR. Nelze také zapomenout, že vzestup konkurenceschopnosti je do značné míry podmíněn výdaji na výzkum a vývoj.

### 3. Stimulace investičního chování hospodářskou politikou

Nejdůležitější otázkou hospodářské politiky je, jak velké investice vyvolá konkrétní hospodářské opatření, a čas, kdy začne působit [Hall-Jorgenson 1967].

#### 2.1. K otázce účinnosti proinvestiční hospodářské politiky

V ekonomické teorii není v zásadě sporu o tom, že hospodářskopolitická opatření mají pronikavý vliv na investiční chování. Problémem zůstává měření je-

jich účinnosti, které nezřídka přináší velmi kontroverzní výsledky.<sup>5</sup> Příčina tkví zřejmě nejen v rozdílnosti použitých analytických nástrojů, v přesnosti empirických dat, ale také ve směru působení komplexu všech ostatních investičních determinant, jejichž vliv může pozitivním i negativním způsobem modifikovat přijatá proinvestiční opatření.

Obecně lze proto konstatovat, že úspěšnost hospodářské politiky při ovlivňování investic je přímo úměrná schopnostem jejich tvůrců předem odhadnout intenzitu a směr působení rozdílných investičních determinant a citlivě nadávkovat a načasovat zamýšlená opatření. To přirozeně není snadný úkol.

Politika aktivního ovlivňování investičního chování se stala terčem silící kritiky vlád ve vyspělých zemích, zejména v průběhu sedmdesátých let. Argumentovalo se tím, že tato opatření změkčují kritéria efektivnosti investičních projektů generovaná trhem a že chování soukromých investic je podněcováno v první řadě vývojem poptávky a že až na druhém místě na něj působí přímé finanční stimuly, jež determinují vyšší jednotlivých kapitálových nákladů. Příklady intenzivního oživení investic, k němuž došlo např. v USA v letech 1983 až 1984 a ve Francii v průběhu let 1986 až 1989<sup>6</sup>, skutečně dokládají, že reálně se rysující perspektiva odbytových možností může zcela — nebo z větší části — eliminovat i negativní vliv relativně vysoké ceny některého z kapitálových zdrojů (v těchto případech vysoké úrokové sazby). Jde ovšem o to, který faktor působí v daném momentě silněji.

Jak dokládá průběh daňových reforem uskutečněných v průběhu osmdesátých let, bylo jejich cílem posílení neutrality fiskálních nástrojů, a nikoli naprostá eliminace proinvestičního charakteru fiskální politiky. Tvůrci hospodářské politiky se zaměřili na zvýšení přiměřenosti „dávek“ existujících daňových úlev, a tím i jejich účinnosti.

Proinvestiční opatření dlouhodobě praktikovaná v rozvinutých ekonomikách jak v rámci obecně uplatňované hospodářské politiky, tak také selektivněji orientované průmyslové politiky jsou v první řadě motivována permanentně přítomnou hrozbou dramatických efektů, které provázejí volné působení tržních sil, a snahou podpořit konkurenceschopnost národní ekonomiky ve stále tvrdší ekonomické soutěži. Úsilí o udržení zaměstnanosti na sociálně únosné míře nelze považovat za prázdnou frázi ospravedlňující státní pomoc.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Viz např. rozdílné hodnocení účinnosti stabilizační hospodářské politiky na investiční chování v USA ve studii D. W. Jorgensona a R. E. Halla [Hall-Jorgenson 1967] a A. J. Auerbacha a K. Hassetta [Auerbach-Hassett 1991].

<sup>6</sup> V USA vzrostly v letech 1983—1984 průmyslové investice o 36 %, přestože reálné úrokové sazby oscilovaly v té době mezi 6—9 %. Podle propočtených odhadů mohl ovšem systém urychlené amortizace redukovat průměrné náklady spojené s pořízením fixního kapitálu zhruba o 5 % [Problèmes économiques 1988]. Ve Francii se v letech silného investičního oživení (1986—1989), kdy výdaje na investice vzrostly do roku 1989 o více než 80 %, zvýšil podíl úroků na investičních výdajích až na jednu třetinu (podíl interních zdrojů činil zhruba 43 %, zbytek pokryla emise cenných papírů), zatímco v roce 1986 byl podíl tohoto externího zdroje prakticky bezvýznamný (62 % investičních výdajů bylo kryto autofinancováním, zbytek pak uhradila emise finančních aktiv). Přitom nominální hodnota úrokových sazeb dosahovala v průměru zhruba 10 % a jejich reálná úroveň byla odhadována na více než 6 %. Výše úrokových sazeb byla hodnocena jako „velmi vysoká“ [Ponthieux-Chassard 1991].

<sup>7</sup> Jako příklad velmi racionálního přístupu státu při podpoře konkurenceschopnosti národní ekonomiky je možné uvést strategii, kterou přijala vláda SRN při záchraně svého mechanického strojírenství počátkem osmdesátých let [Liouville 1988]. V období mezi dvěma naftovými krizemi v průběhu sedmdesátých let podcenil podnikový management nástup mikroelektroniky. V důsledku toho pak koncem uvedeného

Nelze přirozeně předem zcela vyloučit, že v průběhu realizace proinvestičních opatření nedojde k případům nekompetentního rozhodování, zneužití jednotlivých hospodářských opatření ve prospěch určitých nátlakových skupin či že účinnost těchto opatření v plné míře nesplní do nich vkládané naděje, což lze očekávat zejména v případě selektivněji pojaté průmyslové politiky. To by ovšem nemělo být důvodem pro její absolutní odmítání. Jde spíše o to, nalézt účinný způsob, jak zmíněná nebezpečí minimalizovat.

Obavy z nekvalifikovaných zásahů centra, z prosazování osobních zájmů „úředníků“, ze získávání výhod jedněch podniků nebo odvětví na úkor jiných, z prosazování nepřiměřené sociální podpory apod., je nutné řešit vypracováním transparentních zásad a opatření na úrovni zákonů, které budou podporovat rozvoj progresivních směrů, kvalitu, konkurenci a zdravé tržní prostředí [Kodym a kol. 1991].

Z výše uvedených důvodů se proto jako značně zjednodušující jeví názory, které vysvětlují pokračující pomoc státu průmyslovým odvětvím ve vyspělých zemích především politickými motivacemi. Hospodářská politika těchto zemí vychází spíše z předpokladu, že náklady spojené se sociálním neklidem (který by byl vyvolán růstem nezaměstnanosti vzniklé v důsledku výrazného poklesu investic) by byly vyšší než náklady spojené s různými typy státních intervencí, a tato politika má tedy své racionální opodstatnění. Lze si také položit otázku, zda by průběh hospodářského cyklu v těchto zemích v padesátých a šedesátých letech byl tak příznivý i v případě, že by tato proinvestiční orientace hospodářské politiky totálně absentovala.

### *3. 2. Naléhavost proinvestiční strategie hospodářské politiky v podmínkách ekonomické transformace*

Je-li v ekonomikách s rozvinutými tržními institucemi považována tvorba hospodářské politiky za vysoce komplikovanou a ne vždy stoprocentně účinnou záležitost, je nutné objektivně konstatovat, že podstatně větší nároky jsou kladeny na tvůrce hospodářské politiky v zemi, která prochází stadiem ekonomické transformace. Celková nerozvinutost tržních struktur, setrvačnost v chování jednotlivých ekonomických subjektů a nedostatečnost rozvojových zdrojů před ně staví nesnadný úkol — začít formovat ekonomické prostředí nástroji, jež byly vyvinuty v podmínkách zcela odlišných.

Hlavním problémem využití jednotlivých frekventovaně užívaných „receptur“ z okruhu monetárních, a zejména pak fiskálních nástrojů v rámci obecně koncipované hospodářské politiky je — jak známo — jejich plošné působení, které v dosud „nestandardně“ fungujícím ekonomickém prostředí generuje zcela odliš-

---

desetiletí hrozila tomuto dosud velmi silnému odvětví německého zpracovatelského průmyslu apokalyptická budoucnost. V zájmu udržení jeho konkurenceschopnosti realizovala federální vláda (navíc k podpoře inovací v rámci obecné politiky podpory výzkumu a vývoje) v roce 1980 program, jehož cílem bylo umožnit německému mechanickému strojírenství rychlou adaptaci na nové požadavky trhu, zejména v oblasti pružných automatizovaných systémů.

Po vzoru politiky praktikované japonským MITI byla hlavní pomoc určena podnikům, jež akceptovaly vzájemnou spolupráci a spojily své úsilí při řešení speciálních výzkumných projektů. V této souvislosti se hovoří také o „MITIzaci“ inovační politiky v SRN [Welsch 1987]. V letech 1980–1983 se programu účastnilo na 500 podniků (v průměru 3 partneři na jeden výzkumný projekt). Ve druhém programu vytyčeném na období 1984–1987 se zapojilo do společných výzkumných aktivit již více než 1 000 podniků. Program je hodnocen jako úspěšný.



né způsoby chování, než je tomu v podmínkách rozvinutého trhu. V tomto atypickém prostředí pak již vůbec nelze reálně očekávat pozitivní efekty u těch hospodářských opatření, jejichž úspěšnost je plně závislá na existenci perfektně (tedy ani ne „normálně“) fungujícího trhu, s pružným cenovým systémem a substitucí, tj. na koncepci vycházející z neoliberální (neoklasické, monetární) filozofie. Adekvátnost tohoto tvrzení ostatně potvrdila i reakce státních podniků na přijatá restriktivní opatření, z nichž se podniky (při neexistenci dostatečně rozvinutých institucionálních struktur nezbytných k uplatňování tvrdých rozpočtových omezení — zejména hladce fungujících bankrotů a finančních trhů) „vyvlékly“ zvyšováním vzájemného zadlužení.

Dosavadní zkušenosti s hospodářskou strategií, jež se spoléhá z větší části na státní podporu exportu prostřednictvím devalvace měny a na restrikcii vnitřní poptávky, potvrzují, že pokud nebudou přijata další široce koncipovaná proinvestiční opatření, stane se tato strategie brzdou restrukturalizace.

Varovně v tomto směru působí závěry studie pracovníka Světové banky J. de Mello, která se zabývá efekty devalvace v 83 rozvojových zemích od roku 1965 [Hospodářské noviny 1990]. Dokládají, že devalvace sama o sobě není schopna automaticky a trvale zlepšit obchodní bilanci a stimulovat růst, poklesnou-li investice.

Rovněž A. Rusek [Rusek 1991] — v rámci diskuze o úskalích schématu stabilizačního programu MMF — upozorňuje, že strukturální změna, zejména pak reorientace směru odbytu (např. přesun produkce z domácího trhu na export), vyžaduje často (kromě jiného) dodatečné investice, a tedy dostupný kapitál. V případě, že rovnováhy platební bilance je dosaženo díky snížení dovozu v důsledku poklesu národního důchodu, pak jakékoliv zvýšení domácí hospodářské aktivity ohrožuje platební bilanci.

Východisko, které A. Rusek (v souladu se strategií MMF) předkládá — striktní omezení poptávky nakonec zastaví jak inflaci, tak i pokles národního důchodu a růst nezaměstnanosti a *navzdory překážkám se také postupně projeví nezbytné strukturální změny*, zejména orientace na export — však nepůsobí příliš přesvědčivě. Lze si položit otázku, proč tohoto jednoduchého receptu na stabilizaci ekonomiky a její restrukturalizaci nepoužijí země s již rozvinutým trhem a podnikovou sférou, jejíž kapitálové vybavení vytváří mnohem reálnější předpoklady pro adaptaci, než je tomu v transformující se ekonomice, když k ekonomickému oživení dojde vlastně samo (pokud to ovšem „vydrží“ obyvatelstvo). Závod s časem (resp. závod s růstem sociálních nákladů, jež tuto operaci provázejí) je z hlediska podniků, jež nemají dostatek zdrojů na modernizaci, ale ani dostatek podnikatelských zkušeností (na rozdíl od jejich zahraničních konkurentů), tudíž velmi nerovný.

J. de Mello ve své studii dále konstatuje, že impozantní výsledky, jichž mezi vybranými zeměmi dosáhly Chile a Jižní Korea, jsou ve zkoumaném reprezentativním výběru zcela výjimečné. Ostatně obdobnou hospodářskou strategií, jakou použila Jižní Korea, realizoval i Tchaj-wan. *Citlivou politiku úrokové míry stimuluji úspory provázela opatření na podporu investic a exportu. V oblasti fiskální politiky byly např. od osobní důchodové daně osvobozeny úroky z úspor, od daně z důchodu společností byla osvobozena ta část zisků, jež byla reinvestována, atd. Devalvací měny provázela zároveň opatření podporující dovoz surovin a strojů soukromými firmami. Sílicí příliv úspor do bankovního systému se pak stal vydatným neinflačním zdrojem financování domácích investic, stimulovalých devalvací a liberalizací obchodu* [Tsiang 1988].

Má-li ekonomika ČR „vyhrát dramatický závod s časem“, musí se více snažit i sám stát. V souladu s postupující privatizací zpracovatelského průmyslu se přehodnocení dosavadní strategie vyrovnaného rozpočtu stává vysoce aktuálním.

V první fázi transformace byla snaha o prosazení finanční restrikce (přes všechny problémy, jež toto opatření provázely) nesporně důležitým stabilizačním faktorem. Nyní se však ekonomika dostává do kvalitativně nové fáze, čemuž by měla odpovídat i modifikovaná hospodářskopolitická strategie. Krátkodobý zájem na rovnováze státních financí by měl nahradit zájem upírající se k dlouhodobějšímu časovému horizontu.

Velmi tvrdé výchozí podmínky zprivatizovaných podniků, nedostatečně rozvinuté tržní prostředí a silná limitovanost státních příjmů proto přímo vybízejí k jejich vysoce účelovému využití. Jako schůdná (byť ne ideální) alternativa se zde nabízí právě racionálně rozpracovaná průmyslová politika.

V diskuzích o efektivnosti průmyslové politiky se většinou argumentuje negativními zkušenostmi, které provázejí přímé subvencování státem. Přitom samotné subvence nemusejí tvořit právě největší část celkové pomoci poskytované průmyslovým podnikům.<sup>8</sup> Mezi jednotlivými zeměmi jsou značné rozdíly ve struktuře těchto podpor (viz *tabulka č. 12*). Přímé subvence a jejich odvětvové (vertikální) uplatňování jsou dnes považovány spíše za nástroj používaný přechodně, v obdobích, kdy se dramaticky mění ekonomické prostředí (např. naftové krize let sedmdesátých).

**TABULKA č. 12** Pomoc poskytovaná zpracovatelskému průmyslu ve vybraných zemích podle jednotlivých nástrojů<sup>a</sup>  
(v % z celkové pomoci)

|                | subvence | fiskální výhody | účasti         | půjčky za výhodných podmínek | záruky |
|----------------|----------|-----------------|----------------|------------------------------|--------|
| Německo        | 30       | 63              | 0 <sup>b</sup> | 6                            | 1      |
| Francie        | 33       | 16              | 18             | 15                           | 19     |
| Itálie         | 54       | 36              | 7              | 3                            | 0      |
| Velká Británie | 69       | 6               | 16             | 7                            | 2      |
| Belgie         | 61       | 11              | 6              | 12                           | 10     |
| Dánsko         | 70       | 0               | 0              | 29                           | 1      |
| Nizozemí       | 64       | 30              | 0              | 6                            | 0      |
| Portugalsko    | 26       | 60              | 12             | 2                            | 0      |

<sup>a</sup> průměr za léta 1986–1988; s vyloučením pomoci poskytované energetice a dopravě

<sup>b</sup> Nejsou disponibilní údaje.

pramen: [Ford–Suyker 1990, s. 54]

Průmyslová politika, jako nástroj podpory restrukturalizačního procesu odvětví zpracovatelského průmyslu, nabývá – v souvislosti s postupující mezinárodní ekonomickou integrací – některých společných rysů. Dochází zejména k určitému ústupu od opatření realizovaných odvětvově (vertikálně), k opatřením horizontálního typu. Zkušenosti s uplatňováním obou těchto typů opatření v průběhu sedmdesátých a osmdesátých let naznačují, že se preferovala zejména ta opatře-

<sup>8</sup>Subvence byly jako jedna z forem státní podpory využívány zejména v sedmdesátých letech, poznamenaných dramatickými účinky ropných šoků. Silný pokles míry subvencování v následujících letech – v odvětvích zpracovatelského průmyslu v některých vyspělých zemích – byl pak způsoben téměř výlučně snížením vydatné pomoci státu odvětvím hutnictví a stavby lodí. Podpory poskytované ostatním odvětvím zůstaly prakticky na stejné výši [Ford–Suyker 1990].

ní, jež mohla přispět ke zvýšení odbytových možností firem, a dále ta, jež měla napomoci snižování výrobních nákladů. Proto hrálo subvencování produkce, zaměstnanosti, modernizace výrobních kapacit, rozvoje vědy a výzkumu tak významnou roli. Preferovány byly pak zejména ty podniky, u nichž se předpokládala úspěšná adaptace. (Podrobněji viz např. [Zeman 1992].)

Jelikož zkušenost rozvinutých tržních ekonomik dokládá, že se nelze spoléhat na to, že trh sám je schopen v reálném čase a bez sociálně neúnosných důsledků vyřešit složité problémy provázející restrukturalizaci, je nezbytné orientovat společné úsilí státních orgánů i finanční sféry na podporu podniků, které mají šanci — i těch, které nově vznikají —, a co nejvíce zkrátit ono problémové období, které je charakterizováno poklesem výroby a růstem nezaměstnanosti. Obejít ho nemůžeme [Klacek 1991]<sup>9</sup>. K tomu lze využít již dosti bohatých poznatků vyspělých zemí a inspirovat se strategií, kterou použily při adaptaci svých ekonomik na zcela nové podmínky, jež vznikly nástupem nového technologického paradigmatu. Poučení lze ostatně čerpat i ze zkušeností nově industrializovaných asijských zemí.

Jak konstatuje R. Heilbroner, považovaný za nestora světové prognostiky, stát stále mohutněji ovlivňuje konkurenční schopnost firem tím, jak napomáhá zvyšovat národní produktivitu. *Ne vyvolňování státu, ale úcené zapojování státu přispívá k růstu konkurenční schopnosti země. Dnes jsou to země, nikoli podniky, jež jsou nejhlubším zdrojem konkurenční výhody.* Nelze, uvádí Heilbroner, spoléhat na pouhý tlak trhu, že sám pozvedne ekonomickou výkonnost na úroveň úspěšnějších zemí [Hospodářské noviny, 14. 4. 1992].

#### 4. Závěry

Zkušenosti vyspělých zemí naznačují, že trvalého zajištění konkurenceschopnosti produkce (zaměstnanosti, růstu životní úrovně . . .) není v současných podmínkách rychlého technického pokroku možné dosáhnout bez permanentní modernizace výrobních kapacit. Proto v centru pozornosti tvůrců hospodářské politiky v těchto zemích zůstává, prakticky po celé poválečné období, otázka účinné proinvestiční strategie.

Velká zaostalost výrobního potenciálu zpracovatelského průmyslu ČR předurčuje i rozsah zdrojů nutných na jeho modernizaci. Na rychlosti této modernizace (umožňující snížit výrobní náklady a inovovat produkci) a na účinném marketingu pak závisí úspěšnost adaptace podniků na náročné podmínky vysoce konkurenčních „západních“ trhů a postupná integrace ekonomiky ČR do ekonomiky západoevropské a světové.

Zprivatizované průmyslové podniky se hned na svém začátku ocitnou ve velmi obtížné výchozí situaci: odpisové zdroje, jež měly průběžně zajišťovat prostou ob-

<sup>9</sup> Jistého pokroku již bylo dosaženo v oblasti státní podpory malého a středního podnikání. Pro rok 1993 byl navržen státní program usnadňující rozvoj drobného podnikání a zvýhodňující začínající podnikatele (Start), program na rozvoj malých a středních průmyslových podniků, jejichž podnikatelské projekty mohou přispět alternativně ke zvýšení exportní surovinové základny, k řešení problému ekologicky a ekonomicky přijatelné likvidace odpadů, k využívání progresivní techniky a k výrobě špičkových výrobků anebo k tvorbě nových pracovních příležitostí (Rozvoj). Další programy jsou orientovány na rozvoj vybraných regionů, soukromé lékařské praxe a lékáren atp. Finanční podpora je realizována formou subvence poskytované prostřednictvím nestátní instituce (momentálně Českomoravské záruční a rozvojové banky). Její aktivita je zčásti dotována státem. Podpory vybraných projektů jsou realizovány prostřednictvím záruky za bankovní úvěr, příspěvku na úhradu úroků a podpůrným úvěrem. Doba poskytování podpor je limitována maximálně 4 roky, bez ohledu na dobu splatnosti úvěru.

novu opotřebovaných základních prostředků, byly v průběhu uplynulých desetiletí nenávratně odčerpány, stejně jako část zisků, jež měla formou reinvestic bránit jejich morálnímu zastarávání. Současné sumy odpisů (získávané ze stále se zužující odpisové báze) jsou znehodnoceny cenovou inflací, jejíž doba působení se fakticky rovná délce průměrné doby obratu základních prostředků. K cenové inflaci pak přistoupila devalvace měny, která dále zdražila dovozy progresivní techniky.

Zprivatizované podniky budou zatíženy značnými dluhy a často nedobytnými pohledávkami. Zároveň přeberou závazky, jež vyplynuly z kuponové privatizace, tj. výplaty dividend. Při existující finanční vyčerpanosti podniků, jejich vysoké závislosti na úvěrech a rozsáhlé potřebě modernizovat se jeví jako stále ještě vysoká i 45%ní daň ze zisku. Ve srovnání s potenciální konkurencí ve vyspělých zemích budou soukromé průmyslové podniky ČR značně znevýhodněny.

V důsledku nekonkurenceschopnosti produkce s vyšším stupněm zpracování a náročnější na výzkum a vývoj se ani devalvace měny nemohla pozitivněji projevit v intenzivnější akumulaci zdrojů v podnicích, jež by měly postupně tvořit jádro procesu restrukturalizace. Asymetrie tvorby zdrojů je zesilována i monopolním chováním části podniků, jež zneužívají liberalizace cen jednostranně ve svůj prospěch. Za tohoto stavu vyvstává otázka, zda je možné zabezpečit restrukturalizaci zpracovatelského průmyslu pouze „vlastními silami“ podniků, bez rozsáhlejší „vnější“ pomoci.

Zkušenosti vyspělých zemí i zemí nově industrializovaných naznačují, že ani v ekonomikách s již rozvinutým trhem se stát nezříká své odpovědnosti a svého práva zasahovat do ekonomiky v zájmu pozitivní korekce chodu hospodářství, zajištění konkurenceschopnosti země a zaměstnanosti. Přitom kapitálové vybavení podniků v těchto zemích — či obecněji jejich potenciální schopnost adaptovat se na měnící se ekonomické prostředí — je nesrovnatelně větší.

Především s ohledem na vysokou limitovanost státních zdrojů ČR a nebezpečí nezvládnutelného inflačního vývoje, které se zvětšuje úměrně s růstem rozpočtového deficitu, nelze realizovat vstřícnější proinvestiční hospodářská opatření plošným způsobem. Jako optimální (byť ne ideální) východisko se proto nabízí využití zkušenosti vyspělých zemí s realizací různých opatření průmyslové politiky. Prvé (zatím spíše nesmělé) kroky byly v tomto směru učiněny v oblasti podpory drobného a středního podnikání.

Nemá-li ČR podlehnout v již odstartovaném závodě s časem a stát se definitivně spíše „surovinovým a materiálovým přívěskem“ ES, musí se tedy do tohoto „závodu“ aktivněji zapojit i sám stát. Za situace, kdy by měly nepřiměřeně velkou část rizik spojených s realizací investičních projektů brát na sebe především banky — jako největší investoři —, nelze očekávat významnější investiční oživení. V zájmu skutečného „odražení se ode dna“ se proto jeví jako žádoucí přehodnocení hospodářské strategie preferující rovnováhu státních financí v rámci krátkodobého časového horizontu. Jako v zásadě antiinvestiční opatření lze hodnotit i politiku v oblasti úspor, které — místo, aby byly stimulovány — jsou od 1. 1. 1993 zdaňovány. Cílevědomější (byť ne pravda jednodušší) by bylo zajištění podstatně účinnějšího fungování daňových úřadů.

Hospodářská politika vlády vůči postupně se formujícímu soukromému sektoru ve zpracovatelském průmyslu by tedy měla být (obdobně jako je tomu ve vyspělých ekonomikách) především vysoce pragmatická, prostá zbytečného ideologizování a politizování. Stát sice není tím nejlepším manažerem, na druhé straně (jak je ostatně notoricky známo) trh zase není všemocným kouzelníkem, který dokáže „dirigovat“ ekonomiku bez průvodních dramatických, sociálně neúnosných efektů.

- ACZ, Z. J.—AUDRETSCH, D. B.: Innovation, Market Structure and Firm Size. The Review of Economics and Statistics, 1987, č. 4.
- CYGIČKO, A. N.: Vozmeščenije osnovnogo kapitala kak faktor ekonomičeskogo rosta. Moskva, Mysl 1977.
- ČAPEK, A.: Subvence jako nástroj strukturální politiky. Politická ekonomie, 1991, č. 5.
- EDWARDS, J. S. S.—MAYER, C. P.: Leasing, Taxes, and the Cost of Capital. Journal of Public Economics, 44, 1991, 173—197. (Ed.: North-Holland).
- Ekonomický bulletin, 1988, č. 64, s. B-9.
- FAZZARI, S.—HUBBARD, R. G.—PETERSEN, B.: Tax Policy and Investment: A Reconsideration. The American Economic Review, May 1988.
- FORD, R.—SUYKER, W.: Les aides a l'industrie dans les économies de l'OCDE. Revue économique de l'OCDE, 1990, č. 15.
- Germany 1988/89, OECD Economic Survey, Paris 1989.
- HALL, R. E.—JORGENSEN, D. W.: Tax Policy and Investment Behaviour. The American Economic Review, June 1967.
- HANZLOVÁ, D.: Finanční a odpisová politika a proces transformace čs. ekonomiky. Finance a úvěr, 1991, č. 2.
- HANZLOVÁ, D.: K možnostem intenzifikace reprodukce základních prostředků v československém průmyslu. Praha, EÚ ČSAV 1986. [VP č. 256.]
- HANZLOVÁ, D.: Účinnost hospodářské politiky a teorie investičního chování, Finance a úvěr, 1991, č. 12; 1992, č. 1.
- HOSHI, T.—KASHYAP, A.—SCHARFSTEIN, D.: Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. Quarterly Journal of Economics, February 1991.
- Hospodářské noviny, 14. 4. 1992, s. 21.
- Jaká jsou rizika devalvace. Hospodářské noviny, 7. 12. 1990.
- JPW Forschungshefte, Finanzkapital in der BRD, Berlin, 4, 1988.
- KODYM, E. a kol.: Zahraniční kapitálová účast při formování investiční politiky v podmínkách transformace čs. ekonomiky. Praha, ÚÚNV, květen 1991.
- KODYM, E. a kol.: Příspěvek k formulaci zásad makroekonomické investiční politiky. Praha, ÚÚNV, září 1991.
- LEVIS, J. A.—ARMSTRONG, K. M.: Technological Innovation and Labour Market Adjustments. Scottish Journal of Political Economy, 1988, č. 2.
- LIUVILLE, J.: Quinze années d'adaptation dans la mécanique allemande. Problèmes économiques, č. 2092, 1988.
- Mehr Aufwendungen für neue Produkte. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 8. 7. 1985.
- MIKELKA, E.: Ekonomická strategie malých evropských hospodářsky vyspělých krajín. Ekonomický časopis, 1990, č. 11.
- MRNKA, M.: Rozhovor s J. Klackem o perspektivách ekonomiky. Reportér, 1991, č. 26, s. 5—7.
- NEŠVERA, V.: Kapitál a investice v procesu transformace čs. ekonomiky, Praha, Prognostický ústav ČSAV. [Výzkumná práce č. 1.]
- NOVOTNÝ, K.: Věková struktura základních prostředků ČSSR a některých průmyslově vyspělých zemí. Praha, ÚVTEIN 1985.
- PONTHIEUX, S.—CHASSARD, Y.: Les ressources financières des entreprises et leur utilisation depuis 1970. Problèmes économiques, č. 2209, 1991.
- Problèmes économiques, č. 2087, 1988.
- Problèmes économiques, č. 2092, 1988, s. 2—13.
- REVELL, J. R. S.: Costs and Margins in Banking. An International Survey, Paris, OECD 1980.
- RUSEK, A.: Stabilizační programy vlád: závod s časem. Hospodářské noviny, 1991, č. 24.
- Statistical Abstract of the US, 1982—1983, 1985, 1986.
- TEMPLÉ, P.: Le processus d'innovation dans les entreprises. Problèmes économiques, č. 2029, 1987.

- TSIANG, S. C.: Taiwan's Economic Success Demystified. *Journal of Economic Growth*, č. 1, 1988.
- VIÑALS, J.—BERGES, A.: Financial Innovation and Capital Formation, 1988, s. 194.
- WELSCH, J.: MITisierung der Länderstrukturpolitik ? WISI Mitteilungen, 1987, č. 9.
- Zákon o daních z příjmu č. 286/1992 Sb. z 28. 4. 1992.
- ZEMAN, K.: Základní rysy průmyslových politik členských států OECD. *Národní hospodářství*, 1992, č. 11.

## SUMMARY

# Appreciation of the Starting Conditions of the Privatised Enterprises in the Manufacturing Industry of the Czech Republic

-2nd Part

Dagmar HANZLOVÁ, Executive Director of the Czech-Dutch Investment Company, Ltd.; previously Economic Institute of the Czechoslovak Academy of Science

The second part of this paper discusses difficulties of the enterprises in the Czech manufacturing industry connected with an acquisition of external resources for necessary modernization investments. Reduced internal sources of enterprises, rather high rates of interest and limited abilities and possibilities of the banks to choose capable investment projects will have an unfavourable impact on the speed of the modernization and restructuring the Czech manufacturing industry. That's why it is necessary to reflect upon an optimal solution of the state support of the investment behaviour.

It's clear that under the lack of accessible resources, the state have to choose adequate economic policy. As one of the convenient possibilities seems the utilization some of the instruments of the industrial policy. On the one hand the state isn't really an ideal manager but on the other hand the market isn't the almighty magician who knows how to direct the economy without dramatic, social unbearable effects.