

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, I. 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

Jiří KUNERT: Rozvoj bankovníctví v ČR z pohledu komerčního bankéře 649

Ivan ANGELIS: Aktuální otázky bankovníctví v ČR 652

Vlastimil TESÁŘ: Transformace českých bank pokračuje 658

Petr VOJTÍŠEK — Rudolf OLŠOVSKÝ: Příliv zahraničního kapitálu do ČR a jeho měnové aspekty 664

Robert MURÁRIK: Analýza závislosti peněžních příjmů a výdajů obyvatelstva a vybraných makroekonomických ukazatelů v ČR 674

Přehled — Survey

Měnová politika a měnový vývoj v 1. pololetí 1994 693

Monetary Policy and Monetary Development in the First Half of 1994 704

Informace pro čtenáře 713

Inzerce 714

CONTENTS

Jiří KUNERT: Banking Development in the Czech Republic in the View of Commercial Banker 649

Ivan ANGELIS: Current Banking Issues in the Czech Republic 652

Vlastimil TESÁŘ: The Continuing Transformation of the Czech Banking System . . . 658

Petr VOJTÍŠEK — Rudolf OLŠOVSKÝ: Foreign Capital Inflow to the Czech Republic and Its Monetary Aspects 664

Robert MURÁRIK: Analysis of the Dependency between the Money Incomes and Expenditures of Individual and Selected Macroeconomic Indicators in the CR 674

Survey

Monetary Policy and Monetary Development in the First Half of 1994 . . . (in Czech) 693
(in English) 704

Information for Readers 713

Prosíme čtenáře, aby věnovali pozornost informacím na s. 713 a 714.

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 Kerous, 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.

Příliv zahraničního kapitálu do ČR a jeho měnové aspekty

Petr VOJTÍŠEK—Rudolf OLŠOVSKÝ*

Příliv zahraničního kapitálu do České republiky nabyl měnově významnějšího rozměru přibližně ve druhé polovině roku 1993 a trvá po celý rok 1994. Příliv tohoto kapitálu je spojen s privatizačním procesem a neustále se zvyšujícím ratingovým ohodnocením České republiky. Málo rozvinutý kapitálový trh, nedostatek dlouhodobého kapitálu u nás a nízké úrokové sazby v západní Evropě vedou především k čerpání dlouhodobých úvěrů českými subjekty přímo ze zahraničí. V tomto vývoji můžeme pozorovat některé analogie se zeměmi Asie a Latinské Ameriky, které čelily přílivu zahraničního kapitálu na přelomu 80. a 90. let.

1. Zkušenosti zemí Asie a Latinské Ameriky s přílivem kapitálu

Masivní příliv zahraničního kapitálu do některých zemí Asie a Latinské Ameriky na přelomu 80. a 90. let vedl ke zvýšení rozsahu investic a k hospodářskému růstu. Současně v některých z těchto zemí došlo k destabilizaci finanční a měnové situace. Pro přijetí adekvátních opatření v měnové a fiskální oblasti bylo nezbytné identifikovat faktory, které podnítily příliv kapitálu do země. Studie MMF na příkladu šesti zemí (Chile, Egypt, Mexico, Kolumbie, Španělsko a Thajsko) v letech 1987—1992 uvádí, že příliv zahraničního kapitálu do země podnětný zlepšením finanční stability a strukturálními změnami v ekonomice byl pro danou zemi velmi prospěšný. V případě, že příliv zdrojů do země byl spojen s dočasnými faktory (např. vysokým úrokovým diferencíálem), bylo nezbytné přijmout opatření k eliminaci možných destabilizujících efektů.

Za masivní příliv kapitálu se považuje situace, kdy v běžném roce příliv kapitálu netto dosáhne okolo 5 % podílu na vytvořeném HDP a tato situace trvá několik let. V případě Mexika příliv kapitálu dosáhl v jednom roce až 8 % a u Thajska dokonce 11 % podílu na vytvořeném HDP. Šlo přitom především o příliv kapitálu do soukromého sektoru formou přímých a portfoliových investic.

Obecně je možné pozorovat ve výše uvedených zemích dva základní vlivy spojené s přílivem kapitálu. První se týká změn v oblasti domácí hospodářské politiky, včetně strukturálních změn vedoucích ke zvýšení produktivity nebo ke snížení dluhu veřejného sektoru, což vedlo k větší makroekonomické stabilitě a podpoře reálného zhodnocení měny. Druhý se týká zprísnění domácí měnové politiky nebo zvýšení centrálních úrokových sazeb bez odpovídajících fiskálních opat-

* Ing. Petr Vojtíšek, ředitel měnového odboru ČNB

Ing. Rudolf Olšovský, zástupce ředitele měnového odboru ČNB

Redakce příspěvek obdržela 19. 10. 1994.

ření. Při fixním kurzu měny byl kapitál přitahován vysokými domácími úrokovými sazbami.

Často jsou základní vlivy zesíleny dalšími skutečnostmi, které lze obtížně předvídat, ale na něž velmi citlivě reagují finanční trhy. Když změny vnějších podmínek převažují, silný příliv kapitálu tlačí úrokové sazby dolů, ale ve většině případů se současně ukazují standardní příznaky přehřátí ekonomiky. V okamžiku změny vnějších podmínek pak nastává odliv kapitálu ze země. V případě, že změny domácí hospodářské politiky strukturální povahy dominují, jsou efekty podobné. Příliv kapitálu však není prvkem nestability, ale přispívá k rovnovážnému vývoji a je trvalý. V tomto druhém případě dochází k ziskovému investování a k přesunu zdrojů při zvyšování poptávky po obchodním i neobchodním zboží.

Nástroje využívanými jako reakce na příliv zdrojů ze zahraničí jsou:

- *sterilizace* přes operace na volném trhu, zvýšení povinných minimálních rezerv, omezení možnosti úvěrových facilit od centrální banky (např. reeskont) a zvýšení diskontní sazby. Sterilizace je vždy prvním nástrojem, který je použit centrální bankou jako ochrana při přílivu kapitálu, a obvykle preventivně vede k zastavení zhoršování deficitu běžného účtu platební bilance. Když je příliv kapitálu trvalý, je nezbytná účast státu na jeho sterilizaci;
- *politika měnového kurzu*. Příliv kapitálu vede ke zpevňování reálního měnového kurzu a zpravidla ke zvyšování inflačních tlaků. Zavedením flukтуаčního pásma může vláda působit především proti přílivu spekulativního kapitálu, neboť se zvýší rizikovost pro zahraniční investory, a zároveň bránit rychlému odlivu kapitálu ze země;
- *fiskální politika*. V případě velkého a delší dobu trvajícího přílivu kapitálu je zpřísnění fiskální politiky jediným nástrojem ke snížení inflačních tlaků a k eliminaci reálné revalvace domácí měny. Snížení vládních výdajů především za neobchodovatelné zboží přímo redukuje poptávku a má protiinflační charakter.

Na mikroekonomické úrovni byla ve výše uvedených zemích uplatněna politika spojená s liberalizací zahraničního obchodu a reforma fiskálního sektoru v oblasti daňové, což zvýšilo absorpční schopnost ekonomiky. Některé země liberalizovaly operace na kapitálovém účtu, přičemž ne vždy tato opatření napomohla k vyrovnaní kapitálových toků.

2. Příliv zahraničního kapitálu do České republiky

Po zavedení systému vnitřní konvertibility v roce 1991 bylo nezbytné pomoci přijatých zahraničních úvěrů od mezinárodních institucí a z mezinárodního trhu vybudovat devizové rezervy centrální banky. Z těchto rezerv byly kryty na makroúrovni výkyvy mezi poptávkou a nabídkou po devizách vyplývající především z potřeb běžného účtu platební bilance. Příliv kapitálu realizovaný čerpáním půjček vládou a centrální bankou měl měnově neutrální charakter. Množství peněz v oběhu centrální banka „dolaďovala“ podle potřeby přes refinanční úvěry. Prakticky vyrovnaná platební bilance vytvářela prostor pro úvěrovou emisi českých obchodních bank.

Vzhledem k postupu ekonomické reformy (zejména privatizace a formování soukromého sektoru) se postupně měnila struktura přílivu kapitálu v kapitálovém účtu platební bilance. Na místo plošného čerpání zdrojů ČNB (SBČS) a státem k zabezpečení systému vnitřní konvertibility dochází k adresnému čerpání zdrojů ze zahraničí pro konkrétní ekonomické subjekty. Zvyšuje se současně po-

díl zdrojů získaných přímo z finančního trhu, a to jak ČNB (viz dvě emise obligací v roce 1993), tak půjčkami přijímanými podniky přímo od zahraničních bank. U podnikové sféry je patrná tendence ke zvyšování podílu joint ventures na přijímání finančních úvěrů ze zahraničí. Zvyšuje se tak podíl soukromých investorů na přílivu kapitálu a současně narůstá podíl českého soukromého sektoru na čerpání zahraničních úvěrů. Vzhledem k pokračující privatizaci především velkého průmyslu (např. petrochemie, Škoda Mladá Boleslav, Telecom) jsou a i v roce 1995 budou významné také příjmy státu, resp. FNM z prodeje majetku zahraničním investorům. Převážná část zahraničních zdrojů v podobě přímých investic vstupuje přímo do podniků, např. formou navýšení základního kapitálu.

Změny ve struktuře přílivu zahraničního kapitálu jsou pozitivním signálem a dokumentují zvýšení zájmu zahraničních investorů podpořené zlepšujícím se ratingem České republiky. Rozhodující formou jsou úvěry čerpané podniky přímo ze zahraničí, portfoliové investice realizované nákupem cenných papírů od rezidentů a zahraniční přímé investice. Příliv zahraničního kapitálu je pouze v malém rozsahu spojen s růstem poptávky po dovozu zboží a služeb (v tomto případě by byl měnově neutrální).

2. 1. Charakteristika hlavních položek dlouhodobého finančního kapitálu

Vývoj struktury přílivu dlouhodobého finančního kapitálu (nejsou zde zahrnuty dlouhodobé bankovní úvěrové linky a dodavatelské úvěry, které jsou spojeny s dovozem zboží, a operace spojené se splácením dluhu z doby centrálně plánované ekonomiky) do České republiky charakterizují *tabulky č. 1 a 2*. Tabulka č. 2 vychází z tabulky č. 1; po odečtení splátek úvěrů u jednotlivých kategorií vyloučí čistý příliv zdrojů ze zahraničí, který ovlivňuje vývoj kapitálového účtu platební bilance.

Oficiální půjčky zahrnují prostředky čerpané od Mezinárodního měnového fondu, Světové banky, Evropského společenství, Exim banky a skupiny zemí G-24. V letech 1991 a 1992 je v údajích zahrnut podíl úvěrů připadající na Českou republiku. Příjemci úvěrů jsou Ministerstvo financí a ČNB. V době čerpání byly získané devizové prostředky přímo převedeny do devizových rezerv centrální banky. V případě deficitu běžného účtu platební bilance jsou prodávány devizové prostředky a stahovány koruny z ekonomiky do centrální banky. U půjček čerpaných jménem státu je korunová protihodnota zahraničních půjček účelově vázána na účtech státu u centrální banky a v době splatnosti budou z tohoto účtu použity koruny na nákup deviz ke splacení půjčky do zahraničí. V roce 1994 se

TABULKA č. 1 Čerpání dlouhodobého finančního kapitálu ze zahraničí ve volných měnách v l. 1991—93 a očekávaná skutečnost za rok 1994

v mil. USD

	1991	1992	1993	prognóza na rok 1994
oficiální půjčky	1 364	609	222	
portfoliové investice a v tom:				
— obligace ČNB	186	0	710	
— ostatní portfoliové investice	0	15	350	800
přímé zahraniční investice	523	1 003	568	700
přímé úvěry podnikům	238	520	1 159	2 200
CELKEM	2 311	2 147	3 008	3 700

TABULKA č. 2 Čistý příliv dlouhodobého finančního kapitálu ze zahraničí ve volných měnách v l. 1991–93 a očekávaná skutečnost za rok 1994

v mil. USD

	1991	1992	1993	prognóza na rok 1994
oficiální půjčky	1 364	609	121	-1 078
portfoliové investice a v tom:				
— obligace ČNB	186	-39	710	-126
— ostatní portfoliové investice	0	15	350	800
přímé zahraniční investice	511	983	517	570
přímé úvěry podnikům	173	340	826	1 200
CELKEM	2 234	1 908	2 524	1 366
ostatní kapitálové položky			-29	170
kapitálový účet celkem			2 496	1 536

realizovaly především splátky dříve přijatých úvěrů včetně předčasného splacení veškerých závazků vůči Mezinárodnímu měnovému fondu. Menší částky budou čerpány podle dříve sjednaných smluv na vybrané projekty.

Portfoliové investice:

— *obligace ČNB* zahrnují v roce 1991 podíl ČNB na emisi obligací Státní banky československé. Tato eurodolarová emise obdržela následně ratingový stupeň Ba1, tedy ještě na úrovni spekulativní části stupnice. V březnu 1993 realizovala ČNB eurodolarovou emisi ve výši 375 mil. USD. Několik dní po zahájení emise agentura Moody's oznámila nový rating Baa3, čímž se Česká republika dostala do investičního stupně hodnocení zemí. V létě 1993 emitovala ČNB druhou emisi obligací na japonském kapitálovém trhu. Obligace emitované centrální bankou slouží k posílení devizových rezerv a ke zlepšení časové struktury devizových pasív a mají měnově neutrální charakter;

— *ostatní portfoliové investice* jsou novým prvkem v kapitálovém účtu platební bilance, který má svůj význam především od IV. čtvrtletí roku 1993; souvisejí zejména s rozvojem kapitálového trhu. Portfoliové investice lze členit na „aktivní“, kdy domácí subjekty hledají zdroje v zahraničí pro realizaci svých investičních záměrů; do této položky jsou zahrnuty emise obligací podnikovou sférou (v roce 1992 např. CORFIN) a municipalitami (např. emise obligací hlavního města Prahy); a na „pasivní“ portfoliové investice (podle manuálu platební bilance charakterizované jako „horké peníze“); ty zahrnují akcie českých podniků (případně obligace a vládní dluhopisy znějící na koruny), které byly zakoupeny zahraničními investory prostřednictvím brokerů v Praze. V případě České republiky — vzhledem k nízké likvidnosti formujícího se kapitálového trhu — se jedná také o dlouhodobé zdroje. Na straně nabídky stojí akcie z portfolia investičních fondů, obyvatelstva a případně Fondu národního majetku. Získané korunové zdroje využívají fondy ke svým aktivitám a obyvatelstvo zpravidla ke spotřebě (viz růst maloobchodního obrátu na začátku roku 1994). Na základě výsledků šetření ČNB tato částka za rok 1993 činila cca 350 mil. USD. V roce 1994 očekáváme růst ostatních portfoliových investic (emise ČEZ a Bontonu, nákup akcií vybraných podniků). Po ukončení druhé vlny kuponové privatizace lze předpokládat opět aktivitu zahraničních investorů.

Přímé zahraniční investice v ČR zahrnuté v kapitálovém účtu platební bilance byly realizovány převážně formou prodeje akcií zahraničním investorům pro-

střednictvím Fondu národního majetku nebo nákupem (případně navýšením) kmenového jmění podniků přímo zahraničním investorem. ČNB eviduje pouze splacený kapitál a vykázané údaje jsou spodní hranicí realizace, neboť nejsou podchyceny menší akce, které jsou však z makroekonomického hlediska zanedbatelné. Část přímých zahraničních investic je skryta v úvěrech přijatých ze zahraničí na nákup nemovitostí.

FNM použil získané prostředky ke svým aktivitám, např. ke zlepšení kapitálové přiměřenosti bank, k pokrytí úroků z dluhů státu, případně k oddlužení podniků. U podnikové sféry byly tyto zdroje využity účelově pro investiční aktivitu, na krytí dovozů, případně k finanční konsolidaci podniku (např. Škoda). V letech 1994 a 1995 vývoj této položky ovlivní další navýšení kapitálu VW ve Škodovce, rozhodnutí o formě privatizace chemického průmyslu a telekomunikací s případnou účastí zahraničního kapitálu a dokončení jednání se zahraničními investory o rozpracovaných akcích v rámci druhé vlny kuponové privatizace.

Finanční úvěry čerpané podniky přímo ze zahraničí v letech 1989 až 1991 byly objemově nevýznamné (cca 100–200 mil. USD ročně) a byly spojeny především s výstavbou a rekonstrukcí hotelových kapacit v Praze a lázeňských kapacit v Čechách. Šlo především o dovoz stavebních prací.

Význam těchto úvěrů roste v letech 1992 (čerpání cca 0,5 mld. USD) a zejména 1993 (čerpání cca 1,2 mld. USD), přičemž se mění účel použití těchto zdrojů. Při žádosti o vystavení devizového povolení od ČNB jsou uváděny následující důvody pro čerpání těchto prostředků:

— nákup a rekonstrukce nemovitostí	39 %
— investice do nákupu strojů	28 %
— krytí provozních nákladů	28 %
— splácení tuzemských úvěrů a ostatní účely	5 %

Z hlediska měnového a ekonomického je možné finanční úvěry poskytované našim podnikům přímo ze zahraničí charakterizovat jako:

- zdroj dlouhodobého financování potřeb české ekonomiky ze zahraničí při nedostatku těchto úvěrů u českých bank (a nerozvinutosti domácího kapitálového trhu) za nižší úrokové sazby, než jsou korunové, což vytváří konkurenční tlak na tuzemské banky ve smyslu snižování úrokových sazeb a zúžení prostoru pro české banky zřejmě u nejlepších klientů. Při sjednávání půjček podniky (municipality) nepočítají s kurzovým rizikem. Přes 50 % těchto úvěrů je kryto bankovními garancemi;
- substituci zahraničních přímých investic včetně možnosti obcházení v současné době platného devizového zákona, který neumožňuje nákup nemovitostí a pozemků nerezidenty;
- zdroj ke zvýšení poptávky po stavebních kapacitách, případně k hrazení provozních nákladů, což vede ke zvýšení tuzemské poptávky nebo se promítá (v současné době v menší míře) do dovozů;
- potřebu financování aktivit rostoucího počtu společných podniků na území České republiky, přičemž se tyto podniky často obrazejí k bankám v zemi původu zahraničního společníka podniku, případně k pobočkám těchto bank na území České republiky.

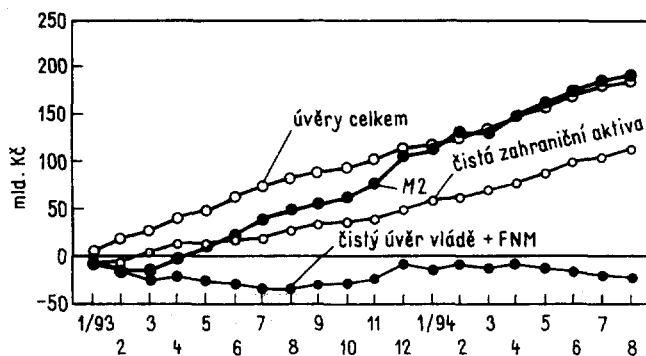
Ostatní kapitálové položky zahrnují především pohyb krátkodobého kapitálu účelových bankovních linek spojených s financováním dovozu, operace spojené se splácením devizového dluhu ČSOB z doby centrálně plánované ekonomiky a volnoměnové převody spojené s vypořádáním převisů v rámci clearingové dohody se Slovenskem.

2. 2. Shrnutí působení přílivu zahraničního kapitálu na českou ekonomiku

- Dosavadní příliv kapitálu do České republiky má spíše dlouhodobý charakter. Dochází ke strukturálním změnám ve prospěch přímých úvěrů do podniků a portfoliových investic. Oproti čerpání zdrojů od oficiálních institucí vládou a centrální bankou se začíná v České republice více prosazovat zahraniční soukromý kapitál, který vstupuje do procesu privatizace či přímo do již privatizovaných podniků a stimuluje jejich hospodářskou aktivitu.
- Získávání kapitálových zdrojů se od druhé poloviny roku 1993 realizuje více prostřednictvím trhu formou emisí obligací ČNB a narůstajícím čerpáním úvěrů podniky ze zahraničí; pro další roky jsou připravovány emise obligací podniky, municipalitami a některými obchodními bankami.
- Příliv kapitálu do ČR je u akcí stimulován investiční perspektivností vybraných subjektů a snahou zahraničních investorů diverzifikovat portfolio. U finančních úvěrů čerpaných subjekty přímo ze zahraničí je to délka splatnosti a příznivý úrokový diferenciál, přičemž subjekty abstrahují od kurzového rizika vzhledem k současné politice stabilního měnového kurzu koruny. Pravidelně se zvyšující rating České republiky dále snižuje náklady emisí cenných papírů pro české subjekty v zahraničí.
- Zvýšení přílivu kapitálu nebylo zatím spojeno s výrazným zvýšením poptávky po dovozu zboží (zejména investičního charakteru) a služeb.
- V roce 1994 příliv kapitálu ve volně směnitelných měnách do ČR vedl ke zvyšování úrovně devizových rezerv centrální banky (vzhledem k trvalému přebytku běžného účtu platební bilance v důsledku nízké poptávky především po investičních dovozech) a ke změně struktury zadluženosti České republiky ve vztahu k zahraničí. Zvyšuje se zadluženost podniků a municipalit a klesají závazky ČNB ve vztahu k MMF a dluhy státu v důsledku splátek volnoměnových úvěrů z doby centrálně plánované ekonomiky.

3. Měnové aspekty přílivu zahraničního kapitálu do České republiky

Z provedeného hodnocení přílivu kapitálu vyplývá jeho převážně dlouhodobý charakter, což víceméně koresponduje s jistým stupněm solidnosti, nikoliv spekulativnosti. Přesto však může příliv zahraničního kapitálu způsobit narušení makroekonomické rovnováhy, projevující se v akceleraci inflace nebo v kolísání kurzu. Jeho vliv je v tomto případě spíše nepřímý a v kombinaci s dalšími faktory. Podstatným faktem je, že je významným zdrojem růstu peněžní zásoby. Sledování dynamiky růstu peněžních agregátů je pro českou ekonomiku stále důležité. Vzhledem k tomu, že česká koruna není dosud plně směnitelnou měnou a není až na marginální případy — kótována a obchodována na mezinárodních finančních trzích, není česká ekonomika ještě v situaci zemí typu Rakousko, Holandsko či Belgie, které se víceméně starají jen o sledování úrokových sazeb tak, aby udržely kurz své měny k německé marce. Proto ČNB stále ještě sleduje vývoj peněžní zásoby jako nejvýznamnějšího měnového indikátoru a vidí příčinnou souvislost mezi vývojem peněžní zásoby a cen. Detailní analýza přiměřenosti dynamiky růstu peněžní zásoby vzhledem k cílům v inflaci a vzhledem k výkonnosti ekonomiky není předmětem tohoto článku (jedná se o otázky výběru správného peněžního agregátu k poměřování produktu, započítávání objemu stínové ekonomiky, zohlednění nárůstu počtu transakcí apod.).



Současné tempo růstu peněžní zásoby je stále vysoké. Aktuální přírůstky proti stejnému období minulého roku se pohybují v posledních měsících nad hranici 20 %. Po zohlednění sezonnosti lze ke konci roku očekávat přírůstek cca 18 %, což je pravděpodobně na samé hranici akceptovatelného bezpečného vývoje. Srov. graf č. 1.

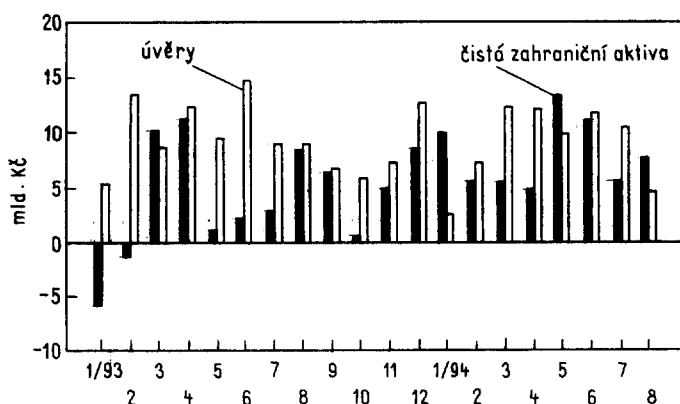
Při pohledu na vývoj peněžní zásoby a hlavních zdrojů růstu je zřejmé, že čistá zahraniční aktiva (ta odrážejí příliv kapitálu) se stávají nejdynamičtější složkou růstu peněžní zásoby. Jejich relativní růst je nejdynamičtější a i v absolutním vyjádření je jejich příspěvek k růstu peněz na úrovni úvěrové emise. Srov. graf č. 2.

Jestliže průměrný měsíční přírůstek úvěrů ve srovnání s loňským rokem je téměř stejný (8,8 mld. Kč letos, 9,4 mld. Kč loni), pak přírůstek čistých zahraničních aktiv vzrostl měsíčně z 4,0 mld. Kč v roce 1993 na 7,9 mld. Kč v roce 1994.

Příliv kapitálu sám o sobě nemusí být nebezpečný, zejména vzhledem k jeho charakteru. Nebezpečí však může znamenat kombinace akcelerace přílivu kapitálu a nezměněného tempa růstu úvěrové emise a rovněž nezměněného podílu ostatních zdrojů (především se jedná o veřejné finance). V takovém případě dochází k akceleraci růstu peněžní zásoby s možným dopadem do růstu cen. Pro zpomalení růstu peněz je možné použít opatření, která jsou zaměřena na příliv kapitálu nebo na domácí úvěrovou emisi. Jaká tedy existuje škála možností?

4. Možná opatření ke snížení dynamiky růstu peněžní zásoby v ČR

Při výčtu možností je nutné zmínit i variantu ponechání růstu peněžní zásoby bez omezení, resp. připustit vyšší tempo, než by odpovídalo růstu produktu a cíli v inflaci při zohlednění změn v rychlosti obratu peněz, a empiricky zkoumat dopady do vývoje cen a produktu. Tento přístup má svoje opodstatnění v potřebě transakčních peněz, která je však velmi obtížně měřitelná. Nebezpečnost této politiky tkví ve faktu, že nadměrný růst peněz se projeví v růstu cen se zpožděním, a to relativně dlouhým (ve vyspělých ekonomikách to je 1–2 roky). Česká ekonomika zatím tyto zkušenosti nemá, protože i tak krátké časové řady byly ovlivněny systémovými opatřeními. Postupovat tímto způsobem ovšem znamená začít přijímat opatření k zpomalení růstu peněz s takovým časovým odstupem, kdy již bude vyvolána akcelerace inflace.



4. 1. Opatření k omezení přílivu kapitálu

První soubor opatření je zaměřen na zpomalení přílivu zahraničního kapitálu. Základním systémovým opatřením je nominální revalvace měnového kurzu. Revalvace by znevýhodnila přicházející kapitál a zároveň by za jinak nezměněných okolností zhoršila saldo obchodní bilance, resp. běžného účtu platební bilance. Výsledkem by byl pokles dynamiky růstu čistých zahraničních aktiv s pozitivním dopadem do vývoje peněžní zásoby. Aby bylo dosaženo tohoto efektu, musela by být revalvace natolik dostatečná, aby nevyvolala očekávání další revalvace.

Na druhé straně cena za případnou revalvací by byla pravděpodobně vysoká. Ekonomika by ztratila nominální kotvu, podniky by musely změnit kalkulaci nákladů a výnosů a přizpůsobit rozhodování změněnému parametru. Zpřísnily by se podmínky pro exportéry a s největší pravděpodobností lze předpokládat zhoršení exportní výkonnosti. Optimální reakcí by bylo přizpůsobení se exportérů nové úrovni kurzu, ale tuto reakci lze očekávat jen ve velmi omezené míře. Potom by bylo nutné devalvovat a úroveň měnového kurzu by se změnila směrem k výchozí úrovni. Jistě je pro ekonomiku mnohem horší provést dvě protisměrné změny v tak důležitém parametru, jako je měnový kurz, než ponechat úroveň nezměněnou.

Zahraněční zkušenosti — zejména z jihovýchodní Asie, ale i z Japonska na přelomu 60. a 70. let — ukazují, že revalvace, resp. zavedení floatingu s tendencí ke zhodnocení měny bylo účinným opatřením vedoucím k obnovení makroekonomické rovnováhy. Revalvace však byla obvykle přijata, až když skutečně docházelo k narušení rovnováhy. Revalvace vždy podvazuje export a všechny země s úspěchem využívaly výhod stabilního kurzu co možná nejdéle. Domníváme se, že i pro naši ekonomiku by tento přístup byl optimální. V České republice se udržuje makroekonomická rovnováha a dosud nejsou žádné signály o jejím narušení. Pokud by vůbec byla nutná úprava kurzu, pravděpodobně nejvhodnějším okamžikem by bylo zavedení plné směnitelnosti české koruny včetně její obchodovatelnosti na zahraničních trzích. Rovnovážná úroveň kurzu může totiž být při plné směnitelnosti jiná, než je dnes.

Přiliv kapitálu lze zpomalit administrativními opatřeními. Jak ČNB, tak Ministerstvo financí, které provádějí regulaci, by byly schopné postupovat méně liberálně. Byl by to však krok proti reformě. Domácím bankám by se dostalo ochra-

ny, zeslábla by konkurence, a tím by se zeslabilo působení pravděpodobně nejsilnějšího faktoru, který ovlivňuje pozitivně vývoj úrokových sazeb.

Jedním z možných opatření bez negativního dopadu do konkurence v bankovním sektoru je možnost otevření devizových účtů pro podniky. Banky pak podle pravidel likvidity investují do devizových aktiv a neposkytují domácí úvěry (pokud nejsou poskytovány úvěry domácím subjektům v cizí měně). Za další administrativní opatření, které by mohlo přispět ke snížení přílivu kapitálu, lze považovat např. blokaci prostředků, které vláda získá prodejem majetku zahraničním subjektům nebo stanovením minimální hranice (3 roky) jako podmínky čerpání úvěru ze zahraničí.

Protože vývoj peněžní zásoby je ovlivňován protisměrně přílivem i odlivem kapitálu, je možné uvolnit odliv. Tento způsob deregulace má jistě svoje místo ve scénáři přechodu k plné směnitelnosti české koruny. Položky, které je možné deregulovat v krátkodobém horizontu (např. přímé investice v zahraničí), však nehrají, co se týče objemu, příliš významnou roli.

4.2. Omezení domácí úvěrové emise

Druhý soubor opatření míří na zpomalení domácí úvěrové emise. Centrální banka v tomto případě omezuje likviditu bankovního sektoru především operacemi na peněžním trhu a zvyšováním povinných minimálních rezerv. Jestliže není dostatek vládních cenných papírů, resp. jestliže je centrální banka nemá ve svém portfoliu, je nucena emitovat vlastní cenné papíry. Tuto politiku nyní ČNB provádí. Emise vlastních cenných papírů je velmi nákladná. Zkušenosti ze zemí, které čelily přílivu kapitálu, ukazují, že centrální banka obvykle není schopna tyto náklady dlouhodobě nést. Když existuje názorová shoda mezi vládou a centrální bankou o zachování úrovně měnového kurzu, pak je nutné, aby se obě instituce podělily o náklady. To znamená, aby i vláda vydala dluhopisy nad úroveň potřebnou ke krytí případného deficitu a státního dluhu a nesla tak náklady s tím spojené.

Tato politika však může mít i negativní dopady. Přísnější politika je obvykle doprovázena zvýšením úrokových sazeb na peněžním trhu a úrokových výnosů z obchodovatelných cenných papírů. To přiláká zahraniční investory a příliv kapitálu zesílí. V takovém případě dochází pouze k transferu výnosu do zahraničí bez snížení peněžní zásoby. Vyšší sazby na peněžním trhu se dále promítají do sazeb klientských, což stimuluje domácí subjekty k vypůjčování v zahraničí a příliv také zesílí. Při zpřísnění politiky je tedy vhodné omezit přístup zahraničních investorů na peněžní trh (problémem je pak vyloučit přístup prostřednictvím domácích bank a dealerů).

Makroekonomické důvody ke snížení domácí úvěrové emise, resp. komplexní posuzování růstu úvěrů domácích i ze zahraničí, se potkává s mikroekonomickým pohledem. Jestliže podniky získávají úvěr v zahraničí, pak ho nepotřebují od domácích bank. Přesněji řečeno: nejlepší subjekty získávají úvěry v zahraničí a při nezměněném rozsahu domácí úvěrové emise jsou uspokojováni horší klienti a dochází ke zhoršení úvěrového portfolia bank. To má pak za následek nutnost tvorby oprávek, udržování vysoké úrokové marže atd. Z mikroekonomického pohledu se tedy také jeví jako žádoucí omezit domácí úvěrovou emisi, dokud bude příliv ze zahraničí trvat.

ČNB má stále možnost ze zákona stanovit úvěrové limity (i úrokové) pro jednotlivé banky a vyhnout se tak nárůstu úroků z důvodů omezování likvidity. Toto administrativní opatření by však bylo nesystémové a přicházelo by v úvahu až jako jedno z posledních.

ČNB je již téměř rok nucena reagovat na zmíněný příliv kapitálu. V prvním pololetí letošního roku byla přijata některá opatření k eliminaci přílivu kapitálu — zejména uvolnění nabídkové povinnosti. V polovině letošního roku byly zvýšeny povinné minimální rezervy a rozsah sterilizačních opatření se zvětšil. Výsledkem je určité snížení dynamiky růstu peněžní zásoby, i když úrokové sazby poněkud vzrostly, zatím jen na peněžním trhu bez dopadu do sazeb klientských.

V dalším období bude nutné koordinovat měnovou a fiskální politiku a pečlivě kombinovat opatření v těchto oblastech:

- omezování dynamiky domácí úvěrové emise,
- deregulační opatření umožňující odliv kapitálu,
- přísnější podmínky pro příliš krátkodobého kapitálu,
- participace státu, resp. FNM např. formou koordinované depozitní politiky.

LITERATURA

SCHANDLER, S.—CARKOVIC, M.—BENNETT, A.—KHAN, R.: Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. IMF Occasional Paper, č. 108, prosinec 1993. Studie o přílivu kapitálu do ČR vypracované v ČNB.

SUMMARY

Foreign Capital Inflow to the Czech Republic and Its Monetary Aspects

Petr VOJTÍŠEK, director of the Monetary Department, ČNB

Rudolf OLŠOVSKÝ, deputy director of the Monetary Department, ČNB

Since the second half of 1993, the inflow of foreign capital has been a significant factor affecting ČNB monetary policy. The first part of the article summarizes the experiences of Asia and Latin American countries during their 1987 to 1992 periods of capital inflow. The second part describes the basis types of capital inflow in the Czech Republic and their developments from 1991 to 1994. The third and the forth parts deal with the monetary aspects of capital inflow in the Czech Republic. They describe the possibilities for utilizing monetary instruments and fiscal policies to eliminate growth in the money supply. The article concludes that in the case of strong and long-lasting inflows of foreign capital, it is necessary to closely coordinate monetary, fiscal, and economic policies.