

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s. r. o., Praha

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu Econlit (<http://www.econlit.org/>).

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Adresa redakce: Vínohradská 49
120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

<http://web.iol.cz/fau>

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic Econlit index (<http://www.econlit.org/>).

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Editor's Office: Vínohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Karel PŮLPÁN: Deset let české ekonomické transformace 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: K transformaci české ekonomiky po deseti letech .. 687

Libor KRKOŠKA: Transformace ve střední a východní Evropě: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: Česká zkušenost s „bublinami“ a finančními krizemi 715

Martin MANDEL: Měnová politika po roce 1990 z hlediska makroekonomické identity soukromé spotřeby 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Růst a strukturální změny v zahraničním obchodě českého zpracovatelského průmyslu v l. 1993–97 737

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu Finance a úvěr 1999

CONTENTS

Karel PŮLPÁN: Ten Years of the Czech Economic Transition 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: Ten Years of the Czech Transition 687

Libor KRKOŠKA: Transition in Central and Eastern Europe: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: The Czech Experience with Asset Bubbles and Financial Crises 715

Martin MANDEL: Post-1990 Monetary Policy and Private Consumption 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Growth and Structural Changes in the International Trade in Czech Manufacturing Industries in 1993–97 737

In the middle of this issue:

Journal Year Index 1999

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Doc. Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (předseda), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jirí Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočářík, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jirí Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

K transformaci české ekonomiky po deseti letech

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA*

Chabý růst české ekonomiky v 2. polovině 90. let logicky vyvolává zásadní diskuze jak o zvolených hospodářských politikách, tak o celé podstatě českého transformačního procesu. Nepříznivý vývoj v posledních dvou letech (viz srovnání s ostatními transformujícími se ekonomikami v *tabulce 1*) vede některé kritiky až k zásadnímu zpochybnění zvolených transformačních metod – (Stiglitz, 1999), (Sachs, 1999).

V oblasti hospodářské politiky skutečně došlo – zvláště po roce 1993 – k výrazným chybám, které do značné míry ovlivnily celkovou bilanci desetiletí. Současnou situaci – kterou nepovažujeme za konečný výsledek – však ani tak nezpůsobila špatně zvolená koncepce transformace jako spíše utlumení transformační aktivity vlády po dokončení kuponové privatizace. Negativní dopad tohoto postupu byl ještě zesílen jednou strategickou chybou – nedostatečnou privatizací výrobních podniků do rukou zahraničních investorů a zahráváním si s účelově vytvořeným mýtem o schůdnosti „české cesty“ při privatizaci klíčových odvětví.

Hodnocení ekonomického vývoje České republiky se velmi často soustřeďuje na jednotlivé oddělené aspekty buď hospodářské politiky (což je pouze krátkodobý faktor), nebo transformační strategie (dlouhodobý faktor). V tomto článku se pokusíme formulovat naše vnímání podstaty a problému české cesty transformace v širším kontextu. Transformaci ekonomiky považujeme za otázku těchto tří aspektů (pořadím naznačujeme jejich klesající důležitost pro determinaci ekonomického vývoje v dlouhém období):

- tvorba tržních institucí,
- počáteční nastavení vlastnických vztahů a přístup ke kapitálu,
- konzistence makroekonomických politik.

Revoluční a evoluční fáze české transformace a transformační ochrnutí

Pokud chceme hodnotit českou cestu přechodu k trhu, musíme vzít v úvahu, že existují její dvě naprosto odlišné fáze. V první, „revoluční“ fázi (1991–1993) došlo k liberalizaci cen a zahraničního obchodu, byla prove-

* Mgr. Martin Sommer, M.A., M.B.A., Johns Hopkins University
Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. – Česká národní banka

Autoři děkují za cenné připomínky Romanu Češkovi, Michaele Erbenové, Karlu Půlpánovi, Ondřejovi Schneiderovi a Kateřině Šmídkové. Za případné chyby či nedostatky, které se ani po připomínkách nepodařilo odstranit, jsou pochoptitelně zodpovědní autoři sami.

TABULKA 1 HDP vybraných transformujících se zemí – meziroční změny

v %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	průměr posledních 5 let
Česká republika	-1,2	-11,5	-3,3	0,6	3,2	6,4	3,8	0,3	-2,3	2,3
Maďarsko	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	5,1	3,1
Polsko	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,0	6,8	4,8	6,0
Slovensko	-2,5	-14,6	-6,5	-3,7	4,9	6,9	6,6	6,5	4,4	5,9
Slovinsko	-4,7	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,9	4,3

prameny: Bank for International Settlements: Economic Indicators for Eastern Europe, March 1999 (data 1995–1998); EBRD: Transition Report 1997 a 1998 (data 1990–1994); ČNB (data ČR, 1995–1998)

dena malá a nastartována velká privatizace, změnil se klíčové prvky daňového systému a ekonomika byla vystavena mnoha mohutným exogenním šokům, jakým byl např. rozpad trhu RVHP a rozdělení Československa.

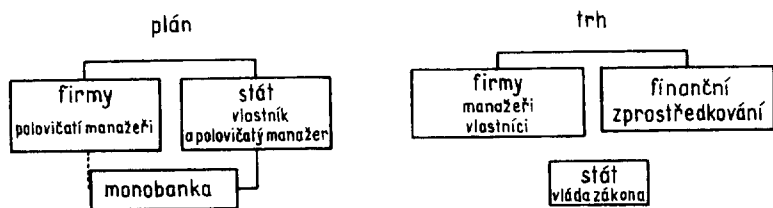
Tento příspěvek se zaměří spíše na druhou, „evoluční“ fázi transformace, neboť chyby, které způsobily současnou situaci, je nutné hledat především tam. Koaliční vlády až do prvního „balíčku opatření“ v roce 1997 zpochybňovaly existenci této druhé fáze transformace, bagatelizovaly nutnost provádění dalších reformních kroků a výrazně snížily svou transformační aktivitu.¹

Jaké byly skutečné příčiny tohoto „transformačního ochrnutí“ konzervativních vlád – vlád, které měly v revoluční fázi reformy pozoruhodné výsledky –, je možné se pouze dohadovat. Nestavíme se za standardně používaný argument o strachu z odlivu hlasů voličů. Vláda mohla po roce 1993, kdy došlo k zastavení reform, provést celou řadu politicky průchodných opatření, která by posunula ekonomiku kupředu – v oblastech zákonodárství, soudů, kapitálového trhu –, a v mnoha případech mohla vláda i privatizovat bez hrozby zvýšení (nezdravě nízké) nezaměstnanosti.²

Svou roli však jistě sehrála skutečnost, že v evoluční fázi transformace už neexistuje okamžitá penalizace za neprovádění dalších reformních kroků – ať už drobných, či radikálních. Na rozdíl od revoluční fáze, kdy je nutné provést řadu opatření v krátkém časovém období, v navazující fázi transformace se absence dalších kroků projevuje „pouze“ omezením potenciálního tempa růstu ekonomiky, nikoli okamžitými potížemi. Navíc každé zpomalení tempa vládního rozhodování generuje lobbistické tlaky namířené buď proti dalšímu pokračování reform, nebo ve prospěch nějaké zájmové

¹ Rozdělení na „revoluční“ a „evoluční“ fázi vyplývá z institucionální podstaty transformace – tvůrci transformační politiky musejí nejprve ve velmi krátkém úseku vytvořit základní podmínky pro spuštění a průběh ekonomické reformy a později podle potřeby provádět další reformní opatření. Z argumentů obsažených v naší stati by mělo být patrné, proč má vláda v „evoluční fázi“ tendenci zvolnit transformační tempo více, než by bylo vhodné (a proč příležitostně provede relativně významný reformní krok, jako například privatizaci SPT Telecom).

² Večerník (1998, s. 233) na základně výběrových šetření ukazuje, že ekonomická reforma v České republice měla od roku 1990 stabilně vysokou podporu (kolem 50 % populace), která se začala snižovat teprve po roce 1996. Jako další relevantní příklad lze uvést průzkum veřejného mínění IVVM provedený na podzim roku 1994, v němž 60 % voličů ČSSD a 40 % voličů KSČM bylo s vládní hospodářskou politikou spokojeno (MFD 11. 10. 1994, s. 14).



skupiny³ (speciální formou tohoto jevu je naivní pokus o doprivatizaci klíčových odvětví českou cestou, ke kterému se ještě vrátíme).

Koaliční vláda jednoduše nenašla k dalším transformačním krokům dostatek motivace a bohužel neměla na politickém trhu žádné kredibilitní a dostatečně silné protivníky, kteří by na pokračování transformace zájem měli. Tvůrci hospodářské a transformační politiky začali hromadně dávat přednost statutu quo, nechtěli vynakládat nezbytné úsilí a riskovat ztrátu své tehdy ještě vysoké kredibility. Je však třeba říci, že to byla pouze jejich volba; žádné významné vnější politické omezení zde neexistovalo. Kombinace výše uvedených faktorů silně poznamenala preference vlády a vedla k jejímu transformačnímu ochrnutí. Řada důležitých oblastí tak zůstala téměř nedotčena, a to i po deseti letech transformace. Mezi oblastmi se zcela nedostatečnými změnami patří mimo již zmíněných i nadměrně regulovaný trh s byty, zdravotnictví a penzijní systém.

V následujících třech oddílech se pokusíme zhodnotit dosavadní vývoj české ekonomiky v kontextu výše navržené tříbodové osnovy.

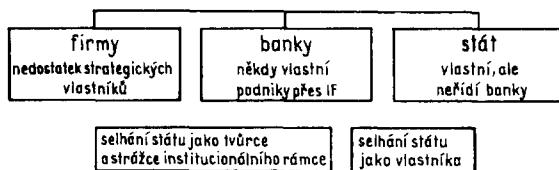
Transformace jako institucionální problém – česká cesta-necesta

Shrňme nejprve ve velmi zjednodušené podobě podstatu přechodu od centrálního plánování k tržní ekonomice. Uvažujme tři sektory: firmy, vládu/stát a sektor finančního zprostředkování (bankovní sektor/kapitálový trh). Plán a trh představují dva alternativní alokační mechanismy.

V centrálním plánování dochází k alokaci vstupů a výstupů na základě dohadování mezi sektorem firem a plánovacím centrem. Kapitálový trh neexistuje a bankovní sektor či spíše monobanka profinancuje projekty, které jsou již dohodnuté s plánovačem na kvantitativní úrovni. V tržní ekonomice by naopak ingerence státu/vlády měly být minimální a o vzniku a zániku firem by měl rozhodovat sektor finančního zprostředkování. Klíčové je, zda investoři jsou ochotni poskytnout pro fungování dané firmy kapitál (ať už v podobě bankovní půjčky, nebo přes kapitálový trh). Role státu je omezena na tvorbu pravidel pro fungování vztahů mezi firmami a sektorem zprostředkování a na dohled nad jejich dodržováním. Vztahy mezi jmenovanými třemi subjekty v rámci obou systémů jsou znázorněny na *schématu 1*.

V revoluční fázi transformace jde především o provedení dostatečně silného řezu do vazeb mezi státem a firmami. Stát se musí urychleně zříci

³ Paradoxně si toho byli tvůrci transformační politiky v obecné rovině vědomi – viz např. (Klaus, 1994a).



svých manažerských a vlastnických práv ve firmách a snažit se podporovat a chránit nestátní vlastnictví. Usazování nových tržních institucí⁴ je dominantním znakem druhé, „evoluční“ fáze ekonomické transformace; stát by zde měl sehrát nezastupitelnou roli strážce řádu a pravidel, tak aby v tomto prostředí všudypřítomného morálního hazardu nedocházelo ke ztrátám některých ekonomických subjektů v důsledku neexistence či nedodržování pravidel. Centrální autorita – stát – by měla v obecné rovině „vložit“ formální právní normy do rozpočtových omezení manažerů (angl. agents), a tím zajistit, aby byly potlačeny negativní jevy plynoucí z asymetrie informací, transakčních nákladů a nastavení vlastnických práv. Tato teoretická východiska jsou v souladu s ideami tvůrců původní transformační strategie.

Přejdeme nyní k české cestě transformace od plánu k trhu. *Schéma 2 a tabulka 2* zachycují situaci v ČR po téměř 10 letech transformace. Došlo ke vzniku a jistému rozvoji sektoru finančního zprostředkování (spíše jen jeho bankovní složky), zároveň však byly mezi jednotlivými subjekty vytvořeny velmi specifické vztahy. Stát dostatečně nereflektoval svoji úlohu dohlázeatele nad dodržováním právního řádu a ekonomické vztahy jsou výrazně deformovány neřešenými problémy morálního hazardu.

Vláda, centrální banka a finanční sektor

Vláda sice rychle odstátnila velkou část ekonomiky, přitom si však zachovala významné pozice v klíčovém sektoru finančního zprostředkování. Stát měl ambici zůstat po nespecifikované přechodnou dobu významným vlastníkem, ale jako vlastník a tvůrce přeměny v tomto sektoru zcela selhal.

Dnes je celkem zřejmé, že část bankovního sektoru, která vzešla z dělení bývalé monobanky, měla být dokapitalizována a následně privatizována. Vláda sice ve spolupráci s ČNB poskytla bankovnímu sektoru značnou finanční pomoc⁵, avšak nikdy nedokázala vytvořit ucelenou privatizační koncepci a nakonec byla pod vlivem zpráv o ekonomickém stavu bank donucena ke spěšnému nastartování jejich privatizace. Na ČNB a Ministerstvu financí ČR spočívá společná odpovědnost za měkké udělování licencí novým

⁴ Tržními institucemi zde myslíme formální i neformální pravidla pro fungování vztahů mezi oběma klíčovými sektory, sektorem firem a sektorem finančního zprostředkování, jakož i pravidla pro uspořádání vztahů mezi manažery a vlastníky uvnitř obou sektorů (Grosfeld, 1994).

⁵ Převedení úvěrů na tzv. trvale se obracející zásoby, rekapitalizace bank, sanační program pro malé banky; celkem se jednalo (zatím) o částku nepříliš vzdálenou od 200 mld. Kč, tj. přes 10 % HDP roku 1998.

TABULKA 2 Klíčové problémy výkonu vlastnických práv v české ekonomice

	deformovaný vztah	konkrétní projev
vlastník/manažer (principal/agent) – problém v různých sektorech	<ul style="list-style-type: none"> – mezi drobným akcionářem a investičním fondem – mezi investičním fondem a podnikem – mezi střadatelem a komerční bankou 	<ul style="list-style-type: none"> – tunelování fondu jeho správci – zástupci fondu zainteresováni pouze na tantiémách; firmy ani nerostou, ani nesnižují náklady – nové banky financují z cizích peněz vytváření „svých“ skupin – hospodářská situace bank zakrývána
sektor firem	<ul style="list-style-type: none"> – mezi dlužníkem a věřitelem – mezi dominantním vlastníkem a drobným akcionářem 	<ul style="list-style-type: none"> – nevyzmatelnost pohledávek – ztráty malých akcionářů
banky – firmy	<ul style="list-style-type: none"> – mezi komerční bankou a „jejím“ investičním fondem – mezi bankami a podniky se státní účastí 	<ul style="list-style-type: none"> – tvorba nových úvěrových/ investičních obchodů na základě toku informací mezi komerční a investiční částí a zneužití pravomoci investiční části – měkké úvěrové linky
banky – stát firmy – stát	<ul style="list-style-type: none"> – mezi manažery (polo)státních firem a FNM/vládou 	<ul style="list-style-type: none"> – pozastavení privatizace nebo privatizace postavená na lobbingu

bankám; tento postup sice zvýšil konkurenci v sektoru, ale zároveň umožnil zakládat banky i různým podnikatelským skupinám, které pak tyto banky využívaly jako svůj úvěrový zdroj.

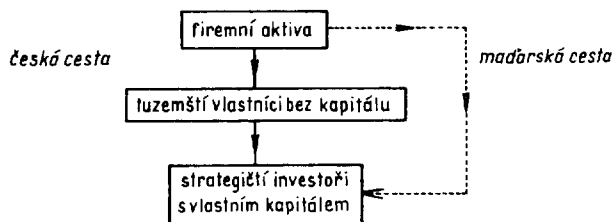
Situace byla o to komplikovanější, že v roce 1990 neexistoval v praxi účinný bankovní dohled, byť byl podle tehdy platného zákona na ministerstvu financí odbor bankovního dohledu zřízen. Teprve začátkem roku 1992, kdy vešel v platnost zákon o centrální bance, začal být bankovní dohled budován v ČNB. Do začátku roku 1992 přitom ČNB ve spolupráci s ministerstvem financí vydala 24 licencí, z nichž 10 bylo později odebráno (počet bank, které se dostaly do potíží, byl ještě vyšší). U bank založených po roce 1992 bylo „skóre“ již výrazně lepší; to bylo dáno jednak lepší legislativou, která umožňovala přísnější posuzování žádostí o licence, jednak prvními pokusy bankovního dohledu o to, aby pro subjekty v bankovním sektoru byla prosazena přísnější měřítka. Proces učení byl však v každém případě bolestný a nelze než konstatovat, že větší důraz na regulaci bankovního sektoru hned od počátku transformace by měl na její průběh pozitivní vliv.

Sektor firem – finanční sektor

Zde jsou vztahy dány především způsobem privatizace (toto téma rozvádíme podrobněji v následujícím oddíle příspěvku). Ve středoevropském regionu je možné rozlišit několik modelových případů: maďarská cesta přes přímé prodeje zahraničním investorům, česká cesta postavená jednak na kuponové privatizaci a jednak na přímých prodejích na dluh, polská cesta přes přímé prodeje a manažerské odkupy a nakonec slovenská cesta opíra-

SCHÉMA 3 Rozdíl mezi českou a maďarskou cestou

(Při maďarské cestě dochází k transferu aktiv (privatizaci) přímo, u české, ale i slovenské cesty přes vrstvu tuzemských kvazivlastníků.)



jící se (ve druhé vlně) o politické konexe. Tato klasifikace akcentuje nejvýraznější rysy privatizačního procesu v těchto zemích; neznamená to, že nebyly využity i jiné metody privatizace.

Do privatizace v české ekonomice nebyli v dostatečné míře zapojeni zahraniční strategičtí investoři, obzvlášť uvědomíme-li si výchozí nulový podíl soukromého sektoru na tvorbě domácího produktu. To je evidentní ve srovnání s Maďarskem (viz *tabulka 3*), které mělo jak vysoký výchozí podíl „skutečných“ vlastníků, tak relativně vysoké investice zahraničních investorů do tamních firem. Polsko si mohlo poměr zahraničních investic k domácímu produktu srovnatelný s ČR „dovolit“ díky počáteční velikosti soukromého sektoru a kvalitnějšímu akciovému trhu, na kterém řada polských firem začala získávat kapitál. V České republice byly pro dnešní ekonomické prostředí určující buď přímé prodeje na úvěr, anebo rozdělení majetku domácím „investorům“. Obě metody byly pokusem o vytvoření domácích vlastníků. Ve skutečnosti jde však pouze o vsunutí prostředníka mezi prodávajícího (stát) a kupujícího, který je kapitálově silný (v případě velkého podniku je to často pouze zahraniční investor).

Na *schématu 3* je zjednodušeně znázorněn princip české cesty. Mezivrstva dočasných vlastníků, „kvazivlastníků“, nemůže dlouhodobě bez vlastního kapitálu ve vysoce otevřené ekonomice obstát a nabytá aktiva dříve či později prodá. Ze strategického hlediska by měla myšlenka české cesty privatizace smysl, kdyby tento následný prodej provedli „kvazivlastníci“ velmi rychle, inkasovali provizi a alespoň část z ní investovali zpět do ekonomiky formou nedluhového kapitálu. Tím by skutečně došlo k vytvoření tuzemského „kapitálu“ a „kapitalistů“. Samozřejmě na úkor toho, co by jinak mohl inkasovat stát (daňoví poplatníci); avšak z hlediska efektivity by to bylo

TABULKA 3 Poměr přímých zahraničních investic k HDP

v %

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Česká republika	1,6	1,8	4,9	2,4	2,4	4,4
Maďarsko	6,1	2,8	10,0	4,4	3,6	3,0
Polsko	0,7	0,6	1,0	2,1	2,2	4,4

poznámka: Údaje zahrnují pouze zahraniční investice do akciového kapitálu a přímé vklady majetku (contributions-in-kind).

pramen: EBRD: Transition Report 1998, update 1999; ČNB

možné považovat spíše za výhodu, protože stát má vždy tendenci používat privatizační výnosy k financování různých fiskálních programů.^{6,7}

Podle dosavadních zkušeností z průběhu koncentrace vlastnictví se však zdá, že tato očekávání nebyla naplněna. V případě kuponové privatizace domácnosti nabyté akcie většinou prodaly a spotřebovaly nebo pasivně uložily do banky.⁸ Investiční fondy pouze přeskupovaly své podíly a následně vyprodávaly kontrolní balíky akcií strategickým investorům. Nyní již mnohé připomínají spíše fondy peněžního či dluhopisového trhu. Část privatizačních fondů z kapitálového trhu dokonce odešla, přičemž akcionáři fondů byli v tomto procesu často poškozováni.

Ani v případě přímých prodejů nedošlo k naplnění vyslovené teze o rychlém zprostředkování prodeje strategickému investorovi. V prostředí morálního hazardu, nedokonalých pravidel a jejich nedůsledného vymáhání neměli vlastníci, kteří zprivatizovali velký podnik, dostatečnou motivaci ke spojení se strategickým investorem. Existovala dokonce na první pohled krátkozraká tendence vydávat se „vlastní cestou“, tj. získávat další bankovní úvěry a neustále zvětšovat velikost skupiny nákupem dalších podniků.⁹

V následující části statě však budeme tvrdit, že projekt české privatizace, tak jak byl vytvořen v revoluční fázi reformy, měl slušnou vyhlídku na úspěch nebo alespoň nemusel selhat v takové míře. Vysvětlíme rovněž, že momentální frustrace nad jeho výsledky pramení zejména z problémů morálního hazardu, které jsou arogantně opomíjeny vládou, a z nenaplněných očekávání ohledně rychlosti a spravedlnosti celého procesu.

Na druhé straně přece jen dochází ke koncentraci vlastnictví do rukou strategických investorů; to je nutné hodnotit z dlouhodobého hlediska jako jednoznačné pozitivum. V důsledku transformačního ochrnutí vlády a lobvistických tlaků zájmových skupin se však neočekávaně utvořila tržní struktura s dominujícími prvky neprůhledného německého systému na úkor prvků transparentního anglosaského typu.

Transformace jako problém počátečního nastavení vlastnických vztahů a přístupu ke kapitálu

Druhá klíčová dimenze transformace spočívá v počátečním nastavení vlastnických vztahů.¹⁰ Stát čelil nucené volbě mezi rychlostí privatizace

⁶ Existuje rovněž etický aspekt nového nastavení vlastnických vztahů. Kuponová privatizace je v tomto směru „spravedlivá“, protože umožňuje, aby zisk z privatizace měli i drobní investoři.

⁷ Výjimkou nebyla ani Česká republika. Na základě analýzy výdajů FNM z let 1992–1997 odhadujeme, že minimálně 75 % výdajů FNM mělo fiskální charakter.

⁸ Podle výběrového šetření z ledna 1996, které bylo provedeno jako podklad pro studii (Hanousek–Tůma, 1998), 43 % (62 %) účastníků 1. (2.) vlny kuponové privatizace vypovědělo, že nabyté akcie považuje za ekvivalent termínovaného vkladu a 27 % (13 %) účastníků použilo výnos z prodeje akcií na nákup spotřebního zboží (non-durables). Výnos z kuponové privatizace použilo na další investice pouze 14 % (5 %) respondentů. Frakce jsou očištěny od respondentů, kteří na danou otázku neodpověděli. Kromě toho se lze oprávněně domnívat, že velká část obyvatel své akcie v průběhu „třetí vlny“ privatizace prodala a zpětně již na akciovém trhu neinvestovala.

⁹ Pro tato tvrzení je obtížné získat průkazný doklad – jsou založena na expertní znalosti autorů.

¹⁰ Nastavení vlastnických práv je klíčovým pojmem nové institucionální ekonomie, která je rozpracována v klasické práci Coase (1960). Možností aplikace Coasova teorému na transformující se ekonomiku se zabýváme v *boxu 1*.

V kontextu privatizačních snah vlád transformujících se ekonomik je často citován teoretický závěr Coasova teorému o nepodstatnosti prvotního nastavení vlastnických vztahů, pokud je dodržen předpoklad nulových transakčních nákladů. Někteří ekonomové – nejprominentněji Stiglitz (1999) – tvrdí, že způsob privatizace, a tedy rozdělení počátečních vlastnických vztahů, měl a má dlouhodobý vliv na tempo růstu transformujících se ekonomik, a proto v tranzitivním prostředí nelze na tento teorém spoléhat.

Náš argument je formulován opatrněji. Pokud je proveden rychlý transfer majetku ze státu na vlastníky, o kterých je zřejmé, že nejsou strategickými investory, je nutné, aby stát zajistil, aby tito přechodní vlastníci nebyli motivováni k neproduktivnímu nakládání s nabytým majetkem. Jestliže se stát zbaví odpovědnosti za nalezení „skutečných“ vlastníků v první fázi, je tedy nutné, aby ve druhé fázi věnoval velkou pozornost institucionálnímu rámci. Nestačí, aby právní normy a jejich vymáhání byly na úrovni srovnatelné s nejlepšími transformujícími se zeměmi; kvůli zvolené privatizační cestě je nutné, aby dosahovaly západních standardů.

Úvaha o relevanci Coasova teorému by tedy měla být vedena v tom smyslu, zda jsou reformátoři schopni formální pravidla nejenom v revoluční fázi vytvořit, ale neustále je podle potřeby i vylepšovat a zajistit jejich dodržování. „Transakční náklady“ (v individuálním i v celospolečenském smyslu) by potom byly v okamžiku, kdy má dojít k transferu aktiv do rukou konečných, strategických vlastníků, minimální.

Pokud by toho stát byl schopen, pak je privatizace kvazivlastníkům zřejmě lepším řešením než přímé prodeje, protože je rychlejší a efektivnější v krátkém a středním horizontu (investiční fondy mají lepší předpoklady pro řízení podniků než stát). Pokud toho stát schopen není, měla by být upřednostnována varianta postupného prodeje konečným vlastníkům kvůli lepším výsledkům v střednědobém horizontu (zde ignorujeme ostatní výnosy a náklady zvolených způsobů privatizace, například použití kuponové metody generuje politickou podporu veřejnosti transformačnímu procesu).

V dlouhém období by oba privatizační postupy měly být ekvivalentní, pokud díky vestavěným zájmům nedojde k zablokování procesu přechodu majetku od kvazivlastníků ke strategickým investorům. Domníváme se však, že úplné zablokování není ve vysoce otevřených ekonomikách středoevropského typu možné.

a kvalitou prvních vlastníků v privatizovaných firmách. Zvolený privatizační mix (*tabulka 4*) odrážel skutečnost, že po více než čtyřiceti letech plánování neexistoval dostatečný počet domácích investorů s disponibilním kapitálem a zájem zahraničních investorů nebyl v první fázi transformace nikterak velký.

TABULKA 4 Struktura české privatizace k 30. 9. 1999

	[mil. Kč]	[%]
veřejná soutěž	32 258	3
přímý prodej	65 884	6
kuponová privatizace	332 825	32
převod na a. s. – bez KP	424 362	41
veřejná aukce	8 220	1
restituce ^a	100 000	10
bezúplatný převod	66 518	7
celkem	1 030 067	100

poznámka: ^a Odhady restitucí činí 70–120 mld. Kč, zde arbitrárně zvolena částka 100 mld. Kč. Kromě těchto restitucí a tzv. velké privatizace proběhla ještě tzv. malá privatizace (cca 35 mld. Kč.) a podle zákona o obcích byl na obce převeden majetek v hodnotě cca 350 mld. Kč.

pramen: (FNM, 1999)

Z hlediska kvality vlastníků byla bezproblémová cesta přímých prodejů u menších firem a provozoven. U velkých podniků tato cesta narážela na potíže, protože noví majitelé spláceli svůj dluh na nákup akcií z výnosů podniků a někdy ho dokonce rovnou vložili do účetnictví zprivatizované firmy. Protože navíc neměli vlastní zdroje, nedostávalo se jim prostředků na další rozvoj a tolik očekávaný boom těchto podniků se nemohl dostavit.

V případě kuponové metody se ukázalo, že investiční fondy kontrolované transparentními subjekty (převážně existujícími bankami) nevykonávaly svá vlastnická práva efektivně. Fondy se zaměřily na finanční transakce (někdy v neprospěch svých akcionářů), spokojily se pouze s vágní podnikovou strategií a nepožadovaly dividendový výnos ze svých investic. Nikdo tedy v ekonomice chráněné „dvěma polštáři“¹¹ fakticky netlačil na restrukturalizaci podniku – a nemuselo se nutně jednat o rozvojové plány (ty by bez účasti strategického partnera stejně často neměly naději na úspěch) – a nedocházelo ani k rozhodným činům směřujícím ke snížení nákladů.

Ihned po splasknutí burzovní bubliny na jaře 1994 začala probíhat postupná koncentrace akciových podílů za účelem prodeje dalším investorům. Jednalo se jak o zahraniční (strategické) investory, tak o nově vzniklé domácí skupiny, jejichž finanční síla byla často postavena pouze na rychle se zvyšujícím objemu úvěrů od domácích bank. Zejména v této oblasti se transformační ochrnutí vlády projevilo nejbolestněji. Docházelo k plošné manipulaci s majetkem firem a investičních fondů na úkor minoritních akcionářů a nepřiměřeně vzrostla hospodářská a politická moc velkých bank a firem, které si za peníze někoho jiného vytvořily „své“ podnikatelské skupiny.¹²

Současný stav ekonomiky je často přičítán konceptu kuponové privatizace. Jaké však byly alternativy vlády? Maďarská zkušenost ukazuje, že cesta plošných přímých prodejů by nebyla pro Českou republiku o mnoho lepším řešením. Podíl soukromého vlastnictví na tvorbě HDP byl na rozdíl od Maďarska či Polska téměř nulový a není úplně zřejmé, zda by zdlouhavá cesta přímých prodejů byla z hlediska nalezení konečného, strategického vlastníka v průměru rychlejší. Mnohé podniky by zůstaly ve státním vlastnictví až do současnosti a lze se oprávněně domnívat, že podnik vlastněný investičními fondy má zřejmě lepší předpoklady pro fungování než podnik utápějící se dlouhá léta v předprivatizační agónii. Navíc byl proces maďarské privatizace zkriminlizován podobně jako v České republice a úplatkářské a rozkrádačské aféry¹³ vyvolaly ve společnosti všeobecný pocit frustrace.

Všimněme si rovněž, že hodnocení procesu privatizace v jednotlivých zemích bývají odvozena od hlasitě prezentovaných příběhů o rychlém rozvoji několika velkých zprivatizovaných firem, které se následně staly tahounem růstu v celé ekonomice. Za velkou chybu proto považujeme neprivatizaci důležitých výrobních a exportních podniků přímo do rukou zahraničních in-

¹¹ v pojetí Klause (1994b)

¹² Proces koncentrace již proběhl u většiny na burze obchodovaných firem, takže pokus o nápravu problémů malých akcionářů okamžitý společenský efekt nepřinese. Co se týče druhého problému, naštěstí se ukázalo, že zárodky českých chaebolů stály na hliněných nohou a většina z nich se rozpadla nebo pravděpodobně rozpadne kvůli krachu či výrazným potížím mateřských firem.

¹³ V ČR nebyly úplatkářské aféry tak časté kvůli prvotnímu přesunu aktiv na fondy.

	1996	1997
Česká republika	33,0	30,7
Maďarsko	21,4	19,0
Polsko	22,1	21,2

pramen: CESTAT Bulletin, 1998, no. 4.

vestorů. Často citovaný příklad Škody Mladá Boleslav nebyl v dostatečné míře následován dalšími makroekonomicky významnými podniky.¹⁴

Tvůrci transformace tedy nezaslouží kritiku za to, že spustili riskantní proces kuponové privatizace, ale za to, že nevytvořili adekvátní právní a regulační rámec. Svou pasivitou brzdili rychlejší převzetí vlastnictví strategickými investory a mnoho zahraničních investorů tím od investování v České republice přímo odradili. Zbytečně se tím prodloužila fáze agónie klíčových podniků a různé skupiny začaly vyvíjet tlak na vládu, aby privatizovala nestandardními metodami nebo privatizaci úplně zastavila. Vláda zaslouží nedostatečnou za to, že tomuto tlaku po roce 1994 podlehl. Pokus o českou cestu privatizace v případě řady velkých firem, který byl dán částečně lobbingem a částečně naivitou, byl – resp. bude – draze zaplacen, často bankrotem.

Česká ekonomika vyniká jedním paradoxem: vysoká míra investic (*tabulka 5*) se dosud nepromítla do tempa růstu ekonomiky. I zde existuje spojitost s neusazenými vlastnickými vztahy a se strukturou výrobního sektoru. Investice odrážely neusazené vlastnické poměry v české ekonomice s kapitálově slabými *výrobními* podniky. Makroekonomicky významné částky byly investovány do neproduktivních kapacit, jako bylo odsíření tepelných elektráren, obnova a rozvoj energetických a plynárenských sítí a investice do stále nefungující jaderné elektrárny Temelín. Firmy se rovněž vybavovaly osobními auty a osobními počítači, což jsou investice bez okamžitého dopadu na výstup.

Dále je třeba vzít v úvahu segment „těžkých“ podniků, který se v české ekonomice udržel v důsledku ze „sociálních“ důvodů odkládané privatizace a nedostatečné restrukturalizace. Už jen prostá obnova obrovského objemu fyzického kapitálu v těžkých odvětvích vyžadovala vysokou míru investic. Kromě toho v prostředí měkkého rozpočtového omezení, odkládané privatizace a nedostatečné kontroly ze strany vlastníka (privatizační fondy a stát, tj. FNM) řada firem v těchto odvětvích nepřizpůsobila dostatečně své investice ve výrobách, jejichž odbyt byl problematický a jejichž růst bude vzhledem k bariéram vývozu do Evropské unie a cenové konkurenci z východních zemí nadále brzděn.

Současné propady investic¹⁵ doprovázené změnami ve struktuře průmyslové výroby vidíme jako signál toho, že restriktivní politika vedla ke změnám ve struktuře ekonomiky a k nižším investicím do těžkých odvětví. Me-

¹⁴ Po roce 1993 byl v sektoru velkých podniků s možností exportu realizován pouze vstup mezinárodního konsorcia IOC do České rafinérské a vstup P&G do Rakovy.

¹⁵ V roce 1998 došlo k poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu téměř o 4 %, v první polovině 1999 pak o více než 7 %.

ziročním tempům růstu investic by neměla být věnována příliš velká pozornost – ekonomika bude schopna růstu i při mnohem nižší míře investic, než jakou zaznamenáváme dnes, pokud budou tyto investice vynakládány efektivně. Nutnou podmínkou efektivity investic je však přítomnost strategických vlastníků ve firmách. Zatím však současné nastavení vlastnických vztahů – vzhledem k nedostatku strategických partnerů v mnohých sektorech – nadále vidíme jako suboptimální.

Míra úspor byla v ČR v mezinárodním srovnání rekordně vysoká,¹⁶ velmi vysokou míru investic však kryt nestačila. Zkušenosti s vnější nerovnováhou v druhé polovině 90. let ukázaly (nejen v ČR), že dlouhodobý a výrazný převis domácí poptávky po investicích nad domácími úsporami není udržitelný z hlediska platební bilance. To je třeba mít na paměti i v současném režimu plovoucího kurzu, protože každý výraznější příliv zahraničních investic tlačí na nominální apreciaci koruny a následně na pokles ekonomického výtoku v krátkém období. Ve středním období nelze ani podceňovat nebezpečí poptávkově tažené inflace vyvolané kapitálovým přílivem.¹⁷

Samostatnou kapitolou je vývoj tuzemského akciového trhu. Po dokončení přesunu kontrolních podílů ve firmách trh téměř zmrtvěl a pozorované objemy obchodů jsou z velké části tvořeny arbitrážními obchody obchodníků. Primární trh s akciemi se nikdy nerozhýbal, ale nedostatečná ochrana investora byla důvodem pouze částečným. Ukázalo se, že v malé české ekonomice není nalezení konkrétního vlastníka či malé skupiny vlastníků pro každý podnik žádný problém.

Je-li firma vlastněna zahraničním investorem, má ve většině případů k potřebnému kapitálu přístup a nemusí se obracet na netransparentní tuzemský akciový trh. Domácí vlastníci firem, které by splňovaly kritéria pro umístění na akciovém trhu, zase mají z nejrůznějších důvodů zájem spíše o neveřejnou nabídku akcií velkým investorům. Český akciový trh tedy zatím svou národohospodářskou funkci neplní. Šance na zlepšení nastane teprve tehdy, až se zde vytvoří skupina rychle rostoucích firem (růst obrátu v desítkách procent ročně) s dostatečně velkým vlastním jměním (alespoň 1 mld. Kč), jejichž vlastníci se rozhodnou část svých akcií nabídnout na veřejný akciový trh.

Transformace jako problém konzistence makroekonomických politik¹⁸

Pro vytvoření dlouhodobé makroekonomické stability, která je nutná pro nerušené pokračování transformačních procesů na mikroekonomické úrovni, je nejdůležitější nalezení souladu mezi monetární politikou a trans-

¹⁶ Míra úspor domácností se neustále pohybovala okolo 10–12 % disponibilních příjmů. Spolu s úsporami sektoru firem se národní míra úspor měřená podílem na HDP pohybuje v intervalu 20–25 %.

¹⁷ Problematice výkonu hospodářské politiky v prostředí transformující se ekonomiky se více seznáme v následující kapitole.

¹⁸ Jsme si vědomi toho, že diskuze o makroekonomické politice by musela mít širší záběr a pokrýt témata, jako jsou měnový kurz, inflace, liberalizace toků v rámci platební bilance a podobně. Zde se však soustředíme pouze na problém koordinace makroekonomických politik, neboť máme pocit, že právě toto byl jeden z klíčových problémů v české ekonomice.

formační a rozpočtovou politikou vlády. Otázka konzistence makroekonomických politik – čili vztahu mezi centrální bankou a vládou – je v transformující se ekonomice úzce spojena s institucionální dimenzí diskutovanou v druhé části příspěvku. Dosažení úplné přeměny centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní vyžaduje řadu institucionálních a strukturálních změn, jejichž nedostatečné ošetření vytváří úzká hrdla s dopady na makroekonomickou stabilitu ve střednědobém a dlouhodobém horizontu. V turbulentním politickém prostředí rodících se demokracií chybí obecně ochota, vize, někdy i politická síla k provedení nutných změn: proveditelnost změn je politicky omezena. Centrální banky se tak často dostávají do pozice, kdy zůstávají osamoceny a zpřísňují svou politiku více, než by při koordinovaném postupu bylo nutné. Toto zpřísnění se navíc většinou ukáže jako neudržitelné, ať už kvůli nepřiměřenému posílení kurzu měny, nebo kvůli příliš velkému kolísání reálných veličin (propad výstupu).

Potřeba provázanosti politiky vlády (včetně transformační politiky) a měnové politiky centrální banky vyplývá i ze zkušenosti České republiky v 90. letech. Vládě se nejprve podařilo v roce 1990 vyhrát bitvu o podobu transformace a prosadit radikální ekonomická opatření. V lednu 1991 byly uvolněny ceny a zahraniční obchod, míru inflace (CPI) se podařilo stlačit bezprecedentně rychle z 26,3 % v lednu 1991 na -0,2 % v červenci 1991. Vláda spolu s centrální bankou získaly vysokou kredibilitu za své konzervativní fiskální a monetární politiky, kterou si udržely až do měnové krize v polovině roku 1997. Avšak už z vývoje v letech 1994–1995 bylo zřejmé, že tato fiskální i monetární konzervativnost byla v mnohém ohledu zdánlivá (Sommer, 1995).

Do ekonomiky bylo za období 1993–1998 skrytými fiskálními kanály vpuštěno přes 300 mld. Kč,¹⁹ které nikdy nebyly promítnuty do státního rozpočtu. K tomu lze připočítat téměř 110 mld. Kč příjmů z privatizace (ke konci roku 1995), které byly rovněž rozpuštěny do ekonomiky (čisté jmění FNM se téměř neustále pohybuje kolem nuly). Měnovou politiku mezi rokem 1994 a polovinou roku 1996 není rovněž možné hodnotit jako neutrální. Nadměrný růst peněžní zásoby byl způsoben nejprve rychlou úvěrovou emisí, později i přílivem dluhového kapitálu ze zahraničí, přilákaným kurzovým diferencialem při politice pevného kurzu. Podle našeho názoru byla ekonomika držena na této kotvě příliš dlouho; ČNB měla buď umožnit apreciaci kurzu, nebo rovnou přejít na pružný měnový kurz už v roce 1995.

Základní problém spočíval a stále spočívá právě v kombinaci chybějící koordinace makroekonomických politik a nedostatečné restrukturalizace. V důsledku významných privatizačních příjmů proměněných na výdaje, vznikajících skrytých dluhů a kurzové politiky se ekonomika ocitla v prostředí mohutných fiskálních a monetárních stimulů, které se sice projeví výrazným ekonomickým růstem v letech 1994–1996, ale zároveň také velmi vysokým obchodním deficitem a neklesající inflací. Zároveň pokřivené vlastnické vztahy v bankovním sektoru spojené s již zmíněným napojením bank

¹⁹ Jedná se o součet odhadu skrytých dluhů státu, které podle odhadu Světové banky činí přes 250 mld. Kč, a kvazifiskálních výdajů na sanaci bankovního sektoru, které zůstaly v bilanci ČNB. Odhadujeme, že celkem tyto výdaje fiskální povahy – ač na státní rozpočet přímo nenapojeny –, činily přes 300 mld. Kč; to výrazně mění představu o konzervativnosti fiskální politiky. Vysoký ekonomický růst dosažený v polovině 90. let byl do značné míry založen na těchto (kvazi)fiskálních stimulech podporovaných uvolněnou měnovou politikou.

na investiční fondy vedly k narušení procesu finančního zprostředkování, což ve svém důsledku vytvořilo velmi měkké rozpočtové omezení.²⁰

ČNB začala zpřísnovat měnovou politiku v polovině roku 1996, za což si vysloužila značnou kritiku ze strany vlády; nicméně fiskální restrikce se přidala pod tlakem finančních trhů již v roce 1997. Reakce ČNB byla plně v souladu s tezí, že centrální banky jsou díky své nezávislosti první, kdo se snaží napravit vzniklé makroekonomické nerovnováhy. Restrikce na straně poptávky, která byla nevyhnutelná z hlediska makroekonomických nerovnováh, nutně zhoršila ekonomický výkon, který byl a je omezen především rigiditami na straně nabídky a úzkými místy v institucionální oblasti. Jakkoliv ale byly restriktivní politiky bolestné, přispěly ke zmírnění vnějších nerovnováh pod nebezpečnou úroveň a do značné míry urychlily tolik potřebné restrukuralizační procesy na mikroúrovni tím, že vytvořily tvrdé rozpočtové omezení a nastartovaly bankrot neperspektivních firem.

V mnohých prvcích vývoje české ekonomiky spatřujeme typické dilema transformace: politická omezení v nejširším smyslu blokují výkon potřebných nápravných opatření – centrální banka je nucena přitvrdit svou politiku s ohledem na uchování okamžité makroekonomické stability – ale tato politika dlouhodobě nikam nevede, protože monetární politika může dát jen krátkodobý rámec, nemůže řešit problémy na institucionální úrovni, které ovlivňují ekonomický výkon v dlouhém období.

Závěr

Při rozhodování o tom, jakou politiku provádět v transformující se ekonomice, nelze úvahy zužovat na jediné úzké hrdlo. Vždy musíme mít na paměti všechny tři aspekty – institucionální, vlastnických struktur/kapitálový a konzistenci makroekonomických politik. Zablokování či neřešení kteréhokoli z nich vede k potížím i v ostatních oblastech. Bez tržně orientovaných institucí (regulace kapitálového trhu a finančního sektoru, ochrana soukromého vlastnictví na všech úrovních) nebudou investice vkládány do dlouhodobých projektů a makroekonomická rovnováha nebude udržitelná. Naopak ovšem platí i to, že bez rozumných makroekonomických politik nebude ekonomika pro investory atraktivní.

Hlavní transformační úkoly současnosti vidíme ve dvou oblastech. Za prvé je třeba, aby stát začal skutečně vykonávat svou roli strážce institucionálního rámce. Za druhé je třeba zvolit optimální tempo privatizace zbývajících státních podílů ve firmách – dostatečně rychlé na to, aby se obnovila důvěra zahraničních investorů v českou ekonomiku, a zároveň rozložené v čase tak, aby nebyla ohrožena makroekonomická rovnováha v české ekonomice.

Nebezpečí blokování dalšího vývoje vidíme ve dvou oblastech. Za prvé se obáváme politických omezení. Zkušenosti ze světa (např. Maďarsko, Bulharsko, ale i asijské země) ukazují, že ekonomika si musí nejprve „kleknout“, než společnost a politická reprezentace budou ochotny přijmout razantnější změny v jejím uspořádání. Za druhé je zřejmé, že ani zahraniční, ani potenciální domácí investoři nebudou dychtiví investovat do ekonomiky,

²⁰ Za nejvýznamnější charakteristiky lze považovat zanedbatelný počet bankrotů, extrémně nízkou nezaměstnanost a vysoký růst reálných mezd.

kteřá stále klesá dolů. Ekonomika ovšem neporooste, pokud se nebude investovat. Prolomit tuto bariéru, která je částečně oprávněná a částečně psychologická, je možné právě dobře viditelnými kroky vlády v oblasti privatizace a zefektivnění vymáhání práva.

LITERATURA

- COASE, R. H. (1960): The Problem of Social Cost. *The Journal of Law and Economics*, 1960, pp. 1–44.
- EBRD (1997): *Transition Report*. London, 1997.
- EBRD (1998): *Transition Report*. London, 1998.
- EXETER, J. – FRIES, S. (1998): The post-Communist Transition: Patterns and Prospects. *Finance and Development*, September 1998.
- FNM (1998): *Výroční zpráva za rok 1997*. Praha, 1998.
- FNM (1999): *Informace o činnosti FNM k 30. 9. 1999*. Praha, 1999.
- GROSFELD, I. (1994): Evoluční zdůvodnění rychlé privatizace. *Politická ekonomie*, XLII, 1994, č. 3.
- HANOUSEK, J. – TŮMA, Z. (1999): Test of Permanent Income Hypothesis on Czech Voucher Privatization, *CERGE-EI, Discussion Paper Series*, no. 1999–21, Praha.
- KLAUS, V. (1994a): Systémová změna: vyvážená směs úmyslného a spontánního. (Projev na valném shromáždění The Mont Pélerin Society.) In: *Dopočítávání do jedné*. Praha, Management Press, 1994.
- KLAUS, V. (1994b): Transformation Rules: The Hypothesis of Two Cushions. *Prague Economic Papers*, 1994, no. 2.
- KOUBA, K. (1997): Privatizace jako proces redistribuce vlastnických práv. *Politická ekonomie*, 1997, č. 4.
- MEJSTRŮK, M. (ed.) (1997): *The Privatization Process in East-Central Europe*. Kluwer Academic Publishers, 1997.
- MERTLÍK, P. (1996): Privatizace po česku: pět let putování od veřejného vlastnictví k veřejnému vlastnictví? *Politická ekonomie*, 1996, č. 4.
- SACHS, J. (1999): Výsledky České republiky jsou zklamáním. *Mladá fronta Dnes*, 9. 8. 1999.
- STIGLITZ, J. E. (1999): Sametová rukavice pro lupiče. *Ekonom*, 1999, č. 25.
- SOMMER, M. (1995): Proč neklesá inflace v České republice? *Politická ekonomie*, 1995, č. 6.
- VEČERNÍK, J. (1998): *Občan a tržní ekonomika*. Praha, Nakladatelství Lidové noviny, 1998.

SUMMARY

JEL: E63, P20, P30

Keywords: transition – property rights – Coase theorem – macroeconomic policy

Ten Years of the Czech Transition

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA

Transition from a centrally planned to a market economy has three main aspects: Underdeveloped market institutions; protection of property rights and limited access to capital; and consistency of macroeconomic policies. In the Czech case, incomplete reform of the financial intermediation sector was a major problem in the institutional area. The authors argue, however, that the poor results of the Czech Republic compared to Hungary and Poland in the second half of the 1990s were also due to inconsistent macroeconomic policies in the first half of the decade. They also use the message of the Coase theorem to argue that since the government decided to transfer property rights first to non-strategic owners (using voucher privatization or LBOs), it should have paid due attention to the institutional framework so as to minimize transaction costs during the process of ownership concentration and restructurization. At present, fiscal or monetary policies cannot boost the country's performance; policymakers must first attempt to remove the institutional bottlenecks that have accumulated in the economy.